

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΣΕΛΙΔΑ

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ.....	3
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ.....	4
1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	5
2. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ.....	7
3. ΤΟ ΚΑΘΕΣΤΩΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	13
4. Η ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	14
5. ΤΟ ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ.....	21
6. ΟΙ ΚΥΡΙΟΙ ΠΡΩΤΑΓΩΝΙΣΤΕΣ.....	35
7. Η ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	43
8. ΟΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ ΣΥΛΛΟΓΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ.....	45
9. ΘΕΩΡΙΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΚΑΙ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ.....	51
10. ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	76
11. ΕΙΔΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	102
12. Η ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΟΥ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	128
13. ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΣΤΗΝ ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	144
14. ΟΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.....	167
15. ΟΙ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ.....	180
16. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ-ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ.....	188

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Ανδρέας Κ. Θεοφίλου

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	
ΑΡ. ΕΙΣ.	29655
COMP.	22485
ΤΑΞΗ	332 042 ΘΕ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ	

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

ΣΕΛΙΔΑ

1. Η ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ.....	123
2. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΤΟΥ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	130
3. Η ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΗ ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ.....	135
4. ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ.....	138
5. ΣΥΝΟΠΤΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΡΙΣΤΗΣ ΛΥΣΗΣ.....	139
6. ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΥΑΙΣΘΗΣΙΑΣ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΩΝ ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΗΣ ΣΥΝΑΡΤΗΣΗΣ.....	141
7. ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΥΑΙΣΘΗΣΙΑΣ ΣΤΑΘΕΡΩΝ ΔΕΞΙΟΥ ΜΕΡΟΥΣ.....	142
8. ΟΙ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ.....	170
9. Η ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	172

Πανεπιστήμιο Πελοποννήσου

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

	ΣΕΛΙΔΑ
1. ΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	42
2. ΤΟ ΠΙΟ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟ ΜΕΤΩΠΟ ΤΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΜΕ ΚΑΙ ΧΩΡΙΣ ΚΙΝΔΥΝΟ.....	62
3. ΤΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ ΜΕ ΤΗ ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΗ ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ ΓΙΑ ΤΟΝ ΣΥΓΚΕΚΡΙΜΕΝΟ ΕΠΕΝΔΥΤΗ.....	67
4. ΤΟ ΠΟΣΟΣΤΟ ΚΑΤΑΝΟΜΗΣ ΤΟΥ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΣΕ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ	
5. ΠΡΟΙΟΝΤΑ.....	132

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Ανδρέας Κ. Θεοφίλου

Σημαντικοί όροι: Αμοιβαίο Κεφάλαιο, Ανώνυμη Εταιρία Διαχείρισης Αμοιβαίου Κεφαλαίου, Θεματοφύλακας, Μεριδιούχος, Μερίδιο, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε κινητές αξίες, Χαρτοφυλάκιο, Χρεόγραφα, Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Αν τύχει ποτέ και ψάξετε σε κάποιο χρηματοοικονομικό λεξικό για τον ορισμό της έννοιας «Αμοιβαίο Κεφάλαιο», πιθανότατα θα συναντήσετε κάτι όπως: «χαρτοφυλάκιο αξιών με διασπορά, εγγεγραμμένο σαν μια "ανοικτού τύπου" εταιρία επενδύσεων, το οποίο πουλά μερίδια στο ευρύτερο κοινό, σε μία συγκεκριμένη τιμή και τα επαναγοράζει τη στιγμή που αυτό απαιτηθεί στην πραγματική λογιστική τους αξία».

Με άλλα λόγια, πρόκειται για ένα «συνασπισμό» μικρών, μεσαίων, και ενίοτε μεγάλων επενδυτών που «καταθέτουν» τα χρήματά τους στις εταιρίες διαχείρισης, οι οποίες στη συνέχεια επενδύουν τα κεφάλαια αυτά προκειμένου να επιτύχουν την υψηλότερη δυνατή απόδοση.

Ο θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα έχει ιστορία αρκετών ετών, πρόσφατα όμως αυξήθηκαν σε αριθμό και προσέλκυσαν το ενδιαφέρον του ευρύτερου επενδυτικού κοινού. Η κλιμάκωση της πτώσης των επιτοκίων, σε συνδυασμό με την έντονη άνοδο της χρηματιστηριακής αγοράς, χαρακτηρίζουν την έναρξη μίας νέας φάσης για την ελληνική οικονομία, με προφανείς συνεπακόλουθες ευνοϊκές επιδράσεις στην κεφαλαιαγορά. Στο νέο οικονομικό περιβάλλον το οποίο δημιουργείται στη χώρα μας, η αναζήτηση νέων εναλλακτικών μορφών επενδύσεων, καθίσταται κύριο μέλημα για το ευρύτερο επενδυτικό κοινό. Η συνεχιζόμενη πτωτική τάση των επιτοκίων, η φορολόγηση των κρατικών τίτλων, αλλά και η σημαντική άνοδος του Χρηματιστηρίου, ωθεί, με ολοένα αυξανόμενους ρυθμούς τον έλληνα αποταμιευτή, στις συλλογικές μορφές επένδυσης. Η ελληνική οικονομία, η ελληνική Κεφαλαιαγορά και ο Θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, εισέρχονται σε μία νέα περίοδο ανάπτυξης, περίοδο στην οποία θα μπορέσει να διαρκέσει για αρκετά μεγάλο χρονικό διάστημα και κατά την οποία θα υπάρξει ανάπτυξη σε όλους τους τομείς και όλα τα μεγέθη.

Το νέο αυτό περιβάλλον είναι πολύπλοκο, όπως επίσης περισσότερο άστατο και σύνθετο. Το νέο περιβάλλον απαιτεί περισσότερες γνώσεις και

καλύτερη ενημέρωση για τις εξελίξεις. Αυτή ακριβώς την ανάγκη επιχειρεί να καλύψει η παρούσα εργασία, με το να φιλοδοξεί να εξηγήσει το νόημα και τη λειτουργία του θεσμού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και να αποσαφηνίσει όλα εκείνα τα στοιχεία που συνθέτουν την έννοια του θεσμού αυτού.

Πιο συγκεκριμένα, στην εργασία αυτή θα ασχοληθούμε με μια μορφή της Εταιρίας Επενδύσεων, αυτής του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Αρχικά θα προσεγγίσουμε την έννοια του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και τον τρόπο λειτουργίας του. Κατόπιν θα παραθέσουμε τα πλεονεκτήματα που απολαμβάνει ο επενδυτής από την επένδυση σε μερίδια Αμοιβαίων Κεφαλαίων, ενώ θα εξηγήσουμε και τα χαρακτηριστικά των αξιογράφων που συμπεριλαμβάνονται στα χαρτοφυλάκια των Αμοιβαίων κεφαλαίων. Ακολούθως, θα μελετήσουμε την έννοια της απόδοσης και του κινδύνου που παρουσιάζουν οι διάφορες μορφές αξιογράφων ως μεμονωμένες επενδύσεις. Στη συνέχεια θα αναπτύξουμε τη σχέση απόδοσης και κινδύνου που έχει σημασία για τον επενδυτή, όταν αυτός αξιολογεί μια επένδυση προκειμένου να την συμπεριλάβει σε χαρτοφυλάκιο. Τέλος, θα εξετάσαμε τα χαρακτηριστικά και την επενδυτική φιλοσοφία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, που προσφέρονται στην ελληνική και διεθνή αγορά.

Σήμερα, είναι ίσως ακόμη νωρίς για να φανταστούμε τις μεταβολές που θα συμβούν στην αγορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων κατά τα επόμενα τρία ή τέσσερα χρόνια. Όμως, αναλογιζόμενοι την εμπειρία του εξωτερικού, μπορούμε να πούμε με βεβαιότητα ότι κατά τα επόμενα χρόνια θα υπάρξει μία σοβαρή μετακίνηση των κεφαλαίων προς άλλες μορφές επενδύσεων. Έτσι προβλέπεται να δημιουργηθούν πολλά νέα προϊόντα, τα οποία θα έλθουν να καλύψουν τις μεταβαλλόμενες ανάγκες των πελατών των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, καθώς επίσης, αναμένεται να δημιουργηθούν νέες συνθήκες στη λειτουργία και στη καθημερινή διαχείριση τους.

Η αγορά μας μεταβάλλεται. Οι αποδόσεις μπορούν να είναι υψηλότερες. Όμως θα πρέπει να τις διεκδικήσουμε με γνώση και μεθοδικότητα!

ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

Ως γνωστόν η έννοια της κοινής περιουσίας, που αποτελεί την ουσία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, όπως και κάθε άλλης μορφής συλλογικής επένδυσης, είναι γνωστή από την αρχαιότητα. Η περίφημη Αθηναϊκή Συμμαχία του 5^{ου} π.Χ. αιώνα είχε δημιουργήσει ένα κοινό ταμείο από τις εισφορές των συμμαχικών πόλεων, για τις ανάγκες της συμμαχίας. Το ταμείο είχε έδρα το ιερό νησί της Δήλου και θεματοφύλακες τους ιερείς του ναού. Η διαχείριση του, γινόταν από αντιπροσωπεία των συμμάχων, βάσει ορισμένων κανόνων. Ανάλογο φαινόμενο συναντάμε και στη Δελφική Αμφικτιονία, όπου την κοινή περιουσία διαχειριζόντουσαν οι ιερείς του μαντείου των Δελφών που προέρχονταν από τις εισφορές των πόλεων που είχαν αντιπροσωπεία στο μαντείο.

Δεν είναι τυχαίο λοιπόν ότι στην αρχαία Ελλάδα βρίσκονται, εκτός όλων των άλλων επιστημών, και οι ρίζες πολλών οικονομικών θεσμών. Σήμερα, ως Αμοιβαία Κεφάλαια εννοούμε τις επενδυτικές εταιρίες που συγκεντρώνουν χρήματα από επενδυτές με σκοπό την επανεπένδυσή τους σε κινητές αξίες. Το είδος των αξιών στις οποίες γίνεται η επανεπένδυση είναι γνωστή εκ των προτέρων στους επενδυτές, έτσι ώστε αυτοί να έχουν ακριβή εικόνα του αντικειμένου που θα επενδύσουν τα χρήματά τους. Οι αξίες αυτές μπορεί να περιλαμβάνουν μια ή περισσότερες κατηγορίες επενδύσεων που μπορεί να προέρχονται από την εγχώρια ή τις διεθνείς αγορές.

Ο θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, όπως είναι γνωστός σήμερα, έχει τις ρίζες του στις Κεφαλαιαγορές των Η.Π.Α. στις αρχές του αιώνα μας. Το πρώτο σχετικά οργανωμένο Αμοιβαίο Κεφάλαιο εμφανίστηκε στη χώρα αυτή το 1924. Αιτία ήταν οι έντονες ανοδικές τάσεις στη χρηματιστηριακή αγορά, τάσεις που προκλήθηκαν από τη μεγάλη ανάπτυξη της οικονομίας και του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η άνοδος που γνώρισε το χρηματιστήριο προκάλεσε την εισροή σε αυτό κεφαλαίων από νέους επενδυτές, χωρίς γνώση του αντικειμένου και αυτοτροφοδοτούμενες προσδοκίες πλουτισμού. Επιτακτική ήταν λοιπόν η ανάγκη δημιουργίας νέων προϊόντων για την ομαλή απορρόφηση των νέων κεφαλαίων.

Έτσι, η εταιρία επενδύσεων Massachusetts Investors Trust δημιούργησε ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο, που έδινε τη δυνατότητα στους επενδυτές να πωλήσουν τα μερίδιά τους, όποτε αυτοί το επιθυμούσαν με σχετικά απλές διαδικασίες. Σημειωτέον ότι το συγκεκριμένο Αμοιβαίο Κεφάλαιο λειτουργεί ακόμη και σήμερα.

Ήταν επόμενο λοιπόν η επιτυχία που είχε το νέο προϊόν της Massachusetts Investors Trust να βρει μιμητές και να δώσει την ώθηση για τη δημιουργία και άλλων Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Η έλλειψη κανόνων λειτουργίας προκάλεσε αρκετά προβλήματα, όπως, περιορισμό στην έξοδο από το Αμοιβαίο, όποτε επιθυμούσε ο επενδυτής. Οι ανοδικές τάσεις της χρηματιστηριακής αγοράς συνέβαλλαν στη δημιουργία κερδοσκοπικών φαινομένων, στα οποία δεν έμειναν αμέτοχα και τα Αμοιβαία Κεφάλαια. Η κρίση του 1929 με τις ζημιές που προκάλεσε,

είχε δυσμενείς επιπτώσεις στην αγορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, που έγιναν αντικείμενο έρευνας από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Επόμενος σταθμός ήταν, η δημιουργία του θεσμικού πλαισίου λειτουργίας των Αμοιβαίων Κεφαλαίων το 1940 (Investment Company Act). Ο νόμος αυτός προσδιορίζει τους κανόνες λειτουργίας, καθώς και την υποχρέωση που έχουν οι εταιρίες διαχείρισης, να ενημερώνουν με συγκεκριμένο τρόπο τους πελάτες τους.

Στη δεκαετία του 1960, με τις αποδόσεις που πέτυχαν δύο διαχειριστές προκάλεσαν το ενδιαφέρον των επενδυτών, που γρήγορα εξανεμίστηκε με την κρίση στη Wall Street την περίοδο 1969-70. Τότε, οι εταιρίες διαχείρισης, αποφάσισαν να επενδύσουν και σε άλλες μορφές επένδυσης ώστε να αποφύγουν τις αρνητικές αποδόσεις του χρηματιστηρίου. Έτσι δημιουργήθηκαν τα πρώτα Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισης Διαθεσίμων. Η εξέλιξη αυτή ήταν μια επανάσταση στην αγορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, που μετέβαλε τη θέση και το ρόλο τους στις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Παράλληλα, νέα Αμοιβαία Κεφάλαια δημιουργήθηκαν για να εκμεταλλευτούν τις πολυποίκιλες μορφές επένδυσης (πολύτιμων μετάλλων, κλαδικά, διεθνή, κ.λ.π.).

Η εισαγωγή του θεσμού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα, έγινε το 1972, με την ίδρυση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου «Ερμής» από την Εμπορική Τράπεζα. Ακολούθησε στις αρχές του 1973 η Εθνική Τράπεζα με την ίδρυση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου «Δήλος». Η ανάπτυξη του θεσμού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων ήταν υποτονική λόγω του ασφυκτικού πλαισίου λειτουργίας του ελληνικού χρηματιστηρίου. Μετά το 1989, με την

είσοδο νέων Α.Ε.Δ.Α.Κ (Ανωνύμων Εταιριών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων), αυξήθηκε, ο αριθμός και ο προσανατολισμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και στη χώρα μας. Τότε ιδρύθηκαν τρία νέα Αμοιβαία Κεφάλαια, δύο από την Τράπεζα Πίστewος και ένα από την Interameri-
can. Η τάση ανάπτυξης συνεχίστηκε με αποτέλεσμα σήμερα να υπάρχει πλήθος Αμοιβαίων Κεφαλαίων με ευρείς επενδυτικούς ορίζοντες.

2. κΔΕΛΤΙΟ Εμπορικό και Βιομηχανικό Επιμελητήριο Πειραιώς, Τεύχος
Φεβρουαρίου 1987, σελ. 18.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ -ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

ΤΟ ΚΑΘΕΣΤΩΣ

1. M.Jensen. «The Performance of Mutual Funds in the period 1945-1964», Journal of Finance, 1968,σελ.12-14.
2. «Δελτίο Εμπορικού και Βιομηχανικού Επιμελητηρίου Αθηνών», Τεύχος Φεβρουαρίου 1997,σελ.15.

ΤΩΝ

ΑΜΟΙΒΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΤΟ ΚΑΘΕΣΤΩΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

ΤΟ ΚΑΘΕΣΤΩΣ

ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ

ΤΩΝ

ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

ΤΟ ΚΑΘΕΣΤΩΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Το Καθοριστικό σημείο για την ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς και συνεπώς των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, υπήρξε η είσοδος της χώρας μας στη Ευρωπαϊκή Ένωση. Το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας δημιουργήθηκε το 1970 με το Ν.Δ. 608/1970. Νεότερα νομοθετήματα ήταν ο Ν.1969/1991 «Περί Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και Αμοιβαίων Κεφαλαίων, διατάξεις εκσυγχρονισμού και εξυγιάνσεως της κεφαλαιαγοράς και άλλες διατάξεις», το Π.Δ. 433/1991 για την ευθυγράμμιση του νομικού καθεστώτος με τις κοινοτικές διατάξεις περί Αμοιβαίων Κεφαλαίων και ο Ν. 2214/1994.

Η ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (Α.Ε.Δ.Α.Κ)

ΓΕΝΙΚΑ

Η Ανώνυμη Εταιρία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Ν.1969/91 Άρθρο 26) είναι ουσιαστικά το νομικό εκείνο πρόσωπο που αναλαμβάνει αποκλειστικά τη διαχείριση ενός ή περισσοτέρων Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Διαθέτει στις τάξεις της άτομα με εξειδικευμένη κατάρτιση και εκπαίδευση, αλλά και εμπειρία στη διαχείριση επενδυτικών κεφαλαίων.

Το μετοχικό κεφάλαιο της Α.Ε.Δ.Α.Κ. καταβάλλεται σε μετρητά κι έχει ελάχιστο ύψος 50.000.000 δρχ. Το κεφάλαιο αυτό πρέπει να καταβάλλεται

ολοσχερώς κατά τη σύσταση της εταιρίας, ενώ το εν λόγω ποσό μπορεί να αυξάνεται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς¹. Σε περίπτωση αύξησεως του κατώτατου ορίου του μετοχικού κεφαλαίου της Α.Ε.Δ.Α.Κ., για τον υπολογισμό του ελάχιστου αναγκαίου ύψους του μετοχικού κεφαλαίου της, λαμβάνονται υπόψη τα ίδια κεφάλαια των εταιριών αυτών.

Η ΙΔΡΥΣΗ ΤΗΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ

Οι βασικές προϋποθέσεις για την ίδρυση της Α.Ε.Δ.Α.Κ όπως τις ορίζει ο νόμος 1969/1991 άρθρο 26 είναι οι εξής:

- το 40% του μετοχικού κεφαλαίου μιας Α.Ε.Δ.Α.Κ. θα πρέπει να ανήκει σε ανώνυμη εταιρία, με ελάχιστο καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο 500.000.000 δρχ. ή το ισόποσο τους σε ξένο νόμισμα.
- απαγορεύεται, σε φυσικό ή νομικό πρόσωπο να κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 50% του μετοχικού κεφαλαίου της Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Η επιβολή αυτών των δύο περιορισμών καθίσταται αναγκαία, προκειμένου να είναι δυνατόν σε μία μεγάλη τράπεζα, ασφαλιστική εταιρία ή οποιαδήποτε άλλη ανώνυμη εταιρία που κατορθώνει να τους πληροί, να ιδρύει ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο. Η εν λόγω εταιρία, αποτελεί σε αυτήν την περίπτωση, τον ιδρυτή-μητρική εταιρία-της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και εισφέρει την αρχική περιουσία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου η οποία ορίζεται σε τουλάχιστον 200.000.000 δρχ.

¹ Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ασκεί έλεγχο και εποπτεία στη λειτουργία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Με άλλα λόγια, η μητρική εταιρία αγοράζει τα πρώτα μερίδια² του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και αποκομίζει όφελος:

- I. από το μέρος το οποίο του αντιστοιχεί,
- II. από τα πραγματοποιηθέντα κέρδη της διαχειριστικής χρήσης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου (εάν υπάρχουν τέτοια κέρδη) και
- III. από τα έσοδα της κατοχής μεριδίων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

Εκείνο που τέλος οφείλει να παρατηρηθεί, είναι, πως εκτός από τη στιγμή της ίδρυσης, η μητρική εταιρία δεν αναμειγνύεται καθόλου στη λειτουργία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, για την οποία αποκλειστικά υπεύθυνη είναι η Α.Ε.Δ.Α.Κ.

ΑΔΕΙΑ ΣΥΣΤΑΣΗΣ ΤΗΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ

Για να εκδοθεί άδεια σύστασης της Α.Ε.Δ.Α.Κ. (Άρθρο 27, Ν.1969/1991) απαιτείται να έχει προηγουμένως χορηγηθεί, από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, άδεια λειτουργίας της εταιρίας. Για την έκδοση αυτή εκτιμώνται η οργάνωση καθώς και τα τεχνικά και οικονομικά μέσα που διαθέτει η εταιρία, η αξιοπιστία και η πείρα των προσώπων που πρόκειται να τη διοικήσουν και η καταλληλότητα των ιδρυτών για τη διασφάλιση της χρηστής διαχείρισης της εταιρίας και των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Για κάθε τροποποίηση του καταστατικού της Α.Ε.Δ.Α.Κ., καθώς και για την αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου, απαιτείται απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Γενικά οποιαδήποτε τροποποίηση του

² Τα Μερίδια είναι ίσης χρηματικής αξίας κομμάτια του ενεργητικού ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

καταστατικού της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και κάθε μεταβολή της μετοχικής σύνθεσης, της σύνθεσης του διοικητικού της συμβουλίου καθώς και των προσώπων τα οποία χαράσσουν την επιχειρηματική της πολιτική ή δικαιούνται να εκπροσωπούν την εταιρία, ανακοινώνονται αμέσως στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Ο έλεγχος που η τελευταία ασκεί στην Α.Ε.Δ.Α.Κ φτάνει σε σημείο να την εξουσιοδοτεί -αν κρίνει ότι τα πρόσωπα που διοικούν την εταιρία δε διαθέτουν την απαραίτητη αξιοπιστία και πείρα- να ζητήσει από την εταιρία την απομάκρυνση τους.

Από την άλλη πλευρά, θα πρέπει να παρατηρηθεί ότι ο νόμος επιτάσσει, οι μετοχές της Α.Ε.Δ.Α.Κ. να είναι ονομαστικές. Η δε συμβατική μεταβίβαση τους, χωρίς άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς είναι άκυρη, εάν ο αποδέκτης συγκεντρώνει μετοχές που αντιπροσωπεύουν τουλάχιστον το 10% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας.

ΕΥΘΥΝΕΣ-ΕΞΟΥΣΙΕΣ-ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΤΗΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ

Σε γενικές γραμμές οι ευθύνες, εξουσίες και υποχρεώσεις της Α.Ε.Δ.Α.Κ. έγκεινται στα εξής:

- Συγκροτεί το Αμοιβαίο Κεφάλαιο, δηλαδή είναι υπεύθυνη για την κατάρτιση της αίτησης συγκρότησης και του Κανονισμού Λειτουργίας³, την επιλογή θεματοφύλακα⁴ και την παρουσίαση πίνακα με την αναλυτική παράθεση των στοιχείων του ενεργητικού⁵.

³ Ο Κανονισμός του Αμοιβαίου Κεφαλαίου περιλαμβάνει όλα τα στοιχεία που ορίζει ο νόμος για την ομαλή λειτουργία του θεσμού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

⁴ Ο θεματοφύλακας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι το πιστωτικό ίδρυμα στο οποίο κατατίθενται προς φύλαξη το ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

- Εκπροσωπεί τους μεριδιούχους δικαστικά, ενεργεί όμως στο όνομα του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.
- Διαμορφώνει τη σύνθεση του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, ανάλογα με την επενδυτική πολιτική που ακολουθεί, σύμφωνα όμως με τον κανονισμό του.
- Διαχειρίζεται το Αμοιβαίο Κεφαλαίο, σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου.
- Ευθύνεται για την παρακολούθηση της τήρησης των υποχρεώσεων του θεματοφύλακα.
- Υποχρεούται να εντάξει στο ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου οποιοδήποτε όφελος οικονομικής φύσης, το οποίο απέκτησε κατά την άσκηση της διαχείρισης, με εξαίρεση την ήδη συμφωνημένη αμοιβή της.
- Ασκει το δικαίωμα ψήφου από τις μετοχές οι οποίες αποτελούν στοιχεία του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, με γνώμονα το συμφέρον των μεριδιούχων.
- Δημοσιεύει ανά τρίμηνο, αναλυτική κατάσταση του χαρτοφυλακίου του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και αναλυτική κατάσταση της σύνθεσης του ενεργητικού του.
- Έχει τη δυνατότητα να συνάπτει συμφωνίες με τρίτους με σκοπό την πώληση μεριδίων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου στους επενδυτές.
- Έχει υποχρέωση να παρέχει στα αρμόδια όργανα, οποιαδήποτε πληροφορία της ζητηθεί, σχετικά με τη διαχείριση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.
- Ευθύνεται για κάθε αμέλεια, ως προς τη διαχείριση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου έναντι των μεριδιούχων.

⁵ Ενεργητικό, είναι το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων (χαρτοφυλάκιο, πάγια στοιχεία, απαιτήσεις κλπ) του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

- Δεν επιτρέπεται να παραιτηθεί από τη διαχείριση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, παρά μόνον εάν εγκριθεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η ανάληψη της διαχείρισης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου από άλλη Α.Ε.Δ.Α.Κ. Απερχόμενη και νέα Α.Ε.Δ.Α.Κ. ευθύνεται εις ολόκληρο για τις υποχρεώσεις της παλαιάς απέναντι στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο μέχρι το χρόνο αναλήψεως των καθηκόντων από τη νέα Α.Ε.Δ.Α.Κ.
- Είναι υποχρεωμένη να εξαργυρώσει άμεσα μερίδια την ημέρα που θα της ζητηθεί.

ΑΜΟΙΒΕΣ ΚΑΙ ΠΡΟΜΗΘΕΙΕΣ ΤΗΣ Α.Ε.ΔΑΚ

Η αμοιβή της Α.Ε.Δ.Α.Κ. εξαρτάται από την εκάστοτε τρέχουσα αξία του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Συνεπώς, η όσο το δυνατόν πιο σωστή κι επιτυχημένη διαχείριση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου αποτελεί παράγοντα υποκίνησης για την Α.Ε.Δ.Α.Κ., αφού η μεγιστοποίηση της τρέχουσας αξίας του ενεργητικού συνεπάγεται μεγιστοποίηση της αμοιβής της. Πιο συγκεκριμένα, τα έσοδα που απολαμβάνει η Α.Ε.Δ.Α.Κ. συνίστανται στα εξής ποσά:

1. Η αμοιβή διαχείρισης αποτελεί ένα ποσοστό της τάξεως του 1%-1,5% ετησίως επί του μέσου ημερησίου ύψους του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και λαμβάνεται για τις υπηρεσίες διαχείρισης που προσφέρει η Α.Ε.Δ.Α.Κ. Το ύψος της εν λόγω αμοιβής η οποία καταβάλλεται ανά μήνα ή τρίμηνο, καθορίζεται από την ίδια την Α.Ε.Δ.Α.Κ.

- II. Η προμήθεια διάθεσης μεριδίων προέρχεται από τη διάθεση των μεριδίων στους μεριδιούχους και αποτελεί, ένα ποσοστό επί της καθαρής τιμής του μεριδίου (προμήθεια διάθεσης=καθαρή τιμή μεριδίου x ποσοστό προμήθειας διάθεσης). Αξίζει να παρατηρηθεί ότι ένα τμήμα του ποσού αυτού, αποτελεί αμοιβή του δικτύου διανομής και πως η Α.Ε.Δ.Α.Κ. εισπράττει όλο το υπόλοιπο ποσό. Αυτό ουσιαστικά εξηγεί και το γεγονός ότι η προμήθεια διάθεσης ορίζεται σε επίπεδο υψηλότερο από εκείνο της προμήθειας εξαγοράς (με αυτόν τον τρόπο παρέχεται κίνητρο στους πωλητές μεριδίων για την επίτευξη όσο το δυνατόν υψηλότερων πωλήσεων, αφού κάτι τέτοιο θα ισοδυναμεί με υψηλές γι' αυτούς αμοιβές).
- III. Η προμήθεια εξαγοράς μεριδίων προέρχεται από την εξαγορά των μεριδίων από τους μεριδιούχους και αποτελεί κι αυτή με τη σειρά της ένα ποσοστό επί της καθαρής τιμής του μεριδίου (προμήθεια εξαγοράς=καθαρή τιμή μεριδίου x ποσοστό προμήθειας εξαγοράς).

ΤΟ ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ

ΓΕΝΙΚΑ

Μολονότι στην αρχή της εργασίας, έχει δοθεί η βασική έννοια του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, εν τούτοις σαν εισαγωγή του παρόντος μέρους κρίνεται σκόπιμο να αναφερθεί ότι, ο νόμος 1969/1991 υπαγορεύει στο άρθρο 17. Σύμφωνα μ' αυτό λοιπόν, «το Αμοιβαίο Κεφάλαιο είναι ομάδα περιουσίας, που αποτελείται από κινητές αξίες και μετρητά, της οποίας τα επί μέρους στοιχεία ανήκουν εξ αδιαιρέτου σε περισσότερα πρόσωπα». Η δε ονομασία

του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, θα πρέπει να είναι τέτοια ώστε να το διακρίνει από τα λοιπά Αμοιβαία Κεφάλαια τα οποία διαχειρίζεται άλλη Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Αυτό που εξ αρχής πρέπει να παρατηρηθεί, είναι το γεγονός, πως το Αμοιβαίο Κεφάλαιο δεν αποτελεί νομικό πρόσωπο. Μεταξύ των μεριδιούχων δεν υφίσταται καμία τέτοια σχέση η οποία χαρακτηρίζει την εταιρία.

Σε ότι αφορά τώρα τη χορήγηση της άδειας συστάσεως του Αμοιβαίου Κεφαλαίου η Α.Ε.Δ.Α.Κ υποβάλλει:

- I. αναλυτικό κατάλογο των στοιχείων του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, το οποίο πρέπει να είναι συνολικής αξίας τουλάχιστον διακοσίων εκατομμυρίων δραχμών. Το ποσό αυτό δύναται να αναπροσαρμόζεται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.
- II. δήλωση τράπεζας που λειτουργεί στην Ελλάδα, ότι δέχεται να κατατίθενται σε αυτήν τα περιουσιακά στοιχεία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και να ασκεί τα καθήκοντα του θεματοφύλακα του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.
- III. τον κανονισμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, που έχει υπογραφεί από την Α.Ε.Δ.Α.Κ και το θεματοφύλακα.

Για τη χορήγηση της άδειας συστάσεως του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, ελέγχεται η νομιμότητα του κανονισμού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και εάν με αυτό λαμβάνεται επαρκής μέριμνα για τη διαφύλαξη των συμφερόντων των μεριδιούχων καθώς και η νόμιμη σύνθεση του

ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Μέσα σε τρεις μήνες από τη χορήγηση της άδειας συστάσεως, η Α.Ε.Δ.Α.Κ προσκομίζει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς βεβαίωση του θεματοφύλακα για την κατάθεση των στοιχείων του αρχικού ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Μετά τη δημοσίευση στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως της άδειας συστάσεως και την υποβολή στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς της βεβαίωσης του θεματοφύλακα για τη κατάθεση των στοιχείων του ενεργητικού, επιτρέπεται τόσο η διάθεση μεριδίων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, όσο και η διαφήμιση του.

Σε ότι αφορά τώρα την «έδρα» του, εκείνο που ο νόμος επιτάσσει είναι πως ο προσδιορισμός της επιτελείται με βάση την καταστατική έδρα της Α.Ε.Δ.Α.Κ. Εφόσον λοιπόν αυτή βρίσκεται εντός της ελληνικής επικράτειας, το Αμοιβαίο Κεφάλαιο θεωρείται ότι εδρεύει στην Ελλάδα. Σε αυτήν την περίπτωση, η κεντρική διοίκηση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου απαιτείται να βρίσκεται στην Ελλάδα. Άλλωστε η σύμπτωση κεντρικής διοίκησης και έδρας στο ίδιο κράτος, διευκολύνει την άσκηση του ελέγχου εκ μέρους των εποπτικών αρχών.

ΜΕΡΙΔΙΑ ΚΑΙ ΤΙΤΛΟΙ ΜΕΡΙΔΙΩΝ ΤΟΥ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Η περιουσία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου (Άρθρο 19 Ν.1969/1991) διαίρεται σε ισάξια μερίδια ή κλάσματα μεριδίου. Κατ' αυτόν τον τρόπο, η συμμετοχή στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο αποδεικνύεται με ονομαστικό τίτλο, ο οποίος εκδίδεται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. και προσυπογράφεται από το θεματοφύλακα (τίτλος μεριδίου). Με άλλα λόγια, οι τίτλοι μεριδίων Αμοιβαίου Κεφαλαίου -οι

οποίοι λαμβάνουν τον έγγραφο τύπο κι έχουν αποδεικτικό κι όχι συστατικό χαρακτήρα- αντιπροσωπεύουν ίσο ποσοστό συμμετοχής επί του συνόλου των κατ' ιδίαν στοιχείων του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Ωστόσο θα πρέπει να παρατηρηθεί ότι είναι αδύνατη η συμμετοχή σε Αμοιβαίο Κεφάλαιο με ποσό που είναι μικρότερο από την αξία του μεριδίου, δηλαδή μόνο με κλάσμα μεριδίου.

Οι τίτλοι μεριδίου μπορούν να εκδίδονται για ένα ή περισσότερα μερίδια ή κλάσμα μεριδίου και πρέπει να περιέχουν τα εξής:

- I. την ονομασία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.
- II. τον αριθμό της άδειας συστάσεως του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.
- III. τις επωνυμίες της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και του θεματοφύλακα.
- IV. τον αριθμό των μεριδίων που αντιστοιχούν στον τίτλο.
- V. το ονοματεπώνυμο και τη διεύθυνση της κατοικίας του μεριδιούχου ή των μεριδιούχων.
- VI. βεβαίωση ότι καταβλήθηκε ολοσχερώς η αξία του μεριδίου.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να τονιστεί το γεγονός ότι, είναι απολύτως άκυρη η συμβατική μεταβίβαση των μεριδίων, με εξαίρεση τη μεταβίβαση μεταξύ συζύγων ή συγγενών πρώτου και δευτέρου βαθμού, σε ευθεία γραμμή.

Για την απόκτηση δε, μεριδίων Αμοιβαίου Κεφαλαίου (Άρθρο 20 § 2 και άρθρο 38,39 Ν.1969/1991) απαιτούνται:

- I. γραπτή αίτηση προς την Α.Ε.Δ.Α.Κ.
- II. αποδοχή του Κανονισμού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

οποίοι λαμβάνουν τον έγγραφο τύπο κι έχουν αποδεικτικό κι όχι συστατικό χαρακτήρα- αντιπροσωπεύουν ίσο ποσοστό συμμετοχής επί του συνόλου των κατ' ιδίαν στοιχείων του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Ωστόσο θα πρέπει να παρατηρηθεί ότι είναι αδύνατη η συμμετοχή σε Αμοιβαίο Κεφάλαιο με ποσό που είναι μικρότερο από την αξία του μεριδίου, δηλαδή μόνο με κλάσμα μεριδίου.

Οι τίτλοι μεριδίου μπορούν να εκδίδονται για ένα ή περισσότερα μερίδια ή κλάσμα μεριδίου και πρέπει να περιέχουν τα εξής:

- I. την ονομασία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.
- II. τον αριθμό της άδειας συστάσεως του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.
- III. τις επωνυμίες της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και του θεματοφύλακα.
- IV. τον αριθμό των μεριδίων που αντιστοιχούν στον τίτλο.
- V. το ονοματεπώνυμο και τη διεύθυνση της κατοικίας του μεριδιούχου ή των μεριδιούχων.
- VI. βεβαίωση ότι καταβλήθηκε ολοσχερώς η αξία του μεριδίου.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να τονιστεί το γεγονός ότι, είναι απολύτως άκυρη η συμβατική μεταβίβαση των μεριδίων, με εξαίρεση τη μεταβίβαση μεταξύ συζύγων ή συγγενών πρώτου και δευτέρου βαθμού, σε ευθεία γραμμή.

Για την απόκτηση δε, μεριδίων Αμοιβαίου Κεφαλαίου (Άρθρο 20 § 2 και άρθρο 38,39 Ν.1969/1991) απαιτούνται:

- I. γραπτή αίτηση προς την Α.Ε.Δ.Α.Κ.
- II. αποδοχή του Κανονισμού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

III. ολοσχερής καταβολή στο θεματοφύλακα της τιμής διαθέσεως των μεριδίων σε μετρητά ή κινητές αξίες, εφόσον η Α.Ε.Δ.Α.Κ. δεχθεί τις τελευταίες.

Ως τιμή διάθεσης των μεριδίων καθορίζεται εκείνη της ημέρας υποβολής της αίτησης απόκτησης των μεριδίων και προκύπτει από την ακόλουθη σχέση:

$$\text{τιμή διάθεσης μεριδίου} = \text{καθαρή τιμή μεριδίου} + \text{προμήθεια διάθεσης}$$

Αναφορικά δε με την τιμή εξαγοράς των μεριδίων, λαμβάνεται υπόψη εκείνη της ημέρας υποβολής της αίτησης εξαγοράς και προκύπτει ως ακολούθως:

$$\text{τιμή εξαγοράς μεριδίου} = \text{καθαρή τιμή μεριδίου} - \text{προμήθεια εξαγοράς}$$

Αν αυτός που επιθυμεί να καταστεί μεριδιούχος καταβάλλει την αξία του μεριδίου στην Α.Ε.Δ.Α.Κ., αυτή υποχρεούται να καταθέσει το χρηματικό ποσό ή τις κινητές αξίες, το αργότερο εντός της επόμενης εργάσιμης μέρας στο θεματοφύλακα. Εάν η Α.Ε.Δ.Α.Κ. καθυστερήσει να καταθέσει και ο μεριδιούχος υποστεί ζημιά, η Α.Ε.Δ.Α.Κ. υποχρεούται να τον αποζημιώσει.

Η εξαγορά των μεριδίων είναι υποχρεωτική όταν το ζητήσει ο μεριδιούχος. Για το σκοπό αυτό, ο μεριδιούχος υποβάλλει γραπτή αίτηση και παραδίδει στην Α.Ε.Δ.Α.Κ. προς ακύρωση, τους τίτλους των μεριδίων

που εξαγοράζονται. Η αξία των τίτλων που εξαγοράζονται, καταβάλλεται σε μετρητά μέσα σε πέντε μέρες από την ημέρα υποβολής της αιτήσεως για την εξαγορά μεριδίων. Τα μερίδια εξαγοράζονται, στην τιμή εξαγοράς μεριδίων της ημέρας υποβολής της αίτησης του μεριδιούχου για την εξαγορά. Η τιμή αυτή προσδιορίζεται με βάση την αξία του μεριδίου της ίδιας ημέρας.

Σε περιπτώσεις ανωτέρας βίας (ως περίπτωση ανωτέρας βίας θεωρείται και η μη λειτουργία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών) επιτρέπεται η αναστολή της εξαγοράς μεριδίων για χρονικό διάστημα μέχρι τριών μηνών, με δυνατότητα να παραταθεί για άλλους τρεις μήνες ως ανώτατο όριο. Κατά τη διάρκεια της αναστολής της εξαγοράς των μεριδίων, δεν γίνεται δεκτή η υποβολή από μεριδιούχους αιτήσεων εξαγοράς.

Η αποδοχή πάντως αιτήσεων συμμετοχής στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο αποφασίζεται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. και πάντα σύμφωνα με τους όρους του Κανονισμού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Για το λόγο αυτό, θεωρείται χρήσιμο στη συνέχεια να παρουσιάσουμε, σε γενικές γραμμές, το περιεχόμενο αυτού του Κανονισμού.

ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΤΟΥ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Η πολιτική επενδύσεων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου καθορίζεται από το νόμο (1969/1991 Άρθρο 19) που ορίζει ότι το ενεργητικό του επενδύεται μόνο:

- σε κινητές αξίες, εισηγμένες στην κύρια αγορά Χρηματιστηρίου Αξιών κράτους-μέλους της Ε.Ο.Κ., καθώς και στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.
- σε κινητές αξίες που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης, σε άλλη ελεγχόμενη αγορά ενός κράτους-μέλους, υπό την προϋπόθεση ότι αυτή λειτουργεί κανονικά, είναι αναγνωρισμένη και ανοικτή στο κοινό.
- σε κινητές αξίες εισηγμένες στην Κύρια Αγορά Χρηματιστηρίου Αξιών τρίτου, εκτός Ε.Ο.Κ. κράτους ή σε κινητές αξίες που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε άλλη αγορά τρίτου εκτός Ε.Ο.Κ. κράτους, η οποία όμως πληροί τις αναφερθείσες στην προηγούμενη περίπτωση προϋποθέσεις.
- σε νεοεκδιδόμενες κινητές αξίες υπό τους όρους που ο 1969/91 αυστηρά ορίζει στο σχετικό άρθρο του.

Υπό την προϋπόθεση ότι το άθροισμα των παρακάτω αξιών και τίτλων, δεν υπερβαίνει κατά την τοποθέτηση, το 10% της καθαρής αξίας του, το Αμοιβαίο Κεφάλαιο επιτρέπεται επίσης να επενδύει μετά από σχετική άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς:

- σε λοιπές κινητές αξίες, εκτός από τις ήδη αναφερθείσες στις προηγούμενες περιπτώσεις,
- σε πιστωτικούς τίτλους οι οποίοι εξομοιώνονται με κινητές αξίες εφόσον είναι μεταβιβάσιμοι, ρευστοποιήσιμοι και των οποίων η αξία μπορεί να προσδιοριστεί με ακρίβεια ημερησίως,
- σε μετρητά, τραπεζικές καταθέσεις και ισοδύναμου ρευστότητας πιστωτικούς τίτλους, υπό τον όρο ότι η επένδυση στα στοιχεία αυτά δεν αποτελεί την κύρια δραστηριότητα του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΣΤΙΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΤΟΥ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Όλες οι παραπάνω περιπτώσεις υπόκεινται σε ορισμένους περιορισμούς που σαν στόχο τους έχουν, να αποκλειστεί το ενδεχόμενο, κάποιες Α.Ε.Δ.Α.Κ. να αποκτήσουν τέτοια μετοχική εξουσία ώστε να μπορούν να επηρεάζουν τις αποφάσεις άλλων εταιριών. Οι σημαντικότεροι από τους περιορισμούς αυτούς, κατά το άρθρα 33, 34 του Ν.1969/1991 είναι οι ακόλουθοι:

- Κατά την πραγματοποίηση επενδύσεων, απαγορεύεται η τοποθέτηση άνω του 10% της καθαρής αξίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη κι άνω του 40% της καθαρής αξίας του σε κινητές αξίες εκδοτών, σε καθένα από τους οποίους έχει επενδύσει ποσοστό μεγαλύτερο του 5% της καθαρής αξίας του.
- Επιτρέπεται η τοποθέτηση μέχρι του 35% της καθαρής αξίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη, όταν οι κινητές αξίες έχουν εκδοθεί από κράτος-μέλος της Ε.Ο.Κ., από οργανισμό τοπικής αυτοδιοίκησης κράτους-μέλους, από τρίτο εκτός Ε.Ο.Κ. κράτος ή από δημόσιο διεθνή οργανισμό στον οποίο συμμετέχουν ένα ή περισσότερα κράτη-μέλη, καθώς και όταν οι κινητές αξίες τελούν υπό την εγγύηση των παραπάνω προσώπων.
- Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο δεν επιτρέπεται να αποκτά μερίδια Αμοιβαίου Κεφαλαίου που διαχειρίζεται η ίδια Α.Ε.Δ.Α.Κ.
- Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο απαγορεύεται να αποκτήσει ποσοστό μεγαλύτερο του 10% του συνολικού αριθμού των μετοχών μιας εταιρίας.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια, που διαχειρίζεται η ίδια η Α.Ε.Δ.Α.Κ., δεν επιτρέπεται να αποκτούν μετοχές μιας εταιρίας, που αντιπροσωπεύουν ποσοστό μεγαλύτερο του τριάντα τοις εκατό (30%) των ιδίων κεφαλαίων της τελευταίας.

Με την επιφύλαξη της προηγούμενης παραγράφου, το Αμοιβαίο Κεφάλαιο δεν επιτρέπεται να αποκτά ποσοστό μεγαλύτερο του 10%,

- I. των μετοχών χωρίς δικαίωμα ψήφου του ίδιου εκδότη.
- II. του συνόλου των ανεξόφλητων, κατά το χρόνο κτήσεως από το Αμοιβαίο Κεφάλαιο ομολογιών του ίδιου εκδότη.
- III. των κατά το χρόνο κτήσεως κυκλοφορούντων μεριδίων ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου.
- IV. των μετοχών ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρίας.
- V. των μετοχών εταιριών συμβούλων επενδύσεων.
- VI. των μετοχών της Α.Ε. Αποθετηρίων Τίτλων.

Ως κατακλείδα της αναφοράς μας θα πρέπει να τονίσουμε ότι:

- Το μετοχικό κεφάλαιο της Α.Ε.Δ.Α.Κ δε σχετίζεται με το ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.
- Οι επενδύσεις σε χρεόγραφα, οι οποίες φαίνονται στο ενεργητικό της Α.Ε.Δ.Α.Κ, δεν έχουν καμία σχέση με τις επενδύσεις του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΤΟΥ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Η αποτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. γίνεται με βάση τους ακόλουθους κανόνες (Άρθρο 43 Ν.1969/1991):

- I. Η αξία των εισηγμένων σε χρηματιστήριο κινητών αξιών αποτιμάται, με βάση την τιμή κλεισίματος των χρηματιστηριακών συναλλαγών τοις μετρητοίς της ίδιας ημέρας (δηλαδή της ημέρας που γίνεται η αποτίμηση). Σε μη κοινοτικά χρηματιστήρια, όταν αυτό δεν είναι εφικτό για λόγους διαφοράς ώρας, η αξία αποτιμάται με βάση την τιμή κλεισίματος της προηγούμενης εργάσιμης ημέρας.
- II. Εάν δεν έχει καταρτισθεί η χρηματιστηριακή συναλλαγή την ημέρα της αποτίμησης, λαμβάνεται υπόψη η τιμή της προηγούμενης ημέρας συνεδρίασης του χρηματιστηρίου κι αν δεν έχει γίνει ούτε κι εκείνη την ημέρα χρηματιστηριακή συναλλαγή, η τιμή της αμέσως προηγούμενης συνεδρίασης. Εάν τέλος ούτε κι εκείνη την ημέρα δεν έχει γίνει χρηματιστηριακή συναλλαγή, λαμβάνεται υπόψη η τελευταία τιμή προσφοράς ή ζητήσεως.
- III. Εάν στο χρηματιστήριο στο οποίο είναι εισηγμένες οι κινητές αξίες του Αμοιβαίου Κεφαλαίου ισχύει το σύστημα της ενιαίας τιμής, για τον προσδιορισμό της αξίας τους λαμβάνεται υπόψη η ενιαία τιμή.

IV.Η αποτίμηση της αξίας των κινητών αξιών, οι οποίες δεν είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο, γίνεται κατά τους κανόνες που θεσπίζονται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ ΤΟΥ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΔΙΑΝΟΜΗ ΚΕΡΔΩΝ

Ο προσδιορισμός της καθαρής αξίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου (Άρθρο 43 §2 Ν.1969/1991) γίνεται καθημερινά και συγκεκριμένα κάθε εργάσιμη ημέρα, διότι η καθαρή του αξία, αν κρίνει κανείς από τα όσα έχουν αναφερθεί σχετικά με τη σύνθεση του ενεργητικού του, είναι πασιφανές ότι μεταβάλλεται ημερησίως.

Στην όλη διαδικασία ακολουθούνται λοιπόν τα εξής βήματα:

- Αποτιμάται το σύνολο των επενδύσεων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου με σκοπό τον προσδιορισμό της αξίας του ενεργητικού του.
- Αφαιρούνται από το ενεργητικό:
 - I. οι αμοιβές/προμήθειες της Α.Ε.Δ.Α.Κ.,
 - II. οι αμοιβές/προμήθειες του θεματοφύλακα,
 - III. οι προμήθειες των μελών του χρηματιστηρίου,
 - IV. οι δαπάνες του Αμοιβαίου Κεφαλαίου έτσι όπως αυτές ορίζονται στον Κανονισμό του,
 - V. τα κατά την αποτίμηση, της 31ης Δεκεμβρίου κάθε έτους, διανεμόμενα στους μεριδιούχους κέρδη.

Το ποσό που θα προκύψει αντιπροσωπεύει την καθαρή αξία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου κι αν διαιρεθεί με τον αριθμό των κυκλοφορούντων μεριδίων, θα δώσει την καθαρή τιμή του κάθε μεριδίου του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

Σε ότι αφορά τέλος τη διανομή των κερδών του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, στο άρθρο 44 του σχετικού νόμου αναφέρεται ρητά ότι: «οι πρόσοδοι του Αμοιβαίου Κεφαλαίου από τόκους, μερίσματα και κέρδη προκύπτοντα από κλήρωση ομολογιών υπέρ το άρτιο, διανέμονται ετησίως στους μεριδιούχους, αφού αφαιρεθεί το σύνολο των δαπανών της χρήσεως. Τα δε κέρδη από την πώληση κινητών αξιών διανέμονται στους μεριδιούχους κατά την κρίση της Α.Ε.Δ.Α.Κ., κατά το μέτρο που αυτά δεν εξουδετερώνονται από τυχόν συντελεσθείσες μέχρι τέλους της χρήσεως κεφαλαιακές ζημιές».

Εκείνο πάντως που θα πρέπει πρωτίστως να σημειωθεί είναι το γεγονός, πως η αρχή της ισότητας των μεριδίων και της ίσης μεταχείρισης των μεριδιούχων, αποκλείουν τη δημιουργία οποιασδήποτε μορφής προνομίου επί των μεριδίων. Με άλλα λόγια, ο Κανονισμός του Αμοιβαίου Κεφαλαίου αποκλείει την άνιση διανομή των προσόδων του, μεταξύ των μεριδιούχων.

ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΤΟΥ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Η διαχειριστική χρήση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου (Άρθρο 39 Ν.1969/1991) έχει τη διάρκεια του ημερολογιακού έτους. Κατ'εξάιρεση, η πρώτη διαχειριστική χρήση μπορεί να ορισθεί για διάστημα μικρότερο του ημερολογιακού έτους, με λήξη την 31η Δεκεμβρίου. Στο τέλος δε κάθε

διαχειριστικής χρήσης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, η Α.Ε.Δ.Α.Κ. συντάσσει την ετήσια έκθεση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου η οποία περιλαμβάνει:

- Την περιουσιακή κατάσταση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου:

Περιέχει αναλυτικά το είδος και τη ποσότητα των κινητών αξιών, με αναφορά των χρηματιστηρίων στα οποία είναι εισηγμένες, την τρέχουσα τιμή μονάδας, τη συνολική αξία των κινητών αξιών, το διαθέσιμο ενεργητικό σε καταθέσεις, τις απαιτήσεις, τις υποχρεώσεις και τη καθαρή αξία του ενεργητικού.

- Αναλυτικό λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσης:

Περιλαμβάνει τις προσόδους κατά κατηγορία, τα κέρδη ή ζημιές από τη πώληση κινητών αξιών και τις δαπάνες κατά κατηγορία.

- Τα διανεμόμενα και τα επανεπενδύόμενα κέρδη.
- Τις συνολικές εισροές και εκροές από τη διάθεση και εξαγορά μεριδίων, την ανατίμηση ή την υποτίμηση των επενδύσεων κι άλλες τυχόν μεταβολές οι οποίες επηρέασαν το ενεργητικό και το παθητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου κατά τη διάρκεια της χρήσης.
- Κατάσταση που περιλαμβάνει τον αριθμό των μεριδίων που διατέθηκαν και αυτών που εξαγοράσθηκαν κατά τη διαχειριστική χρήση, καθώς και τον αριθμό των κυκλοφορούντων μεριδίων στην αρχή και το τέλος της χρήσης.
- Την αξία του μεριδίου.
- Τις κινητές αξίες από τις οποίες αποτελείται το χαρτοφυλάκιο:

Οι κινητές αξίες ταξινομούνται κατά τις ειδικότερες κατηγορίες, και κατά τα βασικά κριτήρια της επενδυτικής πολιτικής, με αναφορά του

ποσοστού που αντιπροσωπεύει κάθε κατηγορία στο σύνολο του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

- Συγκριτικό πίνακα των τριών τελευταίων διαχειριστικών χρήσεων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Από το πίνακα αυτόν προκύπτει η συνολική καθαρή αξία του ενεργητικού και η αξία του μεριδίου στο τέλος κάθε χρήσεως.
- κάθε άλλη σημαντική πληροφορία η οποία επιτρέπει στους επενδυτές να διαμορφώσουν γνώμη για τη δραστηριότητα του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και τα αποτελέσματά του.

Με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς δύναται να διευρυνθεί το πληροφοριακό περιεχόμενο της επίσης έκθεσης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Σύμφωνα με το άρθρο 22 του Ν.1969/1991, ο Κανονισμός του Αμοιβαίου Κεφαλαίου ο οποίος εγκρίνεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς οφείλει να περιέχει τα εξής:

- την ονομασία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και τις επωνυμίες της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και του θεματοφύλακα.
- το σκοπό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, από τον οποίο πρέπει να προκύπτουν οι επενδυτικοί και οικονομικοί στόχοι του, η επενδυτική του πολιτική και η πολιτική και μέθοδοι δανειοδότησης του.

- το είδος των κινητών αξιών στις οποίες μπορεί να επενδύεται η περιουσία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.
- την τιμή των μεριδίων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου κατά το χρόνο συστάσεως του.
- την προμήθεια που καταβάλλει ο μεριδιούχος στην Α.Ε.Δ.Α.Κ. κατά τη διάθεση κι εξαγορά μεριδίων.
- τις αμοιβές που καταβάλλει το Αμοιβαίο Κεφάλαιο στην Α.Ε.Δ.Α.Κ. και το θεματοφύλακα.
- το χρόνο και τη διαδικασία διανομής στους μεριδιούχους των κερδών του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.
- τους όρους διάθεσης κι εξαγοράς των μεριδίων.
- μνεία της διάρκειας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου (η Α.Ε.Δ.Α.Κ. έχει την ευχέρεια να επιλέξει, κατά τη συγκρότηση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, μεταξύ ορισμένης ή αόριστης διάρκειας του τελευταίου. Εάν όμως επιλέξει αόριστη διάρκεια, τότε αυτό οφείλει να μνημονεύεται στον κανονισμό).

Ο Κανονισμός του Αμοιβαίου Κεφαλαίου τροποποιείται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. και το θεματοφύλακα από κοινού και πρέπει προηγουμένως να τύχει της σχετικής έγκρισης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (Άρθρο 23 Ν.1969/1991). Οι όποιες τροποποιήσεις του κανονισμού, οφείλουν να γνωστοποιούνται αμέσως στους μεριδιούχους τους οποίους και δεσμεύουν.

Οι μεριδιούχοι έχουν το δικαίωμα, εντός τριών μηνών από τη γνωστοποίηση σε αυτούς της τροποποίησης του κανονισμού, να ζητήσουν την εξαγορά του μεριδίου τους σύμφωνα με τις διατάξεις του κανονισμού προτού τροποποιηθεί.

ΛΥΣΗ ΤΟΥ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Η λύση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου προβλέπεται στις ακόλουθες των περιπτώσεων:

- Εάν η συνολική καθαρή αξία του μειωθεί σε ποσοστό 6/10, μέσα σε ένα διαχειριστικό έτος.
- Σε περίπτωση λύσης ή πτώχευσης της Α.Ε.Δ.Α.Κ.
- Σε περίπτωση λύσης ή πτώχευσης του θεματοφύλακα.
- Εάν παρουσιαστεί αδυναμία ανεύρεσης αντικαταστάτη της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και του θεματοφύλακα.
- Εάν η Α.Ε.Δ.Α.Κ. κρίνει ότι η συνέχιση της λειτουργίας του εμφανίζεται αντίθετη με το συμφέρον των μεριδιούχων.
- Μετά από εξαγορά του συνόλου των μεριδίων του.

ΟΙ ΚΥΡΙΟΙ ΠΡΩΤΑΓΩΝΙΣΤΕΣ

ΤΟ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟ ΚΟΙΝΟ-ΟΙ ΜΕΡΙΔΙΟΥΧΟΙ

Το επενδυτικό κοινό αποτελεί τον «αιμοδότη» του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, για τον απλούστατο λόγο ότι είναι αυτό που συνεισφέρει για το σχηματισμό και την αύξηση του ενεργητικού του. Το προμηθεύει, με άλλα λόγια, με τις κατάλληλες αποταμιεύσεις και λαμβάνει, όπως ήδη έχουμε αναφέρει, για τη συμμετοχή του αυτή τίτλους μεριδίων.

Οι επενδυτές-μεριδιούχοι του Αμοιβαίου Κεφαλαίου συμμετέχουν ισότιμα στη διανομή των κερδών και στις ζημίες που τυχόν προκύψουν κατά τη διαχειριστική χρήση, το όργανο δε, το οποίο τους αντιπροσωπεύει κατά τη λειτουργία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι η συνέλευση των μεριδιούχων. Τα κυριότερα σημεία του Ν.1969/1991 άρθρο 45 σε ότι αφορά την τελευταία αναφέρουν χαρακτηριστικά τα εξής:

- Μεριδιούχοι οι οποίοι αντιπροσωπεύουν του 10% του συνόλου των κυκλοφορούντων μεριδίων, δικαιούνται να ζητήσουν τη σύγκληση της συνέλευσης των μεριδιούχων μετά από σχετική αίτηση στην Α.Ε.Δ.Α.Κ., με σκοπό την ενημέρωση τους για οποιοδήποτε θέμα που άπτεται των ενδιαφερόντων τους, αναφορικά με τη διαχείριση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ υποχρεούται να συγκαλέσει τη Συνέλευση των μεριδιούχων, το πολύ μέσα σε τριάντα μέρες από τη επίδοση της αιτήσεως.
- Εάν η συνολική καθαρή αξία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου μειωθεί κατά 60% μέσα σε ένα διαχειριστικό έτος, τότε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει δικαίωμα να συγκαλέσει αμέσως τη Συνέλευση των μεριδιούχων με θέμα τη λύση ή μη του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Στην περίπτωση αυτή αναστέλλεται η εξαγορά των μεριδίων μέχρι να λυθεί η κοινωνία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

Τέλος αξίζει να αναφερθεί ότι οι μεριδιούχοι δεν ευθύνονται για παραλείψεις ή οποιαδήποτε παραπτώματα στα οποία είναι ενδεχομένως να υποπέσει η Α.Ε.Δ.Α.Κ. Αυτό είναι πολύ σημαντικό διότι αποτελεί μία ακόμη ασφαλιστική δικλείδα για την προάσπιση των συμφερόντων τους, από το θεςμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

Ο ΘΕΜΑΤΟΦΥΛΑΚΑΣ

Ως θεματοφύλακας νοείται, το πιστωτικό εκείνο ίδρυμα στο οποίο κατατίθεται προς φύλαξη το ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Πρόκειται δηλαδή για μια τράπεζα, στην οποία φυλάσσονται δια λόγους εξασφάλισης της εμπιστοσύνης των μεριδιούχων, οι τίτλοι των μεριδίων αυτών. Το πιστωτικό αυτό ίδρυμα πρέπει, σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου, είτε να έχει την καταστατική του έδρα στην Ελλάδα, είτε να είναι εγκατεστημένο σε αυτή, με τη μορφή υποκαταστήματος, εφόσον η καταστατική του έδρα βρίσκεται σε άλλο κράτος-μέλος της Ε.Ο.Κ.

Ο θεματοφύλακας, ο οποίος έχει στη φύλαξη του το ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, επιφορτίζεται επιπλέον με τις ακόλουθες ευθύνες και υποχρεώσεις (Άρθρο 30 Ν.1969/1991):

- Εκτελεί καθήκοντα ταμία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, σύμφωνα με τις εντολές της Α.Ε.Δ.Α.Κ.
- Διενεργεί το σύνολο των πράξεων που αφορούν την καθημερινή διαχείριση των στοιχείων του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.
- Δεν μπορεί να απαλλαγεί από τις υποχρεώσεις του, ούτε να τις μεταβιβάσει σε άλλη τράπεζα ή οργανισμό.
- Βαρύνεται, με υποχρέωση απόδοσης των στοιχείων που έχουν κατατεθεί σ' αυτόν προς φύλαξη.
- Συνυπογράφει τις εκθέσεις και τις λογιστικές καταστάσεις του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.
- Οφείλει να εξασφαλίζει ότι πραγματοποιούνται σωστά:

- I. η πώληση, η έκδοση, η εξαγορά, η εξόφληση και η ακύρωση των μεριδίων που διενεργούνται για λογαριασμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου ή από την Α.Ε.Δ.Α.Κ.,
 - II. ο υπολογισμός της αξίας των μεριδίων αυτών και
 - III. η διανομή των κερδών.
- Ευθύνεται απέναντι στην Α.Ε.Δ.Α.Κ. και τους μεριδιούχους για κάθε αμέλεια ως προς την εκπλήρωση των υποχρεώσεων του.
 - Ελέγχει τη νομιμότητα των αποφάσεων της Α.Ε.Δ.Α.Κ.
 - Ελέγχει όλο το φάσμα της λειτουργίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

Γενικά ο θεματοφύλακας οφείλει να ενεργεί, αποκλειστικά προς το συμφέρον των μεριδιούχων και μάλιστα κατά τρόπο ανεξάρτητο, συγκριτικά με αυτόν της Α.Ε.Δ.Α.Κ. Αξίζει να αναφερθεί ότι, εάν ο θεματοφύλακας επιθυμεί να παραιτηθεί των καθηκόντων του, οφείλει να ειδοποιήσει προ τριών τουλάχιστον μηνών την Α.Ε.Δ.Α.Κ. Σε κάθε τέτοια περίπτωση ο υπό παραίτηση θεματοφύλακας υποχρεούται να συνεχίσει την άσκηση των καθηκόντων του μέχρι την πλήρη ανάληψη των καθηκόντων από το νέο θεματοφύλακα. Ο τελευταίος, διορίζεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μετά από πρόταση της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και παραλαμβάνει τις κινητές αξίες και όλη την περιουσία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

Ως κατακλείδα, της σύντομης αυτής παρουσίασης των βασικών δραστηριοτήτων του θεματοφύλακα, θα πρέπει να αναφερθούν επιγραμματικά και τα είδη των αμοιβών που αυτός λαμβάνει για τη συμβολή του στο όλο πλαίσιο λειτουργίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Οι αμοιβές αυτές λοιπόν είναι οι εξής:

- I. Αμοιβή θεματοφυλακής,
- II. Προμήθεια φύλαξης,
- III. Προμήθεια μεσολάβησης επί αγοραπωλησιών αξιόγραφων,
- IV. Προμήθεια είσπραξης τοκομεριδίων και μερισμάτων μετοχών.

ΤΑ ΕΛΕΓΚΤΙΚΑ ΟΡΓΑΝΑ-Η ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αποτελεί νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου με έδρα την Αθήνα και εποπτεύεται από τον υπουργό εθνικής οικονομίας. Ο έλεγχος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σχετικά με τη λειτουργία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου ασκείται αποκλειστικά με γνώμονα το συμφέρον των επενδυτών. Ο νόμος (Άρθρα 41,42,46,47 Ν.1969/1991) παρέχει σε αυτήν όλα τα απαραίτητα μέσα για την άσκηση του ελέγχου. Το Σώμα Ορκωτών Ελεγκτών είναι ένα μόνο από αυτά τα μέσα (ελεγκτικά όργανα) τα οποία μεριμνούν για την εξασφάλιση των συμφερόντων των μεριδιούχων ελέγχοντας τις λογιστικές καταστάσεις του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και υποβάλλοντας αυτές μαζί με τις δικές τους εκθέσεις για έγκριση στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Ο έλεγχος / παρεμβάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς έγκεινται στα εξής θέματα:

- δύναται να αναστέλλει την εξαγορά μεριδίων Αμοιβαίου Κεφαλαίου.
- παρέχει την έγκριση της για αναστολή της εξαγοράς των μεριδίων για περιορισμένο χρονικό διάστημα.

- καθορίζει τα κριτήρια και τις προϋποθέσεις, που πρέπει να πληρούνται για τη διασφάλιση των όρων ανεξάρτητης δράσης της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και του θεματοφύλακα, προς το συμφέρον των μεριδιούχων.
- θέτει τους όρους και τις προϋποθέσεις υπό τους οποίους η Α.Ε.Δ.Α.Κ. χρησιμοποιεί μέσα και τεχνικές, με αντικείμενο κινητές αξίες για την αποτελεσματική διαχείριση του χαρτοφυλακίου του Αμοιβαίου Κεφαλαίου που διαχειρίζεται, καθώς και μέσα και τεχνικές κάλυψης, του σχετικού συναλλαγματικού κινδύνου στα πλαίσια της διαχείρισης της περιουσίας των Αμοιβαίου Κεφαλαίου.
- ορίζει ότι όλες οι δημοσιεύσεις του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και της Α.Ε.Δ.Α.Κ. πρέπει να υποβάλλονται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Γενικά οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. υποχρεούνται να θέτουν στη διάθεση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και των εντεταλμένων οργάνων της όλα τα στοιχεία, που είναι απαραίτητα για τη διενέργεια των ανωτέρω ελέγχων.

ΟΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΕΣ

Οι χρηματιστές λαμβάνουν από το θεματοφύλακα τις εντολές αγοράς και πώλησης χρεογράφων, κατόπιν συνεννόησης αυτού με την εταιρία διαχείρισης και τις εκτελούν. Η εταιρία διαχείρισης λόγω των τεράστιων κεφαλαίων που διαχειρίζεται και λόγω της συχνότητας που εκτελεί χρηματιστηριακές πράξεις, απολαμβάνει όλα τα πλεονεκτήματα που απολαμβάνει κάθε μεγάλος πελάτης των χρηματιστηριακών γραφείων, όπως άμεση, τακτική και έγκυρη ενημέρωση.

Οι χρηματιστές, αντιμετωπίζουν την εταιρία διαχείρισης όπως οποιονδήποτε άλλον μεγάλο πελάτη και εισπράττουν την ανάλογη προμήθεια επί των αγοραπωλησιών, όπως ορίζει ο νόμος.

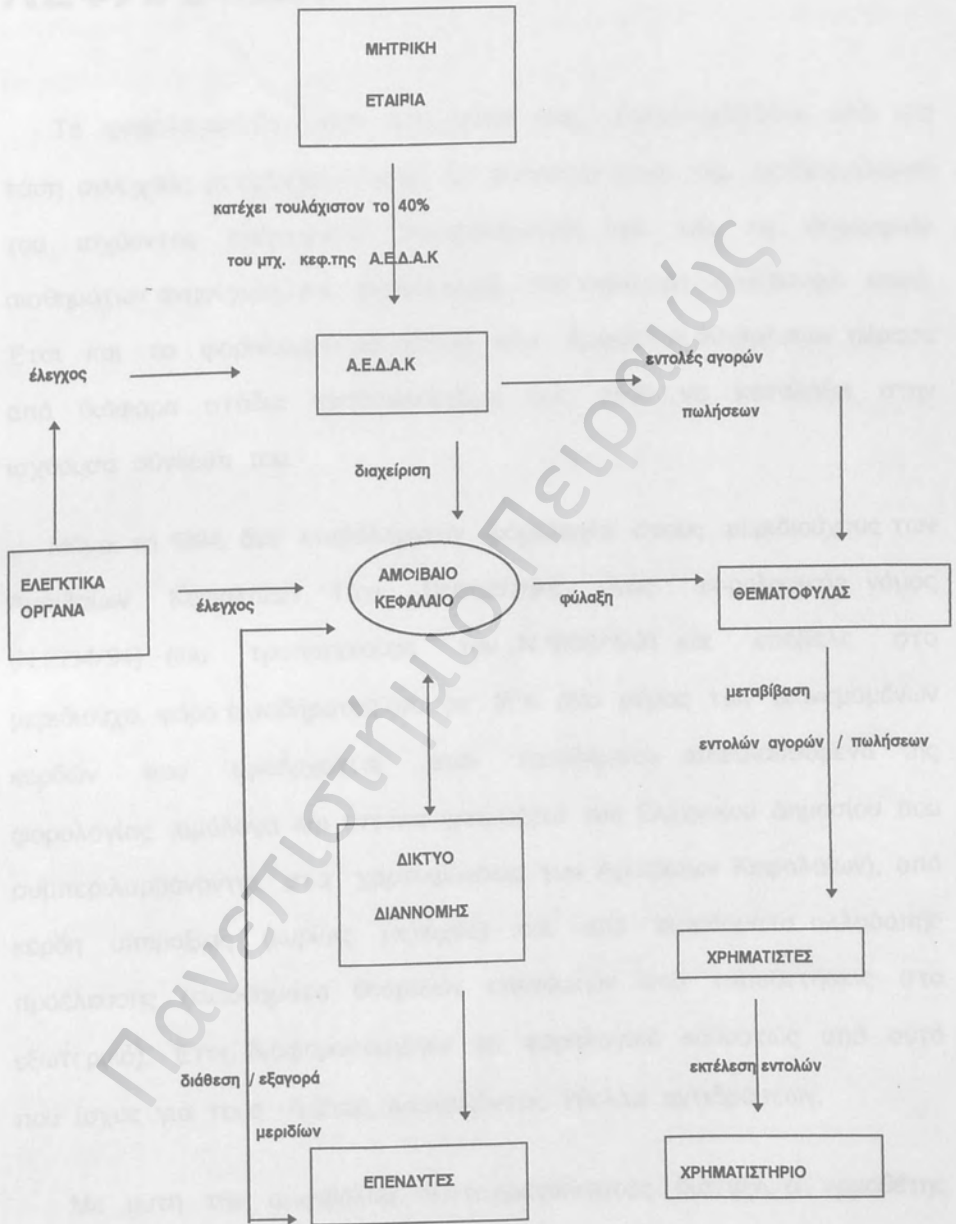
ΤΟ ΔΙΚΤΥΟ ΔΙΑΝΟΜΗΣ

Το δίκτυο διανομής αποτελεί σημαντική δύναμη ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου αφού μέσω αυτού προσελκύεται ο μεγαλύτερος αριθμός των πελατών. Όσο πυκνότερο είναι το δίκτυο τόσο μεγαλύτερη είναι και η δυνατότητα αυξημένων πωλήσεων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου ενώ τόσο μεγαλύτερη είναι και η εξυπηρέτηση των μεριδιούχων.

Σημαντικό βέβαια στοιχείο, για την καλύτερη εξυπηρέτηση των μεριδιούχων, είναι και ο βαθμός εκπαίδευσης των πωλητών μεριδίων Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Η σχηματική παρουσίαση του πλαισίου λειτουργίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι το ακόλουθο:

ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ



Διάγραμμα 1: Το πλαίσιο λειτουργίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Τα φορολογικά ζητήματα στη χώρα μας, χαρακτηρίζονται από μια τάση συνεχούς μεταβλητικότητας, με συνέπεια τόσο την αποδιοργάνωση του ισχύοντος οικονομικού περιβάλλοντος, όσο και τη δημιουργία αισθημάτων ανησυχίας και αναταραχής στο ευρύτερο επενδυτικό κοινό. Έτσι και το φορολογικό καθεστώς των Αμοιβαίων Κεφαλαίων πέρασε από διάφορα στάδια τροποποιήσεων έως ότου να καταλήξει στην ισχύουσα σύνθεση του.

Μέχρι το 1994, δεν επιβάλλονταν φορολογία στους μεριδιούχους των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Τότε θεσπίστηκε ένας φορολογικός νόμος (Ν.2214/94) που τροποποιούσε τον Ν.1969/1991 και επέβαλε στο μεριδιούχο, φόρο εισοδήματός ίσο με 15% στο μέρος των διανεμομένων κερδών που προέρχονται από εισοδήματα απαλλασσόμενα της φορολογίας (ομόλογα και έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου που συμπεριλαμβάνονται στα χαρτοφυλάκια των Αμοιβαίων Κεφαλαίων), από κέρδη υπεραξίας (κυρίως μετοχές) και από εισοδήματα αλλοδαπής προέλευσης (εισοδήματα θεσμικών επενδυτών από τοποθετήσεις στο εξωτερικό). Έτσι, διαφοροποιήθηκε το φορολογικό καθεστώς από αυτό που ίσχυε για τους ιδιώτες, προκαλώντας θύελλα αντιδράσεων.

Με αυτή την αμφιβόλου συνταγματικότητας διάταξη, ο νομοθέτης αγνοούσε ότι τα Αμοιβαία Κεφάλαια είναι ομάδα επενδυτών και τους διέκρινε από τους λοιπούς επενδυτές, δημιουργώντας σε βάρος τους μια απαράδεκτη διάκριση.

Παρόλη την κριτική που δέχτηκε, το μέτρο παρέμεινε. Αυτό όμως δεν απέτρεψε την ανάπτυξη του θεσμού αλλά διαφοροποίησε την επενδυτική στρατηγική πολλών Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι τα λεγόμενα Σταθερά Αμοιβαία Κεφάλαια, τα οποία πριν την επιβολή της φορολογίας είχαν επενδύσει περίπου το 80% με 90% του ενεργητικού τους σε τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου (έντοκα γραμμάτια και ομόλογα). Τώρα αυτό έχει αντιστραφεί και παρατηρώντας τις εξαμηνιαίες εκθέσεις τους, βλέπουμε ότι το 70% με 80% του ενεργητικού τους έχει επενδυθεί σε καταθέσεις του εξωτερικού (ανταλλαγές). Έτσι, το μέρος των διανεμομένων κερδών που προέρχεται από πηγές που φορολογούνται, έχει μειωθεί δραστικά.

Μετά από τις εκλογές του Σεπτεμβρίου (1996), άρχισαν οι επαφές της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών με τα Υπουργεία Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών. Τελικά, καταργήθηκε η νομοθεσία του 1994 και επιβλήθηκε με ισχύ από 1/7/96, φόρος στα Αμοιβαία Κεφάλαια επί του μέσου όρου του εξαμηνιαίου ενεργητικού, με συντελεστή δύο τοις χιλίοις (παράγραφος 3 του άρθρου 48 του Ν.1969/1991).

Βεβαίως το δύο τοις χιλίοις είναι μια νέα φορολογία, και μάλιστα διπλή φορολογία, γιατί επιβάλλεται σε στοιχεία του ενεργητικού που έχουν ήδη φορολογηθεί, πλην όμως ως ποσότητα είναι ασήμαντη, ενώ θεσμολογικά αποτελεί τον κανόνα στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Το πιο σημαντικό είναι ότι ο φόρος αυτός αντικαθιστά όλες τις προηγούμενες φορολογίες και ανατρέχει στο χρονικό σημείο επιβολής της καταργούμενης φορολογίας, καταργώντας έτσι την άδικη φορολογία

και τις επιπτώσεις της για τα Αμοιβαία Κεφάλαια, που δημιουργούσε εκκρεμείς φορολογικές υποχρεώσεις ύψους αρκετών δεκάδων δισ. δρχ.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια μετά τη λήξη της φορολογικής τους περιπέτειας βρίσκονται πλέον μπροστά σε μια νέα φάση ανάπτυξης και αναμένεται να αποτελέσουν ένα πολύ ελκυστικό πόλο, για τις τοποθετήσεις των οικονομιών των επενδυτών.

ΟΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ ΣΥΛΛΟΓΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΚΙΝΗΤΕΣ ΑΞΙΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Το άρθρο 17 του Ν.1969/91 δίνει τον ορισμό του όρου οργανισμός συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες. Τα κριτήρια που θέτει αυτή η διάταξη, είναι αντίστοιχα με αυτά που προβλέπει το άρθρο 1 της οδηγίας 85/611/ΕΟΚ.

Το πρώτο από αυτά τα κριτήρια εντοπίζεται στο σκοπό του οργανισμού συλλογικών επενδύσεων. Αυτός ο σκοπός συνίσταται στη συλλογική επένδυση σε κινητές αξίες, κεφαλαίων που συγκεντρώνονται από το κοινό.

Επομένως, δεν υπάγονται στις διατάξεις του Ν.1969/91 οι οργανισμοί, το ενεργητικό των οποίων έχει επενδυθεί σε άλλα περιουσιακά στοιχεία, όπως ακίνητα, χρυσό κ.λ.π., είτε απευθύνονται σε περιορισμένο κύκλο προσώπων, όπως τα investment clubs.

Ως κοινό με την έννοια του άρθρου 17 δε νοείται το σύνολο του κοινού ενός κράτους. Δεν αποκλείεται ο οργανισμός συλλογικών επενδύσεων να απευθύνεται σε συγκεκριμένο κοινό, που θα περιλαμβάνει π.χ όλα τα επαγγέλματα. Είναι όμως αμφίβολο εάν εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής του Ν.1969/91 οι οργανισμοί οι οποίοι διαθέτουν τα μερίδια τους μόνο σε πρόσωπα συγκεκριμένης επαγγελματικής τάξης.

Η λειτουργία του οργανισμού συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες θα πρέπει επιπλέον να βασίζεται στην αρχή της κατανομής των κινδύνων. Συνεπώς, αποκλείονται από το πεδίο εφαρμογής του Ν.1969/91 οι εταιρίες συμμετοχών.

Τέλος τα μερίδια που εκδίδουν οι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες κατά του άρθρου 17, θα πρέπει να εξαγοράζονται ή να εξοφλούνται, άμεσα ή έμμεσα, με στοιχεία του ενεργητικό τους, εφόσον υποβάλλουν σχετική αίτηση οι μεριδιούχοι. Προς αυτές τις εξαγορές ή εξοφλήσεις εξομοιώνονται οι ενέργειες ενός τέτοιου οργανισμού, που στοχεύουν στο να μην αποκλίνει αισθητά η χρηματιστηριακή τιμή των μεριδίων του από την καθαρή αξία του ενεργητικού.

Το άρθρο 17 του Ν.1969/91 αποκλείει από το πεδίο εφαρμογής των διατάξεων για τα Αμοιβαία Κεφάλαια τους ακόλουθους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες:

- οι ΟΣΕΚΑ κλειστού τύπου συμπεριλαμβανομένων και των εταιριών επενδύσεων Χαρτοφυλακίου του παρόντος νόμου.
- οι ΟΣΕΚΑ που συγκεντρώνουν κεφάλαια χωρίς να προωθούν την πώληση μεριδίων τους στο κοινό μέσα στην Κοινότητα ή τμήμα της.
- Οι ΟΣΕΚΑ οι οποίοι βάσει του κανονισμού τους πωλούν τα μερίδια τους μόνο στο κοινό τρίτων χωρών.
- Οι κατηγορίες των ΟΣΕΚΑ, για τους οποίους, λόγω της επενδυτικής και δανειοληπτικής τους πολιτικής δεν υπάγονται στους κανόνες του παρόντος νόμου. Οι ΟΣΕΚΑ αυτοί καθορίζονται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Οι ειδικότεροι στόχοι, την εξυπηρέτηση των οποίων επιδιώκει τον παρόν κεφάλαιο περί του καθεστώτος λειτουργίας των Αμοιβαίων κεφαλαίων, όχι μόνο καθορίζουν το περιεχόμενο του, αλλά συγχρόνως αντικατοπτρίζουν τις δυσχέρειες του εγχειρήματος.

