

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ  
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ



ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**Η ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΤΗΝ ΤΡΙΕΤΙΑ  
1999-2000-2001 ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.**

**ΣΑΛΤΑΡΗ ΓΕΩΡΓΙΑ**

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 2003

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ.

### Η ΓΕΝΝΗΣΗ ΤΟΥ ΘΕΣΜΟΥ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.

Η έννοια της κοινής περιουσίας που αποτελεί και την πεμπτούσια των Αμοιβαίων κεφαλαίων μπορεί ν' αναζητηθεί πολύ μακριά μέσα στον άπλετο χρόνο της ιστορίας. Η πρώτη μορφή συλλογικής περιουσίας υπό κοινή διαχείριση συναντάται στην Αθηναϊκή Συμμαχία τον 5ο π.χ. αιώνα. Την περίοδο αυτή είναι αποδεδειγμένο ότι υπήρχε κοινή περιουσία και κανόνες διαχείρισης αυτής, έστω και για πολεμικούς λόγους.

Άλλο ανάλογο φαινόμενο σημειώνεται στην αρχαιότητα, στη Δελφική Αμφικτιονία, όπου η κοινή περιουσία δημιουργήθηκε σε θρησκευτική βάση και τη διαχείρισή της είχαν αναλάβει οι ιερείς υπό την προστασία των γειτονικών πόλεων. Δυστυχώς και στις δύο περιπτώσεις "παραβιάσθηκε" ο κανονισμός και η "κοινή περιουσία" εξαφανίσθηκε.

Ωστόσο τα αμοιβαία κεφάλαια, με τη μορφή που σήμερα συναντάμε αποτελούν μια σχετική πρόσφατη εξέλιξη στην ιστορία των χρηματιστηριακών αγορών. Αν και πολλοί μελετητές αναφέρουν ότι η πρώτη προσπάθεια δημιουργίας ενός οργάνου συλλογικών επενδύσεων έγινε κατά το 1822 από την αυλή του Βασιλιά της Ολλανδίας Γουλιέλμου του Δ', το πρώτο οργανωμένο αμοιβαίο κεφάλαιο εμφανίσθηκε στις Η.Π.Α. το 1924.

Όπως ήταν φυσικό, η κρίση του 1929 προκάλεσε τρομακτικές οικονομικές καταστροφές στο επενδυτικό κοινό, με αποτέλεσμα το υπεραισιόδοξο κλίμα της δεκαετίας του 1920 να καταστραφεί. Ο θεσμός αντιμετώπιστηκε με προκατάληψη, ενώ παράλληλα προκάλεσε την έρευνα από την Αμερικάνικη Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, όπου διαπιστώθηκαν λάθη και παραλείψεις που είχαν διαπραχθεί τόσο πριν, όσο και μετά το ξέσπασμα της κρίσης.

Η ουσιαστική όμως εξέλιξη στο χώρο προήλθε από το αμερικάνικο Κογκρέσο το οποίο το 1940 ενέκρινε έναν νόμο που αποτέλεσε το βασικό πλαίσιο λειτουργίας του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων. Ο νόμος αυτός που ισχύει μέχρι και σήμερα επέβαλε στις Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων την υποχρέωση για πλήρη, τακτική και συγκεκριμένου τύπου ενημέρωση των επενδυτών, ενώ παράλληλα όριζε και τις ασφαλιστικές δικλείδες προκειμένου ν' αποφευχθούν καταχρήσεις των επενδύμενων κεφαλαίων.

Τελικά στη δεκαετία του 1970 επινοήθηκαν και νέοι τρόποι επένδυσης μέσω των αμοιβαίων κεφαλαίων, οι οποίοι εκμεταλλεύονταν τις εκάστοτε επικρατούσες συνθήκες σε όλα τα είδη των αγορών.

Αν και μιλήσαμε αρκετά για την ιστορία των αμοιβαίων κεφαλαίων, ωστόσο παραμένει ένα απλό αλλά βασικό ερώτημα. Τι είναι ένα αμοιβαίο κεφάλαιο;

Αν ανοίξουμε ένα χρηματοοικονομικό λεξικό θα συναντήσουμε τον ακόλουθο ορισμό:

Χαρτοφυλάκιο αξιών με διασπορά, εγγεγραμμένο ως μια **"ανοικτού τύπου"** εταιρεία επενδύσεων, το οποίο πουλά μερίδια στο ευρύτερο κοινό σε μια συγκεκριμένη τιμή και τα επαναγοράζει τη στιγμή που αυτό απαιτηθεί, στην πραγματική λογιστική τους αξία.

Με πολύ απλά λόγια, μπορεί να φανταστεί κανείς το αμοιβαίο κεφάλαιο ως ένα μεγάλο πορτοφόλι (χαρτοφυλάκιο) γεμάτο με αξιόγραφα (μετοχές, ομόλογα, έντοκα γραμμάτια κ.α.) και μετρητά (λογαριασμούς σε τράπεζες σε ευρώ και σε ξένα νομίσματα). Το πορτοφόλι αυτό έχει σχηματιστεί με κεφάλαια ενός μεγάλου αριθμού ατόμων και το διαχειρίζονται επαγγελματικά άτομα τα οποία διαθέτουν γνώσεις, πληροφορίες και εμπειρία. Τα συστατικά στοιχεία ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, χωρίς τα οποία δεν θα μπορούσε να υφίσταται είναι:

- ✓ Ένας συγκεκριμένος επενδυτικός σκοπός,
- ✓ Μια ποικιλία μετοχών, ομολόγων, ομολογιών, και άλλων αξιογράφων καθώς και μετρητών,
- ✓ Μια ομάδα ατόμων που ασκεί επαγγελματική διαχείριση του πιο πάνω χαρτοφυλακίου,
- ✓ Ένας συγκεκριμένος τρόπος υπολογισμού της αξίας των επενδύσεων σε καθημερινή βάση,
- ✓ Ένας συγκεκριμένος τρόπος εισόδου και αποχώρησης των επενδυτών από το αμοιβαίο κεφάλαιο,
- ✓ Ένα συγκεκριμένο νομικό πλαίσιο που θα θεσμοθετεί τα πιο πάνω.