Η βασική δυσχέρεια εντοπίζεται στο δυναμισμό που χαρακτηρίζει τον τρόπο λειτουργίας των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων. Η πρακτική αποκαλύπτεται πρωτοπόρος σε σχέση με το δίκαιο, που είτε θεσμοθετεί εκ των υστέρων συγκεκριμένα ζητήματα είτε θέτει σε νομικό πλαίσιο ήδη υφιστάμενες έννομες σχέσεις, οριοθετώντας τα ειδικότερα δικαιώματα και τις επιμέρους υποχρεώσεις των φορέων που αναμειγνύονται στη λειτουργία των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων.

Ο νομικός συνεπώς καλείται να προσαρμόσει το δίκαιο με την πρακτική. Αυτή η προσαρμογή καθίσταται συχνά προβληματική, στο

μέτρο που το δίκαιο αδυνατεί να καλύψει πλήρως το σύνολο των καταστάσεων, ή δε λαμβάνει επαρκώς υπόψη τις συνήθειες της πράξεως.

Πράγματι, η νομοθεσία των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων στην Ελλάδα, αν και θέτει τις βάσεις για την οργάνωση των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες, σύμφωνα με τα πρότυπα της Ευρωπαϊκής οδηγίας, δε συνιστά ένα σύνολο κανόνων, που αντιμετωπίζει με πληρότητα τις ποικίλες εκφάνσεις της λειτουργίας τους. Από την άλλη πλευρά, ο εποπτικός ρόλος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς καταντά ορισμένες φορές κενό γράμμα, στο μέτρο που η Επιτροπή δεν έχει ακόμη στη διάθεση της τα αναγκαία τεχνικά μέσα για την αποτελεσματική εκπλήρωση της αποστολής της.

Επιπρόσθετα, ο έλληνας νομοθέτης, ο οποίος επιχείρησε την προσαρμογή της νομοθεσίας μας με την οδηγία 85/611/ΕΟΚ σε δύο διαδοχικά στάδια, έχει επιφέρει σοβαρά πλήγματα στην ανάπτυξη του θεσμού των συλλογικών επενδύσεων, κυρίως διότι δεν έχει επιτύχει την καθιέρωση ενός σταθερού φορολογικού συστήματος. Η φορολογική σταθερότητα όμως είναι απαραίτητη για την εδραίωση της εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού στο θεσμό.

Το παρόν κεφάλαιο δεν αποσκοπεί στην αξιολόγηση του νομικού συστήματος που διέπει τη λειτουργία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα. Η ερμηνεία των διατάξεων που συνθέτουν την ελληνική νομοθετική ρύθμιση, απαιτεί πρώτα την κατανόηση της λειτουργίας του θεσμού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Στη συνέχεια αναγκαία αποφαίνεται

και η ερμηνεία των διατάξεων της οδηγίας, στις οποίες βασίστηκε ο Έλληνας νομοθέτης.

Αυτή η αντιμετώπιση της νομοθεσίας θα ήταν πάντως αποσπασματική, εάν δε λαμβανόντουσαν υπόψη και οι νέες τάσεις της ευρωπαϊκής νομοθεσίας, όπως διαφαίνονται από την πρόταση τροποποίησης της οδηγίας 85/611/ΕΟΚ, στις οποίες θα στηριχτεί η μελλοντική ελληνική νομοθεσία των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων.

Η ευρωπαϊκή οδηγία θέτει σε νέες βάσεις τη νομοθεσία των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων, αποβλέποντας στην ελεύθερη διάθεση των μεριδίων τους σε διασυνοριακό επίπεδο, μεταξύ των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Αυτή η οπτική γωνία δημιουργεί την ανάγκη γνώσης των αλλοδαπών νομικών συστημάτων που διέπουν τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων. Αυτά τα συστήματα εμφανίζονται πάντως εναρμονισμένα, σε μεγάλο βαθμό, από την προσαρμογή των εθνικών νομοθεσιών με την οδηγία 85/611/ΕΟΚ. Αντίθετα, η φορολόγηση των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες διαφέρει σημαντικά από κράτος σε κράτος. Ενδιαφέρει δε κυρίως τους επενδυτές, οι οποίοι, αποκτώντας μερίδια τέτοιων οργανισμών, ενδιαφέρονται πρώτιστα για την απόδοση αυτών των μεριδίων. Η τελευταία εξαρτάται, σε σημαντικό ποσοστό, από το φορολογικό σύστημα που διέπει τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

1. Σ. Μούζουλας «Οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων στην Ελλάδα και την Ευρωπαϊκή Ένωση», Νομική βιβλιοθήκη, Αθήνα 1996,σελ.64,68,76,87,89,90,91.
2. Γ.Χολέβας. «Αμοιβαία Κεφάλαια» Το Οικονομικό, Αθήνα 1991, σελ.56,67,68.
3. Γ.Καραθανάσης-Γ.Ψωμαδάκης,«Αμοιβαία Κεφάλαια - Έννοια - Χαρακτηριστικά- Προοπτικές» Το Οικονομικό, Αθήνα 1993,σελ.85,86,102,103.
4. Δ. Βασιλείου. «Επενδύσεις», Σταμούλης, Αθήνα 1993,σελ.134,135.
5. Γ.Προβόπουλος «Το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα», Εκδόσεις ΙΟΒΕ, Αθήνα 1995,σελ.89,90,91.
6. Π.Κατσούλας. «Κεφαλαιαγορά και Διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων»Πιτσίλιος, Αθήνα 1995,σελ.123,127.
7. «Η Φορολογική Μεταχείριση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων», Δελτίο Φορολογικής Νομοθεσίας, Τόμος 48, 1996,σελ.34.
8. «Η Νομοθεσία για τα Αμοιβαία Κεφάλαια», Ειδική έκδοση «Ναυτεμπορικής»,Φεβρ.1995, σελ.12.
9. «Τα Αμοιβαία Κεφάλαια και η φορολογία τους» Περιοδικό «Λογιστής», Ιανουάριος 1997,σελ.19,20.

ΘΕΩΡΙΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΚΑΙ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

ΓΕΝΙΚΑ

ΘΕΩΡΙΑ

ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

ΚΑΙ

ΑΜΟΙΒΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΑ

ΘΕΩΡΙΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΚΑΙ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

ΓΕΝΙΚΑ

Στην μέχρι τώρα αναφορά μας έχει γίνει γνωστό ότι το Αμοιβαίο Κεφάλαιο δεν είναι παρά ένα χαρτοφυλάκιο αξιών επενδυμένο σε διαφορετικά είδη προϊόντων της χρηματαγοράς, ανάλογα με την επιδιωκόμενη απόδοση και κίνδυνο. Στην ενότητα αυτή, θα επιδιώξουμε να αναλύσουμε τις αρχές που διέπουν τη θεωρία χαρτοφυλακίου ώστε να γίνει κατανοητή η μεθοδολογία που ακολουθείται σε θέματα διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (δηλαδή χαρτοφυλακίων).

Γενικά, η διαδικασία αξιολόγησης και επιλογής επενδυτικών στοιχείων, αφορά συνήθως τη μεμονωμένη εξέταση κατά περίπτωση των οικονομικών χαρακτηριστικών ενός έργου, χωρίς να εξετάζεται η τυχόν συσχέτιση του με άλλα έργα. Η επιλογή ή απόρριψη, βασίζεται σε μια συνεκτίμηση της προσδοκώμενης αποδοτικότητας⁶ από το συγκεκριμένο μόνο επενδυτικό έργο με τον προσδοκώμενο κίνδυνο⁷. Αντίθετα με τη θεωρία χαρτοφυλακίου, η διαδικασία αξιολόγησης και επιλογής επενδυτικών έργων, είναι ριζικά διαφορετική. Το πρόβλημα που τίθεται αφορά την επίτευξη ενός συνδυασμού στοιχείων, που σαν σύνολο έχουν ένα άριστο

⁶ Αναμενόμενη ή προσδοκώμενη απόδοση (expected return), είναι η απόδοση την οποία οι επενδυτές αναμένουν στην αρχή της περιόδου, ότι θα αποκομίσουν εάν κρατήσουν το χρεόγραφο κάποια περίοδο.

⁷ Κίνδυνος (risk), είναι ο βαθμός μεταβλητικότητας των δυνατικών αποτελεσμάτων γύρω από την αναμενόμενη τιμή τους.

συνδυασμό προσδοκώμενης αποδοτικότητας⁸ και κινδύνου⁹, με την έννοια ότι μεγιστοποιεί τη χρησιμότητα του επενδυτή.

Για να επιτευχθεί ο συνδυασμός αυτών των στοιχείων, δεν αρκεί μόνο να αξιολογηθεί η αποδοτικότητα και ο κίνδυνος που παρουσιάζει κάθε στοιχείο μεμονωμένα, αλλά και η αλληλεπίδραση μεταξύ των στοιχείων αναφορικά με την αποδοτικότητα και τον κίνδυνο.

Η ανάλυση βασίζεται στις υποθέσεις ότι οι επενδυτές επιδιώκουν τη μεγιστοποίηση των αποδόσεων από τις επενδύσεις κεφαλαίου που αναλαμβάνουν και ότι βασικά αποστρέφονται τον κίνδυνο, δηλαδή ανάμεσα σε δύο στοιχεία που παρουσιάζουν την ίδια προσδοκώμενη αποδοτικότητα, ο επενδυτής θα προτιμήσει εκείνο με το χαμηλότερο επίπεδο κίνδυνο.

Η ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΟΥ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Η προσδοκώμενη αποδοτικότητα για ένα χαρτοφυλάκιο επενδυτικών στοιχείων είναι ο σταθμικός μέσος όρος των προσδοκώμενων αποδοτικότητων από τα επί μέρους στοιχεία που αυτό περιλαμβάνει. Οι συντελεστές στάθμισης αποτελούν τα ποσοστά που αντιπροσωπεύουν οι αξίες των στοιχείων στη συνολική αξία του χαρτοφυλακίου.

⁸ Αναμενόμενη ή προσδοκώμενη απόδοση ενός χαρτοφυλακίου, είναι ο σταθμικός όρος των αναμενόμενων αποδόσεων των χρεογράφων που αυτό περιλαμβάνει. Οι σταθμίσεις που χρησιμοποιούνται είναι τα ποσοστά των συνολικών επενδυμένων κεφαλαίων που έχουν επενδυθεί σε κάθε χρεόγραφο.

⁹ Ο κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου είναι μια συνάρτηση του κινδύνου που έχει κάθε ξεχωριστό χρεόγραφο του χαρτοφυλακίου, καθώς και των συνδιακινήσεων μεταξύ των αποδόσεων των χρεογράφων του χαρτοφυλακίου.

Εάν υποθέσουμε ότι το χαρτοφυλάκιο περιέχει μόνο δύο στοιχεία, η αναμενόμενη απόδοση θα δίνεται από την ακόλουθη εξίσωση:

$$E(R_p) = W_i E(R_i) + W_j E(R_j)$$

όπου,

- $(W_i + W_j) = 1$
- $E(R_p)$ = Η αποδοτικότητα του χαρτοφυλακίου
- W_i = Το ποσοστό των συνολικών κεφαλαίων που επενδύονται στο στοιχείο i
- W_j = Το ποσοστό των συνολικών κεφαλαίων που επενδύονται στο στοιχείο j
- $E(R_i)$ = Η αναμενόμενη αποδοτικότητα του στοιχείου i
- $E(R_j)$ = Η αναμενόμενη αποδοτικότητα του στοιχείου j .

Ο γενικός τύπος για τον προσδιορισμό της προσδοκώμενης αποδοτικότητας του χαρτοφυλακίου, $E(R_p)$, είναι ο ακόλουθος:

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n W_i E(R_i)$$

όπου,

- Το $E(R_i)$ αντιπροσωπεύει την προσδοκώμενη αποδοτικότητα από το στοιχείο i .
- Το W_i το ποσοστό που αντιπροσωπεύει η αξία του στοιχείου αυτού στη συνολική αξία του χαρτοφυλακίου.
- Το n είναι ο συνολικός αριθμός των στοιχείων που έχουν περιληφθεί στο χαρτοφυλάκιο.

Εδώ πρέπει να σημειώσουμε ότι:

$$\sum_{i=1}^n W_i = W_1 + W_2 + W_3 + \dots + W_n = 1$$

Ο ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΤΟΥ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Αντίθετα με τη προσδοκώμενη αποδοτικότητα για ένα χαρτοφυλάκιο επενδυτικών στοιχείων, ο κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου δεν είναι ο σταθμικός μέσος των επενδυτικών στοιχείων που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο.

Γνωρίζουμε ότι ο κίνδυνος κάθε μεμονωμένου επενδυτικού στοιχείου μετράται με τη διακύμανση ή με τη μέση απόκλιση τετραγώνου σ^2 της κατανομής πιθανοτήτων της συνολικής αποδοτικότητας του.

Εκτός όμως από τη μέτρηση του κινδύνου κάθε επενδυτικού στοιχείου, για την ανάλυση χαρτοφυλακίου είναι απαραίτητο να γνωρίζουμε επιπλέον την αλληλεπίδραση του κινδύνου ή συνδιακύμανση μεταξύ των επενδεδυμένων στοιχείων.

Η συνδιακύμανση μετρά μέχρι ποιου σημείου οι προσδοκώμενες αποδόσεις των μεμονωμένων επενδυτικών στοιχείων αλληλοεπηρεάζονται ή αλληλοεξαρτώνται. Μαθηματικά η σχέση προσδιορίζεται ως εξής:

$$COV_{ij} = \sigma_{ij} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X}_i) (X_j - \bar{X}_j)$$

Γενικά η διακύμανση της απόδοσης ενός χαρτοφυλακίου είναι:

$$V = \sigma^2_p = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n W_i W_j \rho_{ij} \sigma_i \sigma_j$$

όπου,

- n = Ο συνολικός αριθμός των περιουσιακών στοιχείων στο χαρτοφυλάκιο

- W_i = Το ποσοστό των συνολικών κεφαλαίων που έχουν επενδυθεί στο περιουσιακό στοιχείο i
- W_j = Το ποσοστό των συνολικών στοιχείων που έχουν επενδυθεί στο περιουσιακό στοιχείο j
- ρ_{ij} = Η αναμενόμενη συσχέτιση μεταξύ αποδόσεων των στοιχείων i και j
- σ_i = Η μέση απόκλιση τετραγώνου των τιμών από την αναμενόμενη απόδοση του στοιχείου i
- σ_j = Η μέση απόκλιση τετραγώνου του στοιχείου j .

Επομένως ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου είναι:

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n W_i W_j \rho_{ij} \sigma_i \sigma_j}$$

Βλέπουμε λοιπόν ότι η μέση απόκλιση τετραγώνου του χαρτοφυλακίου εξαρτάται από:

- I. Τη συσχέτιση μεταξύ αναμενόμενης απόδοσης των διαφόρων περιουσιακών στοιχείων που αποτελούν το χαρτοφυλάκιο.
- II. Τη μέση απόκλιση τετραγώνου κάθε περιουσιακού στοιχείου.
- III. Τη ποσοστιαία αναλογία των επενδεδυμένων κεφαλαίων σε κάθε περιουσιακό στοιχείο.

Με άλλα λόγια, η διακύμανση της απόδοσης ενός χαρτοφυλακίου εξαρτάται όχι μόνο από την ποσοστιαία αναλογία των επενδεδυμένων κεφαλαίων σε κάθε περιουσιακό στοιχείο και τις μέσες αποκλίσεις τετραγώνου κάθε περιουσιακού στοιχείου αλλά και από την συνδιακύμανση.

Ένας άλλος δείκτης για την ομοιότητα ή την ανομοιότητα στη συμπεριφορά των μεταβλητών, είναι ο συντελεστής συσχέτισης.

Ο συντελεστής συσχέτισης δείχνει το βαθμό στον οποίο δύο επενδυτικά στοιχεία, κινούνται στην ίδια κατεύθυνση. Με άλλα λόγια ο συντελεστής συσχέτισης μετρά το βαθμό στον οποίο δύο επενδυτικά προϊόντα τείνουν να έχουν υψηλές (χαμηλές) αποδόσεις την ίδια χρονική στιγμή. Η τιμή του συντελεστή συσχέτισης κυμαίνεται από -1 μέχρι +1.

$$\rho_{ij} = \frac{\sigma_{ij}}{\sigma_i \sigma_j}$$

όπου,

- ρ_{ij} = Ο συντελεστής συσχέτισης μεταξύ i και j
- σ_{ij} = Η συνδιακύμανση μεταξύ i και j και
- σ_i, σ_j = Οι μέσες αποκλίσεις τετραγώνων της κατανομής πιθανοτήτων της αποδοτικότητας των στοιχείων i και j αντίστοιχα.

Από τα παραπάνω είναι φανερό ότι ο κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου μπορεί να αυξηθεί ή να μειωθεί ανάλογα με τους χειρισμούς που μπορούν να γίνουν στον καθορισμό της σύνθεσης του αναφορικά με τα ποσοστά συμμετοχής των επιμέρους στοιχείων και του συντελεστές συσχέτισης στις αποδοτικότητες τους.

Γενικά όσο μεγαλύτερη είναι η αξία του συντελεστή συσχέτισης τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου.

Για τη καλύτερη κατανόηση των προαναφερόμενων εννοιών παρουσιάζουμε ένα απλό παράδειγμα υπολογισμού της αποδοτικότητας και του κινδύνου ενός χαρτοφυλακίου.

Έστω ότι υπάρχουν δύο επενδυτικά στοιχεία (μετοχές σε Ανώνυμη Εταιρία και ένα Ακίνητο) που παρουσιάζουν τα ακόλουθα χαρακτηριστικά:

Επενδυτικό στοιχείο	Προσδοκώμενη αποδοτικότητα		Κίνδυνος	
	E(R _i)		σ _i	
Μετοχές	30%		30%	
Ακίνητο	10%		10%	

Έστω επίσης ότι τα δύο αυτά στοιχεία συμμετέχουν κατά ισομοιρία στην αξία του χαρτοφυλακίου, δηλ. $W_1=W_2=0.5$

Η προσδοκώμενη αποδοτικότητα του χαρτοφυλακίου είναι ίση προς $E(R_p) = (0.5)(0.30) + (0.5)(0.10) = 0.20$ ή 20%.

Για τον καθορισμό του κινδύνου στην περίπτωση που το χαρτοφυλάκιο αποτελείται από δύο μόνο στοιχεία χρησιμοποιούμε το ακόλουθο τύπο:

$$\sigma_p = \sqrt{W^2_1 \sigma^2_1 + W^2_2 \sigma^2_2 + 2W_1W_2\sigma_1\sigma_2\rho_{12}}$$

Με τα στοιχεία του παραδείγματος έχουμε συνεπώς:

$$\sigma_p = (0.5)^2(0.30)^2 + (0.5)^2(0.10)^2 + 2(0.5)(0.5)(0.30)(0.10)\rho_{12} = (0.025) + (0.15)\rho_{12}$$

Αν ανάμεσα στα στοιχεία υπήρχε τέλεια θετική συσχέτιση αναφορικά με τις αποδοτικότητες τους ($\rho_{12}=+1$), ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου θα ισοδυναμούσε προς:

$$\sigma_p = (0.025) + (0.015)(1) = 0.04 = 0.20 \text{ ή } 20\%.$$

Αν πάλι το ρ_{12} ήταν ίσο προς 0.5 ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου θα ήταν ίσος προς:

$$\sigma_p = (0.025) + (0.015)(0.5) = 0.18 \text{ ή } 18\%.$$

Ενώ αν υπήρχε τέλεια αρνητική συσχέτιση ($\rho_{12}=-1$) ο κίνδυνος θα ήταν πολύ λιγότερος, ίσος προς:

$$\sigma_p = (0.025) + (0.015)(-1) = 0.10 \text{ ή } 10\%.$$

Είναι φανερό από το παραπάνω παράδειγμα ότι με σταθερούς τους άλλους παράγοντες, ο κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου μειώνεται όσο μικρότερος είναι ο βαθμός συσχέτισεως ανάμεσα σε όλα τα ζεύγη των περιουσιακών στοιχείων που το απαρτίζουν.

Βεβαίως η επίτευξη ενός άριστου χαρτοφυλακίου δεν εξαρτάται μόνο από την εξεύρεση περιουσιακών στοιχείων με όσο το δυνατό μικρότερους βαθμούς συσχέτισεως ανάμεσα τους, αλλά και από τους συνδυασμούς που θα γίνουν αναφορικά με τα ποσοστά συμμετοχής στην συνολική αξία του χαρτοφυλακίου (W_i).

Επίσης, καθώς προσθέτουμε επενδυτικά στοιχεία σε ένα χαρτοφυλάκιο ο συνολικός κίνδυνος του μειώνεται. Η διαδικασία αυτή καλείται διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου. Έτσι ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου τείνει να προσεγγίσει τον κίνδυνο που παρουσιάζει το χαρτοφυλάκιο της κεφαλαιαγοράς, δηλαδή εκείνο που περιλαμβάνει όλα τα στοιχεία που προσφέρονται για επενδύσεις κεφαλαίου σε μια δεδομένη περίοδο. Ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου της κεφαλαιαγοράς εξαρτάται από τις γενικότερες οικονομικές, κοινωνικές και πολιτικές συνθήκες που επικρατούν στην εθνική οικονομία και διεθνώς.

Έχει παρατηρηθεί εμπειρικά ότι ο κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου μειώνεται ραγδαία αρχικά όταν προστίθενται στοιχεία (στα πρώτα πέντε ή έξι) ενώ η μείωση μετά γίνεται με πολύ μικρότερο βαθμό. Επίσης έχει παρατηρηθεί ότι ένα χαρτοφυλάκιο με δεκαπέντε στοιχεία παρουσιάζει σχεδόν τον ίδιο κίνδυνο με το χαρτοφυλάκιο της κεφαλαιαγοράς.

ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

Από τη στιγμή που η επένδυση κεφαλαίου σε ένα επενδυτικό στοιχείο αντιμετωπίζεται, όχι μεμονωμένα, αλλά στα πλαίσια της επιλογής ενός άριστου χαρτοφυλακίου, η διάσταση κινδύνου που έχει σημασία για την επιλογή, αφορά τη σχέση που υπάρχει ανάμεσα στη διακύμανση της αποδοτικότητας του συγκεκριμένου στοιχείου με τη διακύμανση της αποδοτικότητας ενός τέλεια διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου που περιλαμβάνει όλα τα στοιχεία που υπάρχουν στην κεφαλαιαγορά.

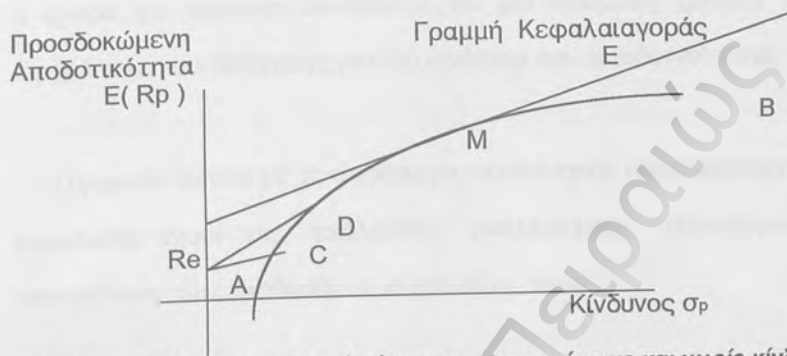
Η διαφορετική αυτή αντιμετώπιση του κινδύνου βασίζεται στην εκτενή εργασία που έχει γίνει για την ανάπτυξη της θεωρίας του χαρτοφυλακίου και της θεωρίας της κεφαλαιαγοράς από τους Markowitz, Sharpe, Lintner και άλλους. Από την εργασία αυτή έχει εξελιχθεί ένα υπόδειγμα για την ανάλυση της σχέσεως ανάμεσα στην προσδοκώμενη αποδοτικότητα και τον κίνδυνο κάθε στοιχείου ή χαρτοφυλακίου κάτω από συνθήκες ισορροπίας στην κεφαλαιαγορά. Το υπόδειγμα αυτό, που είναι γνωστό ως το «υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων», αναπτύσσεται αμέσως παρακάτω. Έτσι αντί να υπολογίσουμε τη συσχέτιση μεταξύ αποδόσεων για ένα στοιχείο και όλων των άλλων στοιχείων, κάποιος μπορεί να υπολογίσει τη συσχέτιση μεταξύ απόδοσης ενός συγκεκριμένου στοιχείου και αυτής που προέρχεται από κάποιο δείκτη της αγοράς, όπως ο Standard and Poor's 500 stock index. Αυτός ο τρόπος περιορίζει σημαντικά τον αριθμό των εκτιμήσεων που πρέπει να γίνουν για τους συντελεστές συσχέτισεως.

Σύμφωνα λοιπόν με το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων υποθέτουμε ότι:

- όλοι οι επενδυτές έχουν τις ίδιες προσδοκίες (εκτιμήσεις) σχετικά με τις αναμενόμενες αποδόσεις, τις διακυμάνσεις και τις συνδιακυμάνσεις των χρεογράφων,
- ο χρονικός ορίζοντας είναι μιας περιόδου,
- όλοι μπορούν να δανείσουν και να δανεισθούν πληρώνοντας το χωρίς κίνδυνο επιτόκιο (risk-free rate of return),
- δεν υπάρχει πληθωρισμός, φόροι, κόστος συναλλαγών κ.λ.π.,

τότε, μπορούμε να καταλήξουμε σε μια θεωρία η οποία μας δείχνει, πώς τα περιουσιακά στοιχεία αποτιμώνται στην αγορά από τους επενδυτές.

Η σχέση μεταξύ απόδοσης και κινδύνου, παρουσιάζεται στο ακόλουθο σχεδιάγραμμα.



Διάγραμμα 3: Το πιο αποδοτικό μέτωπο των στοιχείων με και χωρίς κίνδυνο.

Τα σημεία στο διάγραμμα παριστάνουν διάφορα επενδυτικά στοιχεία που περιέχουν κίνδυνο και χαρτοφυλάκια ορισμένα ανάλογα με τη προσδοκώμενη αποδοτικότητα τους (κάθετος άξονας) και κίνδυνος (οριζόντιος άξονας). Στο υποθετικό αυτό διάγραμμα έχουν περιληφθεί όλες οι δυνατές περιπτώσεις, δηλ παρουσιάζεται η αγορά για επενδυτικά στοιχεία με κίνδυνο.

Είναι φανερό ότι ορισμένα στοιχεία ή χαρτοφυλάκια, υπερτερούν από άλλα είτε διότι,

- I. σε δεδομένο επίπεδο κινδύνου παρουσιάζουν την ύψιστη αποδοτικότητα από τα υπόλοιπα ή
- II. σε δεδομένο επίπεδο αποδοτικότητας παρουσιάζουν το ελάχιστο κίνδυνο.

Με τα κριτήρια αυτά απομονώνονται τα πιο αποδοτικά χαρτοφυλάκια για επένδυση κεφαλαίου σε ένα μέτωπο που παριστάνεται από την καμπύλη

ΑΒ. Τα υπόλοιπα χαρτοφυλάκια απορρίπτονται, γιατί θα ήταν παράλογο ένας ορθολογικός επενδυτής να προτιμούσε ένα χαρτοφυλάκιο που θα παρουσίαζε μεγαλύτερο κίνδυνο σε δεδομένη αποδοτικότητα ή χαμηλότερη αποδοτικότητα σε δεδομένο κίνδυνο. Το μέτωπο των πιο αποδοτικών επενδυτικών έργων, παριστάνει τις ευκαιρίες που προσφέρει η αγορά για άριστες επενδύσεις, σε μια δεδομένη χρονική περίοδο όσον αφορά τους συνδυασμούς μεταξύ κινδύνου και αποδοτικότητας.

Σύμφωνα λοιπόν με το υπόδειγμα τιμολόγησης περιουσιακών στοιχείων οι επενδυτές έχουν τις ακόλουθες εναλλακτικές στρατηγικές για την τοποθέτηση των διαθεσίμων κεφαλαίων τους.

i) Τοποθέτηση των κεφαλαίων σε χωρίς κίνδυνο χρεόγραφα

Αυτό μπορεί να γίνει με τη συγκρότηση χαρτοφυλακίων αποτελούμενων από χωρίς κίνδυνο χρεόγραφα (δηλαδή η συγκεκριμένη αποδοτικότητα τους είναι βέβαια). Ο επενδυτής μπορεί να κατασκευάσει μόνος του τέτοιου είδους χαρτοφυλάκια ή εναλλακτικά να αγοράσει μερίδια Αμοιβαίων κεφαλαίων σταθερού εισοδήματος. Στον κάθετο άξονα, το σημείο R_e αντιπροσωπεύει το στοιχείο χωρίς κίνδυνο, δεδομένου ότι η μέση απόκλιση τετραγώνου της αποδοτικότητας είναι στη περίπτωση αυτή ίση με μηδέν.

Εφόσον παρουσιάζεται στην αγορά, στοιχείο χωρίς κίνδυνο, προκύπτει πλέον για τον επενδυτή, θέμα επιλογής συνδυασμών στην τοποθέτηση του κεφαλαίου του, μεταξύ του στοιχείου χωρίς κίνδυνο και κάποιο χαρτοφυλάκιο με κίνδυνο που βρίσκεται στη καμπύλη ΑΒ. Οι συνδυασμοί

αυτοί αντιπροσωπεύουν νέα χαρτοφυλάκια. Οι συνδυασμοί μεταξύ του στοιχείου χωρίς κίνδυνο και καθενός από τα διάφορα χαρτοφυλάκια με κίνδυνο θα βρίσκονται κάπου κατά μήκος της ευθείας γραμμής που συνδέει τα δύο. Τέτοιες γραμμές είναι οι ReC , ReD , και η ReM , που αντιπροσωπεύουν τους συνδυασμούς που μπορούν να γίνουν (σε ποσοστά συμμετοχής στην αξία του νέου χαρτοφυλακίου), ανάμεσα στο στοιχείο χωρίς κίνδυνο Re και τα χαρτοφυλάκια αντίστοιχα C, D και M .

Εξετάζοντας τις τρεις αυτές γραμμές παρατηρεί κανείς ότι η ReD , υπερτερεί της ReC , γιατί κάθε στοιχείο της πρώτης αντιπροσωπεύει υψηλότερη αποδοτικότητα για το ίδιο επίπεδο κινδύνου, συγκριτικά με το αντίστοιχο του στοιχείου της δεύτερης.

Παρόμοια και οι γραμμές που μπορούν να τραβηχτούν ανάμεσα στο Re και τα σημεία που βρίσκονται στην καμπύλη AB , υψηλότερα του D μέχρι του σημείου M , υπερτερούν της γραμμής ReD . Στο σημείο M η ευθεία γραμμή από το σημείο Re εφάπτεται της AB . Πάνω από το M δεν υπάρχει διαθέσιμο περιουσιακό στοιχείο. Συνεπώς, η ευθεία γραμμή ReM , γίνεται το νέο μέτωπο των πιο αποδοτικών στοιχείων, γιατί τα χαρτοφυλάκια που βρίσκονται πάνω της, υπερτερούν από άποψη αποδοτικότητας και κινδύνου, από τα χαρτοφυλάκια που βρίσκονται στο αρχικό μέτωπο AB .

ii) Τοποθέτηση των κεφαλαίων σε μετοχές

Η άλλη ακραία περίπτωση είναι να τοποθετεί το σύνολο του κεφαλαίου στο μοναδικό χαρτοφυλάκιο M με κίνδυνο, που έχει απομείνει στο μέτωπο των πιο αποδοτικών στοιχείων μετά την παρουσία του Re .

Το M είναι ένα τέλεια διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, που περιλαμβάνει κάθε στοιχείο που υπάρχει στην κεφαλαιαγορά σε αναλογία με την αγοραία αξία του. Θεωρητικά το σημείο αυτό αντιπροσωπεύει, επένδυση σε μετοχές όλων των εταιριών που έχουν εισαχθεί στο χρηματιστήριο Αξιών. Το M είναι γνωστό ως το χαρτοφυλάκιο της αγοράς (Market Portfolio). Έχει αποδειχθεί πειραματικά ότι ένα χαρτοφυλάκιο αποτελούμενο από 15-20 μετοχές, τυχαία επιλεγμένες, έχει περίπου τον ίδιο κίνδυνο με αυτόν που έχει το Χαρτοφυλάκιο της αγοράς.

Στη περίπτωση αυτή, ο επενδυτής μπορεί να επιλέξει μετοχές Εταιριών Επενδύσεων ή μερίδια Αμοιβαίων Κεφαλαίων ή άλλες επενδύσεις, τα χαρακτηριστικά των οποίων είναι περίπου όμοια με αυτά του Χαρτοφυλακίου Αγοράς. Οι επενδυτές που προτιμούν τέτοιου είδους επενδύσεις είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν κινδύνους, με την ελπίδα ότι η απόδοση του χαρτοφυλακίου τους είναι μεγαλύτερη από αυτή που αναμένεται από τις χωρίς κίνδυνο επενδύσεις.

iii) Τοποθέτηση των διαθέσιμων κεφαλαίων σε χωρίς κίνδυνο χρεόγραφα και σε χαρτοφυλάκια αποτελούμενα από μετοχές

Στην κατηγορία αυτή, ανήκουν οι επενδυτές που αναμένουν αποδόσεις μεγαλύτερες από αυτές που υπόσχονται τα χωρίς κίνδυνο χρεόγραφα, αλλά μικρότερες από αυτές που αναμένονται από χαρτοφυλάκια που αποτελούνται μόνο από μετοχές. Ταυτόχρονα, ο κίνδυνος ενός τέτοιου χαρτοφυλακίου θα είναι μεγαλύτερος του R_f , αλλά μικρότερος του M. Οι επενδυτές στην περίπτωση αυτή, μπορούν να

επιλέξουν Αμοιβαία Κεφάλαια τα χαρτοφυλάκια των οποίων αποτελούνται από χωρίς κίνδυνο χρεόγραφα και από μετοχές (διάστημα ReM).

4) Απόληψη δανείου

Εάν ο επενδυτής επιθυμεί αναμενόμενη απόδοση μεγαλύτερη από το M , και φυσικά μεγαλύτερο κίνδυνο, τότε μπορεί να δανεισθεί με επιτόκιο Re και να επενδύσει όλα τα διαθέσιμα κεφάλαια του (ίδια και δάνειο) στο χαρτοφυλάκιο M . Έτσι αποκτά χαρτοφυλάκια με μεγαλύτερο κίνδυνο και αποδοτικότητα, που αντιπροσωπεύονται από σημεία κατά μήκος της προεκτάσεως της γραμμής ReM . Έτσι οι επενδυτές διαφοροποιούν τα χαρτοφυλάκια τους από το άριστο χαρτοφυλάκιο M και χαρακτηρίζονται ως Επιθετικοί ή Συντηρητικοί, με ή χωρίς να δανείζουν ή να δανείζονται.

Η γραμμική σχέση μεταξύ απόδοσης και κινδύνου είναι γνωστή ως γραμμή κεφαλαιαγοράς (Capital Market Line). Η γραμμή κεφαλαιαγοράς δείχνει τους όρους ανταλλαγής (trade-off) προσδοκώμενης απόδοσης και κινδύνου για αποδοτικά χαρτοφυλάκια, οι οποίοι προσφέρονται όταν η αγορά βρίσκεται σε ισορροπία.

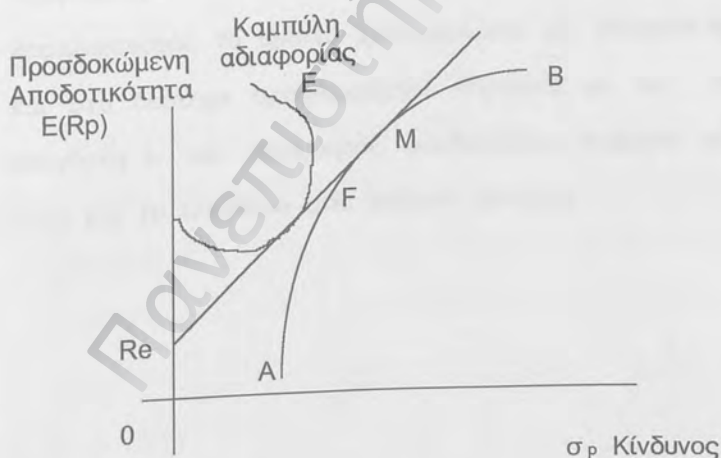
Όλα τα χαρτοφυλάκια πάνω στην $Re-M-E$ είναι αποδοτικά διότι αποτελούν συνδυασμούς του M και του Re . Σε συνθήκες ισορροπίας στην αγορά όλα τα αποδοτικά χαρτοφυλάκια βρίσκονται πάνω στη γραμμή.

Η κλίση της γραμμής κεφαλαιαγοράς, είναι η αγοραία τιμή του κινδύνου (market price of risk) των αποδοτικών χαρτοφυλακίων. Κατά συνέπεια, η κλίση αυτή δείχνει την πρόσθετη απόδοση την οποία, ζητά η αγορά για κάθε ποσοστιαία αύξηση του κινδύνου του χαρτοφυλακίου.

ΕΠΙΛΟΓΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Η τελική επιλογή του χαρτοφυλακίου από τον επενδυτή ανάμεσα σε όσα υπάρχουν στη γραμμή κεφαλαιαγοράς προσδιορίζεται από τη καμπύλη αδιαφορίας του, ανάμεσα σε κίνδυνο και αποδοτικότητα. Το χαρτοφυλάκιο με τη μέγιστη δυνατή χρησιμότητα για τον επενδυτή, προσδιορίζεται από το σημείο στο οποίο η καμπύλη αδιαφορίας¹⁰ του εφάπτεται της γραμμής κεφαλαιαγοράς.

Στο διάγραμμα το σημείο αυτό είναι το F.



Διάγραμμα 4: Το χαρτοφυλάκιο με τη μεγαλύτερη χρησιμότητα για τον συγκεκριμένο επενδυτή

¹⁰ Η καμπύλη Αδιαφορίας δείχνει όλους τους εναλλακτικούς συνδυασμούς μεταξύ απόδοσης και κινδύνου, που προσφέρουν στον επενδυτή το ίδιο επίπεδο ικανοποίησης.

Σχετικά με την επιλογή του άριστου χαρτοφυλακίου πρέπει να σημειωθεί ότι, οι προτιμήσεις του επενδυτή ανάμεσα σε αποδοτικότητα και κίνδυνο επηρεάζουν μόνο τη ποσότητα του κεφαλαίου που θα δανείσει ή θα δανεισθεί. Δηλαδή οι προτιμήσεις αυτές θα καθορίσουν κατά πόσο το χαρτοφυλάκιο που θα επιλεγεί, θα βρίσκεται στη γραμμή κεφαλαιαγοράς μεταξύ των σημείων Re και M (περίπτωση δανειοδοτήσεως) ή μεταξύ των σημείων M και E (περίπτωση δανειοληψίας).

Οι προτιμήσεις του επενδυτή δεν υπεισέρχονται στη διαδικασία που καθορίζουν το M ως το άριστο χαρτοφυλάκιο της αγοράς και αυτό γιατί το M έχει προσδιορισθεί από τις γενικότερες συνθήκες της κεφαλαιαγοράς και την ύπαρξη του στοιχείου που είναι ελεύθερο από κίνδυνο Re.

Συνεπώς, η επιλογή του άριστου χαρτοφυλακίου από τον επενδυτή, περιλαμβάνει δύο στάδια. Στο πρώτο εντοπίζεται με τα δεδομένα της κεφαλαιαγοράς το άριστο χαρτοφυλάκιο με στοιχεία που έχουν κίνδυνο, και στο δεύτερο προσδιορίζεται σύμφωνα με τις προτιμήσεις του επενδυτή, ο πιο επιθυμητός συνδυασμός ανάμεσα στο χαρτοφυλάκιο αυτό και το ελεύθερο από κίνδυνο στοιχείο.

ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΟΥ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ-ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Η προτίμηση ενός χαρτοφυλακίου από το επενδυτικό κοινό, στηρίζεται στα στοιχεία εκείνα που το κάνουν ανταγωνιστικό και που πείθουν για την ορθότητα της επιλογής του επενδυτή. Ένα από τα στοιχεία αυτά, είναι η απόδοση του χαρτοφυλακίου η οποία επιτυγχάνεται είτε σε χρονική περίοδο αρχής - τέλους χρόνου, είτε σε οποιαδήποτε περίοδο θελήσει κανείς να έχει εικόνα προκειμένου να λάβει επενδυτική απόφαση.

Στην περίπτωση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, η απόδοση μετρείται με τη διαφορά της τιμής του μεριδίου κατά τη χρονική περίοδο που ενδιαφέρει τον επενδυτή, σε σχέση με αυτή που υπήρχε στην αρχή του χρόνου. Η διαφορά αυτή ποσοστοποιούμενη, δίνει την ετήσια απόδοση του χαρτοφυλακίου του συγκεκριμένου Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

Πιο συγκεκριμένα, η καθαρή απόδοση την οποία επιτυγχάνει ένας μεριδιούχος Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι συνάρτηση των εξής παραγόντων:

- των μερισμάτων, τα οποία απονέμει το Αμοιβαίο Κεφάλαιο κατά τη διάρκεια της χρονικής περιόδου που διατηρεί την επένδυση.
- της υπεραξίας ή ζημιάς η οποία προέρχεται από τη μεταβολή της καθαρής τιμής του μεριδίου.
- της καταβολής προμήθειας κατά την αγορά και πώληση του μεριδίου.
- της καταβολής φόρου για την απόδοση η οποία προέρχεται είτε από τα μερίσματα είτε από την υπεραξία.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η ύπαρξη ζημιών σε όποιες τοποθετήσεις έχει επενδύσει το Αμοιβαίο Κεφάλαιο, ισοδυναμεί με μείωση της αξίας των αξιολογούμενων η οποία με τη σειρά της οδηγεί σε μείωση της καθαρής τιμής του μεριδίου. Το συγκεκριμένο, συνεπάγεται τελικά τη μείωση της απόδοσης του μεριδιούχου. Από την άλλη πλευρά, η πραγματοποίηση κερδών οδηγεί σε αύξηση της τιμής του μεριδίου η οποία υπό μορφή υπεραξίας καταλήγει σε αύξηση της απόδοσης.

Η καταβολή προμήθειας είναι ένα ποσοτικό στοιχείο που μειώνει την απόδοση της επένδυσης στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο υπό την προϋπόθεση ότι το διάστημα που η τελευταία (απόδοση) υπολογίζεται, πραγματοποιείται μια από τις πράξεις της αγοράς ή της πώλησης. Όσο μικρότερο είναι το διάστημα της επένδυσης τόσο μεγαλύτερη είναι η ποσοστιαία επιβάρυνση στην απόδοση. Τέλος, η καταβολή φόρου στο εισόδημα που δημιουργείται από την επένδυση, μειώνει την απόδοση που τελικά απομένει στον επενδυτή.

Στη συνέχεια η απόδοση αυτή συγκρίνεται με τις αποδόσεις άλλων τοποθετήσεων ή άλλων ομοειδών χαρτοφυλακίων, προκειμένου να διαπιστωθεί η ορθότητα ή μη, της επιλογής των επενδύσεων και βάσει αυτής να ληφθούν οι διορθωτικές αποφάσεις.

Στη σύγκριση βέβαια των αποδόσεων, πρέπει να ληφθούν υπ' όψη, πλην άλλων, και οι επόμενοι παράμετροι:

- I. Πληθωρισμός
- II. Επιτόκια
- III. Εισοδηματική πολιτική

- IV.Επενδυτικό κλίμα
- V. Οικονομική κατάσταση επιχειρήσεων
- VI.Γενική εικόνα της κεφαλαιαγοράς
- VII.Κατάσταση Χρηματιστηρίου
- VIII.Διεθνή Χρηματιστήρια

Η συνεκτίμηση των παραμέτρων αυτών δεν αλλοιώνει τα ποσοστά αποδοτικότητας του Χαρτοφυλακίου που κρίνεται, αλλά δικαιολογεί, πολλές φορές, την ορθότητα μιας επενδυτικής απόφασης που αποβλέπει στη μελλοντική εξέλιξη και όχι στη βραχυχρόνια εικόνα που δεν θα αντέξει στο μέλλον.

ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ ΦΙΛΟΣΟΦΙΑΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Οι περιορισμοί που θέτει ο νομοθέτης οριοθετούν, όπως αναφέρθηκε, τα πλαίσια μέσα στα οποία πρέπει να κινείται ο διαχειριστής, προκειμένου να επιτυγχάνεται η διασπορά εκείνη που ελαχιστοποιεί των κίνδυνο απωλειών στο χαρτοφυλάκιο. Αυτό, όσον αφορά το υποχρεωτικό πλαίσιο στο οποίο πρέπει να κινηθεί ο διαχειριστής.

Η πολιτική όμως που θα ακολουθηθεί και θα διαμορφώνεται κάθε φορά για την αποτελεσματικότερη διαχείριση, είναι αρκετά δύσκολο έργο, σημαντικό, υπεύθυνο και πρέπει να δίδεται σε αυτό ιδιαίτερη σημασία.

Η πολιτική των επενδύσεων πρέπει να βασίζεται σε δύο κυρίως άξονες:

■ Στη Τεχνική ανάλυση

Η Τεχνική ανάλυση (technical analysis) συνίσταται κυρίως στα εξής θέματα:

- Μελέτη των κλάδων στους οποίους θα γίνουν επενδύσεις των κεφαλαίων των μεριδιούχων.
- Μελέτη των συγκεκριμένων εταιριών μέσα στο κλάδο.
- Τεχνική ανάλυση και μελέτη των δεδομένων των εταιριών αυτών.
- Μελέτη και αξιολόγηση στοιχείων άλλων οργανισμών που είναι διαθέσιμα για τις προς επιλογή εταιρίες.
- Μελέτη των ξένων χρηματιστηριακών αγορών, σε συνεργασία με συμβούλους και επενδυτικούς οργανισμούς του εξωτερικού για επενδύσεις σε ξένους τίτλους.
- Μελέτη των συναλλαγματικών δεδομένων και προοπτικών, προκειμένου να γίνουν οι καταλληλότερες επιλογές.
- Μελέτη της καταλληλότερης διασποράς των επενδύσεων για εξουδετέρωση ή ελαχιστοποίηση του κινδύνου, σε περιόδους πτώσης των τιμών.

Η συμβολή των στοιχείων της τεχνικής ανάλυσης στη διαμόρφωση της επενδυτικής πολιτικής, συνίσταται στην στήριξη μιας θετικής ή αρνητικής απόφασης σε πραγματικά στοιχεία που με μαθηματικούς υπολογισμούς επαληθεύονται και επαναλαμβάνονται και στο μέλλον.

Η μέθοδος της τεχνικής ανάλυσης, επικρατεί ολοένα και περισσότερο στη χρηματιστηριακή αγορά και αποτελεί ένα από τα απαραίτητα

στοιχεία προκειμένου να καθορισθεί η επενδυτική πολιτική σε ένα οργανωμένο χαρτοφυλάκιο. Έτσι παρατηρείται η σύγκλιση απόψεων και σύγκριση δεδομένων κοινής βάσης, με αποτέλεσμα τη δημιουργία ενός συνολικού επενδυτικού κλίματος, που, αν μη τι άλλο, ομαλοποιεί την αγορά και αποφεύγονται, ως επί το πλείστον, απότομες διακυμάνσεις των τιμών που δημιουργούν προβλήματα στην αγορά.

■ Στη θεμελιακή ανάλυση

Ο δεύτερος σημαντικός άξονας στον οποίο βασίζεται η διαμόρφωση της επενδυτικής πολιτικής, είναι η μελέτη και ανάλυση των δεδομένων, δηλαδή των πραγματικών στοιχείων και κυρίως όχι της μετοχής καθ'εαυτής αλλά της επιχείρησης ως μονάδος (fundamental analysis).

Προέκταση της ανάλυσης των δεδομένων της μονάδος είναι η μελέτη των στοιχείων του κλάδου και κατ'επέκταση των στοιχείων και δεδομένων ολοκλήρου της αγοράς. Το έργο της ανάλυσης των δεδομένων είναι αρκετά δύσκολο, επίπονο αλλά και πολύ επικίνδυνο υπό την έννοια ότι με διαθέσιμα κάθε φορά στοιχεία, δεν φθάνει κανείς πάντα στην αλήθεια και έτσι τα συμπεράσματα της μελέτης μπορεί να μην είναι αξιόπιστα.

Ο κίνδυνος παρουσιάζεται ιδιαίτερα στις περιπτώσεις εκείνες, που οι επιχειρήσεις λόγω της καθυστέρησης της εφαρμογής σύγχρονης οργάνωσης, δεν δίνουν στην δημοσιότητα τα κατάλληλα στοιχεία με αποτέλεσμα η μελέτη να έχει ανακρίβειες είτε επιμελώς δεν

παρουσιάζουν την πραγματική εικόνα οπότε πάλι έχουμε σφάλματα στα δεδομένα. Τελευταίως έχουν γίνει αρκετά βήματα, με την εναρμόνιση της ελληνικής νομοθεσίας στην κοινοτική, που προβλέπει και επιβάλλει κανόνες που αποβλέπουν στην όσο γίνεται σωστότερη ενημέρωση του επενδυτικού κοινού, με περισσότερα στοιχεία δραστηριότητας των επιχειρήσεων.

Με όλες τις παραπάνω αδυναμίες, η μελέτη και ανάλυση των δεδομένων, βοηθάει τον διαχειριστή χαρτοφυλακίου να βασίζεται κάπου, για να κάνει τα σωστά βήματα στη διαχείριση του χαρτοφυλακίου.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ...

1. Η . Markowitz, «Portfolio Selection», J.Willey and sons, New.York.
1959,σελ.23.
2. Ι.Τζωάννος, «Χρηματοδοτική Διοίκηση», Το Οικονομικό, Αθήνα
1991,σελ.196,197.
3. Ι.Αποστολόπουλος, «Ειδικά θέματα Χρηματοδοτικής Διοίκησης»,
Α.Σ.Ο.Ε.Ε., Αθήνα 1987,σελ.329,332.
4. Δ..Βασιλείου, «Επενδύσεις», Σταμούλης, Αθήνα 1993, σελ.134.
5. William F. Sharpe, «Portfolio Theory and Capital Markets», NcGraw-Hill. New
York 1970,σελ.37.
6. V.Horne, «Financial Management and Policy», Prentice Hall International Inc
1995,σελ.65,66,69.
7. Γ.Καραθανάσης.-Γ.Ψωμαδάκης «Αμοιβαία Κεφάλαια-Έννοια-
Χαρακτηριστικά-Προοπτικές». Το Οικονομικό, Αθήνα 1993,σελ.101.
8. Π.Κατσούλας «Κεφαλαιαγορά και Διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων»,
Πιτσίλος, Αθήνα 1995σελ.90.

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

ΓΕΝΙΚΑ

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια είναι ένα είδος δευτερογενούς επενδυτικού προϊόντος, δηλαδή, το χαρτοφυλάκιο τους, συντίθεται από μία ποικιλία επενδύσεων, οι οποίες ανήκουν στην κατηγορία πρωτογενών επενδυτικών προϊόντων όπως ομόλογα, μετοχές κλπ.

Πριν προχωρήσουμε στην αγορά κάποιου Αμοιβαίου Κεφαλαίου, θα πρέπει να γνωρίζουμε την ακριβή σύνθεση του και να έχουμε μια ακριβή αίσθηση των κινδύνων που συνδέονται με τις επενδύσεις που περιέχει. Με τον τρόπο αυτό θα είμαστε σε θέση να επιλέξουμε εκείνο το Αμοιβαίο Κεφαλαίο που ταιριάζει περισσότερο στην επενδυτική μας πολιτική.

Η επενδυτική πολιτική προσδιορίζει την απόδοση που θα επιθυμούσαμε, σε συνδυασμό με το κίνδυνο το οποίο μπορούμε και είμαστε διατεθειμένοι να αναλάβουμε. Η πολιτική αυτή έχει να κάνει με τη φύση των ιδιαίτερων προσωπικών χαρακτηριστικών του εκάστοτε επενδυτή.

Για μια καλύτερη ενημέρωση σχετικά με τους κινδύνους στους οποίους εκτίθενται οι επενδυτές, παραθέτουμε τις διάφορες κατηγορίες επενδύσεων από τις οποίες συντίθενται τα Αμοιβαία Κεφάλαια, ξεκινώντας από εκείνες με το χαμηλότερο κίνδυνο και καταλήγοντας σε εκείνες που συνδέονται με υψηλότερο επίπεδο κινδύνου.

Πολλά από τα παρουσιαζόμενα επενδυτικά προϊόντα δεν υπάρχουν-πρωτογενώς- ακόμη στην Ελλάδα. Είναι όμως σαφές ότι ο εκσυγχρονισμός της Κεφαλαιαγοράς και οι σύγχρονοι τρόποι αντιμετώπισης των χρηματοοικονομικών προβλημάτων, θα οδηγήσει στην υιοθέτηση τους και στη χώρα μας.

ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ ΣΤΑΘΕΡΗΣ ΠΡΟΣΟΔΟΥ

Τα Χρεόγραφα είναι εμπορικά έγγραφα τα οποία εκδίδονται από όλους εκείνους οι οποίοι επιθυμούν να αντλήσουν χρήμα, κατά κανόνα από το ευρύ επενδυτικό κοινό.

Οι κύριοι εκδότες είναι:

- το κράτος,
- οι τράπεζες,
- οι δημόσιες και ιδιωτικές εταιρίες.

Στα Χρεόγραφα σταθερής προσόδου, οι εκδότες υποχρεούνται να καταβάλλουν σταθερά χρηματικά ποσά σε τακτά χρονικά διαστήματα, ανεξάρτητα της οικονομικής κατάστασης του οργανισμού.

Τα βασικά χαρακτηριστικά τους είναι τα ακόλουθα:

- η ρευστότητα,
- η διάρκεια ζωής της επένδυσης,
- η απόδοση,

- ο κίνδυνος.

Με τον όρο ρευστότητα, εννοούμε την ευκολία με την οποία μπορούμε να πουλήσουμε ένα χρεόγραφο, λαμβάνοντας απ' αυτό ένα ποσό χρημάτων ίσο με τη αντιπροσωπευτική τιμή του χρεογράφου.

Λέγοντας αντιπροσωπευτική τιμή, εννοούμε την παρούσα αξία των εσόδων (τόκοι και κεφάλαιο) προεξοφλουμένων με επιτόκιο ίσο με αυτό που απαιτεί η αγορά. Η ρευστότητα εξαρτάται από την εμπορευσιμότητα του χρεογράφου, η οποία με τη σειρά της εξαρτάται από την αποτελεσματικότητα της δευτερογενούς αγοράς και ιδιαίτερα του Χρηματιστηρίου Αξιών. Όσο πιο αποτελεσματική, ελεύθερη και οργανωμένη είναι η δευτερογενής αγορά, τόσο πιο εύκολη είναι η πώληση του χρεογράφου σε τιμή αντιπροσωπευτική ή λογική.

Η ρευστότητα σχετίζεται αντίστροφα με την απόδοση. Κατά κανόνα, οι επενδύσεις με μικρότερο βαθμό ρευστότητας έχουν μεγαλύτερη αναμενόμενη απόδοση. Αντίστροφα, επενδύσεις (χρεόγραφα) με μεγάλο βαθμό ρευστότητας έχουν μικρότερη απόδοση.

Με τον όρο κίνδυνος, εννοούμε ότι υπάρχει πιθανότητα η απολογιστική απόδοση να είναι διαφορετική από την αναμενόμενη. Αυτό μπορεί να συμβεί όταν:

1. ο εκδότης του χρεογράφου δεν είναι σε θέση να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του και

II. η τιμή του χρεογράφου σε κάποια χρονική περίοδο, πριν τη λήξη, μειωθεί.

Αναφορικά με τον πρώτο παράγοντα, (αθέτησης οικονομικών υποχρεώσεων) η πιθανότητα πραγματοποίησης αυτού του συμβάντος για τα κρατικά χρεόγραφα είναι σχεδόν ασήμαντη. Το ίδιο ισχύει και για τα χρεόγραφα σταθερού εισοδήματος, που εκδίδονται από μεγάλες εταιρίες όπως Τράπεζες, Εμπορικές και Βιομηχανικές Εταιρίες.

Ο δεύτερος παράγοντας είναι σημαντικός και επηρεάζει τις τιμές όλων των χρεογράφων, ιδιαίτερα αυτών με μεγάλη διάρκεια ζωής. Αυτός ο κίνδυνος είναι γνωστός ως κίνδυνος από τη μεταβολή των επιτοκίων. Θα πρέπει όμως να τονίσουμε ότι ο κίνδυνος από τη μεταβολή των επιτοκίων κατά τη διάρκεια της ζωής του χρεογράφου, δεν επηρεάζει εκείνους τους επενδυτές που έχουν αποφασίσει να κρατήσουν χρεόγραφα μέχρι τη λήξη τους.

Ο κίνδυνος από τη μείωση της πραγματικής αξίας της επένδυσης υπάρχει σε όλες τις χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές, οι οποίες δεν λειτουργούν ελεύθερα. Ιδιαίτερα σημαντικός είναι ο κίνδυνος αυτός, σε αγορές οι οποίες επηρεάζονται από κυβερνητικές παρεμβάσεις που διαμορφώνουν χαμηλά ονομαστικά επιτόκια. Τα χαμηλά ονομαστικά επιτόκια σε συνδυασμό με υψηλούς ρυθμούς πληθωρισμού, οδηγούν σε αρνητικά επιτόκια.

Τα είδη χρεογράφων σταθερής απόδοσης που επικρατούν στην ελληνική αλλά και διεθνή αγορά είναι τα ακόλουθα:

Έντοκα γραμμάτια δημοσίου

Τα Έντοκα Γραμμάτια είναι ανώνυμα χρεόγραφα και μεταβιβάζονται ελεύθερα, εκδίδονται από τη Τράπεζα της Ελλάδος και διατίθενται από την Τράπεζα της Ελλάδος, τις Εμπορικές Τράπεζες και από τους Χρηματιστές. Έχουν τρίμηνη, εξάμηνη και δωδεκάμηνη διάρκεια και εκδίδονται σε τίτλους ονομαστικής αξίας 100.000, 200.000, 500.000, και 1.000.000 δρχ. Τίτλοι μεγαλύτερης ονομαστικής αξίας είναι επίσης διαθέσιμοι.

Το μέγεθος του επιτοκίου εξαρτάται από τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά χρήματος, την ημερομηνία έκδοσης και από το μέγεθος των κρατικών ελλειμμάτων. Τα Έντοκα Γραμμάτια διατίθενται στην ονομαστική τους αξία μειωμένη, κατά τους αναλογούντες τόκους.

Οι τίτλοι αυτοί μπορούν να αγοραστούν από ιδιώτες, ιδιωτικές επιχειρήσεις, δημόσιες επιχειρήσεις και Ν.Π.Δ.Δ. Μερικά άλλα χαρακτηριστικά των εντόκων γραμματίων είναι τα ακόλουθα:

- προεξοφλούνται από Τράπεζες και άλλους οργανισμούς,
- είναι διαπραγματεύσιμα στο Χρηματιστήριο Αθηνών,
- μπορούν να χρησιμοποιηθούν για σύσταση εγγυοδοσίας.

Ομόλογα του ελληνικού δημοσίου

Τα ομόλογα έκδοσης του Ελληνικού Δημοσίου αποτελούν ανώνυμα (στον κομιστή) χρεόγραφα στα οποία ενσωματώνεται υπόσχεση παροχής του εκδότη του Ελληνικού Δημοσίου στον κομιστή του εγγράφου.

Το ομόλογο εκδίδεται, δηλαδή τίθεται σε κυκλοφορία, σε περίπτωση σύναψης δανείου, τιμή δε έκδοσης του αποτελεί το ποσό το οποίο ο δανειστής παρέχει στο δανειζόμενο Ελληνικό Δημόσιο. Τα ομόλογα αποτελούνται από δύο μέρη: το σώμα του τίτλου και τα τοκομερίδια, τα οποία είναι προσαρτημένα στο σώμα. Τα τοκομερίδια ενσωματώνουν τη μέλλουσα απαίτηση τόκου (καρπό), ως προϊόν του δανείου, ενώ το σώμα του ομολόγου την απαίτηση για την επιστροφή του κεφαλαίου, μετά τη λήξη της δανειστικής περιόδου.

Εκδίδονται από τη Τράπεζα Ελλάδος, απ' όπου μπορούν και να αγοραστούν. Η διάρκεια τους (από το Νοέμβριο του 1988) είναι διετής ή τριετής. Τα ομόλογα έχουν προσαρτημένα δύο (τα διετή) ή τρία (τα τριετή) τοκομερίδια, ένα για κάθε χρόνο. Το μέγεθος του επιτοκίου, εξαρτάται από τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά κεφαλαίου. Η ονομαστική τους αξία κυμαίνεται από 100.000 μέχρι 5.000.000 δρχ. Οι τόκοι τους φορολογούνται. Η εξόφληση των τίτλων και των τοκομεριδίων γίνεται την ημερομηνία λήξης που αναγράφεται στους τίτλους.

Ομόλογα ελληνικού δημοσίου με ρήτρα E.C.U και δολαρίου

Τα ομόλογα με ρήτρα E.C.U, είναι ανώνυμοι τίτλοι στον κομιστή και η διάθεση τους γίνεται με δημόσια εγγραφή στους φορείς που έχουν εξουσιοδοτηθεί από τη Τράπεζα Ελλάδος. Η διάρκεια των ομολόγων ποικίλει, από 18 μήνες μέχρι 3 χρόνια. Τα διετή και τριετή έχουν προσαρτημένα δύο ή τρία τοκομερίδια, ένα για κάθε χρόνο διάρκειας του ομολόγου. Τα ομόλογα διάρκειας 18 μηνών έχουν ένα τοκομερίδιο. Ο τόκος του πρώτου χρόνου ανατοκίζεται για ένα ακόμη εξάμηνο, δηλαδή μέχρι τη λήξη του ομολόγου. Το μέγεθος των επιτοκίων με ρήτρα E.C.U εξαρτάται από τις συνθήκες της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς καθώς επίσης και της Ευρωπαϊκής.

Η πληρωμή των τόκων και του κεφαλαίου των ομολόγων, πραγματοποιείται με βάση την ισοτιμία δραχμής / E.C.U. που έχει διαμορφωθεί κατά το χρόνο πληρωμής των τόκων και εξόφλησης του κεφαλαίου. Η ονομαστική αξία των ομολόγων σε E.C.U είναι 1.000, 2.000, 5.000, 10.000, 20.000, 50.000, και 1.000.000. Στους τίτλους αναγράφεται η ονομαστική αξία σε δραχμές και σε E.C.U. Όσοι αγοράζουν τα ομόλογα με συνάλλαγμα μη υποχρεωτικά εκχωρητέο, έχουν το δικαίωμα να μετατρέψουν τις δραχμικές προσόδους χωρίς περιορισμό σε συνάλλαγμα.

Ομόλογα κρατικών οργανισμών

Τα ομόλογα αυτά εκδίδονται από οργανισμούς και επιχειρήσεις του ευρύτερου δημόσιου τομέα, αλλά όμως δεν απολαμβάνουν πάντα την πλήρη υποστήριξη της κυβέρνησης της χώρας στην οποία εκδίδονται. Κυριότερα στοιχεία της κατηγορίας αυτής στην ελληνική αγορά είναι τα ομόλογα ΕΤΒΑ, ΕΤΕΒΑ και τα Κτηματικά Στεγαστικά Ομόλογα.

Η ΕΤΕΒΑ προσφέρει ετήσια ομόλογα ανανεώσιμα για τέσσερα χρόνια, ονομαστικής αξίας 100.000, 500.000, 1.000.000, 1.500.000, 2.000.000, και 5.000.000 δρχ. Τα ομόλογα της ΕΤΕΒΑ είναι διαπραγματεύσιμα στο χρηματιστήριο.

Η ΕΤΒΑ προσφέρει ετήσια ομόλογα ανανεώσιμα για τέσσερα χρόνια ονομαστικής αξίας 100.000, 500.000, 1.000.000, και 5.000.000 δρχ. Επίσης εκδίδει ομολογίες μεγαλύτερης διάρκειας με ή χωρίς τοκομερίδια. Οι τόκοι από τα ομόλογα της ΕΤΒΑ φορολογούνται. Τα ομόλογα της ΕΤΒΑ είναι διαπραγματεύσιμα στο χρηματιστήριο.

Τα Κτηματικά Στεγαστικά Ομόλογα είναι ομόλογα ετήσιας διάρκειας παρόμοια με αυτά της ΕΤΒΑ και ΕΤΕΒΑ που εκδίδουν οι Τράπεζες Κτηματική και Εθνική Στεγαστική. Τα ομόλογα αυτά είναι γνωστά ως κτηματικά ή στεγαστικά και τα επιτόκια τους δεν διαφέρουν από αυτά της ΕΤΒΑ και ΕΤΕΒΑ. Οι τόκοι είναι φορολογήσιμοι.

Ομόλογα Τοπικής Αυτοδιοίκησης

Πρόκειται για ομόλογα, που εκδίδονται από δήμους και καθίστανται ελκυστικά στους επενδυτές εξαιτίας της ευνοϊκής πολιτικής που υπάρχει στη φορολογική αντιμετώπιση τους. Η αδυναμία πληρωμών σε τέτοια ομόλογα είναι αρκετά σπάνια και επομένως αν ένας επενδυτής τα διακρατεί ως τη λήξη τους, μάλλον δε θα αντιμετωπίσει κίνδυνο ζημιών. Βέβαια οι εταιρίες διαβάθμισης κινδύνου όλο και συχνότερα αυξάνουν το επίπεδο κινδύνου που έχουν τα δημοτικά ομόλογα, με συνέπεια η αγοραία αξία του να μειωθεί και ο επενδυτής να πραγματοποιήσει ζημιές.

Ομόλογα μηδενικού τοκομεριδίου

Τα ομόλογα μηδενικού τοκομεριδίου (zero-coupon) δεν πληρώνουν περιοδικό τόκο στους κατόχους τους και η ελκυστικότητά τους έγκειται στο γεγονός ότι, μια μικρή επένδυση σε ένα τέτοιο ομόλογο σήμερα, μπορεί να αποφέρει ένα αρκετά μεγάλο χρηματικό ποσό, μετά από αρκετά χρόνια.

Ο κίνδυνος όμως προέρχεται -σε μεγάλο βαθμό- από τη μεγάλη ευαισθησία που έχουν στις μεταβολές των επιτοκίων ώστε αν το ομόλογο πουληθεί πριν τη λήξη του και παράλληλα τα επιτόκια έχουν αυξηθεί, θα υπάρξει σημαντική απώλεια του επενδυμένου κεφαλαίου.

Συμβάσεις πώλησης τίτλων με συμφωνία επαναγοράς

Με τις συμβάσεις πώλησης τίτλων με συμφωνία επαναγοράς (Repos που αποτελεί σύντμηση των λέξεων repurchase agreement) ο ένας συμβαλλόμενος μεταβιβάζει προσωρινά την κυριότητα επί αξιόγραφων στον αντισυμβαλλόμενο του, ο οποίος στο διάστημα αυτό χρησιμοποιεί επωφελώς τους τίτλους αυτούς.

Το πλεονέκτημα των συμβάσεων αυτών έναντι του δανεισμού αξιόγραφων έγκειται στο ότι ο πωλητής των αξιογράφων με σύμφωνο επαναγοράς έχει λάβει ως εξασφάλιση της συναλλαγής, το τίμημα των αξιογράφων, χωρίς να χρειάζεται να ελέγξει τη φερεγγυότητα του συμβαλλομένου του και αντιστρόφως.

Στην Ελλάδα οι συμβάσεις τίτλων με συμφωνία επαναγοράς αντιπροσωπεύουν συμβάσεις με τις οποίες κυρίως οι Τράπεζες, πωλούν εξωχρηματιστηριακά έντοκα γραμμάτια και ομόλογα του δημοσίου σε πελάτες τους, με τη συμφωνία να τα αγοράσουν από τους τελευταίους σε τακτή ημερομηνία, έναντι ορισμένου τιμήματος, στο οποίο ενσωματώνεται απόδοση κατά κανόνα μεγαλύτερη από την έντοκη απόδοση των τίτλων αυτών. Παράλληλα οι πελάτες με την επένδυση σε Repos παρακάμπτουν τις διατάξεις περί φορολογίας των καταθέσεων βελτιώνοντας τις αποδόσεις των καταθέσεων τους.

Διαπραγματεύσιμα πιστοποιητικά καταθέσεων

Τα Διαπραγματεύσιμα πιστοποιητικά καταθέσεων είναι γνωστά ως CDs (Certificates of Deposit) και εκδίδονται από Εμπορικές Τράπεζες, με σκοπό την ανάληψη βραχυπροθέσμων κεφαλαίων από την αγορά χρήματος.

Ουσιαστικά, πιστοποιούν μια κατάθεση συγκεκριμένου ποσού με ορισμένη ημερομηνία λήξης, με ορισμένο επιτόκιο, σταθερό ή κυμαινόμενο. Το βασικό πλεονέκτημα ενός διαπραγματεύσιμου πιστοποιητικού καταθέσεων έναντι μίας προθεσμιακής κατάθεσης, είναι η ρευστότητα του, γιατί ο κάτοχος του μπορεί να το πουλήσει στη δευτερογενή αγορά οποιαδήποτε στιγμή πριν από την ημερομηνία λήξης. Είναι αρκετά δημοφιλή στις χώρες που εκδίδονται και διακινούνται.

Ομολογίες ιδιωτικών εταιριών

Δεν υπάρχουν ουσιαστικές διαφορές μεταξύ κρατικών ομολογιών και ομολογιών εταιριών. Οι ομολογίες εκδίδονται από εταιρίες, σε μια προσπάθεια άντλησης χρηματικών πόρων από το ευρύ επενδυτικό κοινό. Τα βασικά χαρακτηριστικά είναι:

- I. η ονομαστική αξία,
- II. το ονομαστικό επιτόκιο,
- III. η διάρκεια,
- IV. η τιμή διάθεσης.

Υπάρχουν εταιρίες που αντιμετωπίζουν οξύ πρόβλημα επιβίωσης μέσα σε ένα περιβάλλον έντονου ανταγωνισμού και που εκδίδουν ομόλογα υψηλών αποδόσεων, (Junk Bonds) προκειμένου να χρηματοδοτήσουν την αναδιάρθρωση τους.

Είναι πιθανό οι εταιρίες αυτές να χρεοκοπήσουν, με αποτέλεσμα οι επενδυτές να υφίστανται σημαντικές ζημιές. Όμως, αν οι εταιρίες αυτές επιτύχουν ομαλή πορεία και κανονική πληρωμή των τόκων, τότε οι αποδόσεις που προσφέρουν τα ομόλογα τους μπορεί, να είναι από τις υψηλότερες.

Ομολογιακά δάνεια μετατρέσιμα σε μετοχές

Οι ομολογίες αυτές προσφέρουν στον επενδυτή ένα συνδυασμό μερικών χαρακτηριστικών των μετοχών και των ομολογιών. Οι επενδυτές, μπορούν να μετατρέψουν τις ομολογίες τους, μετά από κάποιο προκαθορισμένο χρονικό διάστημα, σε μετοχές. Αρκετές φορές, οι μετατρέσιμες ομολογίες (convertible securities) περικλείουν τον όρο επιλογής από την εκδότρια εταιρία, του χρόνου επιλογής στον οποίο η εταιρία μπορεί να ζητήσει τη μετατροπή των ομολογιών σε μετοχές. Η εταιρία έχει συμφέρον να ζητήσει τη μετατροπή, σε περιόδους κατά τις οποίες η τιμή της μετοχής είναι υψηλή. Στην περίπτωση αυτή η εταιρία θα διαθέσει μικρότερο αριθμό μετοχών.

Τα πλεονεκτήματα των μετατρέσιμων ομολογιών για τους επενδυτές είναι τα εξής:

I. Συνδυάζουν την ασφάλεια των απλών ομολογιών και τη δυνατότητα ανάπτυξης μίας κοινής μετοχής. Αν η τιμή των μετοχών μειωθεί, τότε η μετατρέψιμη ομολογία θα πουληθεί στην αξία επένδυσης ή πριμ πάνω από αυτήν την αξία. Αν η τιμή της μετοχής αυξηθεί, τότε θα πουληθεί με πριμ ή στην αξία μετατροπής της.

II. Οι τόκοι των νεοεκδοθεισών μετατρέψιμων ομολογιών, είναι συνήθως μεγαλύτεροι από τα μερίσματα των κοινών μετοχών. Κατά συνέπεια έχουν υψηλότερη απόδοση με μικρότερο κίνδυνο.

Τα μειονεκτήματα των μετατρέψιμων ομολογιών για τους επενδυτές είναι τα εξής:

I. Η πιθανότητα μετατροπής τους σε μετοχές μπορεί να δημιουργήσει υπερβάλλουσα προσφορά μετοχών στο Χρηματιστήριο (overhanging issue). Μία αύξηση του αριθμού των μετοχών σε κυκλοφορία, χωρίς να υπάρχει αντίστοιχη ζήτηση για τις μετοχές αυτές θα προκαλέσει μείωση της τιμής των μετοχών.

II. Η μετατροπή των ομολογιών σε κοινές μετοχές, μπορεί να καταλήξει σε αραίωση των κερδών. Με άλλα λόγια, το ίδιο ποσόν κερδών και ενεργητικών στοιχείων κατανέμεται τώρα σε ένα μεγαλύτερο αριθμό μετοχών.

ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ ΜΕΤΑΒΛΗΤΗΣ ΠΡΟΣΟΔΟΥ

Στα χρεόγραφα μεταβλητής προσόδου τα αναμενόμενα έσοδα από τη κατοχή χρεογράφων δεν είναι σταθερά διαχρονικά αλλά μεταβάλλονται ανάλογα με τα κέρδη του οργανισμού και τη μερισματική - επενδυτική του πολιτική.

Οι κοινές μετοχές

Η κοινή μετοχή είναι ένα εμπορικό έγγραφο, ο κάτοχος του οποίου αποκτά το δικαίωμα της συμμετοχής στα κεφάλαια και τα κέρδη της αντίστοιχης ανώνυμης εταιρίας. Ο κάτοχος ενός αριθμού κοινών μετοχών είναι, ουσιαστικά, συνιδιοκτήτης της εταιρίας. Το ποσοστό συμμετοχής του στην ανώνυμη εταιρία προσδιορίζεται από τη σχέση:

Αριθμός μετοχών του μετόχου

 Συνολικός αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία της ανώνυμης εταιρίας

Οι επενδυτές που αγοράζουν κοινές μετοχές, πιστεύουν ότι θα έχουν ικανοποιητικά οφέλη τόσο από τα μελλοντικά μερίσματα, όσο και από τη μελλοντική αύξηση των τιμών τους. Θα πρέπει όμως να σημειώσουμε, ότι και τα δύο αυτά συστατικά της συνολικής απόδοσης από τη κατοχή των τίτλων είναι αβέβαια, δηλαδή ενέχουν κίνδυνο.

Θα πρέπει να σημειώσουμε ότι οι διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών, δημιουργούν ζημιές για μερικούς επενδυτές, ενώ για άλλους κέρδη. Καλύτερος τρόπος σταθεροποίησης των εσόδων από μετοχές,

είναι η τοποθέτηση των χρημάτων σε μετοχές από διαφορετικούς κλάδους, κάτι το οποίο τα Αμοιβαία Κεφάλαια και οι Εταιρίες Επενδύσεων πραγματοποιούν σε μια προσπάθεια μείωσης του κινδύνου.

Προνομιούχες μετοχές

Οι προνομιούχες μετοχές παρέχουν περισσότερα δικαιώματα (προνόμια) από τις κοινές μετοχές. Σκοπός της χορήγησης προνομιούχων μετοχών είναι η διευκόλυνση κάλυψης του αυξανόμενου κεφαλαίου (διότι οι νέες εκδιδόμενες προνομιούχες μετοχές γίνονται ελκυστικότερες) ή σπανιότερα, ανταμοιβή μετοχών για υπηρεσίες ή παροχές που προσέφεραν στην εταιρία.

Τα πιο συνηθισμένα προνόμια των Προνομιούχων μετοχών είναι τα ακόλουθα:

- Προβάδισμα στο μέρισμα

Με άλλα λόγια έχουν δικαίωμα είσπραξης πρώτου μερίσματος προ του κοινού μερίσματος. Το ποσό αυτό προσδιορίζεται ως ποσοστό επί της ονομαστικής αξίας της μετοχής. Αν τα κέρδη μιας ή περισσότερων χρήσεων δεν είναι αρκετά για καταβολή του σταθερού μερίσματος στους κατόχους προνομιούχων μετοχών, τα οφειλόμενα μερίσματα θα δοθούν σε άλλες χρήσεις, προ του κοινού μερίσματος.

- Προβάδισμα στο προϊόν εκκαθάρισης της επιχείρησης σε περίπτωση διάλυσης.

Ας σημειωθεί ότι, συνήθως οι προνομιούχες μετοχές στερούνται ψήφου.

Μετοχές Blue chips

Είναι οι μετοχές κατά κανόνα τεράστιων σε μέγεθος και σταθερών σε πορεία εταιριών, που προσφέρουν περισσότερα «εχέγγυα» για μακροπρόθεσμη λογική απόδοση. Οι μετοχές αυτές έχουν συγκρατημένες αποδόσεις, αλλά και σχετικά χαμηλό κίνδυνο.

Χρηματοοικονομικά δικαιώματα

Τα χρηματοοικονομικά δικαιώματα (options) είναι συμβόλαια, με τα οποία ο πωλητής παρέχει στον αγοραστή το δικαίωμα να αγοράσει από τον πωλητή ή να πουλήσει σε αυτόν, ένα αντικείμενο σε καθορισμένη τιμή και μέσα σε ορισμένο χρονικό διάστημα.

Το αντικείμενο του δικαιώματος (underlying object) μπορεί να είναι μία συγκεκριμένη ποσότητα μετοχών, εμπορευμάτων, ξένου νομίσματος, δεικτών εμπορευμάτων, χρηματιστηριακών δεικτών κ.λ.π.

Τα πλεονεκτήματα του δικαιώματος είναι:

- I. Η απόδοση του δικαιώματος είναι συνήθως πολύ μεγαλύτερη, σε σχέση με αυτήν της απευθείας επένδυσης στο αντικείμενο των

δικαιωμάτων, εφόσον βέβαια οι προβλέψεις του επενδυτή αποδειχθούν ορθές.

II. Παρέχει προστασία έναντι των διακυμάνσεων, στην τιμή του αντικειμένου, ενώ παράλληλα διατηρείται η δυνατότητα κερδοσκοπίας σε περίπτωση ευνοϊκής εξέλιξης των τιμών, σε αντίθεση με τους παραδοσιακούς τρόπους προστασίας.

III. Προστατεύουν την επιχείρηση από τον κίνδυνο που προκύπτει από τις διακυμάνσεις στην τιμή του αντικειμένου της συναλλαγής. Οι συναλλασσόμενοι δεν έχουν ολοκληρώσει τις διαπραγματεύσεις και κατά συνέπεια η συναλλαγή δεν έχει ακόμα οριστικοποιηθεί.

Σε περίπτωση μη πραγματοποίησης της συναλλαγής το κόστος ασφάλισης είναι περιορισμένο, με ανώτατο όριο το άθροισμα του πριμ δικαιώματος και της προμήθειας του χρηματιστή σε αντίθεση με τα προθεσμιακά συμβόλαια, όπου το κόστος ασφάλισης μπορεί να είναι απεριόριστο.

Υπάρχουν δύο είδη δικαιωμάτων, τα δικαιώματα αγοράς και τα δικαιώματα πώλησης.

i) Δικαιώματα αγοράς

Οι κάτοχοι των δικαιωμάτων αγοράς (call options) έχουν το δικαίωμα να αγοράσουν μια προκαθορισμένη ποσότητα χρεογράφων, σε μια

προκαθορισμένη τιμή μέχρι κάποια συγκεκριμένη ημερομηνία (ή στη συγκεκριμένη ημερομηνία). Φυσικά, τόσο οι αγοραστές όσο και οι πωλητές των δικαιωμάτων αγοράς αποβλέπουν σε κέρδη. Ο πωλητής θα κερδίσει, όταν οι μεταβολές στις τιμές των μετοχών στις οποίες αναφέρεται το δικαίωμα, (αλλά όχι η υποχρέωση) είναι τέτοιες που ο αγοραστής δεν θα έχει το οικονομικό ενδιαφέρον από την άσκηση των δικαιωμάτων που αγόρασε. Ο αγοραστής θα έχει κερδίσει, αν η τιμή αγοράς των μετοχών κατά τη διάρκεια της ζωής των δικαιωμάτων, είναι μεγαλύτερη από την αρχική συμφωνηθείσα τιμή.

ii) Δικαιώματα πώλησης

Στην περίπτωση των δικαιωμάτων πώλησης (put options) ο εκδότης-πωλητής των δικαιωμάτων δεσμεύεται να αγοράσει έναν αριθμό μετοχών σε προκαθορισμένη τιμή, ο δε αγοραστής έχει την ευχέρεια να πωλήσει τις αντίστοιχες μετοχές, μόνο αν επιθυμεί. Και στις δύο περιπτώσεις, οι τιμές των δικαιωμάτων αγοράς και πώλησης διαμορφώνονται βάσει των προσδοκιών της αγοράς, για τις μελλοντικές τάσεις στις τιμές των μετοχών.

Πιστοποιητικά αγοράς μετοχών

Το πιστοποιητικό αγοράς μετοχών (warrant) είναι ένα χρηματοοικονομικό δικαίωμα, που εκδίδεται από μία επιχείρηση και δίνει το δικαίωμα στον κάτοχο του να αγοράσει ένα συγκεκριμένο αριθμό μετοχών μίας εταιρίας, σε μία προκαθορισμένη τιμή. Γενικά τα πιστοποιητικά αγοράς

μετοχών εκδίδονται μαζί με ομολογίες ενός μακροπρόθεσμου δανείου προκειμένου να προσελκύσουν τους επενδυτές να αγοράσουν τις ομολογίες του δανείου, οι οποίες έχουν χαμηλό επιτόκιο σε σχέση με τις συνήθεις εκδόσεις.

Οι όροι έκδοσης και λειτουργίας των πιστοποιητικών αγοράς μετοχών περιλαμβάνονται σε ειδική συμφωνία γνωστή ως *warrants agreement*. Τα πιστοποιητικά αγοράς μετοχών είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο.

Προθεσμιακά συμβόλαια

Τα προθεσμιακά συμβόλαια (*Futures*) είναι συμφωνίες μεταξύ ενός αγοραστή και ενός πωλητή, οι οποίες αφορούν την παράδοση σε μία προκαθορισμένη μέρα (*delivery day*) συγκεκριμένης ποσότητας του αντικειμένου της συμφωνίας, σε μια επίσης συμφωνημένη τιμή μονάδας (*futures price*).

Για παράδειγμα, ένα τέτοιο συμβόλαιο μπορεί να αναφέρεται στην αγορά εντόκων γραμματίων συγκεκριμένης αξίας, παραδοτέας σε προκαθορισμένη ημερομηνία, σε τιμή που είναι γνωστή την ημέρα που συνάπτεται η συναλλαγή.

Τα προθεσμιακά συμβόλαια χρησιμοποιούνται είτε για την πραγματοποίηση κέρδους (εκμεταλλευόμενα την μελλοντική κίνηση των τιμών), είτε για την προστασία από διάφορους κινδύνους (αντιστάθμιση)

που προκύπτουν από διακυμάνσεις στις τιμές των εμπορευμάτων, στις συναλλαγματικές ισοτιμίες, στα επιτόκια κ.λ.π.

Παρακάτω αναφέρονται οι σπουδαιότεροι τίτλοι οι οποίοι έχουν γίνει αντικείμενο συναλλαγών σε προθεσμιακά συμβόλαια.

- I. Κρατικά Ομόλογα.
- II. Έντοκα Γραμμάτια Δημοσίου
- III. Πιστοποιητικό Καταθέσεων.
- IV. Έντοκες Καταθέσεις
- V. Δείκτες Μετοχών.
- VI. Ξένα Νομίσματα

Οι επενδύσεις σε προθεσμιακά συμβόλαια ενδιαφέρουν τα Αμοιβαία Κεφάλαια, επειδή μπορούν να προστατεύσουν επενδύσεις σε κρατικά ομόλογα ή να απομονώσουν τις αποδόσεις χαρτοφυλακίων από πιθανή γενική πτώση στην αγορά.

Τα χαρακτηριστικά που διαφοροποιούν την αγορά των προθεσμιακών συμβολαίων από άλλες παρόμοιες αγορές είναι περιληπτικά τα ακόλουθα.

- I. Οι συναλλαγές σε προθεσμιακά συμβόλαια γίνονται σε συγκεκριμένο χώρο και υπό την αιγίδα χρηματιστηριακών αρχών. Επίσης, οι διαπραγματεύσεις σε προθεσμιακά συμβόλαια πραγματοποιούνται μέσω του συστήματος της δημόσιας αναγγελίας.

- II. Όλα τα σύμβολα των προθεσμιακών συμβολαίων, είναι τυποποιημένα ως προς τις ποσότητες και τη διάρκεια αυτών.
- III. Η εκτέλεση των παραγγελιών γίνεται από ειδικούς οργανισμούς (Clearing Houses).

Ανταλλαγές

Η ανταλλαγή (swap) είναι μία συμφωνία μεταξύ δύο ή περισσότερων μερών, να ανταλλάξουν υποχρεώσεις πληρωμών ή δικαιώματα εισπραξης, ορισμένου ποσού και διάρκειας στο ίδιο ή και διαφορετικά νομίσματα. Η ανταλλαγή αυτή έχει σκοπό την αποκόμιση αμοιβαίου κέρδους, την προστασία από τον συναλλαγματικό κίνδυνο και την προστασία από τον κίνδυνο μεταβολής των επιτοκίων.

Τα κυριότερα είδη ανταλλαγών είναι τα εξής:

I. Ανταλλαγή νομισμάτων (currency swap)

Αναφέρεται σε συμφωνία ανταλλαγής καθορισμένων ποσών, διατυπωμένων σε διαφορετικά νομίσματα στην τρέχουσα συνήθως συναλλαγματική ισοτιμία, με ταυτόχρονη ανάληψη της υποχρέωσης να αντιστρέψουν την ανταλλαγή αυτή, σε προκαθορισμένο μελλοντικό χρονικό σημείο και σε προκαθορισμένη συναλλαγματική ισοτιμία. Η ανταλλαγή αυτή καλύπτει και τη πληρωμή των τόκων που αναλογούν στα ποσά που ανταλλάσσονται.

II. Ανταλλαγή εμπορευμάτων (commodity swaps)

Αναφέρεται σε ανταλλαγή δεικτών εμπορευμάτων (π.χ London Metal Exchange Index). Στην περίπτωση αυτή το ύψος των υποχρεώσεων (ή δικαιωμάτων) καθορίζεται κάθε φορά με βάση τους δείκτες αυτούς.

III. Ανταλλαγές επιτοκίων (interest rate swap)

Είναι συμφωνίες ανταλλαγής υποχρεώσεων πληρωμής ή δικαιωμάτων είσπραξης μόνο τόκων (και όχι κεφαλαίων). Ανάλογα με το είδος του επιτοκίου που ανταλλάσσεται υπάρχουν τα εξής είδη ανταλλαγών.

- **Coupon Swap:** συμφωνία ανταλλαγής υποχρεώσεων πληρωμής τόκων, που απορρέουν από ίσα ποσά του ίδιου νομίσματος που εκτοκίζονται με διαφορετικές βάσεις επιτοκίου (δηλαδή σταθερού επιτοκίου με κάποιο κυμαινόμενο)
- **Basis Swap:** ανταλλάσσονται υποχρεώσεις πληρωμής τόκων που εκτοκίζονται με κυμαινόμενα επιτόκια, τα οποία έχουν διαφορετικές βάσεις καθορισμού (π.χ Libor, Libid, Prime-rate)
- **Cross currency interest rate swap:** είναι τύπου basis swap είτε τύπου coupon swap, με τη διαφορά ότι οι πληρωμές (είσπραξεις) πραγματοποιούνται σε διαφορετικά νομίσματα. Δηλαδή τα αρχικά ποσά στα οποία αναφέρονται οι τόκοι, είναι σε διαφορετικά νομίσματα.

Ακίνητη περιουσία

Οι αποδόσεις που μπορεί να προσφέρει η επένδυση σε ακίνητη περιουσία, εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τη φάση του κύκλου στον οποίο βρίσκεται η οικονομία, από τις προοπτικές ανάπτυξης μίας περιοχής και από τις ιδιαιτερότητες της συγκεκριμένης αγοράς.

Συνεπώς, αν κάποιος επενδύσει σε κτίρια ή οικόπεδα, λίγο πριν το ξέσπασμα μιας νέας ύφεσης στην οικονομία, κινδυνεύει να υποστεί σημαντική απώλεια του κεφαλαίου του από την πτώση της αξίας των παραπάνω περιουσιακών στοιχείων.

Εμπορεύματα

Η αγορά ή πώληση εμπορευμάτων (πετρέλαιο, χρυσός, χαλκός, ασήμι, σιτάρι κ.λ.π), για καθαρά κερδοσκοπικούς λόγους, είναι μια επένδυση που εμπεριέχει ιδιαίτερα σοβαρούς κινδύνους αλλά και υψηλές αποδόσεις.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

1. Γ.Καραθανάσης και Γ.Ψωμαδάκης, «Παράλληλες Αγορές Χρεογράφων-Επιτυχημένη πορεία στην Αγγλία, Γαλλία-Αβέβαιο μέλλον στην Ελλάδα», Το Οικονομικό, Αθήνα 1989,σελ.95,96,98.
1. Γ.Παπούλιας, «Χρηματοπιστηριακές Επενδύσεις» Αθήνα 1990, Μαραθέας,Αθήνα 1990,σελ.13,14,15.
2. «Επενδύσεις σε Αμοιβαία Κεφάλαια» Τεύχος Νοεομβ.1996,σελ.45,46.
3. Γ.Φιλαππάτος και Γ.Καραθανάσης, «Παράγοντες που Επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών», Σάκκουλας 1990,σελ.68.
4. J.V.Horne,«Financial Management and Policy», Prentice Hall International Inc.1995,σελ.391,392,566.
5. Γ.Καραθανάσης Γ.-Ψωμαδάκης Γ «Αμοιβαία Κεφάλαια-Έννοια-Χαρακτηριστικά-Προοπτικές»Εκδόσεις Σμπίλιας ,Το Οικονομικό, Αθήνα 1993,σελ.75.
6. E.Brigham-I.Gapenski,«Financial Management»,The Dryden Press, New York 1994,σελ.985,986.
7. Σ.Θωμαδάκης-Μ.Ξανθάκης,«Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου»,Εκδόσεις Σάκκουλα,Αθήνα 1990,σελ.68.
8. F.Amling, «Investments, an introduction to Analysis and management», 5th edition, prentice Hall Inc.,Englewood Cliffs, New Jersey.σελ.114.
9. «Χρήμα και Αγορά», Τεύχος Δεκεμβρίου 1996,σελ.34.

ΕΙΔΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Η παρούσα ανάλυση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι στην Ελλάδα, στο πλαίσιο της ανάπτυξης σταθερά αυξανόμενης ζήτησης στην αγορά προϊόντων με υψηλή κερδοφορία καλύτερη της μέσης αγοράς, καθώς και του ενδιαφέροντος για τον αποδοτικότερο και πιο αποδοτικό τρόπο

ΕΙΔΗ

ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΕΙΔΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Η ραγδαία ανάπτυξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, τόσο στην Ελλάδα, όσο κυρίως στο εξωτερικό, σταδιακά οδηγεί στη δημιουργία νέων προϊόντων, τα οποία καλύπτουν καλύτερα τις εξελισσόμενες ανάγκες του επενδυτικού και του αποταμιευτικού κοινού.

Η εντυπωσιακή αυτή ανάπτυξη υπήρξε ένα πρώτο αποτέλεσμα των νέων ρυθμών και μεθόδων λειτουργίας των Κεφαλαιαγορών. Σταδιακά λοιπόν περνάμε σε ένα δεύτερο στάδιο λειτουργίας του θεσμού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Η περίοδος όπου τα Αμοιβαία Κεφάλαια ήταν απλά «στατικά» εργαλεία επενδύσεων, για τις μεγάλες μάζες του κοινού, φαίνεται ότι αρχίζει να ανήκει στο παρελθόν. Το νέο πρόσωπο των Αμοιβαίων Κεφαλαίων δείχνει να αντικαθιστά, όλο και περισσότερο, τα παραδοσιακά τραπεζικά προϊόντα μέσα από πιο ευέλικτους και πιο αποτελεσματικούς μηχανισμούς, προς όφελος πάντα των καταναλωτών των προϊόντων αυτών, δηλαδή των μεριδιούχων.

Σε χώρες όπου ο θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων έχει μεγαλύτερη προϊστορία και εξέλιξη (ΗΠΑ, Μεγ.Βρετανία, Γαλλία κλπ), έχει πριν από χρόνια αρχίσει να προσφέρεται στο κοινό, μία μεγάλη ποικιλία διαφορετικών τύπων Αμοιβαίων Κεφαλαίων, που καλύπτουν σήμερα, όλες τις επενδυτικές ανάγκες και είναι προσαρμοσμένα σε διάφορα επίπεδα αποδοχής του επενδυτικού κινδύνου.

ΣΤΟ ΔΙΕΘΝΗ ΧΩΡΟ

Στο διεθνή χώρο δραστηριοποιούνται πλήθος από Αμοιβαία Κεφάλαια. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια αυτά, ανάλογα με την επενδυτική τους φιλοσοφία, κατατάσσονται στις ακόλουθες κατηγορίες:

Μικτού τύπου

Η φιλοσοφία των Μικτού τύπου (Balanced Funds) είναι η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου τους ώστε να επιτυγχάνουν σημαντική διασπορά του κινδύνου.

Στο χαρτοφυλάκιο τους περιλαμβάνουν μετοχές (κοινές και προνομιούχες), καθώς επίσης χρεόγραφα σταθερού εισοδήματος (κρατικά ομόλογα, ομόλογα εταιριών, μετατρέψιμες ομολογίες κ.λ.π).

Η αναλογία μετοχών -χρεογράφων σταθερού εισοδήματος η οποία επιλέγεται για το χαρτοφυλάκιο τους, διαφέρει από το ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο στο άλλο. Δεδομένου ότι το χαρτοφυλάκιο τους, δεν αποτελείται κατά 100% από μετοχές, είναι λογικό οι μεταβολές της αξίας του χαρτοφυλακίου τους, να ακολουθούν τις μεταβολές του δείκτη των μετοχών μόνο κατά ένα ποσοστό.

Δυναμικά Αμοιβαία Κεφάλαια

Στα δυναμικά Αμοιβαία Κεφάλαια (Growth Funds) το ενεργητικό τους επενδύεται κυρίως σε μετοχικούς τίτλους με προοπτική μεγάλων αποδόσεων και εξίσου υψηλό ποσοστό κινδύνου. Απευθύνονται κυρίως σε επενδυτές, οι οποίοι δεν ενδιαφέρονται για την είσπραξη σταθερού εισοδήματος, αλλά για σημαντικά κεφαλαιακά κέρδη στο μακροχρόνιο ορίζοντα.

Τα δυναμικά Αμοιβαία Κεφάλαια επενδύουν σε εταιρίες που διακρίνονται για το δυναμισμό τους και έχουν μεγάλες προοπτικές ανάπτυξης.

Αμοιβαία Κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων ✓

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων (Money Market Funds) επενδύουν μόνο σε προϊόντα της αγοράς χρήματος με χαρακτηριστικό το χαμηλό κίνδυνο. Η μορφή αυτή σημειώνει αλματώδη ανάπτυξη και στη χώρα μας.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων πρωτοεμφανίστηκαν το 1973 στις Η.Π.Α. κατά την περίοδο που τα επιτόκια των βραχυπροθέσμων τίτλων ήταν πολύ υψηλά. Τα κεφάλαια αυτά, προσφέρουν στους μεριδιούχους τη δυνατότητα της άμεσης πρόσβασης στη διατραπεζική αγορά, καθώς και στην αγορά των συμβάσεων πώλησης τίτλων με συμφωνία επαναγοράς.

Επενδύουν σε πιστοποιητικά καταθέσεων, συναλλαγματικές κι άλλους βραχυπρόθεσμους τίτλους. Επιδίωξη τους είναι η ανταγωνιστική αποδοτικότητα των βραχυπροθέσμων διαθεσίμων, σε συνδυασμό με την άμεση ρευστότητα. Ουσιαστικά, δίνουν λύση στο πρόβλημα της διαχείρισης των διαθεσίμων των μεριδιούχων.

Αμοιβαία Κεφάλαια ομολόγων ✓

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια ομολόγων (Bond Funds), επενδύουν σε μακροχρόνια ομόλογα και ομολογίες και προσφέρουν μεγαλύτερα επιτόκια, στα οποία δεν θα μπορούσαν να επενδύσουν ορισμένοι επενδυτές, καθώς απαιτούνται υψηλά χρηματικά ποσά.

Γενικά, απευθύνονται σε συντηρητικούς επενδυτές, οι οποίοι επιθυμούν μία απόδοση υψηλότερη από αυτήν την οποία θα πετύχαιναν από μόνοι τους, χωρίς όμως να αναλάβουν έστω και ένα χαμηλό επίπεδο κινδύνου. Όμως, σε περιόδους υψηλών αποδόσεων των επιτοκίων, απευθύνονται σε ένα ευρύτατο τμήμα του πληθυσμού αφού οι αποδόσεις των ομολόγων κατά τις περιόδους αυτές, είναι συνήθως υψηλότερες των μετοχών.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια ομολόγων, έχουν ως στόχο την υψηλότερη απόδοση που μπορεί να δώσει η αγορά των ομολόγων, με εξάλειψη του κινδύνου. Η φιλοσοφία τους είναι η πλήρης εξάλειψη του κινδύνου και η εξασφάλιση όσο το δυνατόν υψηλότερης απόδοσης, στα πλαίσια των δυνατοτήτων που προσφέρει η αγορά ομολόγων.

Υπάρχουν Αμοιβαία Κεφάλαια ομολόγων τα οποία επενδύουν αποκλειστικά σε ομόλογα ανωνύμων εταιριών, άλλα που επενδύουν σε ομόλογα δημοτικών αρχών ή οργανισμών τοπικής αυτοδιοίκησης και άλλα που συνδυάζουν τους παραπάνω αναφερόμενους εκδότες.

Αμοιβαία Κεφάλαια σταθερού εισοδήματος

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια σταθερού εισοδήματος (Income Funds), επενδύουν σε μεγάλες, ισχυρές και καθιερωμένες επιχειρήσεις. Στόχος τους, είναι η είσπραξη ενός σταθερού και ικανοποιητικού μερίσματος καθώς και κεφαλαιακών κερδών.

Δυναμικά και σταθερού εισοδήματος Αμοιβαία Κεφάλαια

Τα δυναμικά και σταθερού εισοδήματος Αμοιβαία Κεφάλαια (Growth and Income Funds), είναι ο συνδυασμός των δυναμικών και σταθερών Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Έχουν ως στόχο ένα επίπεδο σταθερού εισοδήματος ενώ επιδιώκουν και σημαντικά κεφαλαιακά κέρδη.

Τοποθετούν τα κεφάλαια τους τόσο σε δυναμικές και υποσχόμενες εταιρίες όσο και σε ήδη καθιερωμένες και ισχυρές. Επίσης επενδύουν και σε χρεόγραφα σταθερού εισοδήματος.

Αμοιβαία Κεφάλαια χρηματιστηριακών δεικτών

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια χρηματιστηριακών δεικτών (Index Funds), επενδύουν αποκλειστικά σε επιχειρήσεις που συνθέτουν το δείκτη ενός χρηματιστηρίου, με συνέπεια η απόδοσή τους να είναι όμοια με αυτή του δείκτη. Δηλαδή, η απόδοση τους, ακολουθεί την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

Στην περίπτωση αυτή, ο επενδυτής δεν επενδύει πάνω στις αξίες συγκεκριμένων μετοχών, αλλά πάνω στη διακύμανση του δείκτη του χρηματιστηρίου, διακύμανση που προσδιορίζεται από την επιλεκτική στάθμιση των τιμών των μετοχών που συνθέτουν το δείκτη.

Βέβαια, έχει παρατηρηθεί ότι σε ανοδικές φάσεις της χρηματιστηριακής αγοράς, τα Αμοιβαία Κεφάλαια χρηματιστηριακών δεικτών κατορθώνουν σε σημαντικό βαθμό να ακολουθούν τις αποδόσεις του δείκτη. Το ίδιο συμβαίνει και σε περιόδους στασιμότητας ή μικρής πτώσης της χρηματιστηριακής αγοράς. Αντίθετα όμως, τα κεφάλαια αυτά κατορθώνουν να προφυλάξουν τους μεριδιούχους τους από τις μεγάλες πτώσεις του χρηματιστηριακού δείκτη, αφού όπως έχει παρατηρηθεί, επιτυγχάνουν απώλειες αρκετά χαμηλότερες από τις απώλειες των δεικτών.

Πέρα από τη δυνατότητα των διαχειριστών να μειώνουν την διάρθρωση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων σε μετοχές, όταν διαισθάνονται ότι η χρηματιστηριακή αγορά εισέρχεται σε πτωτική φάση, άλλο ένα πλεονέκτημα ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου χρηματιστηριακών δεικτών είναι

ότι, ενώ μπορεί να παρακολουθεί την απόδοση του Γενικού Δείκτη, παράλληλα «εισπράττει» και τα μερίσματα των μετοχών που έχει στο χαρτοφυλάκιο του, σε αντίθεση με το Γενικό Δείκτη, ο οποίος βέβαια δεν «εισπράττει» μερίσματα.

Αμοιβαία Κεφάλαια προστασίας του περιβάλλοντος

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια προστασίας του περιβάλλοντος (Green Funds), επενδύουν σε επιχειρήσεις, των οποίων τα προϊόντα αποσκοπούν στην προστασία του περιβάλλοντος.

Αμοιβαίο Κεφάλαιο μεριδίων

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια αυτά αποτελούνται από χωριστά τμήματα, που συνιστούν αυτοτελείς ομάδες περιουσίας, και παρέχουν στους μεριδιούχους δικαίωμα να ανταλλάξουν τα τοκομερίδια του ενός τμήματος με μερίδια άλλου τμήματος.

Αυτά τα τμήματα συνιστούν αυτοτελείς ομάδες περιουσίας (ίδιο ενεργητικό, κανονισμό κλπ.), διαφοροποιούνται δε ως προς τη σύνθεση του ενεργητικού, το βαθμό κινδύνου, με γεωγραφικά κριτήρια κλπ. Αυτή η διαφοροποίηση συνιστά και το βασικό πλεονέκτημα των λεγόμενων Umbrella Funds.

Αμοιβαία Κεφάλαια κοινών μετοχών

Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο κοινών μετοχών (Common Stock Funds), επενδύει αποκλειστικά σε κοινές μετοχές. Ανάλογα με τα κριτήρια επιλογής, των εταιριών στις οποίες επενδύουν διακρίνονται στα εξής:

i) Αμοιβαία Κεφάλαια κοινών μετοχών

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια κοινών μετοχών (General common stock funds), επενδύουν σε κοινές μετοχές όλων των εταιριών χωρίς να επικεντρώνονται σε συγκεκριμένους κλάδους ή γεωγραφικές περιοχές.

ii) Εξειδικευμένα Αμοιβαία Κεφάλαια

Τα εξειδικευμένα Αμοιβαία Κεφάλαια (Specialized funds), είναι μια περιουσία αποταμιευτικών κεφαλαίων, τα οποία είναι σχεδόν αποκλειστικά επενδυμένα σε τίτλους ή άλλα προϊόντα συγκεκριμένων παραγωγικών κλάδων ή χρηματιστηριακών τομέων.

Η εξειδίκευση, αφορά στη επιλογή από το διαχειριστή του Αμοιβαίου Κεφαλαίου του συγκεκριμένου προϊόντος (π.χ ομόλογα δεκαετούς διάρκειας που έχουν εκδοθεί από ιδιωτικές επιχειρήσεις), του συγκεκριμένου παραγωγικού κλάδου (π.χ μετοχές εταιριών του κλάδου συσκευασίας) ή της συγκεκριμένης γεωγραφικής ζώνης (π.χ μετοχές βιομηχανικών επιχειρήσεων του Detroit) και στην επικέντρωση όλης της

επενδυτικής του στρατηγικής σε έναν και μόνο τομέα. Με άλλα λόγια, ο διαχειριστής τοποθετεί και επενδύει τα συγκεντρωθέντα κεφάλαια στον τομέα του ενδιαφέροντος του και όλες του οι κινήσεις, αγοράς ή πώλησης των χρεογράφων που συμπεριλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, πραγματοποιούνται με σκοπό τη μεγιστοποίηση των αποδόσεων, αποκλειστικά μέσα στον τομέα της επενδυτικής του δραστηριότητας.

Η έμφαση, η οποία μπορεί να δίνεται μόνον σε αυτόν τον τομέα, τεκμηριώνεται πολλές φορές από το γεγονός της ύπαρξης προσδοκιών, περί ικανοποιητικών έως υψηλών μελλοντικών αποδόσεων, προσδοκίες που δημιουργούν και το ανάλογο επενδυτικό ενδιαφέρον για τα μερίδια του εξειδικευμένου Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

Όπως είναι ευνόητο τα εξειδικευμένα Αμοιβαία Κεφάλαια, παρουσιάζουν αυξημένο κίνδυνο λόγω της μη ευρείας διασποράς των επενδυτικών τους επιλογών. Από την άλλη όμως πλευρά, έχουν τη δυνατότητα πραγματοποίησης υψηλών αποδόσεων, εάν η συγκεκριμένη κατηγορία (κλάδος ή γεωγραφική περιοχή) την οποία έχουν επιλέξει, γνωρίσει ταχείς ρυθμούς ανάπτυξης.

Αμοιβαία Κεφάλαια ειδικών καταστάσεων

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια ειδικών καταστάσεων (Special situation funds), κεφάλαια επενδύουν αποκλειστικά σε εταιρίες, οι οποίες προέρχονται από συγχωνεύσεις και έχουν πρόσφατα αναδιοργανωθεί ή έχουν μεταβάλλει ριζικά τον προσανατολισμό και το αντικείμενο τους.

Συνταξιοδοτικά Αμοιβαία Κεφάλαια

Τα συνταξιοδοτικά Αμοιβαία Κεφάλαια (Pension Funds), δημιουργήθηκαν από τις ασφαλιστικές εταιρίες για να ικανοποιήσουν την ανάγκη των πελατών τους για ασφαλιστική κάλυψη και ταυτόχρονα να έχουν άμεσο έλεγχο στις επενδύσεις τους, γνωρίζοντας ανά πάσα στιγμή τις αποδόσεις των χρημάτων τους.

Στην κατηγορία αυτή υπάγονται τα λεγόμενα «συνδεδεμένα» προϊόντα (Unit-Linked). Στην ουσία πρόκειται για ασφαλιστικά προϊόντα, ώστε ο πελάτης που θα τα αγοράσει θα πρέπει πρωτίστως να σκοπεύει στην ασφάλιση και δευτερεύοντος στην επένδυση. Είναι προφανές λοιπόν, ότι ο ασφαλιστικός και κατά συνέπεια ο επενδυτικός του ορίζοντας, θα πρέπει να είναι μακροχρόνιος.

Αμοιβαίο Κεφάλαιο περιουσιακών στοιχείων και πολύτιμων μετάλλων

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια περιουσιακών στοιχείων και πολύτιμων μετάλλων (Property-Precious metal funds), επενδύουν σε ακίνητες αξίες (γη, κτίρια, κ.ά.) και σε τίτλους που αντιπροσωπεύουν μερίδια ιδιοκτησίας σε πολύτιμα μέταλλα (συνήθως χρυσό, ασήμι, πλατίνα κ.λ.π). Παράλληλα, μπορεί να κατέχει και μετοχές εταιριών που δραστηριοποιούνται στην παραγωγή ή εμπορία πολύτιμων μετάλλων.

Αμοιβαία Κεφάλαια μικρών εταιριών

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια μικρών εταιριών (Small company Funds), επενδύουν σε εταιρίες μικρής αγοραίας αξίας και κεφαλαιοποίησης.

Αμοιβαίο Κεφάλαιο μεγίστης επενδυτικής ευελιξίας

Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο μεγίστης επενδυτικής ευελιξίας (Flexible Portfolio), επιτρέπει στο διαχειριστή να επενδύσει σε οποιοσδήποτε τίτλους, για οποιοδήποτε ποσοστό του χαρτοφυλακίου θα κρίνει καλύτερο, σε σχέση με την γενικότερη οικονομική κατάσταση.

Αμοιβαία Κεφάλαια Άξονα-Ακτινών

Τα Αμοιβαία κεφάλαια Άξονα-Ακτινών (Hub and Spoke Funds), είναι επενδυτικά σχήματα δύο επιπέδων όπου ένα ή περισσότερα Αμοιβαία Κεφάλαια με τους ίδιους επενδυτικούς σκοπούς, επενδύουν σε ένα άλλο Αμοιβαίο Κεφάλαιο που και αυτό έχει παρόμοιους επενδυτικούς σκοπούς.

ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Σύμφωνα με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (79/1996, 20/8/96) για τη διευκόλυνση και προστασία του επενδυτικού κοινού, καθορίζονται οι κατηγορίες και οι υποκατηγορίες των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην

Ελλάδα. Μέχρι σήμερα η κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων γινόταν με πρακτικούς τρόπους, ακολουθώντας κανόνες της διεθνούς πρακτικής.

Μετά την απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, κατατάσσονται τα Αμοιβαία Κεφάλαια σε κατηγορίες, ώστε να υπάρχει αντιστοιχία ονομασίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου με το σκοπό που αναφέρεται στον κανονισμό και στη σύνθεση του ενεργητικού του. Σημειώνεται, ότι τα Αμοιβαία Κεφάλαια κατατάσσονται σε πέντε κατηγορίες, με βάση τη σύνθεση του ενεργητικού τους, ενώ επιπλέον τίθενται περιορισμοί σύμφωνα με τους οποίους, τα ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια και τα Διαθεσίμων δεν δύνανται να επενδύουν σε μετοχές, σε ποσοστό άνω του 10% του ενεργητικού τους. Επιπλέον, τα Ειδικού Τύπου Αμοιβαία Κεφάλαια υποχρεούνται να επενδύουν σε τίτλους σταθερού εισοδήματος, σε ποσοστό τουλάχιστον 10% του ενεργητικού τους. Η κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων σε κατηγορίες με βάση τη σύνθεση του ενεργητικού τους επιτεύχθηκε, με πρωτοβουλία που ανέλαβε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, σε συνεργασία με την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών.

Βασικό κριτήριο για την κατηγοριοποίηση και ονοματολογία των διαφόρων Αμοιβαίων Κεφαλαίων, αποτελούν οι κατηγορίες των πραγματοποιούμενων επενδύσεων, που είναι δοκιμασμένες από επενδυτική άποψη και ευχερώς κατανοητές από το επενδυτικό κοινό. Οι κατηγορίες αυτές (μετοχές, ομολογίες, χρηματικά διαθέσιμα) χαρακτηρίζουν τις τρεις πρώτες κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων (μετοχικά, ομολογιακά, διαθέσιμων) ενώ η τέταρτη κατηγορία χαρακτηρίζεται, από τις επενδύσεις που αποτελούν συνδυασμό των τριών αυτών τύπων επενδύσεων. Η πέμπτη κατηγορία λαμβάνει το

χαρακτηρισμό της από τις ειδικού τύπου επενδύσεις που πραγματοποιεί.

Οι πέντε βασικές κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων κατηγοριοποιούνται περαιτέρω, βάση του γεωγραφικού χαρακτηρισμού των πραγματοποιούμενων επενδύσεων, σε εσωτερικού, εξωτερικού και διεθνή.

Σύμφωνα με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η έκφραση «κυρίως» που εμφανίζεται στον πίνακα αντιπροσωπεύει ποσοστό τουλάχιστον 65% του συνολικού ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, το οποίο θα ισχύει κατά μέσο όρο στο διάστημα ενός τριμήνου. Εάν υπάρξει παρέκκλιση από το ποσοστό αυτό σε δύο συνεχείς τριμηνίες η Α.Ε.Δ.Α.Κ υποχρεούται να εξηγήσει τους λόγους παρέκκλισης στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η οποία κατά τη κρίση της είναι δυνατόν να ζητήσει αλλαγή του σκοπού ή της ονομασίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Επίσης οι ΑΕΔΑΚ, υποχρεούνται να προμηθεύουν τα δίκτυα πώλησης τους ανά τρίμηνο με ενημερωτικά έντυπα, στα οποία θα εμφανίζεται η ποσοστιαία σύνθεση των επενδύσεων του κάθε Αμοιβαίου Κεφαλαίου κατά κατηγορία, ενημερώνοντας παράλληλα και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Οι πέντε νέες κατηγορίες των Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι οι εξής:

Μετοχικά ή Αναπτυξιακά

Επενδύουν το μεγαλύτερο μέρος του ενεργητικού τους (στατιστικά περίπου το 85%) σε μετοχές εταιριών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α).

Υπάρχουν δύο βασικά είδη Αναπτυξιακών Κεφαλαίων: αυτά που επενδύουν κατά κύριο λόγο σε Blue chips και εκείνα που έχουν βασικές τοποθετήσεις σε επιθετικές μετοχές, τα οποία έχουν και μεγαλύτερο επενδυτικό κίνδυνο από τα πρώτα.

Προσφέρουν στον επενδυτή επαγγελματική διαχείριση και γνώση της αγοράς. Ταυτόχρονα προσφέρουν διασπορά κινδύνου καθώς με μικρά κεφάλαια αγοράζει κανείς ένα ολόκληρο χαρτοφυλάκιο 15-30 μετοχών του Χ.Α.Α, πράγμα που θα ήταν σε άλλη περίπτωση πρακτικά αδύνατο. Στόχος τους κατά κανόνα, είναι να ξεπεράσουν την απόδοση του γενικού δείκτη του Χ.Α.Α. Όπως είναι προφανές, τόσο ο χρονικός ορίζοντας της επένδυσης όσο και ο κίνδυνος αυτών των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, είναι μεγαλύτεροι των άλλων κατηγοριών.

Τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια παρουσιάζουν τις μεγαλύτερες προμήθειες εισόδου και εξόδου (αθροιστικά από 4% έως και 6%). Αυτό συμβαίνει αφενός λόγω του αυξημένου κόστους διαχείρισης των μετοχών και αφετέρου λόγω της μακροπρόθεσμης φύσης που έχει η επένδυση σε αυτά. Συνεπώς προκείμενου να «αποσβέσει» ο επενδυτής

το κόστος προμήθειας παρακινείται να παραμείνει στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο για όσο το δυνατό μεγαλύτερο χρονικό διάστημα.

Ομολόγων ή Εισοδήματος

Το μέγιστο μέρος του ενεργητικού τους (το 85% σύμφωνα με στατιστικά στοιχεία) επενδύεται σε πολυετή ομόλογα και έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου και το υπόλοιπο σε υψηλότοκες καταθέσεις, συμβάσεις πώλησης τίτλων με συμφωνία επαναγοράς, ανταλλαγές κ.λ.π. Ορισμένα, διαθέτουν και ένα μικρό ποσοστό μετοχών. Αν επενδύουν και σε μετοχές θα αναφέρεται στον κανονισμό ή το ενημερωτικό φυλλάδιο.

Μέσω συναλλαγών στη δευτερογενή αγορά ομολόγων και εκμεταλλευόμενοι τη δυνατότητα τους να αγοράζουν και να κρατούν πολυετείς τίτλους (ένα από τα κύρια πλεονεκτήματα τους αυτή τη περίοδο έγκειται στο μεγάλο ποσοστό αφορολόγητων ομολόγων προηγούμενων εκδόσεων που έχουν στα χαρτοφυλάκια τους), οι διαχειριστές αυτών των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, προσπαθούν ή ξεπερνούν την απόδοση των 12μηνών εντόκων του Δημοσίου και συνήθως τα καταφέρνουν.

Ο ορίζοντας της επένδυσης σε αυτή την κατηγορία είναι συνήθως από 2 έτη και πάνω. Κύριο πλεονέκτημα τους, η εξασφάλιση της υψηλότερης δυνατής απόδοσης, χωρίς σημαντικό κίνδυνο.

Οι προμήθειες εισόδου κατά κανόνα, κυμαίνονται αθροιστικά μεταξύ 2%-3%. Και εδώ το μεγάλο ύψος της προμήθειας παρακινεί τον επενδυτή να παραμείνει για 2-3 χρόνια στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο ώστε να «αποσβεστεί» το κόστος της.

Το πλεονέκτημα τους έναντι της απευθείας επένδυσης σε ομόλογα ή έντοκα γραμμάτια είναι, ότι τα χρήματα του μεριδιούχου παραμένουν διαθέσιμα όποτε τα ζητήσει, και έναντι των συμβάσεων πώλησης τίτλων με συμφωνία επαναγοράς και των προθεσμιικών καταθέσεων ότι ο διαχειριστής του Αμοιβαίου Κεφαλαίου πετυχαίνει υψηλότερο επιτόκιο στην τράπεζα, προσφέροντας της μεγάλα χρηματικά ποσά από ότι κάποιος μικροεπενδυτής.

Διαθεσίμων

Στα Αμοιβαία Κεφάλαια Διαθεσίμων, το 65% του ενεργητικού τους κατά μέσο όρο τριμήνου επενδύεται σε προϊόντα της αγοράς χρήματος και δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος.

Κατά κανόνα επενδύουν σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου, με βραχυπρόθεσμες λήξεις, σε εργαλεία της χρηματαγοράς όπως τις ανταλλαγές και τις συμβάσεις πώλησης τίτλων με συμφωνία επαναγοράς, αλλά και προθεσμιακές ή άλλες καταθέσεις, οι οποίες είναι απρόσιτες για τους μικρούς και μεσαίους επενδυτές.

Ουσιαστικά, οι διαχειριστές τους επιδιώκουν να ξεπεράσουν τις άλλες μορφές βραχυπρόθεσμης επένδυσης, όπως τα έντοκα γραμμάτια και οι τραπεζικές καταθέσεις.

Ο χρονικός ορίζοντας μιας επένδυσης σε Αμοιβαία Κεφάλαια της κατηγορίας είναι συνήθως από ένα μήνα έως ένα έτος, και προσφέρουν ικανοποιητική απόδοση με χαμηλό κίνδυνο.

Όσον αφορά τις προμήθειες, πολλές εταιρίες εφαρμόζουν το σύστημα «προμήθειας 0+0» παρακινώντας τους επενδυτές να εκμεταλλεύονται τα κεφάλαια τους για μικρό χρονικό διάστημα. Άλλες πάλι, θέτουν φραγμούς της τάξεως του 1% στην έξοδο από το Αμοιβαίο Κεφάλαιο επιδιώκοντας παράταση της παραμονής του επενδυτή. Σε κάθε περίπτωση, πάντως, οι αναγραφόμενες προμήθειες είναι διαπραγματεύσιμες και το ύψος τους μειώνεται αντίστοιχα με το ύψος των κεφαλαίων.