Τα αμοιβαία κεφάλαια είναι μια έκφραση κοινής προσπάθειας πολλών ατόμων ν' αντιμετωπίσουν τους επενδυτικούς κινδύνους που τους περιβάλλουν. Η εξασφάλιση που επιτυγχάνουν συνίσταται στο γεγονός ότι ο οποιοσδήποτε κίνδυνος που εμφανίζεται επιβαρύνει όλους και μάλιστα κατά το βαθμό συμμετοχής του καθενός στο κοινό κεφάλαιο. Με παρόμοιο όμως τρόπο κατανέμονται και τα οφέλη ανάλογα με το βαθμό συμμετοχής.

Αυτή η κοινή αντιμετώπιση των κινδύνων μέσω των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν είναι εφεύρεση του εικοστού αιώνα, αλλά πολύ παλαιότερη. Εμφανίζεται με την ανάγκη του ανθρώπου να προστατευθεί από τα φυσικά φαινόμενα, τις εχθρικές επιδρομές και τις οικονομικές

συνέπειες από τις θεομηνίες. Η συνάθροιση σε κοινωνίες, η υπογραφή συνθηκών για συνδρομή της μιας κοινωνίας στην άλλη σε περίπτωση πολέμου, θεομηνιών ή έλλειψης στοιχειωδών αγαθών απετέλεσε τις πρώτες μορφές έκφρασης αλληλεγγύης και επιδίωξης κοινών στόχων.

Με την ανάπτυξη του εμπορίου και των συναλλαγών μεταξύ των κρατών δημιουργήθηκαν θεσμοί που συναντώνται ακόμη και σήμερα, όπως οι εμπορικές συμφωνίες, οι ρήτρες σε περίπτωση μη ανταπόκρισης στους όρους της συμφωνίας, η διατήρηση μιας σταθερής τιμής με παράδοση στο μέλλον κ.λ.π. Η δημιουργία αμοιβαίων κεφαλαίων όπως τα συναντάμε σήμερα ασφαλώς δε συναντώνται στην εποχή εκείνη. Ο λόγος είναι προφανής καθώς δεν υπήρξαν τότε αγορές αξιών. Υπήρξε όμως προχωρημένη αντίληψη του κοινού συμφέροντος και της διαχείρισης της κοινής περιουσίας, μέσα από δημοκρατική καθιέρωση κανόνων διαχείρισης.

Η σταδιακή ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς στις επόμενες δεκαετίες επέτρεψε τη διαχείριση ολοένα και περισσότερων κινδύνων. Αυτό είχε σαν συνέπεια τη ραγδαία εξέλιξη των αμοιβαίων κεφαλαίων. Ο ανταγωνισμός που αναπτύχθηκε είχε ευεργετικά αποτελέσματα τόσο στην ποικιλία των προσφερόμενων υπηρεσιών όσο και στην ποιότητα με αποτέλεσμα ο ατομικός επενδυτής να έχει πολλές επενδυτικές επιλογές. Η εξέλιξη αυτή τόσο σε Ευρωπαϊκό επίπεδο όσο και στην Ελλάδα αναλύεται στις επόμενες δύο ενότητες.

### **Η Εξέλιξη Των Αμοιβαίων Κεφαλαίων Στην Ευρώπη.**

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

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

Πιο συγκεκριμένα, και σύμφωνα με στατιστικά στοιχεία του 1997, μεταξύ των ευρωπαϊκών χωρών, η Γαλλία διατηρεί την πρώτη θέση από πλευράς κεφαλαίων και αριθμού αμοιβαίων κεφαλαίων με μερίδιο 24,9% και δεύτερο το Λουξεμβούργο με μερίδιο 18,8%. Ακολουθούν το Ηνωμένο Βασίλειο (12,1%) και η Ιταλία (10%). Η Ελλάδα διατηρεί μερίδιο 1,3% και συγκρίνεται ικανοποιητικά με χώρες παρόμοιες σε μέγεθος ή και ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς (Πορτογαλία 0,9%, Βέλγιο 1,8%, Σουηδία 2,3%).

Ένα άλλο στοιχείο που προκύπτει από τα στατιστικά στοιχεία του 1997 είναι ότι διαφέρει το μέγεθος της συγκέντρωσης των κεφαλαίων ανά αμοιβαίο κεφάλαιο από χώρα σε χώρα. Ενώ το μέσο Ευρωπαϊκό κεφάλαιο διαχειρίζεται 108 εκ. ευρώ, τα αμοιβαία κεφάλαια στην Ολλανδία και Ιταλία συγκεντρώνουν τουλάχιστον 292 εκ. ευρώ, πολύ περισσότερα από αμοιβαία κεφάλαια άλλων χωρών. Ακολουθούν τα αμοιβαία κεφάλαια της Γερμανίας με 186 εκ., της Ελβετίας και Ιρλανδίας με 165 εκ., του Ηνωμένου Βασιλείου με 152 εκ. και της Ελλάδας με 145 εκ. από τις υπόλοιπες χώρες μερικές έχουν συγκέντρωση κεφαλαίων πολύ κοντά στο μέσο (Σουηδία, Ισπανία και Πορτογαλία), ενώ οι περισσότερες πολύ χαμηλότερα. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει το μικρό μέσο μέγεθος αμοιβαίων κεφαλαίων των σκανδιναβικών χωρών με αναπτυγμένες κεφαλαιαγορές, όπως Δανία, Νορβηγία και Φιλανδία. Η Γαλλία παρά τη μεγαλύτερη αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων που διαθέτει παρουσιάζει μικρή συγκέντρωση κεφαλαίων ανά αμοιβαίο κεφάλαιο στο μέσο ύψος των 78 εκ. ευρώ. Ο τρόπος ανάπτυξης του κλάδου των αμοιβαίων κεφαλαίων, το είδος των εταιρειών που συμμετέχουν, η δομή αλλά και η ιδιαιτερότητα της κεφαλαιαγοράς κάθε μιας χώρας μπορούν να εξηγήσουν τις παρουσιαζόμενες διαφορές.

## **FEFSI.**

Η FEFSI είναι πανευρωπαϊκός προστατευτικός οργανισμός των επενδυτικών funds των 15 μελών της Ευρωπαϊκής Ενώσεως, της δημοκρατίας της Τσεχίας, της Ουγγαρίας, της Νορβηγίας, της Πολωνίας και της Ελβετίας.