Μικτά

Είναι Αμοιβαία Κεφάλαια με ευελιξία στις επενδύσεις. Έχουν τη δυνατότητα να επιλέγουν μεταξύ μετοχών, ομολόγων και μετρητών στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό ανάλογα με την κρίση των διαχειριστών και με βάση τον κανονισμό (π.χ μέχρι 60% σε μετοχές).

Απευθύνονται σε κοινό, χωρίς συγκεκριμένες προτιμήσεις με μακροπρόθεσμο όμως επενδυτικό ορίζοντα. Έχουν μικρότερες διακυμάνσεις

από τα μετοχικά αλλά μεγαλύτερες από τα εισοδήματος. Γενικά, ο επενδυτικός κίνδυνος δεν είναι μεγάλος και η απόδοση κρίνεται ικανοποιητική. Είναι ιδανικά για αποταμιευτικά προγράμματα. Η ελάχιστη συμμετοχή κυμαίνεται μεταξύ 300.000 - 500.000 δρχ.

Το ύψος των επιβαρύνσεων εισόδου και εξόδου είναι ανάλογο με τα μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια, δηλαδή από 4% έως 6%.

Τα πλεονεκτήματα έναντι της απευθείας επένδυσης στο χρηματιστήριο είναι η μεγάλη διασπορά μετοχών που εμφανίζει το χαρτοφυλάκιο του Αμοιβαίου Κεφαλαίου καθώς και η χαμηλότερη προμήθεια που πετυχαίνουν οι διαχειριστές από τους χρηματιστές.

Ειδικού τύπου

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια αυτής της κατηγορίας επενδύουν σε ειδικού τύπου επενδυτικά προϊόντα, όπως χρυσός, μέταλλα, ακίνητα κλπ. και τουλάχιστον 10% σε τίτλους σταθερού εισοδήματος.

Παράλληλα τα Αμοιβαία Κεφάλαια, ανάλογα με την κατηγορία αλλά και το είδος των επενδύσεών τους, κατατάσσονται περαιτέρω σε μία από τις τρεις ακόλουθες γεωγραφικές υποκατηγορίες:

- I. Εσωτερικού,
- II. Εξωτερικού,
- III. Διεθνή.

Εσωτερικού

Αφορούν όλα τα είδη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων που αναφέρθηκαν στην παρούσα ενότητα με την προϋπόθεση ότι τα επενδύόμενα τους προϊόντα σχετίζονται αποκλειστικά με την ελληνική αγορά.

Εξωτερικού

Αντίστοιχες κατηγορίες με τα ήδη αναφερόμενα είδη Αμοιβαίων Κεφαλαίων του εσωτερικού υπάρχουν και στα Αμοιβαία Κεφάλαια που επενδύουν σε αγορές του εξωτερικού. Κύριος στόχος εδώ είναι η εξασφάλιση έναντι του συναλλαγματικού κινδύνου, αλλά και η εκμετάλλευση επενδυτικών ευκαιριών σε άλλες χώρες.

Διεθνή

Τα Διεθνή Αμοιβαία Κεφάλαια είναι χωρισμένα σε συγκεκριμένες κατηγορίες, ανάλογα με το πού επενδύουν τα κεφάλαια τους.

Οι κατηγορίες αυτές είναι η εξής:

i) Διεθνή Αναπτυξιακά Αμοιβαία Κεφάλαια

Επενδύουν σε μετοχές ξένων χρηματιστηρίων και για το λόγο αυτό περιέχουν τόσο το χρηματιστηριακό, όσο και το συναλλαγματικό κίνδυνο. Η προμήθεια φτάνει και πολλές φορές ξεπερνάει το 6%.

ii) Διεθνή Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια

Επενδύουν σε τίτλους σταθερής, αλλά και κυμαινόμενης απόδοσης οι οποίοι διακινούνται σε χρηματιστήρια του εξωτερικού. Χαρακτηρίζονται από υψηλό επενδυτικό κίνδυνο λόγω των συναλλαγματικών διακυμάνσεων.

iii) Αμοιβαία Κεφάλαια Διεθνών Ομολογιών

Επενδύουν κυρίως σε αξιόγραφα και σταθερούς τίτλους που εκδίδονται και διακινούνται σε πολλές χώρες του κόσμου ή ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου με ξένη ρήτρα.

Πρόκειται για Αμοιβαία Κεφάλαια υψηλού κινδύνου, γιατί η απόδοση τους σχετίζεται άμεσα με τις συναλλαγματικές διακυμάνσεις. Η προμήθεια τους κυμαίνεται γύρω στο 3%.

iv) Αμοιβαία Κεφάλαια Διεθνών Διαθεσίμων

Επενδύουν κυρίως σε τραπεζικά εργαλεία και σε προϊόντα της διεθνούς χρηματαγοράς. Παρόλη τη θετική πορεία των διεθνών

χρηματαγορών και της ανόδου των ευρωπαϊκών νομισμάτων, η μέση απόδοση αυτής της κατηγορίας ήταν περιορισμένη, λόγω της πολιτικής της «σκληρής δραχμής» που δεν επέτρεψε στις Α.Ε.Δ.Α.Κ να αξιοποιήσουν το πλεονέκτημα των τοποθετήσεων στις διεθνείς χρηματαγορές.

Τα κυριότερα πλεονεκτήματα που απορρέουν από τα Αμοιβαία Κεφάλαια Διεθνών Διαθεσίμων βρίσκονται κατ' ουσία στην διεθνικότητα των επενδυμένων κεφαλαίων και στη μείωση του κινδύνου, διαμέσου της μεγάλης γεωγραφικής και επενδυτικής διασποράς.

Πιο συγκεκριμένα τα πλεονεκτήματα αυτά είναι:

- Πολυεθνικότητα κεφαλαίων: Το επενδεδυμένο κεφάλαιο επενδύεται κυρίως σε μεγάλες χρηματαγορές της Ευρώπης και της Αμερικής, αγορές δηλαδή οι οποίες δεν εμπεριέχουν σημαντικό κίνδυνο. Επενδύοντας στις διεθνείς χρηματαγορές ο επενδυτής μπορεί να έχει οφέλη από τις εξελίξεις στη διεθνή οικονομία και στις διεθνείς μεγάλες επιχειρήσεις.
- Μείωση του κινδύνου λόγω της μεγάλης γεωγραφικής διασποράς: Η μεγάλη διασπορά σε πολλές χώρες, αφήνει μικρά ποσοστά σε κάθε χώρα που είναι ενταγμένη στο χαρτοφυλάκιο. Για παράδειγμα σε ένα χαρτοφυλάκιο το οποίο έχει επενδύσει στην ευρωπαϊκή χρηματαγορά, η ποσοστιαία κατανομή κατά κράτος είναι τέτοια ώστε, να αντιπροσωπεύει το μέγεθος της χρηματαγοράς αλλά και να κατανέμεται ομοιόμορφα ο κίνδυνος της επένδυσης.

- Διασπορά Κεφαλαιακών Επενδύσεων: Όπως συμβαίνει και με ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο που επενδύει στο εσωτερικό, έτσι και τα διεθνή Αμοιβαία Κεφάλαια εξασφαλίζουν διασπορά στις τοποθετήσεις τους, επενδύοντας ταυτόχρονα σε μετοχές, ομόλογα, διαθέσιμα και τραπεζικά προϊόντα. Με τον τρόπο αυτό επιτυγχάνει ακόμη μεγαλύτερη μείωση του κινδύνου καθώς ο κίνδυνος των μετοχών και των παραγώγων επιμερίζεται στα χρηματοοικονομικά προϊόντα σταθερών αποδόσεων.
- Ρήτρα ξένου νομίσματος: Η ρήτρα ξένου νομίσματος σε ένα διεθνές Αμοιβαίο Κεφάλαιο, ερμηνεύεται ως μετατροπή του ποσού των δραχμών που επενδύει ο έλληνας επενδυτής, στο αντίστοιχο ξένο νόμισμα, εξασφαλίζοντας σιγουριά έναντι μελλοντικής υποτίμησης ή διολίσθησης της δραχμής.

Ο πίνακας που ακολουθεί επιχειρεί να καταγράψει συνοπτικά τα είδη των Αμοιβαίων κεφαλαίων στην ελληνική αγορά καθώς και την επενδυτική τους φιλοσοφία.

	Μετοχικό	Ομολογιακό	Διαθεσίμων	Μίκτο	Ειδικού τύπου
	Επενδύει κυρίως σε μετοχές	Επενδύει κυρίως, σε μακροχρόνιους τίτλους σταθ εισοδ και όχι άνω του 10% σε μετοχές	Επενδύει κυρίως στη χρηματαγορά σε τίτλους σταθ. εισοδήματος και όχι άνω του 10% σε μετοχές.	Συνδ/μος επενδύσεων προηγούμενων κατηγορ.	Επενδύει κυρίως σε ειδικού τύπου επενδυτικά προϊόντα και τουλάχιστον 10% σε τίτλους σταθερού εισοδήματος
Εσωτ/κού	Επενδύει σε μετοχές εσωτερικού	Επενδύει σε μακ/νιους τίτλους σταθ. εισοδ εσωτερ.	Επενδύει στη χρηματαγορά και τίτλους σταθ εισοδ εσωτερικού	Επενδύει το ενεργητικό του στο εσωτ.	Επενδύει σε ειδικά επενδυτικά προϊόντα εσωτερικού
Εξωτ/κού	Επενδύει σε μετοχές εξωτερικού	Επενδύει σε μακ/νιους τίτλους σταθ. εισοδ εξωτερ.	Επενδύει στη χρηματαγορά και τίτλους σταθ εισοδ εξωτερικού	Επενδύει το ενεργητικό του στο εξωτ.	Επενδύει σε ειδικά επενδυτικά προϊόντα εξωτερικού
Διεθνή	Επενδύει σε μετοχές εσωτ.-εξωτ.	Επενδύει σε μακ/νιους τίτλους σταθ. εισοδ εσωτ.-εξωτ.	Επενδύει στη χρηματαγορά και τίτλους σταθ εισοδ εσωτ.-εξωτ.	Επενδύει το ενεργητικό του στο εσωτ.-εξωτ.	Επενδύει σε ειδικά επενδυτικά προϊόντα εσωτ.-εξωτ.

Πίνακας 1: Η κατηγοριοποίηση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην ελληνική αγορά.

Τα περισσότερα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελλάδα, έχουν ιδρυθεί πρόσφατα και κατά συνέπεια δεν μπορούμε να προεξοφλήσουμε την συνέπεια στην επενδυτική τους πολιτική. Είναι βέβαια γνωστή η διάρθρωση των χαρτοφυλακίων τους και ο τύπος στον οποίο ανήκουν, δεν είναι όμως ακόμα ξεκάθαρο το κατά πόσο θα δείξουν συνέπεια σε αυτή την πολιτική που αρχικά έχουν επιλέξει και δεν θα μεταβάλλουν την διάρθρωση, τους ανάλογα με τις διακυμάνσεις του χρηματιστηρίου.

Εάν εξετάσουμε τη διάρθρωση των χαρτοφυλακίων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων θα παρατηρήσουμε ότι όλα τα Αμοιβαία κεφάλαια έχουν το μεγαλύτερο ποσοστό του χαρτοφυλακίου τους τοποθετημένο σε μετοχές

τραπεζών. Αυτό ερμηνεύεται από το γεγονός ότι οι τράπεζες κινδυνεύουν συγκριτικά σε μικρότερο βαθμό από πτώχευση, διαθέτουν τη δυνατότητα να «στηρίξουν» την τιμή της μετοχής τους (με την βοήθεια των θυγατρικών τους), έχουν παραδοσιακά ικανοποιητικά κέρδη, παρέχουν ικανοποιητική και συχνή πληροφόρηση στο κοινό και έχουν μεγάλη διασπορά και εμπορευσιμότητα των μετοχών τους.

Σε δεύτερη προτίμηση στα χαρτοφυλάκια των περισσότερων Αμοιβαίων Κεφαλαίων έρχονται οι μεταλλουργικές εταιρίες και σε τρίτη οι εταιρίες τροφίμων, καθ'όσον αυτές θεωρούνται μεγάλες εταιρίες με σταθερά ικανοποιητικές αποδόσεις και ικανοποιητική εμπορευσιμότητα των μετοχών τους.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια Μικτού τύπου, παρουσιάζουν σημαντική ομοιότητα στην διάρθρωση των χαρτοφυλακίων τους και κατά συνέπεια αντιδρούν, άλλοτε περισσότερο και άλλοτε λιγότερο έγκαιρα, με τις ίδιες κινήσεις όταν συμβαίνουν σημαντικές εξελίξεις στους κλάδους που έχουν επενδύσει. Χαρακτηριστικά αναφέρουμε ότι στο πρόσφατο παρελθόν τα Αμοιβαία Κεφάλαια, μείωσαν τα ποσοστά συμμετοχής τους στο κλάδο των κλωστοϋφαντουργικών εταιριών, όταν έγιναν αντιληπτά τα σημάδια της μακροχρόνιας ύφεσης του κλάδου.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

1. Γ.Καραθανάσης- Γ.Ψωμαδάκης. «Αμοιβαία Κεφάλαια-Έννοια-Χαρακτηριστικά-Προοπτικές»Εκδόσεις Σμπίλιας, Το Οικονομικό, Αθήνα 1993,σελ.17,18,19.
2. «Δελτίο Εμπορικού και Βιομηχανικού Επιμελητηρίου Αθηνών», Τεύχος Φεβρ.1997,σελ.13.
3. «Οικονομικός Ταχυδρόμος», Τεύχος Ιουνίου 1997,σελ.31.
4. A.Freedman-R.Wiles, «How Mutual Funds Work», New York Institute of Finance, USA 1993,σελ.43.
5. W.Sharpe W, «Mutual Fund Performance», Journal of Business Finance,1966,σελ.78.
6. Π.Κατσούλας«Κεφαλαιαγορά και Διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων»,Πιτσίλος, Αθήνα 1995,σελ.89.90.
7. «Αγορά», Τεύχος Απριλίου 1997,σελ.68.
8. Γ.Χολέβας «Αμοιβαία Κεφάλαια», Το Οικονομικό, Αθήνα 1991,σελ.34,35.
9. Σ.Μούζουλας. «Οι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων στην Ελλάδα και την Ευρωπαϊκή Ένωση», Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 1996,σελ.45,46,47.
- 10.«Επενδύσεις σε Αμοιβαία Κεφάλαια» Φεβρ.1997,σελ.56.
- 11.Γ.Παπούλιας.«Χρηματιστηριακές Επενδύσεις»,Μαραθέας, Αθήνα 1990,σελ.89.
- 12.«Forum», Τεύχος Μαρτίου 1997,σελ.65.
- 13.«Οργάνωση και Οικονομία», Τεύχος Ιουνίου 1997,σελ.12.
- 14.«Αμοιβαία Κεφάλαια» Ετήσια έκδοση «Εξπρες» Φεβρ.1996,σελ.45.
- 15.«Αμοιβαία Κεφάλαια - Οι Καταθέσεις του Μέλλοντος» Ετήσια έκδοση «Επενδυτή», 1997,σελ.54.

16. «Προσωπικό Χαρτοφυλάκιο και Αμοιβαία Κεφάλαια» Ειδική έκδοση
«Κέρδος»1997,σελ72.
17. Σ.Θωμαδάκης-Μ.Ξανθάκης, «Οι Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου»,
Σάκκουλα,Αθήνα 1990,σελ.93.

Η ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ
ΤΟΥ
ΑΜΟΙΒΑΙΟ
ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ
Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Η ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΟΥ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Η ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΟΥ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Η ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΟΥ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Μέχρι τώρα αναλύσαμε στα προηγούμενα κεφάλαια τόσο την έννοια του θεσμού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων όσο και τα στοιχεία που το απαρτίζουν. Ήρθε λοιπόν η στιγμή, με ένα απλό παράδειγμα, να κατανοήσουμε τη λειτουργία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων καθώς και να μελετήσουμε τους διάφορους υπολογισμούς που απαιτούνται, για την συνεχή παρακολούθηση της επένδυσης αυτής. Παράλληλα σε ένα δεύτερο παράδειγμα θα επιχειρήσουμε να ερμηνεύσουμε τις βασικές μεταβλητές αποφάσεων που θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη τόσο στη σύνθεση όσο και στην αξιολόγηση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

α) Παράδειγμα. Η Βασική λειτουργία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

Ας υποθέσουμε ότι μια εταιρία διαχείρισης καταθέτει το ύψος ενεργητικού, έστω 200.000.000 δραχμές στο θεματοφύλακα. Ορίζει επίσης την καθαρή τιμή του μεριδίου κατά την ημερομηνία σύστασης έστω στις 1.000 δραχμές ανά μερίδιο, αρά τη πρώτη μέρα κυκλοφορούν 200.000 μερίδια των 1.000 δραχμών.

Η εταιρία διαχείρισης, φροντίζει παράλληλα να επενδύσει το ποσό αυτό σε αξιόγραφα, έστω ως εξής:

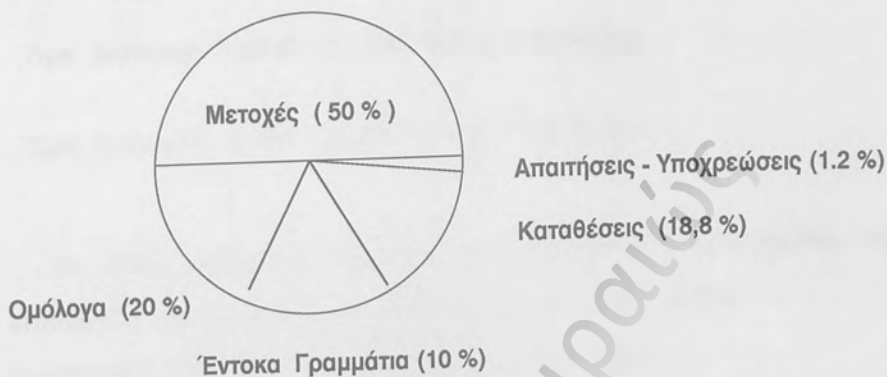
ΕΙΔΟΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ	ΤΕΜΑΧΙΑ	ΤΙΜΗ ΜΟΝΑΔΑΣ	ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΞΙΑ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΕΠΙ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (%)
ΜΕΤΟΧΗ Α	1.000	16.000	16.000.000	8,0
ΜΕΤΟΧΗ Β	500	38.000	19.000.000	9,6
ΜΕΤΟΧΗ Γ	2.000	7.400	14.000.000	7,4
ΜΕΤΟΧΗ Δ	2.400	7.500	18.000.000	9,0
ΜΕΤΟΧΗ Ε	800	20.000	16.000.000	8,0
ΜΕΤΟΧΗ Ζ	400	40.000	16.000.000	8,0
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΩΝ			100.000.000	50,0
ΟΜΟΛΟΓΑ	8.000	5.000	40.000.000	20,0
ΕΝΤΟΚΑ ΓΡΑΜΜΑΤΙΑ	200	100.000	20.000.000	10,0
ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ			37.600.000	18,0
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ			197.600.000	
+ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ			3.000.000	
- ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			600.000	
ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ			2.400.000	1,2
ΣΥΝΟΛΟ			200.000.000	100,0

Πίνακας 2: Κατάσταση του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

Ο λογαριασμός απαιτήσεις, περιλαμβάνει διάφορα κονδύλια, όπως απαιτήσεις από χρηματιστές για πωλήσεις χρεογράφων, το προϊόν των οποίων δεν έχει ακόμα καταβληθεί στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο, από αξιόγραφα (ομόλογα, έντοκα γραμμάτια δημοσίου κ.λ.π.) η διάρκεια των οποίων έχει ήδη λήξει αλλά δεν έχουν ακόμα εισπραχθεί, καθώς και τους δεδουλευμένους τόκους των ομολόγων των οποίων η διάρκεια δεν έχει ακόμα λήξει.

Ο λογαριασμός υποχρεώσεις, περιλαμβάνει κονδύλια όπως, υποχρεώσεις προς χρηματιστές από αγορές χρεογράφων το προϊόν των οποίων δεν έχει ακόμα καταβληθεί εκ μέρους του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και τυχόν καταβλητέες προμήθειες στην Α.Ε.Δ.Α.Κ και στον θεματοφύλακα.

Το παραπάνω χαρτοφυλάκιο σε σχηματική μορφή παρουσιάζεται στο ακόλουθο διάγραμμα:



Διάγραμμα 5: Το ποσοστό κατανομής του Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε επενδυτικά προϊόντα.

Ο καθένας μεριδιούχος που έχει επενδύσει ένα ποσό στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο, έχει αυτή την στιγμή ένα χαρτοφυλάκιο με διάρθρωση, ίδια με αυτή του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

$$\text{Καθαρή Τιμή Μεριδίου} = \frac{\text{Σύνολο Καθαρού Ενεργητικού}}{\text{Αριθμός Μεριδίων σε Κυκλοφορία}}$$

$$= \frac{200,000,000 \text{ } \delta\rho\chi.}{200,000,000 \text{ Μεριδία}} = 1,000 \text{ } \delta\rho\chi.$$

Εάν υποθέσουμε ότι η προμήθεια διάθεσης είναι 5 % και η προμήθεια εξαγοράς 1% τότε η τιμή διάθεσης και η τιμή εξαγοράς διαμορφώνονται ως εξής:

$$\text{Τιμή Διάθεσης} : 1,000 + (1,000 * 5\%) = 1,050 \text{ } \delta\text{ρχ.}$$

$$\text{Τιμή Εξαγοράς} : 1,000 - (1,000 * 1\%) = 990 \text{ } \delta\text{ρχ.}$$

Ας δούμε τώρα τι συμβαίνει όταν διατίθενται νέα μερίδια στους επενδυτές και τι όταν εξαγοράζονται μερίδια από αυτούς.

Διάθεση

Έστω ότι ένας επενδυτής, επιθυμεί να επενδύσει ένα ποσό 1,000,000 δρχ και η τιμή διάθεσης είναι 1,050 δρχ.

Η εταιρία διαχείρισης θα εκδώσει ένα τίτλο 952,38 Μεριδίων (1,000,000 δρχ. προς 1,050 δρχ. τιμή διάθεσης μεριδίου).

Ο Μεριδιούχος δηλαδή επενδύει 952,380 δρχ. (1,000 δρχ. καθαρή τιμή μεριδίου επί 952,38 μερίδια).

Η προμήθεια διάθεσης είναι 47,620 δρχ. (952,380 δρχ. επί 5 % ή 1,000,000 δρχ. μείον 952,380 δρχ.)

Η καθαρή τιμή του μεριδίου θα παραμείνει η ίδια:

$$\frac{(200,000 + 952,38 \text{ μερίδια}) * 1,000 \text{ } \delta\text{ρχ.} / \text{μερίδιο}}{200,000 + 952,38 \text{ μερίδια}} = \frac{200,952,380 \text{ } \delta\text{ρχ.}}{200,952,380 \text{ μερίδια}}$$

$$= 1,000 \text{ } \delta\text{ρχ.}$$

Εξαγορά

Έστω ένας μεριδιούχος, επιθυμεί να ρευστοποιήσει 500 μερίδια του τίτλου του.

Η τιμή εξαγοράς είναι 990 δρχ, άρα ο μεριδιούχος θα εισπράξει 495,000 δρχ. (500 μερίδια επί 990 δρχ).

Η προμήθεια εξαγοράς είναι 5,000 δρχ (500.000 δρχ επί 1% ή 500.000 δρχ. μείον 495.000 δρχ).

Και πάλι η καθαρή τιμή του μεριδίου θα παραμείνει ίδια:

$$\frac{(200.952,38 - 500 \text{ μερίδια}) * 1.000 \text{ δρχ.}}{200.952,38 - 500 \text{ μερίδια}} = \frac{200.952.380 \text{ δρχ.}}{200.52,38 \text{ μερίδια}} = 1,000 \text{ δρχ.}$$

Όπως παρατηρούμαι η καθαρή τιμή του μεριδίου δεν επηρεάζεται από την διάθεση νέων μεριδίων ή την εξαγορά των υφιστάμενων. Η καθαρή τιμή, μεταβάλλεται μόνο ένεκα μεταβολής της αξίας του χαρτοφυλακίου, που αποτελείται από μετοχές και χρεόγραφα των οποίων η αξία μεταβάλλεται καθημερινά στο χρηματιστήριο.

β) Παράδειγμα. Επιλογή Χαρτοφυλακίου-Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

Το πρόβλημα της επιλογής του χαρτοφυλακίου είναι ένα πρόβλημα χρηματοοικονομικής διοίκησης, που το αντιμετωπίζουν συχνά τα αρμόδια διοικητικά στελέχη τραπεζών, ασφαλιστικών εταιριών, εταιριών επενδύσεων, εταιριών Αμοιβαίων Κεφαλαίων, κ.ά., και αναφέρεται στην επιλογή ενός πακέτου επενδύσεων, π.χ. μετοχών, ομολόγων, κ.α., από ένα

σύνολο εναλλακτικών επενδύσεων. Συνήθως, αντικειμενικός σκοπός του προβλήματος είναι η μεγιστοποίηση της αναμενόμενης απόδοσης των επενδύσεων ή η ελαχιστοποίηση του κινδύνου των επενδύσεων. Τέτοιου είδους προβλήματα έχουν σε μεγάλο βαθμό διαμορφωθεί και επιλυθεί ως προβλήματα μαθηματικού προγραμματισμού και ειδικότερα ως προβλήματα γραμμικού προγραμματισμού, όταν ικανοποιούνται οι αντιστοιχες υποθέσεις του.

Στο παράδειγμα θα παρουσιάσουμε ένα απλό πρόβλημα επιλογής χαρτοφυλακίου-Αμοιβαίου Κεφαλαίου, στο οποίο ο αντικειμενικός σκοπός αναφέρεται στη μεγιστοποίηση της αναμενόμενης απόδοσης των επενδύσεων, ενώ οι περιορισμοί που τείθονται αφορούν το ύψος του προϋπολογισμού καθώς και τις διάφορες απαιτήσεις διαφοροποίησης που θέτονται από την οικονομική διεύθυνση της εταιρίας.

Η εταιρία επενδύσεων ΖΗΤΑ Α.Ε. σκοπεύει να επενδύσει ένα μέρος από τα ρευστά διαθέσιμα της ανερχόμενο στο ποσό των 60 εκατ. δραχμών σε χρηματιστηριακούς τίτλους. Μετά από σχετική ανάλυση των μετοχών αποφασίστηκε να επενδυθεί το ποσό αυτό στις δύο πλέον αποδοτικές μετοχές τριών συγκεκριμένων κλάδων καθώς και σε κρατικά ομόλογα. Πιο συγκεκριμένα, οι προτεινόμενες μετοχές είναι, οι μετοχές Α και Β του τραπεζικού κλάδου οι μετοχές Γ και Δ του εμποροβιομηχανικού κλάδου και οι μετοχές Ε και Ζ των εταιριών επενδύσεων.

Στη συνέχεια διαμορφώθηκε ένας πίνακας ο οποίος περιλαμβάνει τα αναμενόμενα ετήσια ποσοστά απόδοσης των επενδύσεων.

ΕΠΕΝΔΥΣΗ		ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟ ΠΟΣΟΣΤΟ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (%)
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΜΕΤΟΧΗ	A	13,7
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΜΕΤΟΧΗ	B	18,5
ΕΜΠΟΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΜΕΤΟΧΗ	Γ	14,2
ΕΜΠΟΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΜΕΤΟΧΗ	Δ	10,7
ΜΕΤΟΧΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	Ε	16,6
ΜΕΤΟΧΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	Ζ	13,8
ΚΡΑΤΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ		12,5

Πίνακας 3: Αναμενόμενη ετήσια απόδοση επενδύσεων.

Μετά από προσεκτική σύγκριση των παραπάνω αποδόσεων με αντίστοιχες άλλων αναλυτών αποφασίστηκε να συνεκτιμηθούν και να ληφθούν υπόψη οι ακόλουθες μεταβλητές που σχετίζονται με την κατανομή του διαθέσιμου κεφαλαίου:

- Το ποσό που θα επενδυθεί σε μετοχές ενός κλάδου να μην υπερβαίνει το ένα τρίτο του συνολικού διαθέσιμου ποσού.
- Για κάθε κλάδο το ποσό που θα επενδυθεί στη μετοχή με τη μεγαλύτερη απόδοση στον κλάδο να μην υπερβαίνει το 70% του συνολικού ποσού που θα επενδυθεί στο συγκεκριμένο κλάδο. Αυτό γίνεται επειδή η μετοχή με τη μεγαλύτερη απόδοση στον κλάδο θεωρείται και η πιο επικίνδυνη.
- Το ποσό που θα επενδυθεί σε κρατικά ομόλογα να είναι τουλάχιστον το 20% του ποσού που θα επενδυθεί στις τραπεζικές μετοχές.

Προκειμένου να επιλυθεί το πρόβλημα αυτό θα χρησιμοποιήσουμε ένα πρότυπο γραμμικού προγραμματισμού, ώστε να μεγιστοποιήσει την αναμενόμενη απόδοση των μετοχών, λαμβάνοντας φυσικά υπόψη τον περιορισμό του προϋπολογισμού των 60 εκατ. δραχμών καθώς και τους περιορισμούς που τέθηκαν παραπάνω.

Για τη διαμόρφωση του προβλήματος θα χρησιμοποιήσουμε τις ακόλουθες μεταβλητές αποφάσεων (τα ποσά είναι σε χιλιάδες δραχμές):

X_1 = επενδύόμενο ποσό στη μετοχή Α

X_2 = επενδύόμενο ποσό στη μετοχή Β

X_3 = επενδύόμενο ποσό στη μετοχή Γ

X_4 = επενδύόμενο ποσό στη μετοχή Δ

X_5 = επενδύόμενο ποσό στη μετοχή Ε

X_6 = επενδύόμενο ποσό στη μετοχή Ζ

X_7 = επενδύόμενο ποσό σε κρατικά ομόλογα

Η αντικειμενική συνάρτηση του προβλήματος του γραμμικού προγραμματισμού είναι η εξής:

$$\text{Max } Z = 0,137X_1 + 0,185X_2 + 0,142X_3 + 0,107X_4 + 0,166X_5 + 0,138X_6 + 0,125X_7$$

ενώ ο περιορισμός του προϋπολογισμού των 60 εκατ. δραχμών είναι:

$$X_1 + X_2 + X_3 + X_4 + X_5 + X_6 + X_7 \leq 60,000$$

Σύμφωνα με τους περιορισμούς το ποσό που θα επενδυθεί σε μετοχές ενός κλάδου δεν πρέπει να είναι μεγαλύτερο από το ένα τρίτο του συνολικού διαθέσιμου ποσού. Έτσι για τους τρεις κλάδους θα έχουμε τους ακόλουθους περιορισμούς:

$$X_1 + X_2 \leq 20,000$$

$$X_3 + X_4 \leq 20,000$$

$$X_5 + X_6 \leq 20,000$$

Η δεύτερη οδηγία περιορίζει το ποσό που θα επενδυθεί στη μετοχή με τη μεγαλύτερη αποδοση στο 70% το πολύ του συνολικού ποσού του κλάδου. Για τις μετοχές των τριών κλάδων αυτό εκφράζεται από τους ακόλουθους περιορισμούς:

$$\frac{X_2}{X_1 + X_2} \leq 0,7 \quad (\text{Τραπεζικός κλάδος})$$

$$\frac{X_3}{X_3 + X_4} \leq 0,7 \quad (\text{Εμποροβιομηχανικός κλάδος})$$

$$\frac{X_5}{X_5 + X_6} \leq 0,7 \quad (\text{Εταιρίες επενδύσεων})$$

Η τρίτη οδηγία, η σχετική με το ποσό που θα επενδυθεί σε κρατικά ομόλογα, εκφράζεται από την ανισότητα:

$$\frac{X_7}{X_1 + X_2} \geq 0,2$$

Φυσικά ισχύει και ο περιορισμός της μη αρνητικότητας για κάθε $X_j \geq 0$, $j = 1, 2, 3, 4, \dots, 7$.

Η άριστη λύση του προβλήματος, μαζί με την αναμενόμενη ετήσια απόδοση κάθε επένδυσης, παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα. Η μέγιστη τιμή της αντικειμενικής συνάρτησης είναι $Z=9.168.000$ δραχμές. Το ποσό αυτό αντιπροσωπεύει μια αναμενόμενη ετήσια απόδοση του χαρτοφυλακίου ίση με 15.28%. Σημειώνεται ότι η άριστη λύση του προβλήματος βρέθηκε μετά από 7 επαναλήψεις της μεθόδου Simplex.¹¹

ΕΠΕΝΔΥΣΗ	ΕΠΕΝΔΥΟΜΕΝΟ ΠΟΣΟ	ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΗ ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ
ΜΕΤΟΧΗ Α	6.000.000	822.000
ΜΕΤΟΧΗ Β	14.000.000	2.590.000
ΜΕΤΟΧΗ Γ	11.200.000	1.590.000
ΜΕΤΟΧΗ Δ	4.800.000	513.000
ΜΕΤΟΧΗ Ε	14.000.000	2.324.000
ΜΕΤΟΧΗ Ζ	6.000.000	828.000
ΚΡΑΤΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ	4.000.000	500.000
ΣΥΝΟΛΟ	60.000.000	9.168.000

Πίνακας 4: Ετήσια απόδοση επενδύσεων.

ΜΕΤΑΒΛΗΤΗ	ΤΙΜΗ	ΣΚΙΩΔΗΣ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΛΗΤΗ	ΤΙΜΗ	ΣΚΙΩΔΗΣ ΤΙΜΗ
X1	6.000	0	S2	0	0,038
X2	14.000	0	S3	4000	0
X3	11.200	0	S4	0	0,026
X4	4.000	0	S5	0	0,048
X5	14.000	0	S6	0	0,035
X6	6.000	0	S7	0	0,028
X7	4.000	0	S8	0	0,006
S1	0	0,1315			

Πίνακας 5: Συνοπτικά αποτελέσματα άριστης λύσης.

¹¹ Η μέθοδος Simplex είναι μια μέθοδος επίλυσης προβλημάτων γραμμικού προγραμματισμού. Το συγκεκριμένο πρόβλημα επιλύθηκε με τη βοήθεια του πακέτου QS.

Εξετάζοντας τις σκιάδης τιμές¹² του προβλήματος μας διαπιστώνουμε μεταξύ των άλλων τα παρακάτω:

I. Εάν η ΖΗΤΑ Α.Ε αποφασίσει να αυξήσει το επενδύσιμο ποσό κατά 1 εκατ. δραχμές ($S1=0,135$ πίνακας 5), δηλαδή από 60 σε 61 εκατ. δραχμές, η τιμή της αντικειμενικής συνάρτησης θα αυξηθεί κατά 131.500 δραχμές ($1,000,000 \times 0,1315 = 131,500$).

II. Η σκιάδης τιμή που αντιστοιχεί στο δεύτερο περιορισμό είναι $S2=0,038$. Αυτό σημαίνει πως εάν το ποσό που είναι διαθέσιμο για τις τραπεζικές μετοχές αυξηθεί από 20 σε 21 εκατ. δραχμές, η τιμή της αντικειμενικής συνάρτησης θα αυξηθεί κατά 38.000 δραχμές. Παραπλήσια είναι και η ερμηνεία της σκιάδους τιμής που αντιστοιχεί στον τέταρτο περιορισμό που βρέθηκε να είναι $S4 = 0,0261$.

III. Η σκιάδης τιμή για το τρίτο περιορισμό είναι $S3 = 0$, δηλαδή εάν το ποσό που είναι διαθέσιμο για τον εμποροβιομηχανικό κλάδο αυξηθεί από 20 σε 21 εκατ. δραχμές, η τιμή της αντικειμενικής συνάρτησης δεν θα μεταβληθεί. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι από τα διαθέσιμα 20 εκατ. δραχμές χρησιμοποιούνται μόνο τα 16, μια και $X3=11,200$ χιλ. δραχμές. Έτσι, παραμένουν αχρησιμοποίητα 4 εκατ. δραχμές, που είναι και η τιμή της χαλαρής μεταβλητής¹³ $S3$.

¹² Η Σκιάδης Τιμή (Dual Price), εκφράζει την οριακή αξία του αντίστοιχου πόρου (X_i), δηλαδή κατά πόσο θα αυξηθεί η τιμή της αντικειμενικής συνάρτησης όταν αυξηθεί η τιμή του πόρου (X_i) κατά μία μονάδα.

¹³ Η Χαλαρή Μεταβλητή (Slack Variable), εκφράζει την αχρησιμοποίητη ποσότητα του αντίστοιχου πόρου (X_i).

IV. Από την ανάλυση ευαισθησίας¹⁴ των συντελεστών της αντικειμενικής συνάρτησης-που καθορίζουν το αναμενόμενο ποσοστό απόδοσης κάθε επένδυσης-(πίνακας 6), διαπιστώνεται ότι, οι περισσότερες από τις παραμέτρους είναι σχετικά ευαίσθητες με περισσότερο ευαίσθητες εκείνες των μεταβλητών X3 και X4. Δηλαδή το εύρος της διακύμανσης των παραμέτρων αυτών είναι πολύ περιορισμένο, π.χ $(0.132 \leq X3 \leq 0.179)$, ώστε σε περίπτωση υπέρβασης να επηρεάζει τα αποτελέσματα της άριστης λύσης. Αυτό εξηγείται ως εξής: Τα αναμενόμενα ετήσια ποσοστά κάθε επένδυσης (μετοχές, ομόλογα) που καθορίστηκαν στον πίνακα 3, προσδιορίζουν την αναμενόμενη ετήσια απόδοση της κάθε επένδυσης από την ακόλουθη σχέση: Αναμενόμενη Ετήσια Απόδοση=Επενδυόμενο ποσόΧΑναμενόμενο Ετήσιο Ποσοστό Απόδοσης. Έτσι για παράδειγμα για την μετοχή 1 έχουμε: $6,000,000 \times 13.7\% = 822,000$ δρχ. Το άθροισμα των αναμενόμενων ετήσιων αποδόσεων κάθε επένδυσης διαμορφώνει το αποτέλεσμα των 9,168,000 δρχ. που αντιστοιχεί σε μια αναμενόμενη ετήσια απόδοση του χαρτοφυλακίου ίση με 15.28%. Η ανάλυση ευαισθησίας λοιπόν προσδιορίζει το εύρος της διακύμανσης του ποσοστού απόδοσης κάθε επένδυσης μέσα στο οποίο θα μπορούν να κυμανθούν χωρίς να αλλάζει το αποτέλεσμα των 9,168,000 δρχ. ή η απόδοση 15.28% του χαρτοφυλακίου.

¹⁴ Η Ανάλυση Ευαισθησίας (Sensitivity Analysis), αξιολογεί κατά πόσο οι αλλαγές στους συντελεστές τις αντικειμενικής συνάρτησης ενός προβλήματος γραμμικού προγραμματισμού, επηρεάζει την άριστη λύση του προβλήματος

ΜΕΤΑΒΛΗΤΗ	ΕΛΑΧΙΣΤΗ ΤΙΜΗ	ΑΡΧΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΓΙΣΤΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΛΗΤΗ	ΕΛΑΧΙΣΤΗ ΤΙΜΗ	ΑΡΧΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΓΙΣΤΗ ΤΙΜΗ
X1	0,011	0,137	0,185	X5	0,138	0,166	∞
X2	0,137	0,185	∞	X6	0,051	0,138	0,166
X3	0,132	0,142	0,179	X7	-0,064	0,125	0,131
X4	0,085	0,107	0,142				

Πίνακας 6 :Ανάλυση ευαισθησίας συντελεστών αντικειμενικής συνάρτησης.

Από την ανάλυση ευαισθησίας των σταθερών του δεξιού μέλους (πίνακας 7), παρατηρούμε ότι οι περιορισμοί 1 και 2 θεωρούνται περισσότερο ευαίσθητοι. Αυτό συνεπάγεται ότι, σε περίπτωση υπέρβασης της ελάχιστης ή μέγιστης τιμής θα επηρεαστούν οι σκιάδεις τιμές του προβλήματος, με αποτέλεσμα την ανάγκη επανεπίλυσης του. Η επανεπίλυση είναι αναγκαία επειδή η συγκεκριμένη άριστη λύση του προβλήματος-που καθορίζει το ύψος του επενδυόμενου ποσού κάθε κατηγορίας επένδυσης-(πίνακας 4), προϋποθέτει το εύρος τιμών των περιορισμών του πίνακα 7. Έτσι η οποιαδήποτε υπέρβαση τιμών των περιορισμών αυτών θα οδηγήσει σε ακύρωση των αποτελεσμάτων της συγκεκριμένης άριστης λύσης του προβλήματος και φυσικά της Σκιάδης Τιμής (οριακής αξίας) των αντίστοιχων πόρων (μετοχών, ομολόγων, κλπ.).

ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΣ	ΕΛΑΧΙΣΤΗ ΤΙΜΗ	ΑΡΧΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΓΙΣΤΗ ΤΙΜΗ	ΕΥΑΙΣΘΗΣΙΑ
1	44.000	60.000	64.000	ΝΑΙ
2	16.666	20.000	33.333	ΝΑΙ
3	16.000	20.000	∞	ΟΧΙ
4	16.000	20.000	36.000	ΝΑΙ
5	-14.000	0	6.000	ΝΑΙ
6	-11.200	0	4.800	ΟΧΙ
7	-14.000	0	6.000	ΝΑΙ
8	-4.000	0	16.000	ΟΧΙ

Πίνακας 7:Ανάλυση ευαισθησίας σταθερών δεξιού μέλους.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

1. Γ.Καραθανάσης-Γ.Ψωμαδάκης, «Αμοιβαία Κεφάλαια-Έννοια-Χαρακτηριστικά-προοπτικές», Το Οικονομικό, Αθήνα 1993,σελ.47,49,50.
 2. Γ.Οικονόμου «Ποσοτικές Μέθοδοι».Σταμούλης, Πειραιάς 1993,σελ.43.44.
 3. Andersen-Sweeney-Williams, «Quantitative Approaches to Decision Making», West Publishing Company, New York 1995,σελ.135.
-

ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΣΤΗΝ
ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ
ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ

ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ

ΣΤΗΝ

ΕΠΕΝΔΥΣΗ

ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ
ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα που απορρέουν, οι επενδύσεις σε Αμοιβαία Κεφάλαια είναι: (α) Η δυνατότητα να επενδύσει ο επενδυτής σε ένα ευρύ φάσμα κεφαλαίων, (β) Η δυνατότητα να επενδύσει ο επενδυτής σε κεφάλαια που είναι διαθέσιμα σε όλο τον κόσμο, (γ) Η δυνατότητα να επενδύσει ο επενδυτής σε κεφάλαια που είναι διαθέσιμα σε όλο τον κόσμο, (δ) Η δυνατότητα να επενδύσει ο επενδυτής σε κεφάλαια που είναι διαθέσιμα σε όλο τον κόσμο.

ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΣΤΗΝ ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Μέχρι τώρα, στην παρούσα εργασία προσπαθήσαμε να σκιαγραφήσουμε σε γενικές γραμμές, το πλαίσιο λειτουργίας των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, με σκοπό να γνωρίσουμε τις βασικές πτυχές αυτού του επενδυτικού «εργαλείου». Όμως για πιο λόγο αξίζει κανείς να ασχοληθεί με αυτές; Γιατί να σπαταλήσει χρόνο στην προσπάθεια κατανόησης του τρόπου λειτουργίας τους; Πιο το όφελος από την εστίαση σε έναν θεσμό, που ουσιαστικά παραμένει ακόμη άγνωστος στο ευρύ ελληνικό επενδυτικό κοινό;

Το παρόν κεφάλαιο έρχεται να δώσει μία απάντηση σε αυτά τα ερωτήματα και να προτρέψει σε ακόμη πιο διεξοδική ενημέρωση. Η ενασχόληση με ένα θεσμό, ο οποίος πράγματι βρίσκεται ακόμη σε εμβρυακό στάδιο στην Ελλάδα, δεν πρέπει να φοβίζει τον υποψήφιο επενδυτή. Ο λόγος, πηγάζει από την πληθώρα των πλεονεκτημάτων που τον χαρακτηρίζουν αλλά και από όλους εκείνους τους ουσιώδεις παράγοντες -που προέρχονται βασικά από την ανάλυση των πλεονεκτημάτων- που καθιστούν την επένδυση πραγματικά επωφελής.

ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα που παρουσιάζουν, οι επενδύσεις σε Αμοιβαία Κεφάλαια αναπτύσσονται αμέσως παρακάτω και είναι τα εξής:

Μείωση του συνολικού κινδύνου λόγω μεγάλης διασποράς

Οι Fredman και Wiles, στο βιβλίο τους «How Mutual Funds Work», αναφέρουν χαρακτηριστικά ότι, η όλη επενδυτική φιλοσοφία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων αντικατοπτρίζεται στην αρχή «spreading your eggs around more than one basket». Με άλλα λόγια, τα Αμοιβαία Κεφάλαια επιτυγχάνουν ικανοποιητική διασπορά, από τη στιγμή που κατανέμουν την περιουσία των επενδυτών-μεριδιούχων σε ένα πλήθος τοποθετήσεων (μετοχές, ομόλογα, έντοκα γραμμάτια, προθεσμιακές καταθέσεις κι επενδύσεις σε συνάλλαγμα). Με αυτόν τον τρόπο, μειώνεται ο συνολικός κίνδυνος του χαρτοφυλακίου κι αυτό διότι, η ζημία από μία αποτυχημένη επιλογή αντισταθμίζεται από το κέρδος κάποιας άλλης.

Η διασπορά λοιπόν που προσφέρει αυτόματα η συμμετοχή σε ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο αποτελεί και τη μεγαλύτερη εγγύηση ασφάλειας για την πορεία της επένδυσης.

Επαγγελματική διαχείριση των κεφαλαίων

Οι επενδυτές, δεν έχουν πάντα την ικανότητα, τη διάθεση ή ακόμα και το χρόνο να παρακολουθούν από μόνοι τους τις εξελίξεις των αγορών, να αναλύουν τις οικονομικές εξελίξεις, ή να ερευνούν και να αναλύουν την πορεία των επιχειρήσεων. Επιπλέον, δεν μπορούν να αναζητούν διαρκώς από μόνοι τους ευκαιρίες, στις αγορές ομολόγων και γενικά να λαμβάνουν αποφάσεις, σχετικές με τους τίτλους που θα αγοράσει ή θα πουλήσει το Αμοιβαίο Κεφάλαιο.

Αυτή ακριβώς τη δυνατότητα, τους την προσφέρει ο διαχειριστής - ή η ομάδα των διαχειριστών- του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, που αποτελεί εχέγγυο για τη διασφάλιση των αποταμιεύσεων των επενδυτών. Η ομάδα αυτή αποτελείται από ένα σύνολο επαγγελματιών του κλάδου, με μεγάλη εμπειρία και άρτια κατάρτιση, που αναλαμβάνει να εκτελέσει όσα οι επενδυτές από μόνοι τους αδυνατούν. Τα στελέχη αυτά είναι εξειδικευμένα στην ανάλυση των χρηματοοικονομικών δεδομένων των επιχειρήσεων και των διαφόρων κλάδων της οικονομίας και συνδυάζουν τη σωστή ενημέρωση για τις εξελίξεις της αγοράς με την εμπειρία την οποία έχουν στο παρελθόν αποκτήσει, από διαχείριση κεφαλαίων. Έτσι έχουν τη δυνατότητα να αναγνωρίζουν άμεσα, ιδιομορφίες που παρουσιάζουν οι διάφορες αγορές και να ελίσσονται ανάλογα, με σκοπό πάντα την προστασία των συμφερόντων των μεριδιούχων.

Με αυτόν τον τρόπο, προσφέρεται εξάλλου επαγγελματική διαχείριση στο «μέσο επενδυτή», δηλαδή σε αυτόν που το εισόδημα του δεν του επιτρέπει την απασχόληση, για λογαριασμό του, ειδικού συμβούλου με σκοπό τη διαχείριση των περιουσιακών του στοιχείων.

Λογικές προμήθειες και έξοδα

Τα έξοδα στα οποία υποβάλλεται συνήθως ο μεριδιούχος, αφορούν όπως ήδη έχει αναφερθεί σε ορισμένα σημεία της εργασίας ως τώρα:

- την αμοιβή διαχείρισης (σε ετήσια βάση),
- την προμήθεια διάθεσης (κατά την αγορά μεριδίων),
- την προμήθεια εξαγοράς (κατά την εξαγορά μεριδίων),

Τα εν λόγω έξοδα, εξαρτώνται πάντα από τον τύπο του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, καθώς και από την πολιτική που ακολουθεί η κάθε Α.Ε.Δ.Α.Κ. Οφείλει να παρατηρηθεί ωστόσο, ότι λόγω του έντονου ανταγωνισμού που χαρακτηρίζει τελευταία τον κλάδο, τα έξοδα αυτά παρουσιάζουν μία τάση αισθητής μείωσης.

Εξάλλου πέρα από όλα αυτά, θα πρέπει να γίνει κατανοητό το γεγονός, πως η επαγγελματική διαχείριση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου προστατεύει τον επενδυτή από πολλαπλές συναλλαγές (λόγω ευμενών ή δυσμενών κινήσεων των τίτλων), κάθε μία από τις οποίες θα σήμαινε και ανάλογες, κάθε φορά, προμήθειες. Με δεδομένο λοιπόν ότι το Αμοιβαίο Κεφάλαιο έχει το χαρακτήρα μιας μακροχρόνιας μορφής επένδυσης, γίνεται αμέσως αντιληπτό ότι τελικά ο επενδυτής, πληρώνει λιγότερα από την περίπτωση που θα δραστηριοποιούταν από μόνος του, στο χρηματιστήριο.

Παροχή πολλών και απλών τρόπων αγοράς μεριδίων

Ο επενδυτής, έχει τη δυνατότητα να απευθυνθεί για την αγορά μεριδίων Αμοιβαίων Κεφαλαίων είτε στην Α.Ε.Δ.Α.Κ., είτε σε ασφαλιστή-επενδυτικό σύμβουλο (αν η Α.Ε.Δ.Α.Κ. συνεργάζεται με ασφαλιστικούς ομίλους), είτε σε κάποια τράπεζα (εάν η Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι θυγατρική τράπεζας) ή απλά σε κάποιο χρηματιστηριακό γραφείο.

Η όλη διαδικασία μπορεί να λάβει χώρα με απ' ευθείας προσωπική παρουσία ή εναλλακτικά μέσω μιας απλής επιστολής ή ακόμη και μέσω τηλεφώνου. Η απλότητα που την χαρακτηρίζει, φαίνεται και από τη

δυνατότητα που παρέχεται, με την αγορά -ή ακόμη και με τη πώληση μεριδίων- τα χρήματα του επενδυτή να αφαιρούνται αυτόματα (αντίστοιχα να προστίθενται) από τον τραπεζικό του λογαριασμό.

Ανταγωνιστικές αποδόσεις σε ένα ευρύ πεδίο επενδυτικών επιλογών

Η επένδυση σε Αμοιβαία Κεφάλαια παρέχει τη δυνατότητα στο μεριδιούχο να επιτύχει ανταγωνιστικές αποδόσεις αναλογικά με τον κίνδυνο που θέλει να αναλάβει. Με άλλα λόγια, ο επενδυτής δύναται να πραγματοποιήσει τους στόχους απόδοσης που επιθυμεί και μάλιστα επιτυγχάνοντας ικανοποιητικές αποδόσεις.

Αν δηλαδή παρουσιάζεται απρόθυμος να αναλάβει μεγάλο κίνδυνο, τότε μπορεί να επενδύσει σε Σταθερά Αμοιβαία Κεφάλαια αποκομίζοντας όπως έχει δείξει η πράξη, σαφώς μεγαλύτερες αποδόσεις από τα συνήθη τραπεζικά προϊόντα και ομόλογα.

Από την άλλη πλευρά, αν επιθυμεί να αναλάβει ένα βαθμό κινδύνου, τότε έχει τη δυνατότητα να επενδύσει σε μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια, αναμένοντας διψήφιο ή ορισμένες φορές και τριψήφιο ποσοστό απόδοσης μακροχρόνια.

Φαίνεται δηλαδή παράλληλα, ότι ο θεσμός προσφέρει στον υποψήφιο επενδυτή ποικιλία επιλογών, βάσει των διαφόρων κατηγοριών Αμοιβαίων Κεφαλαίων τα οποία λειτουργούν σήμερα στην αγορά.

Χαμηλό ύψος αρχικής επένδυσης

Η επένδυση σε Αμοιβαία Κεφάλαια δεν απαιτεί υπερβολικά ποσά, τουλάχιστον όχι τέτοια που να καθίσταται απαγορευτική για το μέσο επενδυτή. Το ελάχιστο αυτό όριο αρχικής επένδυσης συνήθως κυμαίνεται από 250.000-500.000 δρχ. Όμως, από αρκετά Αμοιβαία Κεφάλαια μπορεί να βρεθεί τρόπος για μια μικρότερη αρχική επένδυση, υπό την προϋπόθεση, ότι θα υπάρξει μια σειρά από τακτικές καταθέσεις σε ένα μελλοντικό χρονικό διάστημα.

Διαρκής ενημέρωση για την πορεία της επένδυσης

Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. διανέμει στους μεριδιούχους κάθε τρίμηνο, αναλυτική κατάσταση του χαρτοφυλακίου του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, καθώς επίσης και αναλυτική κατάσταση της σύνθεσης του ενεργητικού του. Επιπλέον τα στελέχη της, είναι υποχρεωμένα να παράσχουν στους μεριδιούχους, οποιαδήποτε πληροφορία ζητήσουν σχετική με την πορεία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Άλλωστε, η αποτίμηση των μεριδίων δημοσιεύεται καθημερινά σε όλες τις πολιτικές και οικονομικές εφημερίδες κρατώντας έτσι διαρκώς και ανά πάσα στιγμή, ενήμερους τους επενδυτές για την τύχη της επένδυσης τους.

Άμεση ρευστότητα

Το βασικότερο πρόβλημα που αντιμετωπίζει ένας επενδυτής στις διάφορες μορφές επενδύσεων -πλην φυσικά των τραπεζικών καταθέσεων- έγκειται στην αδυναμία τους να ρευστοποιηθούν, σε μικρό χρονικό διάστημα, ώστε να μπορέσει με τα ρευστά να αντιμετωπίσει ενδεχόμενες έκτακτες ανάγκες.

Αντίθετα, ο κάτοχος μεριδίων Αμοιβαίου Κεφαλαίου έχει τη δυνατότητα να τα ρευστοποιήσει σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή θελήσει, ανάλογα με τις προσωπικές του ανάγκες (δεν υπάρχει δηλαδή χρονική δέσμευση για την κατοχή των μεριδίων).

Δυνατότητα επανεπένδυσης των μερισμάτων

Σε αντίθεση με την περίπτωση των μετοχών, κατά την επένδυση σε Αμοιβαία Κεφάλαια παρέχεται στον επενδυτή η επιλογή -αντί της είσπραξης των μερισμάτων- της αυτόματης και άμεσης επανεπένδυσης τους σε μερίδια του ίδιου Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Έτσι αγοράζονται κι άλλοι τίτλοι με απλές διαδικασίες και -το κυριότερο- χωρίς να απαιτείται να καταβληθεί εκ νέου προμήθεια διάθεσης. Επομένως η επανεπένδυση των μερισμάτων, συμβάλλει στην όσο το δυνατό πιο άμεση «εκμετάλλευση» τους και στη μεγιστοποίηση της δυνατής απόδοσης τους.

Μεγάλη φερεγγυότητα και ασφάλεια

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια, πωλούνται από μεγάλους τραπεζικούς ή ασφαλιστικούς οργανισμούς, κάτω από αυστηρά ελεγχόμενες διαδικασίες. Οι φορείς των Α.Ε.Δ.Α.Κ. (μεγάλες τράπεζες ή ασφαλιστικές εταιρίες), σε συνδυασμό με την ολοκληρωμένη νομοθεσία η οποία διέπει τη λειτουργία τους, αποτελούν εχέγγυο για τη διασφάλιση των συμφερόντων των μεριδιούχων. Άλλωστε, η παρουσία μιας αναγνωρισμένης τράπεζας ως θεματοφύλακα του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, ενισχύει τις αυστηρά ελεγχόμενες διαδικασίες και αποκλείει το ενδεχόμενο εξαπάτησης του επενδυτή.

Απλοποίηση της επενδυτικής διαδικασίας

Οι μεριδιούχοι σε σχέση με τον μεμονωμένο επενδυτή, αποφεύγουν πολλές χρονοβόρες και εξειδικευμένες διαδικασίες και το κόστος που αυτές συνεπάγονται, όπως:

- συνεχή ενημέρωση για τους τίτλους μετοχών που κατέχουν στο χαρτοφυλάκιο τους, σχετικά με τις τιμές που διαμορφώνονται ημερήσια,
- τα μερίσματα,
- τη διανομή δωρεάν μετοχών,
- τις τυχόν αυξήσεις ή μη του μετοχικού κεφαλαίου των εταιριών του χαρτοφυλακίου τους,
- οι εντός συγκεκριμένων προθεσμιών, νέες εγγραφές σε νέο-εισερχόμενες εταιρίες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Παράλληλα η είσπραξη μερισμάτων και τόκων, απαιτεί χρόνο ενώ η δημιουργία ενός ταμειακού προγράμματος όπου θα εμφανίζονται όλες οι εισροές -εκροές ρευστών και τίτλων, απαιτεί ειδικές γνώσεις και χρόνο.

Έκδοση τίτλων σε κοινό λογαριασμό

Ο Νόμος 1969/91 δίνει τη δυνατότητα να αγοραστούν ονομαστικοί τίτλοι μεριδίων, σε κοινό λογαριασμό, με πρόσωπα της επιλογής του μεριδιούχου.

Βέβαια για την καλύτερη ενημέρωση του επενδυτικού κοινού θα ήταν σκόπιμο να αξιολογηθούν-αναλυθούν ορισμένα από τα βασικά πλεονεκτήματα και κυρίως αυτά που σχετίζονται με την πορεία της συγκεκριμένης επένδυσης. Η ανάλυση αυτή θα πραγματοποιηθεί στην ακόλουθη ενότητα όπου θα εξεταστούν όλοι οι ουσιώδεις παράγοντες που σχετίζονται με την επένδυση Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

ΟΥΣΙΩΔΕΙΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΣΤΗ ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Η επένδυση σε Αμοιβαία Κεφάλαια δεν αποτελεί εύκολη απόφαση. Οι περισσότεροι επενδυτές, επικεντρώνονται συνήθως αποκλειστικά και μόνο στην απόδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, γεγονός το οποίο δεν θα πρέπει να αποτελεί το μόνο κριτήριο επιλογής.

Το πλήθος των αλληλοεξαρτώμενων παραγόντων, που διέπουν την επένδυση αυτή, πρέπει να λαμβάνονται σοβαρά υπόψη για την επιτυχημένη επιλογή του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

Στην παρούσα ενότητα θα περιγράψουμε τους βασικότερους από τους παράγοντες που πρέπει να αξιολογούνται, από τον κάθε επενδυτή που ενδιαφέρεται για μια επιτυχημένη επένδυση των κεφαλαίων του.

Καθορισμός του επενδυτικού στόχου

Κάθε επενδυτής πρέπει πρώτα από όλα να καθορίσει τον επενδυτικό σκοπό του χαρτοφυλακίου του. Αυτός εξαρτάται κύρια από δύο παράγοντες:

- I. Την απόδοση που απαιτεί από τις επενδύσεις του.
- II. Το κίνδυνο που προτίθεται να πάρει ή αλλιώς τα περιθώρια ζημιάς που μπορεί να ανεχτεί.

Δυστυχώς, όσο πιο μεγάλη απόδοση επιθυμεί κανείς, σε τόσο πιο μεγάλο κίνδυνο πρέπει να εκτεθεί και αντίστροφα. Οι αποδόσεις στις πιο σίγουρες επενδύσεις είναι συνήθως και οι μικρότερες.

Γνώση των Κινδύνων της επένδυσης

Ένα μεγάλο μέρος των επενδυτών εστιάζεται μόνο στις αποδόσεις που πετυχαίνουν τα Αμοιβαία Κεφάλαια και αυτό γιατί αγνοούν ή δεν αντιλαμβάνονται επακριβώς τους κινδύνους που συνδέονται με αυτά.

Πιστεύουν ότι οι αποδόσεις που αυτά πέτυχαν σε κάποια χρονική περίοδο, μπορούν να επαναλαμβάνονται με την ίδια ευκολία και στο μέλλον, απλά και μόνον επειδή διατηρούν κάποια στρατηγική επιμερισμού του κινδύνου (risk diversification).

Πρέπει όμως να γνωρίζει ο επενδυτής ότι, όλες οι επενδύσεις έχουν και το λεγόμενο συστηματικό κίνδυνο, ο οποίος σχετίζεται με τις διακυμάνσεις της αγοράς στο σύνολο της και που κανένα χαρτοφυλάκιο δεν μπορεί να εξουδετερώσει αποτελεσματικά. Συνεπώς θα πρέπει αφ'ενός μεν να έχουμε γνώση των συνθηκών και των κινδύνων των αγορών στις οποίες το κάθε Αμοιβαίο Κεφάλαιο επενδύει και αφετέρου, θα πρέπει να εξετάζουμε τις συνθήκες που ίσχυαν όταν επιτεύχθηκαν οι παρελθούσες υψηλές αποδόσεις.

Το είδος των χρεογράφων που περιέχονται στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο

Η συνολική απόδοση ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου, είναι συνάρτηση των αποδόσεων των τίτλων που περιέχονται σε αυτό. Η επιλογή των τίτλων γίνεται βεβαίως από τους διαχειριστές, με βάση τα δικά τους κριτήρια και τις δικές τους εκτιμήσεις, στα πλαίσια της επενδυτικής φιλοσοφίας και των στόχων του Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Όμως ο μεριδιούχος θα πρέπει να γνωρίζει τη σύνθεση του Χαρτοφυλακίου, και θα πρέπει να έχει άποψη για τη σύνθεση του ώστε ενδεχόμενα να προλάβει πιθανές ζημιές, όταν θα είναι ακόμη νωρίς. Για παράδειγμα στην αγορά μετοχών θα πρέπει να προτιμούνται εταιρίες υψηλής κεφαλαιοποίησης, μεγάλης εμπορευσιμότητας, με ικανή διοίκηση και με καλές προοπτικές και χρηματιστηριακή συμπεριφορά.

Παράλληλα μερικά Αμοιβαία έχουν υπερβολικό αριθμό χρεογράφων στο χαρτοφυλάκιο τους. Δηλαδή έχουν περισσότερα χρεόγραφα απ'ότι χρειάζεται για να εξαλείψουν τον μη συστηματικό κίνδυνο. Κατά συνέπεια η καλή πορεία ορισμένων μετοχών, εξουδετερώνεται από τη κακή πορεία άλλων μετοχών, οδηγώντας την απόδοση του χαρτοφυλακίου σε παράλληλη πορεία με το μέσο όρο της αγοράς.

Το ύψος των προμηθειών

Η έλλειψη προσοχής στις επιβαρύνσεις που συνδέονται με πληρωμή προμηθειών για ενδεχόμενες συναλλαγές, μπορεί να οδηγήσει σε σημαντική μείωση των καθαρών αποδόσεων, που είναι δυνατόν να εισπράξει τελικά ο επενδυτής.

Οι προμήθειες που πληρώνει κανείς τόσο κατά την αγορά, όσο και κατά την πώληση μεριδίων ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου, μειώνουν αυτόματα τόσο την αξία των επενδύσεων του, όσο και την αναμενόμενη απόδοση. Για παράδειγμα, εάν η απόδοση ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου κατά τη διάρκεια ενός έτους είναι 15% και οι συνολικές προμήθειες που πληρώθηκαν κατά την αγορά και την πώληση των μεριδίων φθάνουν στο 4%, τότε η καθαρή απόδοση είναι μόλις 11% όσο και η απόδοση των κρατικών ομολόγων.

Συνήθως, οι προμήθειες για αγορά μεριδίων Αμοιβαίων Κεφαλαίων, κυμαίνονται από 4%-5% και οι προμήθειες κατά την εξαγορά 1%. Όταν ένας μεριδιούχος επιθυμήσει, την ρευστοποίηση της επένδυσής του, θα έχει καταβάλλει συνολικά προμήθεια διάθεσης και εξαγοράς ύψους 5%-6%.

Βέβαια οι προμήθειες που χρεώνει η εταιρία διαχείρισης είναι διαπραγματεύσιμες και μπορεί να καθοριστούν σε χαμηλότερα επίπεδα, ανάλογα με το ποσό που επενδύεται. Παρόλα αυτά οι προμήθειες κρίνονται από την αγορά ως υψηλές, σε σχέση μάλιστα με αυτές που ισχύουν σε άλλες χώρες όπως τις Η.Π.Α.

Η αμοιβή διαχείρισης της Α.Ε.Δ.Α.Κ, συνίσταται σε ένα ποσοστό της τάξης του 1%-1.5% ετησίως επί του μέσου ημερήσιου ύψους του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, η δε καταβολή του ποσού αυτού πραγματοποιείται ανά μήνα ή τρίμηνο. Ορισμένες Α.Ε.Δ.Α.Κ ορίζουν διάφορα ποσοστά για διαφορετικά ύψη ενεργητικού, λόγω των οικονομικών κλίμακας τις οποίες απολαμβάνουν, όταν το ενεργητικό αυξάνεται πέρα από ένα ορισμένο ύψος.

Οι προμήθειες του θεματοφύλακα είναι αποτέλεσμα διαπραγμάτευσης μεταξύ της εταιρίας διαχείρισης και του θεματοφύλακα. Οι προμήθειες συνίστανται στις εξής:

- I. Αμοιβή θεματοφυλακής: Κυμαίνεται από 0.1% - 0.2% ετησίως, επί του κατά την διάρκεια του έτους ανώτατου ύψους ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, πληρωτέας συνήθως ανά τρίμηνο ή μήνα.
- II. Προμήθεια φύλαξης: Κυμαίνεται από 0.2%-0.3% ετησίως, επί της αξίας των φυλασσομένων τίτλων και αξιών στο τέλος κάθε μήνα και καταβάλλεται ανά μήνα.
- III. Προμήθεια μεσολάβησης επί αγοραπωλησιών: Κυμαίνεται από 0.2%-0.3% επί της τρέχουσας αξίας των αγοραπωλησιών αξιογράφων και είναι καταβλητέα ανά μήνα.
- IV. Προμήθεια είσπραξης: Κυμαίνεται από 0.4%-0.5% επί της αξίας των εισπραττομένων μερισμάτων των μετοχών και από 0.1%-0.2% επί της αξίας των εισπραττομένων τοκομεριδίων.

Οι παραπάνω προμήθειες, κρίνονται από την αγορά ως υψηλές σε σχέση μάλιστα με τις αντίστοιχες προμήθειες που ισχύουν σε άλλες χώρες του εξωτερικού, όπου ο θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι περισσότερο αναπτυγμένος. Παρ'όλα αυτά, τα τελευταία χρόνια στην χώρα μας διαφαίνονται τάσεις μείωσης αυτών των επιβαρύνσεων, ως αποτέλεσμα της ραγδαίας ανάπτυξης της αγοράς των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και του ανταγωνισμού μεταξύ των Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Έτσι για παράδειγμα οι επενδύσεις σε Αμοιβαία Κεφάλαια Σταθερού Εισοδήματος πρέπει να θεωρούνται ως μακροχρόνιες εξαιτίας των υψηλών προμηθειών που χρεώνονται μόνο κατά την αγορά και την πώληση μεριδίων. Επομένως όσο πιο μεγάλο διάστημα διατηρούνται τα μερίδια, τόσο περισσότερο μειώνετε το κόστος των προμηθειών (σε ετήσια βάση) και τόσο περισσότερο αυξάνεται η (ετήσια) απόδοση τους.

Παράλληλα εάν η Α.Ε.Δ.Α.Κ κινεί το χαρτοφυλάκιο της πολλές φορές προσπαθώντας να αγοράσει υποτιμημένες μετοχές και να πουλήσει τις υπερτιμημένες (active management), τότε μπορεί να δημιουργήσει υψηλά έξοδα λόγω χρηματιστηριακών προμηθειών.

Γενικά, πρέπει να γνωρίζουμε ποιο ακριβώς είναι το ύψος των εμφανών και αφανών εξόδων από την επένδυση μας σε Αμοιβαία Κεφάλαια.

Υπολογισμός των κερδών

Τα κέρδη από τα Αμοιβαία Κεφάλαια, έχουν διπλή προέλευση και συγκεκριμένα από την υπεραξία του μεριδίου και από τα μερίσματα. Η υπεραξία του μεριδίου, είναι η διαφορά της καθαρής τιμής του μεριδίου

από την ημέρα που αγοράστηκε το μερίδιο, μέχρι την ημέρα που πουλήθηκε.

Το μέρισμα διανέμεται μέσα στο πρώτο τρίμηνο κάθε ημερολογιακού έτους και προκύπτει από τα κέρδη που έχει το Αμοιβαίο Κεφάλαιο, από τις επενδύσεις που πραγματοποίησε μέσα στο προηγούμενο έτος. Τα κέρδη πρέπει να αξιολογούνται, χωρίς να συνδέονται άμεσα οι αποδόσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με τις αποδόσεις των απευθείας επενδύσεων στα επενδυτικά αντικείμενα που επένδυσε το Αμοιβαίο Κεφάλαιο. Τα Αμοιβαία, πραγματοποιούν πολλαπλές επενδύσεις και κάνουν συνδυασμούς που δεν μπορεί να κάνει ο μεμονωμένος επενδυτής και για το λόγο αυτό συνήθως έχουν υψηλότερες αποδόσεις από τις αντίστοιχες μεμονωμένες επενδύσεις. Η λειτουργία αυτή που είναι ουσιαστικά και η ουσία των επενδύσεων, μέσω Αμοιβαίων, μπορεί όμως πολλές φορές να οδηγήσει σε μετριότερες αποδόσεις, λόγω ακριβώς της διασποράς των επενδύσεων που μετριάζουν τον κίνδυνο, αυξάνοντας όμως την ασφάλεια.

Παράλληλα θα πρέπει να έχουμε σαφείς στόχους και προσανατολισμούς. Η αστάθεια των αποφάσεων μπορεί να οδηγήσει σε συνεχείς εναλλαγές μεταξύ Αμοιβαίων Κεφαλαίων, με συνέπεια τα συναλλακτικά κόστη να μεγαλώσουν υπερβολικά.

Το χρονικό σημείο αγοράς

Η απόδοση ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο, δεν αποτελεί πάντα εγγύηση για επανάληψη της στην επόμενη.

Κατά συνέπεια επειδή οι διακυμάνσεις των αγορών έχουν άμεσες επιπτώσεις και στις τιμές των μεριδίων των Αμοιβαίων, πρέπει να εξετάζεται η πορεία τους συγκρίνοντας, όχι μόνο τη μεταβολή των τιμών τους ανάμεσα σε δύο χρονικά σημεία, αλλά συνολικά τις διακυμάνσεις σε αυτό το χρονικό διάστημα. Έτσι διότι ένα Αμοιβαίο μπορεί να εμφανίζει υψηλή απόδοση σε ένα χρονικό διάστημα τεσσάρων ετών, η οποία όμως να οφείλεται στα σημαντικά κέρδη που απεκόμισε τα δύο πρώτα χρόνια και τα οποία καλύπτουν τις χαμηλές αποδόσεις των τελευταίων ετών.

Όμως η ανάπτυξη δεν είναι ισομερής για όλες τις κατηγορίες των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Και αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι όλοι οι παράγοντες που συμβάλλουν στην ανάπτυξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων δεν λειτούργησαν στον ίδιο βαθμό. Αυτό επιβεβαιώνεται από την μετακίνηση κεφαλαίων από τις τραπεζικές καταθέσεις προς τα Αμοιβαία Κεφάλαια και ιδιαίτερα εκείνα τα λεγόμενα σταθερού εισοδήματος ή διαχείρισης διαθεσίμων.

Τα επόμενα χρόνια και λόγω της διεθνοποίησης, θα γίνουμε μάρτυρες μιας αλματώδους ανάπτυξης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Νέα θεσμικά σχήματα και εξειδικευμένα προϊόντα θα μπουν στη ζωή μας. Αποτέλεσμα του προσανατολισμού προς το διεθνή ανταγωνισμό, είναι η πρόσφατη τάση εξάπλωσης των τροφοδοτών Αμοιβαίων Κεφαλαίων και των σχημάτων που επενδύουν σε μερίδια άλλων Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Η δυνατότητα χρησιμοποίησης των συγκριτικών πλεονεκτημάτων των

εγχώριων Αμοιβαίων Κεφαλαίων από υπερεθνικά επενδυτικά σχήματα, είναι η νέα τάση στον τομέα των θεσμικών επενδύσεων.

Διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου

Όπως σε όλες τις κατηγορίες επενδύσεων, ισχύει και εδώ η αρχή της διασποράς με επενδύσεις σε περισσότερα Αμοιβαία Κεφάλαια, με στόχο όχι μόνο να μειώνει το ρίσκο, αλλά και να διευρύνει τις πιθανότητες να επιτύχει τελικά μεγαλύτερες αποδόσεις. Γι' αυτό οι εταιρίες διαθέτουν ευρεία γκάμα Αμοιβαίων για κάθε κατηγορία επενδυτή και συμβουλεύουν να αγοράζονται μερίδια διαφόρων Αμοιβαίων.

Παράλληλα οι ειδικοί συστήνουν ανεπιφύλακτα την ευελιξία των επενδυτών στις επενδύσεις Αμοιβαίων. Προτείνουν δηλαδή να μη μένει κανείς σταθερός σε μια κατηγορία Αμοιβαίου αλλά στο πλαίσιο του κινδύνου που θέλει να αναλάβει να είναι ευέλικτος, σε μεσομακροπρόθεσμη όμως βάση, ώστε να μετακινείται ανάμεσα στις κατηγορίες των Αμοιβαίων ανάλογα με τις συνθήκες στην αγορά.

Προκειμένου όμως να ακολουθήσει μια τέτοια πολιτική ο επενδυτής, θα πρέπει να υπολογίσει σωστά το κόστος εισόδου και εξόδου λόγω των προμηθειών που επιβαρύνουν τις αγορές και πωλήσεις, με αποτέλεσμα στις περισσότερες κατηγορίες Αμοιβαίων να μην ενδείκνυνται οι σύντομες μετακινήσεις.

Εξέταση του φορολογικού καθεστώτος

Οι επενδύσεις σε Αμοιβαία Κεφάλαια δεν είναι αφορολόγητες. Τα εισοδήματα που προέρχονται από τόκους ομολόγων στα Αμοιβαία Κεφάλαια, φορολογούνται στη πηγή τους (δηλαδή ο φόρος παρακρατείται και καταβάλλεται από τις Α.Ε.Δ.Α.Κ). Όμως, καθ'όσον (κατά τα χρόνια ισχύος των συγκεκριμένων φορολογικών διατάξεων, υπήρξαν αμφιβολίες γύρω από τον τρόπο εφαρμογής τους, από ορισμένες Α.Ε.Δ.Α.Κ εξακολουθούν να υπάρχουν εκκρεμότητες γύρω από τον τρόπο καταβολής του φόρου, εκκρεμότητες οι οποίες μπορεί να δημιουργήσουν αδικαιολόγητες υποχρεώσεις προς νέους μεριδιούχους.

Παράλληλα, ο επενδυτής θα πρέπει να έχει υπόψη του ότι τα εισοδήματα που εισπράττει κάθε έτος από τα Αμοιβαία Κεφάλαια υπό μορφή μερισμάτων, δηλώνονται στη φορολογική του δήλωση, χωρίς να υπόκεινται σε (επιπλέον) φορολόγηση.

Τα εισοδήματα αυτά όμως, μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να δικαιολογήσουν την απόκτηση αγαθών, τα οποία εμπίπτουν στις διατάξεις του «πόθεν έσχες».

Γνώση της Διοίκησης και τις Διαχειριστικής Επιτροπής της Α.Ε.Δ.Α.Κ

Η Διοίκηση και η Διαχειριστική Επιτροπή του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, αποτελούν το σημαντικότερο παράγοντα, για την επενδυτική ή όχι επιτυχία. Πρόκειται για τους ανθρώπους που διαχειρίζονται τα χρήματα των μεριδιούχων.

Γενικά, ο επενδυτής θα πρέπει να ενημερωθεί και να αξιολογήσει την εταιρία που διαθέτει τα Αμοιβαία Κεφάλαια και να παρακολουθεί συνεχώς την πορεία της, αλλά και την επενδυτική της στρατηγική.

Παράλληλα, συστήνεται η συνεχής ενημέρωση των μεριδιούχων από τους Διαχειριστές των Αμοιβαίων, προκειμένου να προσαρμόζεται συνεχώς το χαρτοφυλάκιο του επενδυτή στις εξελίξεις και να επιτυγχάνονται οι καλύτερες δυνατές κινήσεις.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

1. «Επενδύσεις σε Αμοιβαία Κεφάλαια» Νοεμβρ.1997,σελ..14.
2. «Αμοιβαία Κεφάλαια»,Ετήσια Έκδοση «Ναυτεμπορικής» 1997,σελ.23.
3. «Αμοιβαία Κεφάλαια», Ετήσια Έκδοση «Κέρδος» 1997,σελ.19.
4. A.Freedman-R.Wiles,«How Mutual Funds Work»,New York Institute of Finance,USA , 1993,σελ.48.
5. Π.Κατσούλας. «Κεφαλαιγορά και διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων», Πιτσίλος, Αθήνα 1995,σελ.98.
6. Γ.Χολέβας. «Αμοιβαία Κεφάλαια», Το Οικονομικό, Αθήνα 1991,σελ.78.
7. Δ.Βασιλείου «Επενδύσεις», Σταμούλης, Αθήνα 1993,σελ.89.
8. Γ.Καράνης- Γ.Ψωμαδάκης. «Αμοιβαία Κεφάλαια-Έννοια-Χαρακτηριστικά-Προοπτικές»,Το Οικονομικό, Αθήνα 1993,σελ.78.
9. I.Treynor. «How to Rate Management of Investment Funds», Harvard Business Review,1965,σελ.114.
- 10.«Επενδύσεις σε Αμοιβαία Κεφάλαια», Φεβρουάριος 1997,σελ.87.
- 11.«Προσωπικό Χαρτοφυλάκιο και Αμοιβαία Κεφάλαια», Ετήσια έκδοση «Κέρδος 1997»,σελ.32.

ΟΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ

ΟΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

ΤΩΝ

ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

ΣΤΗΝ

ΕΛΛΑΔΑ

ΟΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια έχουν κερδίσει πια την εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού. Αυτό είναι το συμπέρασμα στο οποίο αβίαστα φθάνει κανείς, εάν μελετήσει την πορεία της ελληνικής αγοράς των Αμοιβαίων Κεφαλαίων κατά το έτος 1996.

Οι τοποθετήσεις του επενδυτικού κοινού στα Αμοιβαία Κεφάλαια το 1996, αυξήθηκαν κατά 1.35 τρις. δρχ. ή σε ποσοστό 57.27%, αυξάνοντας το συνολικό ενεργητικό τους στα 3.789 τρις. δρχ., σε σχέση με τα 2.44 τρις. δρχ. που ήταν το 1995.