Η FEFSI ιδρύθηκε το 1974, και σήμερα αντιπροσωπεύει διαμέσου των εθνικών μελών των εθνικών ενώσεων των μελών της περισσότερο από 900 εταιρείες διοικήσεως, με πάνω από 36.000 επενδυτικά funds με περισσότερα από 4,5 τρις. σε επενδύσεις.

Η αποστολή της FEFSI είναι η εξής:

- ✓ Προωθεί τη φιλοσοφία των επενδύσεων. Ίσες ευκαιρίες για τον καθένα σε όλες τις επενδυτικές αγορές.
- ✓ Διατηρεί ένα υψηλό επίπεδο προστασίας του επενδυτού.
- ✓ Διατηρεί την αξιοπιστία των ευρωπαϊκών επενδυτικών funds.
- ✓ Προωθεί υψηλά ηθικά standards σε όλες τις περιοχές όπου τα funds κάνουν επιχειρήσεις.
- ✓ Είναι ο ανταγωνιστής και ο επιχειρηματικός αντιπρόσωπος των ρυθμιστών άλλων Ενώσεων του τύπου και του λαού εντός και εκτός της Ευρώπης.
- ✓ Προστατεύει το κοινό, παίζει ρόλο ρυθμιστή στη βιομηχανία, με πληροφορίες κλειδιά που αναφέρονται στο βιομηχανικό χώρο.

Επιπλέον σαν ευρωπαϊκό επιχειρηματικό σώμα, η FEFSI προσπαθεί να επιτύχει μια ενιαία ευρωπαϊκή αγορά για τα επενδυτικά funds. Αυτό κατ' αρχήν περιλαμβάνει τη δημιουργία ενός καταλλήλου πλαισίου κανονισμών για την ευρωπαϊκή επενδυτική βιομηχανία των funds.

Από τον Ιούνιο του 2002 πρόεδρος της FEFSI είναι ο κ. Wolfgang Mansfeld από τη Γερμανία και αντιπρόεδρος είναι ο κ. John Fitzpatrick από τη Β. Ιρλανδία.

Η FEFSI μαζί με την Arthur Andersen και την S&P έχουν δημιουργήσει ένα ευρωπαϊκό κέντρο επενδύσεων, σαν μέρος των προσπαθειών να βελτιώσουν την αντίληψη του κοινού και τη μάθησή του για τη βιομηχανία των επενδυτικών funds και τους κανονισμούς που τη διέπουν. Κανονισμούς που ασχολούνται με τη νομοθεσία και τη λειτουργία της.

Η FEFSI προσπαθεί να προάγει τα υψηλότερα ηθικά πρότυπα στις περιοχές όπου έχει ανοίξει την ομπρέλα της. Έχει δημιουργήσει δική της σελίδα στο διαδύκτιο, για να καταστήσει γνωστό στο κοινό τη συνεχώς αυξανόμενη σειρά των ηθικών και πρακτικών καταστάσεων, οι οποίες πηγάζουν πέρα από νόμους και κανονισμούς και προσπαθεί ν' αυξήσει τα πρακτικά πρότυπα μεταξύ των ευρωπαϊκών επενδυτικών funds. Οι καλύτερες πρακτικές συστάσεις είναι βασισμένες σε διεθνείς παραδεδεγμένους κανόνες, που δεν μπορεί να παραβιάσει ή ν' αθετήσει κανένα μέλος της FEFSI. Αυτές οι συστάσεις βοηθούν στην εναρμόνιση της επιχειρηματικής συμπεριφοράς των διευθυντών των επιχειρήσεων σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Επίσης αντανakλούν απαιτητικά πρότυπα που είναι βασικά για τις εταιρείες που δραστηριοποιούνται επιχειρηματικά στην Ευρώπη και χαρακτηρίζονται από υψηλή ποιότητα σε όρους αξιοπιστίας .

## **Η Εξέλιξη Των Αμοιβαίων Κεφαλαίων Στην Ελλάδα.**

Η είσοδος των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά έγινε το 1970 με την υπογραφή του Νομοθετικού Διατάγματος 608/70. Το πρώτο αμοιβαίο κεφάλαιο που άρχισε τη λειτουργία του στα τέλη του 1972 ήταν το αμοιβαίο κεφάλαιο Ερμής Δυναμικό από την Εμπορική Τράπεζα. Μετά από μερικούς μήνες, στις αρχές του 1973 η Εθνική Τράπεζα προχώρησε στην ίδρυση του αμοιβαίου κεφαλαίου Δήλος Μικτό. Για τα επόμενα 16 συναπτά έτη τα δύο αυτά αμοιβαία κεφάλαια ήταν ολόκληρη αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων, καθώς δεν ιδρύθηκε άλλο αμοιβαίο κεφάλαιο.

Η καθυστέρηση της ανάπτυξης της κεφαλαιαγοράς και το κανονιστικό σύστημα που ίσχυε απέτρεψε τη δημιουργία ενός υγιούς και σταθερού μακροοικονομικού πλαισίου καθώς και την εισαγωγή χρηματοοικονομικών εργαλείων, όπως οι ομολογίες και τα έντοκα γραμμάτια δημοσίου. Έτσι δεν υπήρχε αντικείμενο εργασιών για τα αμοιβαία κεφάλαια, πέραν των μετοχικών, που όμως και αυτά αντιμετώπισαν πρόβλημα διαχείρισης λόγω πτωτικής πορείας του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Το ενδιαφέρον για την αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων εμφανίζεται ξανά στο τέλος της δεκαετίας 1980, λόγω της θέσπισης σειράς μέτρων για τη φιλελευθεροποίηση ολόκληρου του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Έτσι μέσα στο 1989 ιδρύεται ένα αμοιβαίο κεφάλαιο από την Interamerican. Η τάση ανάπτυξης της αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων συνεχίστηκε με ταχύτατους ρυθμούς στα επόμενα χρόνια, με αποτέλεσμα στο τέλος του 1998 να υπήρχαν 178 ελληνικά αμοιβαία κεφάλαια και 81 αμοιβαία κεφάλαια ξένων κεφαλαιαγορών. Συνεπώς τα 4 δισ. δραχμές το 1985 που ήταν επενδεδυμένα στα δύο αμοιβαία κεφάλαια που υπήρχαν τότε, αυξήθηκαν στα 7,32 τρισ. δραχμές στο τέλος του 1997, δηλαδή μια αύξηση του ύψους 182,90%.

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

πρόσφατη γνωριμία με το θεσμό των ΕΓΕΔ, δεν επέτρεψε τη μετάβαση μεγάλων αποταμιευτικών κεφαλαίων στα αμοιβαία κεφάλαια. Αυτό όμως άρχισε να επιτυγχάνεται από το έτος 1993 και ιδιαίτερα το 1994 και μετέπειτα. Η επίτευξη αποδόσεων μεγαλύτερων των ΕΓΕΔ σε μια αγορά με πτωτικά επιτόκια επέτρεψε στα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθέσιμων και σταθερού εισοδήματος να προσελκύσουν νέους μεριδιούχους, οι οποίοι προσέβλεπαν σε εναλλακτικούς αποταμιευτικούς μηχανισμούς.

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

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



## Α Μ Ο Ι Β Α Ι Α Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Α .

### 1. Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.

Το αμοιβαίο κεφάλαιο συνιστά οργανισμό συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες, δηλ. επενδυτικό οργανισμό, το ενεργητικό του οποίου περιλαμβάνει κατά βάση, κινητές αξίες (μετοχές, ομολογίες και ομόλογα, μέσα χρηματαγοράς).

Το αμοιβαίο κεφάλαιο είναι επομένως μια ομάδα περιουσίας, δηλ. ένα σύνολο περιουσιακών στοιχείων, που έχουν τεθεί υπό καθεστώς συλλογικής διαχείρισης από μια εταιρεία διαχείρισης. Τα κατ' ιδίαν περιουσιακά στοιχεία που απαρτίζουν την ομάδα περιουσίας, έχουν κατατεθεί προς φύλαξη σε πιστωτικό ίδρυμα, το θεματοφύλακα.

Η συλλογική διαχείριση του αμοιβαίου κεφαλαίου χαρακτηρίζει αυτόν ως οργανισμό συλλογικών επενδύσεων. Τα περιουσιακά στοιχεία που απαρτίζουν την ομάδα περιουσίας ανήκουν εξ αδιαιρέτου σε όλους τους μεριδιούχους του αμοιβαίου κεφαλαίου. Αυτοί συνεπώς είναι "συγκύριοι" αυτών των στοιχείων. Το δικαίωμα συγκυριότητας των μεριδιούχων επί των κατ' ιδίαν στοιχείων που σχηματίζουν την ομάδα περιουσίας είναι ιδιότυπο, στο μέτρο που οι μεριδιούχοι δεν έχουν άμεσο και απόλυτο δικαίωμα εξουσίας και διάθεσης αυτών των στοιχείων. Μόνη η εταιρεία διαχείρισης δικαιούται να διαθέτει αυτά τα στοιχεία, επιλέγοντας τα μέσα στα οποία θα επενδύει το ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου. Επιπλέον τα στοιχεία αυτά είναι κατατεθειμένα στο θεματοφύλακα.

Το αμοιβαίο κεφάλαιο δεν έχει νομική προσωπικότητα, δηλ. δεν είναι αυτοτελές υποκείμενο δικαιωμάτων και υποχρεώσεων. Οι μεριδιούχοι εκπροσωπούνται δικαστικά και εξώδικα από την εταιρεία διαχείρισης.

Το αμοιβαίο κεφάλαιο είναι ένας επενδυτικός οργανισμός κάθετης μορφής, με την έννοια που εκτίθεται παρακάτω:

- ✓ Σε ένα πρώτο επίπεδο, οι μεριδιούχοι τοποθετούν ένα χρηματικό ποσό (ή κινητές αξίες, εφόσον η εταιρεία διαχείρισης δεχθεί αυτές) στο αμοιβαίο κεφάλαιο. Αυτή η τοποθέτηση συνιστά επένδυση σε πρώτο βαθμό εκ μέρους των μεριδιούχων.
- ✓ Σε ένα δεύτερο επίπεδο, η εταιρεία διαχείρισης επενδύει τα χρηματικά ποσά που συγκεντρώνει από τους μεριδιούχους σε κινητές αξίες, ανάλογα με τον επενδυτικό σκοπό του αμοιβαίου κεφαλαίου. Αυτή η επένδυση πραγματοποιείται σε δεύτερο βαθμό.

Σκοπός της δημιουργίας ενός αμοιβαίου κεφαλαίου είναι συνεπώς η συγκέντρωση αποταμιεύσεων και η επένδυσή τους σε

χρηματιστηριακούς και άλλους τίτλους, με στόχο την αξιοποίησή τους κατά τρόπο ώστε να πραγματοποιήσουν, σύνολο, την καλύτερη δυνατή, ανάλογα με τις περιστάσεις, απόδοση.

Η λειτουργία του αμοιβαίου κεφαλαίου βασίζεται στην αρχή της κατανομής των κινδύνων. Αυτή η αρχή έχει την έννοια ότι το ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου τοποθετείται από την εταιρεία διαχείρισης σε διάφορες επενδύσεις, κυρίως κινητές αξίες εισηγμένες σε χρηματιστηριακή αγορά. Κατ' αυτό τον τρόπο ενδεχόμενη μείωση της αξίας κάποιας επένδυσης αντισταθμίζεται με αύξηση της αξίας κάποιας άλλης ή άλλων. Επομένως, ο κίνδυνος που παρουσιάζει η επένδυση σε αμοιβαίο κεφάλαιο εμφανίζεται μειωμένος, απ' ότι εάν η επένδυση διενεργείτο σε μεμονωμένα επενδυτικά μέσα.

Με την επιλογή των καταλληλότερων χρηματιστηριακών τίτλων, κατά τη διακριτική ευχέρεια της εταιρείας διαχείρισης και στο πλαίσιο που διαγράφει η ισχύουσα νομοθεσία και ο κανονισμός του αμοιβαίου κεφαλαίου επιδιώκεται η επίτευξη:

- ✓ Τόσο μιας ικανοποιητικής απόδοσης
- ✓ Όσο και μίας αύξησης της αξίας των ποσών που επενδύονται, ως αποτέλεσμα της αύξησης της τιμής των μεριδίων.

Ο σκοπός αυτός επιτυγχάνεται από τη συγκέντρωση μεγάλων χρηματικών κεφαλαίων, που αποτελούν αντικείμενο συλλογικής διαχείρισης, δηλ. ως σύνολο, κάτι που δεν θα μπορούσε να κάνει κάθε επενδυτής μόνος του.

Επίσης υφίσταται δια μέσου του αμοιβαίου κεφαλαίου δυνατότητα διασποράς των κεφαλαίων σε σχετικά μεγάλο αριθμό κινητών αξιών και λοιπών χρεογράφων, με συνακόλουθο αποτέλεσμα την ελαχιστοποίηση του κινδύνου που υπάρχει σε κάθε μορφή επένδυσης. Βασικό πλεονέκτημα της επένδυσης σε αμοιβαίο κεφάλαιο συνιστά επιπλέον το γεγονός ότι η νομοθεσία επιτάσσει η διαχείριση χαρτοφυλακίου να ασκείται με αποκλειστικό γνώμονα το συμφέρον των μεριδιούχων του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Ομοίως η φύλαξη των στοιχείων του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου και γενικότερα οι εξουσίες του θεματοφύλακα ασκούνται με μόνο γνώμονα το συμφέρον των μεριδιούχων του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η νομοθεσία εξάλλου, επιβάλλει η εταιρεία διαχείρισης και ο θεματοφύλακας να ενεργούν κατά τρόπο ανεξάρτητο μεταξύ τους. Αυτή η επιταγή συνιστά μια επιπλέον διασφάλιση της εξυπηρέτησης των συμφερόντων των επενδυτών.

Η ανεξαρτησία της εταιρείας διαχείρισης και του θεματοφύλακα είναι οστόσο καθαρά λειτουργική, δηλ. τοποθετείται στο επίπεδο της ενάσκησης των καθηκόντων αυτών των δύο φορέων. Αντίθετα, δεν υφίσταται και νομική ανεξαρτησία της εταιρείας διαχείρισης και του

θεματοφύλακα, νομοθετικά κατοχυρωμένη, στο μέτρο που ο θεματοφύλακας μετέχει στο κεφάλαιο της εταιρείας διαχείρισης, σε ποσοστό που μπορεί να φθάσει μέχρι 50%. Δεν αποκλείεται δε το υπόλοιπο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας διαχείρισης να κατέχεται από θυγατρικές εταιρείες του θεματοφύλακα.

Την ίδια λύση της λειτουργικής και όχι νομικής ανεξαρτησίας της εταιρείας διαχείρισης έναντι του θεματοφύλακα ακολουθεί και η νομοθεσία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, για τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων.

Το αμοιβαίο κεφάλαιο λειτουργεί υπό τον έλεγχο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Αυτός ο έλεγχος της Επιτροπής ασκείται σε κάθε επίπεδο της λειτουργίας του αμοιβαίου κεφαλαίου και αποτελεί βασικό μέτρο τόνωσης της εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού, στο θεσμό των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Η ομάδα περιουσίας που σχηματίζει το αμοιβαίο κεφάλαιο είναι αυτοτελής, σε σχέση με την περιουσία

- ✓ Της εταιρείας διαχείρισης και
- ✓ Του θεματοφύλακα.

Συνεπώς οι δανειστές της εταιρείας διαχείρισης και του θεματοφύλακα δεν έχουν λόγο στην περιουσία του αμοιβαίου κεφαλαίου. Αντίστροφα, οι υποχρεώσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου εκπληρώνονται από το ενεργητικό του. Ο θεματοφύλακας ο οποίος φυλάσσει το ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι υπεύθυνος για τη διασφάλιση της αυτονομίας του και για το διαχωρισμό του από την περιουσία, τόσο της εταιρείας διαχείρισης όσο και από τη δική του περιουσία.

Τα ελληνικά αμοιβαία κεφάλαια διέπονται από το Ν.1969/91.

Αυτός ο νόμος, όπως ισχύει σήμερα, μετά από ένα μεγάλο αριθμό τροποποιήσεων του, βασίζεται στη ρύθμιση της οδηγίας της Ευρωπαϊκής Ένωσης για τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες.

Το αμοιβαίο κεφάλαιο συνιστά οργανισμό συλλογικών επενδύσεων συμβατικής μορφής, διότι η λειτουργία του βασίζεται σε ένα πλέγμα συμβατικών σχέσεων. Ειδικότερα:

- ✓ Με συμβατική σχέση συνδέονται η εταιρεία διαχείρισης και ο θεματοφύλακας, οι οποίοι συντάσσουν τον κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου, που συνιστά τη μεταξύ τους σύμβαση.
- ✓ Με συμβατική σχέση συνδέεται ο μεριδιούχος.

Το αμοιβαίο κεφάλαιο αποτελεί οργανισμό συλλογικών επενδύσεων μεταβλητού κεφαλαίου. Αυτό σημαίνει, ότι με την είσοδο ή την έξοδο μεριδιούχων μεταβάλλεται το ύψος του ενεργητικού του οργανισμού,

χωρίς να απαιτείται η τήρηση κάποιας συγκεκριμένης ειδικής διαδικασίας που θα προέβλεπε η ισχύουσα νομοθεσία.

Υπάρχουν όμως και οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σταθερού κεφαλαίου, το κεφάλαιο των οποίων, για να μεταβληθεί απαιτείται η τήρηση συγκεκριμένης νόμιμης διαδικασίας. Τέτοιους οργανισμούς σταθερού κεφαλαίου, για την Ελλάδα αποτελούν οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, οι οποίες ως ανώνυμες εταιρείες, για να αυξήσουν ή να μειώσουν το κεφάλαιό τους οφείλουν να τηρήσουν τις διαδικασίες, που προβλέπει η νομοθεσία των ανώνυμων εταιρειών για την αύξηση και τη μείωση κεφαλαίου, κατά περίπτωση.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

## **2. ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.**

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

### **Α. Διαχείρισης Διαθεσίμων.**

Τα αμοιβαία κεφάλαια αυτού του είδους κατευθύνουν τις επενδύσεις σε διάφορες επιλογές στην αγορά χρήματος, που απαρτίζονται από επενδυτικά εργαλεία που έχουν πολύ μικρή διάρκεια, όπως π.χ. γeros, λήγοντα έντοκα γραμμάτια δημοσίου, πιστοποιητικά καταθέσεων, καταθέσεις προθεσμίας καθώς και στη διαπραπειακή αγορά δανεισμού και συναλλάγματος. Αυτού του είδους οι τοποθετήσεις αποδίδουν μια θετική και κατά το πλείστον σταθερή απόδοση που προσδιορίζεται από ισχύοντα επιτόκια της αγοράς. Βέβαια στο βαθμό που η αγορά χρήματος δεν παρουσιάζει σημαντικές μεταπτώσεις, η απόδοση καταλήγει να είναι σταθερή. Συνήθως όμως υπάρχουν μεγάλες αυξομειώσεις στη διαπραπειακή αγορά που οδηγούν βραχυπρόθεσμα σε καλύτερες αποδόσεις απ' ότι άλλων ειδών αμοιβαία κεφάλαια. Αυτό είναι και το κύριο χαρακτηριστικό των αμοιβαίων κεφαλαίων του είδους αυτού και προτείνεται στους επενδυτές με βραχυπρόθεσμους επενδυτικούς ορίζοντες, που επιθυμούν να έχουν πρόσβαση στα μετρητά τους με το

πλεονέκτημα όμως να επιτυγχάνουν αποδόσεις μεγαλύτερες των απλών καταθέσεων.

### **Β. Σταθερού Εισοδήματος.**

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

### **Γ. Ομολογιών.**

Τα αμοιβαία κεφάλαια ομολογιών ειδικεύονται σε επενδύσεις με μεσοπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες ομολογίες που εκδίδονται από το κράτος ή κρατικούς οργανισμούς, καθώς και ομολογίες εταιριών. Στο βαθμό που δεν υπάρχουν αρκετές ομολογίες εταιριών προς διαπραγμάτευση, τα αμοιβαία κεφάλαια αυτού του είδους είναι παρόμοια των αμοιβαίων κεφαλαίων σταθερού εισοδήματος. Εν γένει εμφανίζουν υψηλότερο κίνδυνο από τις προηγούμενες δύο κατηγορίες που αναφέρθηκαν, αλλά λόγω της παροχής σημαντικού εισοδήματος που αντλείται από τους τόκους ο κίνδυνος αυτός είναι μετριασμένος.

### **Δ. Μικτά.**

Τα αμοιβαία κεφάλαια που επιδιώκουν να συνδυάσουν διάφορα χαρακτηριστικά όπως εισόδημα και ανάπτυξη, αναλαμβάνουν επενδύσεις

τόσο σε εργαλεία της χρηματαγοράς, όσο και σε ομολογίες και μετοχές. Με αυτό τον τρόπο επιτυγχάνουν μια συνολική διαφοροποίηση που περιορίζει τον κίνδυνο σε ανεκτά επίπεδα. Αυτά τα χαρακτηριστικά κινδύνου και απόδοσης τα καθιστούν ιδιαίτερα ελκυστικά στους νέους επενδυτές, που θέλουν να επενδύσουν σε μετοχικούς τίτλους αλλά δεν έχουν την εμπειρία και ψυχολογία να επενδύσουν σε αμιγή μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια.

### **Ε. Μετοχικά.**

Μετοχικά είναι τα αμοιβαία που επενδύουν τα κεφάλαιά τους σε μετοχές. Το είδος αυτό των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι συνυφασμένο με αρκετά μεγάλους κινδύνους καθώς οι μετοχικοί τίτλοι ενέχουν μεγαλύτερους κινδύνους από ομολογιακούς τίτλους ή άλλες επενδύσεις σταθερού εισοδήματος. Αυτό συμβαίνει γιατί οι μετοχές (κοινές και προνομιούχες) δεν προσφέρουν σταθερό και βέβαιο μέρισμα εκτός από ένα ελάχιστο υποχρεωτικό και μόνο εφ' όσον επιτυγχάνονται κέρδη. Έτσι η απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου που προέρχεται από μερίσματα απέχει πολύ από το να θεωρηθεί σταθερή. Αν υπολογισθεί και η απόδοση που επηρεάζεται από τις μεταβολές του γενικού δείκτη των τιμών του χρηματιστηρίου που χαρακτηρίζεται από μεγάλη μεταβλητότητα, τότε η συνολική απόδοση ενός μετοχικού αμοιβαίου κεφαλαίου αναμένεται να εμφανίζει μεγάλη διακύμανση.

Βασικός παράγοντας για τον προσδιορισμό του κινδύνου που ενυπάρχει σε ένα μετοχικό αμοιβαίο κεφάλαιο είναι ο επενδυτικός του χαρακτήρας. Έτσι για παράδειγμα υπάρχουν αμοιβαία κεφάλαια που τοποθετούν τις επενδύσεις τους σε εταιρείες που προσφέρουν μεγάλα μερίσματα. Αυτά αναφέρονται ως μετοχικά εισοδήματος. Επίσης υπάρχουν και τα αναπτυξιακά αμοιβαία κεφάλαια που τοποθετούν τα κεφάλαιά τους μέσω εταιρειών που προσφέρουν ελάχιστη μερισματική απόδοση, ενώ ταυτόχρονα συνεχίζουν να αυξάνουν τις επενδύσεις τους με αποτέλεσμα να τροφοδοτούν μεγάλες προσδοκίες ανάπτυξης.

Δύο είδη αμοιβαίων κεφαλαίων που αξίζει ν' αναφερθούν εκτενέστερα σε αυτή την κατηγορία είναι:

#### **✓ Επιθετικά Υπεραξίας Α/Κ.**

Τα αμοιβαία κεφάλαια του τύπου αυτού έχουν ως επενδυτικό σκοπό την επίτευξη μέγιστων κεφαλαιακών κερδών (υπεραξίας), αναλαμβάνοντας ταυτόχρονα υψηλούς επενδυτικούς κινδύνους. Για την επίτευξη υψηλών κεφαλαιακών κερδών επενδύουν σε μετοχές υψηλού

κινδύνου όπως: κερδοσκοπικές μετοχές, μετοχές αναπτυσσομένων εταιρειών, μετοχές εταιρειών οι οποίες περνούν προσωρινά δύσκολες στιγμές κ.λ.π. Πολλές φορές τα αμοιβαία κεφάλαια του τύπου αυτού χρησιμοποιούν τη χρηματοοικονομική μόχλευση, δανειζόμενα κεφάλαια και αγοράζοντας δικαιώματα μετοχών (stock options).

Όπως είναι φυσικό, τα αμοιβαία κεφάλαια της κατηγορίας αυτής παρουσιάζουν υψηλή μεταβλητικότητα. Σε γενικές γραμμές, παρουσιάζουν ικανοποιητική συμπεριφορά σε καταστάσεις, όπου οι χρηματιστηριακές αγορές είναι ανοδικές, ενώ υποφέρουν από σημαντικές ζημιές σε περιόδους όπου οι αγορές είναι καθοδικές. Παρά το γεγονός αυτό, σε μακροχρόνια βάση οι αποδόσεις τους υπερτερούν από τις αντίστοιχες της χρηματιστηριακής αγοράς.

Τα επιθετικά αμοιβαία υπεραξίας προσφέρουν, όπως είναι φυσικό, χαμηλές μερισματικές αποδόσεις.

Πολλές φορές, τα αμοιβαία κεφάλαια επιθετικού τύπου τείνουν να συγκεντρώνουν το ενεργητικό τους σε εξειδικευμένους κλάδους όπως: τεχνολογίας, νοσοκομειακής περίθαλψης κ.α. ή σε μετοχές μικρών εταιρειών και μετοχές εταιρειών μεγέθυνσης.

Τα αμοιβαία κεφάλαια του τύπου αυτού προτείνονται και αφορούν επενδυτές με μακροπρόθεσμο ορίζοντα, οι οποίοι δέχονται να αναλάβουν υψηλούς κινδύνους με την προοπτική να αποκομίσουν υψηλές υπεραξίες. Επιπροσθέτως, προτείνονται σε επενδυτές οι οποίοι έχουν την ικανότητα να προβλέπουν την κίνηση της χρηματιστηριακής αγοράς.

Συνοψίζοντας, οι ειδικοί προτείνουν τη χρησιμοποίηση των επιθετικών αμοιβαίων κεφαλαίων για το συνδυασμό των παρακάτω στρατηγικών διαχείρισης χαρτοφυλακίων: εάν κάποιος επενδυτής έχει την ικανότητα να προβλέψει τέλεια την κίνηση της αγοράς, τότε προτείνεται να επενδύσει το 100% των χρημάτων του σε επιθετικά αμοιβαία κεφάλαια σε περιόδους ανόδου της χρηματιστηριακής αγοράς και 100% των χρημάτων του σε αμοιβαία κεφάλαια χρηματαγοράς, σε περιόδους πτώσης των χρηματιστηριακών αγορών. Εάν η δυνατότητα πρόβλεψης της κίνησης της χρηματιστηριακής αγοράς δεν τέλεια, τότε προτείνονται οι παρακάτω στρατηγικές:

Μερική επένδυση σε επιθετικά αμοιβαία κεφάλαια και το υπόλοιπο σε αναπτυξιακά (υπεραξίας) αμοιβαία κεφάλαια ή σε αμοιβαία κεφάλαια υπεραξίας και εισοδήματος.

#### **✓ Υπεραξίας Α/Κ.**

Ο αντικειμενικός σκοπός των αμοιβαίων κεφαλαίων υπεραξίας είναι η μακροπρόθεσμη αύξηση των κεφαλαιακών κερδών. Όμως τα αμοιβαία κεφάλαια του τύπου αυτού, σε αντίθεση με τα επιθετικά, δεν χρησιμοποιούν κερδοσκοπικές τακτικές όπως μόχλευση ή short selling.



Τα αναπτυξιακά αμοιβαία κεφάλαια, όπως είναι φυσικό, είναι λιγότερο ευμετάβλητα από τα επιθετικά, στο βαθμό που επιλέγουν μετοχές εταιρειών οι οποίες έχουν καλό παρελθόν, υψηλή κερδοφορία και πολύ καλό όνομα. Στην Αμερική τέτοιες εταιρείες είναι μεταξύ των άλλων οι: IBM, General Motors, Xerox, κ.α.

Από τα προαναφερθέντα καθίσταται φανερό ότι τα αμοιβαία κεφάλαια αυτού του τύπου ενέχουν υψηλό κίνδυνο, απευθύνονται σε επενδυτές οι οποίοι αποβλέπουν σε μακροχρόνια κεφαλαιακά κέρδη και αδιαφορούν σχετικά με τις τρέχουσες μερισματικές αποδόσεις.

## **Ζ. Διεθνή.**

Οι παγκόσμιες οικονομικές και πολιτικές εξελίξεις της τελευταίας δεκαετίας οδήγησαν στην πιο ελεύθερη διακίνηση ανθρώπων, προϊόντων και κεφαλαίων μεταξύ των διαφόρων χωρών. Αποτέλεσμα αυτής της εξέλιξης ήταν η αύξηση του ανταγωνισμού σε όλα τα επίπεδα, προϊόντα και υπηρεσίες που οδήγησε ταυτόχρονα στη μεγαλύτερη αλληλεξάρτηση των οικονομιών μεταξύ τους. Έτσι, ο κίνδυνος που σχετίζεται με μια ξένη χώρα δεν εστιάζεται μόνον στις μεταβλητές της ισοτιμίας συναλλάγματος αλλά και στις μεταβολές της συγκριτικής οικονομικής κατάστασης των δύο χωρών. Έτσι μια μεταβολή των επιτοκίων της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ συμπαρασύρει όχι μόνο τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, αλλά και τα επίπεδα τιμών στα διεθνή χρηματιστήρια καθώς και τις οικονομικές εξελίξεις παγκοσμίως. Έτσι καθίσταται απαραίτητη η συμμετοχή επενδυτικών κεφαλαίων της χώρας μας σε χρηματιστηριακούς τίτλους άλλων χωρών. Με την απελευθέρωση της κίνησης των κεφαλαίων δίνεται η δυνατότητα σε αμοιβαία κεφάλαια να τοποθετήσουν κεφάλαια σε τίτλους (ομολογίες και μετοχές) κοινοτικών χωρών ή ακόμη και μη κοινοτικών χωρών (ΗΠΑ, Άπω Ανατολή). Ο κίνδυνος ενός διεθνούς αμοιβαίου κεφαλαίου διαφέρει ανάλογα με το είδος των τίτλων (ομολογίες, μετοχές ή μικτό) και κατά πόσο είναι εισοδήματος ή αναπτυξιακό. Πάντως η τοποθέτηση σε ένα διεθνές αμοιβαίο κεφάλαιο έχει σημαντικά πλεονεκτήματα, καθώς όχι μόνον αντιμετωπίζεται επιτυχώς ο συναλλαγματικός κίνδυνος, αλλά δίνεται η ευκαιρία συμμετοχής στην άνοδο που προσφέρουν κάποιες άλλες αγορές χρήματος και κεφαλαίου.

## **Η. Εμπορευμάτων.**

Τα αμοιβαία κεφάλαια εμπορευμάτων έχουν εισαχθεί πρόσφατα στη διεθνή οικογένεια των αμοιβαίων κεφαλαίων, παρ' όλο που στην Ελλάδα

ακόμη δεν επιτρέπονται. Πρόκειται για αμοιβαία κεφάλαια που κατευθύνουν κεφάλαια σε προϊόντα όπως πολύτιμα μέταλλα, αλλά κυρίως σε προθεσμιακά συμβόλαια εμπορευμάτων ή χρηματοπιστωτικών τίτλων. Τα συμβόλαια αυτά που καλύπτουν μεγάλο αριθμό εμπορευμάτων και χρηματοπιστωτικών τίτλων είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε προθεσμιακές αγορές που χαρακτηρίζονται από μεγάλη ρευστότητα όπως Chicago Board of Trade, Chicago Mercantile Exchange, Commodity Exchange, New York Futures Exchange, London International Financial Futures Exchange. Μεταξύ των προϊόντων και τίτλων που γίνονται αντικείμενο διαπραγματεύσεων μπορούμε να αναφέρουμε:

- ✓ Σιτάρι/ καλαμπόκι/ σόγια
- ✓ Χρυσός/ άργυρος/ χαλκός
- ✓ Ξυλεία
- ✓ Αργό πετρέλαιο/ φυσικό αέριο
- ✓ Δείκτης S&P 500/δείκτης Value Line
- ✓ Έντοκα γραμμάτια δημοσίου ΗΠΑ/ ευρώδολάρια
- ✓ Ομολογίες δημοσίου ΗΠΑ
- ✓ Γερμανικά μάρκα/ γιαπωνέζικο γιέν/ βρετανική στερλίνα

Ο κίνδυνος που εμφανίζουν τα αμοιβαία κεφάλαια εμπορευμάτων είναι αρκετά σημαντικός παρά τη διαφοροποίηση του κινδύνου που επιτυγχάνεται. Μάλιστα η συνεχώς επιδιωκόμενη διαφοροποίηση απορροφά ένα σημαντικό ποσό από τη συνολική απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου με τη μορφή κόστους συναλλαγής και αμοιβών στους συμβούλους επενδύσεων εμπορευμάτων.

#### **Θ. Δείκτων.**

Τα αμοιβαία κεφάλαια που ανήκουν σε αυτή την κατηγορία έχουν μια πολύ σαφή επενδυτική πολιτική. Συγκεκριμένα, επενδύουν τα κεφάλαιά τους στο χαρτοφυλάκιο των χρηματιστηριακών τίτλων που συνθέτουν ένα δείκτη. Οι υπάρχοντες δείκτες απαρτίζονται από συγκεκριμένο είδος τίτλων όπως μετοχές, ομολογίες ή εμπορεύματα. Επιπλέον οι δείκτες αυτοί μπορούν να αφορούν συγκεκριμένους κλάδους της οικονομίας (βιομηχανία, ενέργεια, μεταφορές, υψηλή τεχνολογία, κ.λ.π) ή συγκεκριμένα εμπορεύματα (σιτηρά, έλαια, πολύτιμα μέταλλα, κ.λ.π). Η επενδυτική στρατηγική συνίσταται στην αγορά των τίτλων που απαρτίζουν το συγκεκριμένο δείκτη κατά το ποσοστό συμμετοχής εκάστου στον υπολογισμό του δείκτη. Οποιαδήποτε αλλαγή τίτλων και ποσοστού συμμετοχής στο δείκτη καθιστά υποχρεωτική παρόμοια

αλλαγή στις επενδύσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η υποχρεωτική αυτή σύμπλευση της επενδυτικής στρατηγικής του αμοιβαίου κεφαλαίου με τη δομή του δείκτη είναι το μεγαλύτερο πλεονέκτημα αυτού του είδους του αμοιβαίου κεφαλαίου. Αυτό συμβαίνει γιατί απλοποιείται εξ ολοκλήρου η επενδυτική στρατηγική με μόνη υποχρέωση τη στενή παρακολούθηση του δείκτη. Η ανάγκη συνεχούς αναθεώρησης του χαρτοφυλακίου που υπάρχει σε άλλα αμοιβαία κεφάλαια δεν υφίσταται στα αμοιβαία κεφάλαια δεικτών. Έτσι ελαχιστοποιείται το κόστος που προέρχεται από την αμοιβή συμβούλων επένδυσης και άλλων αναλυτών πρόβλεψης των οικονομικών προοπτικών. Ως εκ τούτου προσδένεται η απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου δεικτών στην απόδοση του συγκεκριμένου δείκτη.

Θα έπρεπε να τονισθεί ότι ένα αμοιβαίο κεφάλαιο δείκτη από τη φύση του ακολουθεί μια αμυντική πολιτική διαχείρισης κεφαλαίων. Αυτό ίσως θα ταίριαζε στις επιλογές επενδυτών με αυξημένη την αποστροφή στον κίνδυνο. Παρά ταύτα όμως η ύπαρξη πολλών δεικτών που εκπροσωπούν διάφορα είδη μετοχών, ομολογιών ή εμπορευμάτων δίνει τη δυνατότητα και σε αυτούς που επιθυμούν μια επιθετική πολιτική διαχείρισης των