Τα τελευταία χρόνια παρατηρείται μία αυξητική τάση της αγοράς των Αμοιβαίων, σε σχέση με τις καταθέσεις ιδιωτών. Σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, το παραπάνω συνολικό ενεργητικό των Αμοιβαίων, ισοδυναμεί με το 24.28% των συνολικών δραχμικών καταθέσεων ιδιωτών κατά την 31/12/96.

Ο αριθμός των Αμοιβαίων που διατίθενται στην ελληνική αγορά και διαχειρίζονται οι ελληνικές Α.Ε.Δ.Α.Κ ανήλθε στα 150, εξαιρώντας τα ξένα Αμοιβαία που αντιπροσωπεύουν ξένες τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρίες.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια, αυτά διαχωρίζονται στις εξής κατηγορίες:

ΕΙΔΟΣ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	ΑΡΙΘΜΟΣ
ΣΤΑΘΕΡΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	36
ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	32
ΔΙΕΘΝΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	8
ΜΙΚΤΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	18
ΔΙΕΘΝΗ ΜΙΚΤΑ	10
ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	26
ΔΙΕΘΝΗ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ	20

Πίνακας 8: Οι κατηγορίες των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην ελληνική αγορά.

Η ανάπτυξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων τα τελευταία χρόνια ήταν ραγδαία και σ' αυτό συντέλεσαν διάφοροι παράγοντες.

Πρώτα απ' όλα, ο ανταγωνισμός που επικρατεί μεταξύ των Α.Ε.Δ.Α.Κ για την πώληση μεριδίων, έχει ως αποτέλεσμα την προσφορά ολοένα και περισσότερων τύπων Αμοιβαίων Κεφαλαίων, τη μείωση των προμηθειών που καταβάλλει ο μεριδιούχος και την αύξηση των παρεχόμενων υπηρεσιών πληροφόρησης και εξυπηρέτησης, έτσι ώστε ο υποψήφιος επενδυτής να έχει μεγαλύτερη δυνατότητα επιλογής του επενδυτικού σχήματος στο οποίο θα τοποθετήσει τα χρήματά του.

Σημαντικοί επίσης παράγοντες που επηρεάζουν τις αποδόσεις και φυσικά την ανάπτυξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, είναι η γενικότερη πορεία της οικονομίας και οι διεθνείς εξελίξεις, το επίπεδο των επιτοκίων, το επίπεδο του πληθωρισμού και η πορεία του χρηματιστηρίου στο επίπεδο που καθένας από αυτούς έχει σχέση, με του αντίστοιχου προσανατολισμού Αμοιβαίο Κεφάλαιο.

Πέρα από αυτά η ανάπτυξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων βασίζεται και στα ακόλουθα:

- Στη ζήτηση για εξειδικευμένα προϊόντα και υπηρεσίες που χρησιμοποιούν τις τεχνολογικές, χρηματοπιστωτικές, φορολογικές και ερευνητικές καινοτομίες.
- Στην αναγνώριση, εκ μέρους των μικρών επενδυτών, των ωφελειών που προκύπτουν από την διαχείριση των Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Ακόμη όμως ο θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στη χώρα μας βρίσκεται στο στάδιο της ανάπτυξης και οι όποιοι αρνητικοί παράγοντες, δύσκολα θα επηρεάσουν τη θέση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στη συνείδηση του επενδυτή.

Μια πρώτη σύγκριση με τις διεθνείς αγορές μας δείχνει, ότι ο αριθμός των Ελλήνων επενδυτών που διαθέτουν Αμοιβαία Κεφάλαια, είναι πολύ μικρός σε σύγκριση με τις άλλες χώρες. Εξάλλου και ως ποσοστό επί του εθνικού εισοδήματος και της εθνικής αποταμίευσης, τα ενεργητικά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων υπολείπονται σημαντικά των σχετικών ποσοστών που υπάρχουν στις διεθνείς ανεπτυγμένες αγορές.

Παρόλα αυτά, τα παραπάνω μεγέθη είναι σαφώς ενδεικτικά του γεγονότος, ότι το ελληνικό επενδυτικό κοινό έχει αποδειχθεί τα Αμοιβαία Κεφάλαια ως ένα εργαλείο επένδυσης, που παρέχει ασφάλεια και αρκετά προσοδοφόρες αποδόσεις.

Για όλο το διάστημα του 1996 το ενδιαφέρον του επενδυτικού κοινού συγκεντρώθηκε κυρίως στα Αμοιβαία Διαχείρισης Διαθεσίμων και Σταθερού Εισοδήματος, που αντιπροσωπεύουν περίπου το 95% των επενδυμένων κεφαλαίων. Αυτές οι δύο κατηγορίες, οι οποίες συνδέονται άμεσα με τα διάφορων μορφών καταθετικά προϊόντα και με τους τίτλους του Δημοσίου, γνώρισαν μεγάλη επιτυχία. Αυτό οφείλεται τόσο στη μικρή εμπιστοσύνη που έδειξαν οι επενδυτές στις τοποθετήσεις στο Χρηματιστήριο, λόγω των χαμηλών επιπέδων των τιμών των χρηματιστηριακών δεικτών, όσο και στο γεγονός ότι το γενικότερο οικονομικό περιβάλλον ευνόησε τις σταθερές δραχμικές τοποθετήσεις, αφού για μεγάλο χρονικό διάστημα, επικρατούσαν στην αγορά, υψηλά πραγματικά επιτόκια και σκληρή δραχμή.

Συγκεκριμένα η διάρθρωση της αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανά κατηγορία με βάση το Ενεργητικό της 31/12/96 έχει ως εξής:

ΕΙΔΟΣ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	ΠΟΣΟΣΤΟ (%)
ΣΤΑΘΕΡΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	38.8
ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	51.8
ΔΙΕΘΝΗ	0.18
ΔΙΕΘΝΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ	2.35
ΔΙΕΘΝΗ ΜΙΚΤΑ	1.12
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΜΕΤΟΧΙΚΑ	3.70
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΜΙΚΤΑ	1.94

Πίνακας 9: Η διάρθρωση της ελληνικής αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Επίσης, καθοριστικό ρόλο έπαιξε η είσοδος στην αγορά τραπεζικών Α.Ε.Δ.Α.Κ, οι οποίες κατεύθυναν μέρος των επενδύσεων τους, σε προϊόντα χρηματαγοράς που αποτελούν το σύνολο σχεδόν του ενεργητικού των Αμοιβαίων Διαχείρισης Διαθεσίμων.

Παράλληλα, οι τράπεζες και οι ασφαλιστικές εταιρίες χρησιμοποίησαν τα Αμοιβαία Κεφάλαια ως το αποδοτικότερο μέσο προώθησης δραχμικών προϊόντων στην αγορά, εξασφαλίζοντας, με αυτό τον τρόπο, ανταγωνιστικές αποδόσεις για το ευρύ αποταμιευτικό κοινό, αλλά και μια σημαντική πηγή κερδοφορίας.

ΟΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Τα ελληνικά Αμοιβαία κεφάλαια θα αποτελέσουν τα επόμενα χρόνια σημαντικό παράγοντα στήριξης της Εθνικής Οικονομίας, ενίσχυσης των επενδύσεων και υποβοήθησης της δημοσιονομικής εξυγίανσης.

Οι θετικές αποδόσεις που παρουσιάζουν τα Αμοιβαία Κεφάλαια μακροχρόνια θα οδηγήσουν στη συσσώρευση ενός τεράστιου ποσού που φθάνει στα 7 τρισ. δραχμές και το οποίο θα επενδύεται μέσα στην ελληνική αγορά. Η ανάπτυξη αυτή βέβαια θα οφείλεται περισσότερο στη μετακίνηση κεφαλαίων από τις καταθέσεις και λιγότερο στη συγκρατημένη άνοδο της γενικής οικονομικής δραστηριότητας.

Παράλληλα όμως η μείωση των επιτοκίων καταθέσεων (εξαιτίας της μείωσης του πληθωρισμού) θα ενισχύσει ιδιαίτερα τη ροή κεφαλαίων προς την αγορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων ενώ η συνέχιση της πολιτικής δημοσιονομικής εξυγίανσης (μείωση δημοσίων ελλειμμάτων) θα συντελέσει στη γενικότερη μείωση επιτοκίων των κρατικών τίτλων δίνοντας ώθηση στις τιμές των χρηματιστηριακών μετοχών και στην αγορά των μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Η μέχρι πρόσφατα υψηλή απόδοση τοποθετήσεων σε τίτλους δημοσίου, αποθάρρυνε την ανάληψη άλλων επενδυτικών

επιλογών και περιόρισε τη διοχέτευση κεφαλαίων σε υγιείς επιχειρήσεις. Έτσι τα κεφάλαια, διοχετεύονταν κυρίως σε Αμοιβαία Σταθερού Εισοδήματος και Διαχείρισης Διαθεσίμων, με αποτέλεσμα ο θεσμός να λειτουργήσει στο ευρύ επενδυτικό κοινό σαν τραπεζικός λογαριασμός με ικανοποιητικές αποδόσεις, παρά σαν χαρτοφυλάκιο αξιών.

Η προώθηση των ιδιωτικοποιήσεων θα εξασφαλίσει έσοδα στο δημόσιο για την καλύτερη κάλυψη των μεγάλων «ανοιγμάτων» του αλλά και θα αναθερμάνει τη χρηματιστηριακή αγορά και κατ' επέκταση της αγοράς των μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Επίσης η σταθερή πορεία για την επίτευξη των στόχων του Μάαστριχτ σε συνδυασμό με την άσκηση αναπτυξιακών πολιτικών θα αυξήσει το ενδιαφέρον των ελλήνων επενδυτών για τα ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια.

Ωστόσο, πρέπει να υπογραμμισθεί ότι, το άνοιγμα των εθνικών αγορών και ο έντονος ανταγωνισμός μεταξύ των χρηματιστηρίων θα δημιουργήσουν νέα δεδομένα για το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, την ελληνική αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων και ειδικότερα για τα αναπτυξιακά Αμοιβαία Κεφάλαια.

Επίσης η ευνοϊκότερη φορολόγηση, σε συνδυασμό με τη προώθηση επενδύσεων για Τεχνολογικό εκσυγχρονισμό, αποτελούν δύο βασικούς παράγοντες για την αύξηση των αποδόσεων των ελληνικών μετοχών και των αναπτυξιακών Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Η απελευθέρωση της διαχείρισης διαθεσίμων των ταμείων ασφάλισης και συνταξιοδότησης, τόσο από τον ιδιωτικό, όσο και από το δημόσιο τομέα θα δώσει μεγάλη ώθηση στα Αμοιβαία Κεφάλαια. Για τα Κοινωνικά Ταμεία η διασπορά των διαθεσίμων τους μέσω των Αμοιβαίων Κεφαλαίων θα δώσει επαγγελματική διαχείριση στα κεφάλαια τους καθώς και μεγαλύτερη

ασφάλεια. Για τους ασφαλισμένους αυτό θα είναι ιδιαίτερα ευεργετικό, αφού θα δίνει μακροχρόνια, τη δυνατότητα χαμηλότερης εισφοράς και μεγαλύτερης συνταξιοδότησης.

Παράλληλα, η πλήρης και ταχεία αξιοποίηση του δεύτερου πακέτου Ντελόρ καθώς η ανάθεση στη χώρα μας της Ολυμπιάδας του 2004 θα ενισχύσει άμεσα την Εθνική οικονομία και τον κλάδο των κατασκευαστικών εταιριών, με θετικές επιπτώσεις και για την εγχώρια αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Η μείωση των κεντρικών επιτοκίων σε ΗΠΑ και Ευρώπη αποτελεί μια πολύ καλή προσπάθεια για στήριξη των επιχειρήσεων και, κατά συνέπεια, των ξένων μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Σημαντικές επίσης είναι οι προοπτικές αύξησης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων μέσω προγραμμάτων των ασφαλιστικών εταιριών με τη δημιουργία προϊόντων νέας γενιάς Unit-Linked που αντικαθιστούν σταδιακά τα παραδοσιακά ασφαλιστικά προϊόντα καθώς και τα συνταξιοδοτικά προγράμματα.

Η δημιουργία εξειδικευμένων Αμοιβαίων Κεφαλαίων θα συμβάλει στην ανάπτυξη του θεσμού. Τα εξειδικευμένα Αμοιβαία Κεφάλαια είναι η λύση για επίλεκτους μεριδιούχους. Η εμφάνισή τους είναι αναγκαία λόγω της ύπαρξης προσδοκιών περί υψηλών μελλοντικών αποδόσεων εξειδικευμένων κλάδων.

Επίσης πρόκειται να κυκλοφορήσουν σύντομα στην χώρα μας τα Αμοιβαία Κεφάλαια με εγγύηση του κεφαλαίου του επενδυτή. Εγγυητής του κεφαλαίου δεν είναι η ίδια η Α.Ε.Δ.Α.Κ, αλλά η τράπεζα-θεματοφύλακας ή και τρίτο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα.

Οι προοπτικές λοιπόν των Αμοιβαίων Κεφαλαίων διαφαίνονται θετικές για τα αμέσως επόμενα χρόνια κυρίως εξαιτίας της εξέλιξης των

μακροοικονομικών μεγεθών. Όμως για την υλοποίηση των θετικών τάσεων θα πρέπει να ληφθούν σοβαρά υπόψη οι προτάσεις που έχουν εξεφρασθεί κατά καιρούς από διακεκριμένα πρόσωπα της αγοράς των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Οι προτάσεις αυτές απορρέουν κυρίως από τα βασικά προβλήματα που αντιμετωπίζει σήμερα ο θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Σύμφωνα λοιπόν με τις απόψεις αυτές απαιτείται:

- I. Αντικειμενική ενημέρωση του επενδυτικού κοινού. Το επενδυτικό κοινό πρώτα απ' όλα θα πρέπει να ενημερωθεί σωστά για να ξέρει τι μπορεί να περιμένει από τα Αμοιβαία Κεφάλαια. Αυτό που ουσιαστικά απουσιάζει είναι η ζήτηση για την επένδυση Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Για το λόγο αυτό οι Α.Ε.Δ.Α.Κ., θα πρέπει να προσπαθήσουν να αντιμετωπίσουν το πρόβλημα από κοινού και να πάψουν να βλέπονται μεταξύ τους ως ανταγωνιστές.
- II. Βελτίωση της ποιότητας πώλησης και των δικτύων διανομής με την θεσμοθέτηση του ρόλου του επενδυτικού συμβούλου. Στα καθήκοντα του επενδυτικού συμβούλου περιλαμβάνονται:
 - Η ενημέρωση, η συνδρομή και ο συντονισμός του προσωπικού δικτύου πωλήσεων.
 - Ο έλεγχος και παρακολούθηση της ορθής τήρησης των διαδικασιών και η επισήμανση των λαθών κατά την διεξαγωγή των εργασιών.
 - Η εκπαίδευση και παρακολούθηση της δραστηριότητας των συνεργατών.
 - Η παρακολούθηση μεγάλων πελατών όπως και η διαμόρφωση ειδικών όρων συνεργασίας.
 - Η υποβολή προτάσεων για την αξιοποίηση των Κεφαλαίων Κοινωνικής Ασφάλισης (Ασφαλιστικών Ταμείων).

- Η υποβολή προτάσεων για ομαδικές συμμετοχές στα επενδυτικά προγράμματα.

III. Σοβαρή προσπάθεια διαφήμισης και προώθησης του θεσμού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

IV. Σαφής και σταθερή φορολογική πολιτική. Βεβαίως, η επάνοδος στο προϊσχύον φορολογικό καθεστώς και η επιβολή ενός φόρου (2%) επί του μέσου όρου του εξαμηνιαίου ενεργητικού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, αποτελούν ενθαρρυντικά βήματα και θα συμβάλουν στην περαιτέρω ανάπτυξη του θεσμού.

V. Παύση του αφανούς «πολέμου» μεταξύ των ασφαλιστικών εταιριών και των Α.Ε.Δ.Α.Κ στον τομέα των επενδυτικών προγραμμάτων που σα σκοπό έχουν τη σύνταξη.

Γενικά η στρατηγική πολιτική των Α.Ε.Δ.Α.Κ τα επόμενα χρόνια συνεχώς θα διευρύνεται προς την κατεύθυνση προσέλκυσης νέων πελατών και εισροής νέων κεφαλαίων. Έτσι μεσομακροπρόθεσμα θα ενισχύσουν το μερίδιό τους στην αγορά οι Α.Ε.Δ.Α.Κ που:

- I. θα περιορίσουν τις προμήθειες.
- II. θα προσφέρουν αποδοτικότερη διαχείριση χαρτοφυλακίων.
- III. θα στραφούν σε διεθνείς συνεργασίες.
- IV. θα δημιουργήσουν προσωπικούς επενδυτικούς λογαριασμούς¹⁵.

¹⁵ Ο Επενδυτικός λογαριασμός είναι ο λογαριασμός που δίνει τη δυνατότητα σε κάθε μεριδιούχο, να συμμετάσχει σε ένα ή περισσότερα Αμοιβαία Κεφάλαια, δημιουργώντας το προσωπικό επενδυτικό πρόγραμμα, αποβλέποντας έτσι στην αποδοτικότερη αξιοποίηση των διαθέσιμων ανάλογα με τις μελλοντικές ανάγκες και επιθυμίες.

V. θα επιδιώξουν στενότερη συνεργασία με ασφαλιστικές εταιρίες και τα ταμεία ασφάλισης, με σκοπό την καλύτερη διαχείριση των αποθεματικών και των διαθεσίμων τους.

Ο θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, παραμένει λοιπόν στο στάδιο της ανάπτυξης και αυτό επιβεβαιώνεται καθημερινά με τη δημιουργία νέων Αμοιβαίων Κεφαλαίων, την παροχή εξειδικευμένων και ποιοτικά αναβαθμισμένων υπηρεσιών, τον έντονο και επωφελή ανταγωνισμό προς όφελος των επενδυτών.

Γενικά, οι προοπτικές ανάπτυξης του θεσμού προδιαγράφονται αισιόδοξες. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια για να αποτελέσουν όμως ουσιαστικό μοχλό ανάπτυξης της εθνικής οικονομίας, θα πρέπει όπως συμβαίνει και στις αναπτυγμένες χώρες, να διοχετεύουν τα επενδύσιμα κεφάλαια, όχι μόνο στην κατεύθυνση της κάλυψης των δημοσίων ελλειμμάτων, αλλά και σε υγιείς αναπτυξιακές επιχειρήσεις μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς. Έτσι, θα συμβάλλουν στην αναθέρμανση του επενδυτικού κλίματος και στη δημιουργία νέων δεδομένων για την ελληνική κεφαλαιαγορά.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

1. «Δελτίο Εμπορικού και Βιομηχανικού Επιμελητηρίου Αθηνών», Τεύχος Φεβρουαρίου 1997,σελ.31.
2. «Αμοιβαία Κεφάλαια», Ειδική έκδοση «Ναυτεμπορικής», Φεβρουάριος 1997,σελ.25.
3. «Οικονομικός Ταχυδρόμος», Τεύχος Ιουνίου 1997,σελ.43.
4. «Αγορά», Τεύχος Απριλίου 1997,σελ.32.
5. «Forum», Τεύχος Μαρτίου 1997,σελ.29.
6. «Οργάνωση και Οικονομία», Τεύχος Ιουνίου 1997,σελ.37.
7. «Προσωπικό Χαρτοφυλάκιο και Αμοιβαία Κεφάλαια» Ειδική έκδοση «Κέρδος» 1997,σελ.16.

ΟΙ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

ΓΕΝΙΚΑ

Μια Εταιρία Επενδύσεων αποτελεί ένα σύνολο περιουσίας το οποίο ανήκει σε πολλά πρόσωπα ταυτόχρονα. Αυτό το σύνολο περιουσίας επενδύεται από τους ειδικούς της Εταιρίας Επενδύσεων, σε διάφορα αξιόγραφα όπως μετοχές, ομόλογα και άλλα χρηματιστηριακά εργαλεία. Ο κάθε επενδυτής ανάλογα με το ποσό της συμμετοχής του στο σύνολο της περιουσίας, κατέχει ανάλογο ποσοστό στο χαρτοφυλάκιο της Εταιρίας Επενδύσεων. Έτσι στην περίπτωση της ανόδου των τιμών των μετοχών και των εσόδων από τόκους και μερίσματα, αυξάνει ανάλογα και η αξία της συμμετοχής του κάθε επενδυτή.

Η Εταιρία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου είναι ανώνυμη εταιρία που διέπεται βασικά από τον νόμο 2190/20 και συμπληρωματικά και ειδικά από τον ν.1969/91 (πρώην Ν.Δ. 608/70).

Η εταιρία έχει υποχρεωτικά κατώτατο όριο μετοχικού κεφαλαίου 500.000.000 που καταβάλλεται ολοσχερώς κατά την σύσταση της.

Προϋπόθεση για την έκδοση άδειας σύστασης της Εταιρίας Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου είναι η χορήγηση άδειας λειτουργίας της εταιρίας από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Για την χορήγηση άδειας η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κρίνει και εκτιμά την οργάνωση, τα τεχνικά και οικονομικά μέσα της εταιρίας, την αξιοπιστία και την πείρα των προσώπων που προτείνονται για να διοικήσουν την εταιρία καθώς και την καταλληλότητα

των ιδρυτών της εταιρίας, για την διασφάλιση της χρηστής διαχείρισης της εταιρίας.

Με τις διατάξεις αυτές και με άλλες που αποβλέπουν αφ' ενός στην αρτιότερη προστασία των επενδυτών και αφ' ετέρου στην εφαρμογή της εσωτερικής νομοθεσίας προς την αντίστοιχη κοινοτική, γίνεται ένα βήμα ακόμα για την προώθηση των θεμάτων ανάπτυξης της κεφαλαιαγοράς.

Η Εταιρία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου υποχρεούται να υποβάλλει αίτηση εισαγωγής των μετοχών της στο Χρηματιστήριο μέσα σε έξι μήνες από την έγκριση της άδειας συστάσεως της.

Η Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου έχουν αποκλειστικό σκοπό την διαχείριση χαρτοφυλακίου και αποτελούν μαζί με τα Αμοιβαία Κεφάλαια τις αντιπροσωπευτικότερες μορφές θεσμικών επενδύσεων και τους βασικότερους παράγοντες ανάπτυξης της κεφαλαιαγοράς.

Υπάρχουν τρία είδη εταιριών επενδύσεων, τα οποία θα επιχειρήσουμε να αναλύσουμε στην παρούσα ενότητα.

Εταιρία χωρίς διαχείριση

Ο τύπος αυτός της εταιρίας (unit investment trust) υπάρχει στις Η.Π.Α. Είναι συνήθως μια εταιρία χωρίς διαχείριση (unmanaged), η οποία συνήθως έχει ένα χαρτοφυλάκιο χρεογράφων σταθερό καθ'ολη τη διάρκεια ζωής της.

Για να δημιουργηθεί μια τέτοια εταιρία, μία ανάδοχος εταιρία (sponsor) - που είναι συνήθως μια χρηματιστηριακή εταιρία- αγοράζει ένα σύνολο χρεογράφων, το καταθέτει σε ένα θεματοφύλακα (trustee) -που είναι συνήθως μία τράπεζα- και λαμβάνει έναν αριθμό μετοχών που

αποτελούν αναλογικές απαιτήσεις σ' αυτό το χαρτοφυλάκιο. Οι μετοχές αυτές, γνωστές και ως εξαγοραζόμενα πιστοποιητικά (redeemable trust certificates), πωλούνται στους επενδυτές από την ανάδοχο εταιρία.

Η διάρκεια ζωής της κυμαίνεται από έξι μήνες (για εταιρίες που έχουν χαρτοφυλάκια με χρεόγραφα χρηματαγοράς), έως και πέραν των είκοσι ετών (για εταιρίες με χαρτοφυλάκια ομολογιών).

Γενικά το χαρτοφυλάκιο των παραπάνω εταιριών περιλαμβάνει 10-40 χρεόγραφα, τα οποία κρατούνται μέχρι την λήξη τους. Γι' αυτό και υπάρχει μικρή αμοιβή διαχείρισης. Αποτελούν δηλαδή παθητικές επενδύσεις (passive investments). Όλοι δε οι τόκοι, τα μερίσματα και οι αποπληρωμές του αρχικού κεφαλαίου (στην περίπτωση των ομολογιών) διανέμονται στους μεριδιούχους.

Εταιρίες επενδύσεων ανοικτού τύπου

Η εταιρίες επενδύσεων ανοικτού τύπου (open-end investment companies), είναι γνωστές και ως Αμοιβαία Κεφάλαια (Mutual Funds). Λέγεται αμοιβαίο (mutual) διότι η ισότιμη συμμετοχή στις ζημιές και στα κέρδη που έχουν οι κάτοχοι των μεριδίων (δηλαδή η μεριδιούχοι) από τη διαχείριση της περιουσίας αυτής, δημιουργεί την έννοια της αμοιβαιότητας. Κάθε φορά που κάποιος αποσύρει όλο ή μέρος του ποσού που έχει επενδύσει στο κεφάλαιο, και κάθε φορά που ένας νέος (ή και παλιός) εισφέρει νέα ποσά σ' αυτό, η αξία του μεριδίου δεν μεταβάλλεται (δηλαδή η περιουσία των υπολοίπων παραμένει ως έχει). Η αξία του

μεριδίου αυξάνεται ή μειώνεται, ανάλογα με την επενδυτική πολιτική που ακολουθεί ο διαχειριστής, ο οποίος είναι ο αποκλειστικός υπεύθυνος γι' αυτήν. Οι εταιρίες επενδύσεων ανοικτού τύπου είναι εταιρίες των οποίων η κεφαλαιακή δομή μεταβάλλεται συνεχώς, καθώς νέα μερίδια αγοράζονται και παλαιά μερίδια ρευστοποιούνται. Ο όρος «ανοικτού τύπου» αναφέρεται στη μεταβολή του κεφαλαίου τους (και φυσικά της κεφαλαιακής τους δομής). Τα μερίδια (units) είναι διαπραγματεύσιμα στο χρηματιστήριο, αλλά διατίθενται από την εταιρία που διαχειρίζεται το κεφάλαιο. Η εξαγορά των μεριδίων γίνεται πάλι από την παραπάνω εταιρία. Το μερίδιο πωλείται και αγοράζεται στην καθαρή εσωτερική του αξία (Net Asset Value), η οποία και υπολογίζεται καθημερινώς.

Στις ΗΠΑ, το Αμοιβαίο Κεφάλαιο είναι θεωρητικά μία εταιρία της οποίας το Διοικητικό Συμβούλιο (Board of directors or board of trustees) που έχει εκλεγεί από τους μετόχους, προσλαμβάνει μία εταιρία διαχείρισης -που είναι μία εταιρία συμβούλων επενδύσεων- για να διαχειρισθεί το Αμοιβαίο Κεφάλαιο, λαμβάνοντας η τελευταία μία αμοιβή.

Εταιρίες επενδύσεων κλειστού τύπου

Οι Εταιρίες επενδύσεων κλειστού τύπου ή Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, είναι ανώνυμες εταιρίες, σκοπός των οποίων είναι η διαχείριση χαρτοφυλακίων χρεογράφων. Το μετοχικό τους κεφάλαιο διαιρείται σε μετοχές εισηγμένες στο χρηματιστήριο, η δε τιμή των μετοχών τους, διαμορφώνεται καθημερινά στο χρηματιστήριο ανάλογα με τη προσφορά και την ζήτηση.

Ο όρος «κλειστού» τύπου αναφέρεται στο γεγονός ότι το μετοχικό κεφάλαιο της Ε.Ε.Χ. δεν μεταβάλλεται, όταν οι επενδυτές αγοράζουν ή ρευστοποιούν μετοχές της Εταιρίας Επενδύσεων. Το μετοχικό κεφάλαιο θα μεταβληθεί εάν η γενική συνέλευση των μετόχων της Εταιρίας Επενδύσεων, αποφασίσει την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.

Τα έσοδα των Ε.Ε.Χ προέρχονται από τρεις πηγές:

- από μερίσματα,
- τόκους,
- κέρδη από την αγοραπωλησία χρεογράφων.

Οι επενδύσεις οι οποίες συνθέτουν το χαρτοφυλάκιο των εταιριών αυτών, επιλέγονται προσεκτικά από ειδικευμένο προσωπικό με στόχο την μεγιστοποίηση της απόδοσης του χαρτοφυλακίου, σε σχέση με το κίνδυνο που αυτές συνεπάγονται.

Οι Εταιρίες Επενδύσεων κλειστού τύπου, ανάλογα με την επενδυτική τους δραστηριότητα διακρίνονται περαιτέρω, σύμφωνα με τη διεθνή πρακτική, στις ακόλουθες κατηγορίες:

- Εταιρίες Επενδύσεων οι οποίες επενδύουν σημαντικά ποσοστά του χαρτοφυλακίου τους σε περιορισμένο αριθμό επιλεγμένων επιχειρήσεων.
- Εταιρίες Επενδύσεων οι οποίες επενδύουν σε μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων και τα χαρτοφυλάκια τους είναι πλήρως διαφοροποιημένα.

- Εταιρίες Επενδύσεων οι οποίες επενδύουν κατά πάγια τακτική σε επιχειρήσεις μικρού μεγέθους. Απορροφούν συνήθως μακροχρόνιας διάρκειας μετατρέψιμα ομολογιακά δάνεια μικρών επιχειρήσεων με την εκτίμηση ότι κατά την λήξη των δανείων αυτών, οι μικρές επιχειρήσεις θα έχουν εξελιχθεί σε μέγεθος και θα έχουν καθιερωθεί στην αγορά, οπότε η αξία των μετοχών που θα αποκτηθούν από τη μετατροπή των ομολογιών, θα είναι επίσης υψηλή.
- Εταιρίες Επενδύσεων οι οποίες προσφέρουν δύο τύπους μετοχών
 - I. μετοχές εισοδήματος (income shares)
 - II. μετοχές κεφαλαίου (capital shares)

Ο επενδυτής δηλώνει τον τύπο μετοχών που επιθυμεί να αγοράσει.

Ο κάτοχος μετοχών εισοδήματος, εισπράττει ένα σταθερό εισόδημα το οποίο προέρχεται από τόκους και από τα μερίσματα που απολαμβάνει η Εταιρία Επενδύσεων.

Ο κάτοχος μετοχών κεφαλαίου εισπράττει εισόδημα, από τα κεφαλαιακά κέρδη τα οποία επιτυγχάνει η Εταιρία Επενδύσεων, ρευστοποιώντας μετοχές του χαρτοφυλακίου της, σε τιμές ανώτερες των τιμών κτήσης.

ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΤΑΙΡΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Η βασική και ουσιώδης ομοιότητα των δύο αυτών μορφών επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, αποτελεί το αντικείμενο εργασιών τους δηλαδή η διαχείριση χαρτοφυλακίου τίτλων.

Διαφέρουν όμως ως προς τα άτομα που συγκροτούν τους οργανισμούς αυτούς, μιας και στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο έχουμε άγνωστο εκ των προτέρων αριθμό μεριδιούχων και ύψος κεφαλαίων που αυξομειώνεται συνεχώς, ενώ στην Εταιρία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου έχουμε συγκεκριμένο στην αρχή αριθμό μετοχών και μετοχικό κεφάλαιο, αλλά αυξομειούμενο αριθμό μετοχών.

Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο διαχειρίζεται τα κεφάλαια που διαθέτει αγοράζοντας και πωλώντας αξίες σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του διαχειριστή του για λογαριασμό των μεριδιούχων, όπως αντίστοιχα και η Ε.Ε.Χ για λογαριασμό των μετόχων της.

Το μετοχικό κεφάλαιο στα Αμοιβαία Κεφάλαια καλείται ενεργητικό, οι μετοχές λέγονται μερίδια και οι μέτοχοι ονομάζονται μεριδιούχοι. Οι Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου εισάγουν τις μετοχές τους υποχρεωτικά στο χρηματιστήριο και ο υποψήφιος επενδυτής θα πρέπει να αγοράσει τις μετοχές τους από το χρηματιστήριο. Αντίθετα, οι Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων πωλούν τα μερίδια των Αμοιβαίων από τα γραφεία τους και από ένα οργανωμένο δίκτυο διάθεσης.

Σε περίπτωση που ο επενδυτής θέλει να πωλήσει τα μερίδια ή τις μετοχές που έχει, τότε θα πρέπει να αποταθεί στην Α.Ε.Δ.Α.Κ ή στο χρηματιστήριο αντίστοιχα. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ έχει την υποχρέωση να εξαγοράσει τα μερίδια του αμέσως, μόλις αυτός το δηλώσει, στην τιμή που έχει το μερίδιο τη συγκεκριμένη ημέρα. Η τιμή του μεριδίου εξαρτάται από τη διακύμανση των τιμών των αξιών που περιλαμβάνει και η τιμή της μετοχής της Ε.Ε.Χ κυρίως από την προσφορά και τη ζήτηση της στο χρηματιστήριο.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια υποχρεώνονται να δημοσιεύουν καθημερινά τις τιμές των μεριδίων τους, έναντι των Ε.Ε.Χ που δεν δημοσιεύουν καθημερινά την εσωτερική αξία των μετοχών τους. Ο μεριδιούχος έχει τη δυνατότητα να παρακολουθεί καθημερινά την πραγματική αξία της επένδυσής του και να αξιολογεί τις επιδόσεις της Α.Ε.Δ.Α.Κ. Αντίθετα ο μέτοχος της Ε.Ε.Χ, δεν έχει τη δυνατότητα να κρίνει εάν η χρηματιστηριακή τιμή υπολείπεται ή υπερέχει της εσωτερικής τιμής και έτσι να αγοράσει ή να πωλήσει μετοχές.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια έχουν σημαντικά μεγαλύτερο κόστος διαχείρισης, καθώς απαιτούν τη λειτουργία δικτύου για τη διάθεση των μεριδίων τους και σημαντική λογιστική - μηχανογραφική υποστήριξη, για την καθημερινή διεκπεραίωση των εργασιών που σχετίζονται με την αποτίμηση των μεριδίων, τις πωλήσεις και τις εξαγορές.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

1. Σ.Θωμαδάκης&Μ.Ξανθάκης. «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου»,Σάκουλα, Αθήνα 1990..Βασιλείου,«Επενδύσεις», Σταμούλης, Αθήνα1993,σελ.56.
2. Γ.Χολέβας. «Αμοιβαία Κεφάλαια»,Το Οικονομικό, Αθήνα 1991,σελ.68.
3. Π.Κατσούλας. «Κεφαλαιαγορά και Διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων»,Πιτσιλός, Αθήνα 1995,σελ.97.
4. Σ.Κοτζαμάνης. «Ο Κόσμος των Επενδύσεων», Finance Invest, Αθήνα 1996,σελ.49.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Amling F. «Investments, an introduction to Analysis and Management», 5th edition, Prentice Hall Inc, Englewood Cliffs, New Jersey.
2. Anderson, Sweeney, Williams, «Quantitative Approaches to Decision Making». West Publishing Company, New York. 1995.

3. Αποστολόπουλος Ι. «Ειδικά Θέματα Χρηματοδοτικής Διοίκησης», Α.Σ.Ο.Ε.Ε, Αθήνα 1987.
4. Βασιλείου Δ. «Επενδύσεις» Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα 1993.
5. Brigham E. Gapenski I, «Financial Management», The Dryden Press, New York 1994.
6. Fredman A., Wiles R. «How Mutual Funds Work», New York Institute of Finance, U.S.A. 1993.
7. Θωμαδάκης Σ & Ξανθάκης Μ. «Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου» Εκδόσεις Α.Ν Σάκουλα, Αθήνα 1990 .
8. Jensen M. «The performance of Mutual Funds in the period 1945-64», Journal of Finance, 1968.
9. Κατσούλας Π. «Κεφαλαιαγορά και Διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων» Εκδόσεις Πιτσιλιός, Αθήνα 1995.
10. Καραθανάσης.Γ-Ψωμαδάκης.Γ. «Αμοιβαία Κεφάλαια Έννοια-Χαρακτηριστικά-Προοπτικές», Το Οικονομικό, Αθήνα 1993.
11. Κοτζαμάνης Σ. «Ο κόσμος των επενδύσεων», Εκδόσεις Finance Invest, Αθήνα 1996.
12. Markowitz H. «Portfolio Selection», J. Wiley and sons, New York 1959.
13. Μούζουλας Σ. «Οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων στην Ελλάδα και την Ευρωπαϊκή Ένωση», Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 1996.
14. Οικονόμου Γ. «Ποσοτικές Μέθοδοι», Σταμούλης, Πειραιάς 1993.

15. Παπούλιας Γ. «Χρηματιστηριακές Επενδύσεις», Εκδόσεις Μαραθέας, Αθήνα 1990.
16. Προβόπουλος Γ. «Το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα», Εκδόσεις Ι.Ο.Β.Ε., Αθήνα 1995.
17. Sharpe W, «Portfolio Theory and Capital Markets», McGraw-Hill, New York 1970.

18. Τζοάννος Ι. «Χρηματοδοτική Διοίκηση», Το Οικονομικό, Αθήνα 1991.
19. Treynor I. «How to Rate Management of Investment Funds», Harvard Business Review, 1965.
20. Φιλιππάτος Γ-Καραθανάσης Γ. «Παράγοντες που Επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών», Σάκουλλας Αθήνα 1990.
21. Van Horne J, «Financial Management and Policy», Prentice Hall International, Inc. 1995.
22. Χολέβας Γ. «Αμοιβαία Κεφάλαια», Το Οικονομικό, Αθήνα 1991.

ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

1. «Αγορά», Τεύχος Απριλίου 1997.
2. «Αμοιβαία Κεφάλαια: Οι καταθέσεις του μέλλοντος», Ετήσια ειδική έκδοση Επενδυτή, 24/3/1996.
3. «Αμοιβαία Κεφάλαια», Ετήσια έκδοση Εξπρες, Φεβρουάριος 1996.
4. «Αμοιβαία Κεφάλαια», Ειδική ετήσια έκδοση του Κερδος, 1997.
5. «Αμοιβαία Κεφάλαια», Ειδική ετήσια έκδοση της Ναυτεμπορικής, Φεβρ. 1997.
6. «Δελτίο Εμπορικού και Βιομηχανικού Επιμελητηρίου Αθηνών», Τεύχος Φεβρουαρίου 1997.
7. «Forum», Τεύχος Μαρτίου 1997.
8. «Επενδύσεις σε Αμοιβαία Κεφάλαια», Τεύχος 1, Νοέμβριος 1996.
9. «Επενδύσεις σε Αμοιβαία Κεφάλαια», Τεύχος 2, Δεκέμβριος 1996.
10. «Επενδύσεις σε Αμοιβαία Κεφάλαια», Τεύχος 3, Φεβρουάριος 1997.
11. «Οικονομικός Ταχυδρόμος», Τεύχος Ιουνίου 1997.
12. «Οργάνωση και Οικονομία», Τεύχος Ιουνίου 1997.
13. «Προσωπικό Χαρτοφυλάκιο και Αμοιβαία Κεφάλαια», Ετήσια Ειδική Έκδοση της Εφημερίδας Κέρδος.
14. «Η Νομοθεσία για τα Αμοιβαία Κεφάλαια», Ειδική Έκδοση Ναυτεμπορικής, Φεβρουάριος 1995.

15. «Η Φορολογική Μεταχείριση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων», Δελτίο Φορολογικής Νομοθεσίας, Τόμος 48.
16. «Τα Αμοιβαία Κεφάλαια και η φορολογία τους», Περιοδικό Λογιστής, Απρίλιος 1995.
17. «Χρήμα και Αγορά», Τεύχος Δεκεμβρίου 1996.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς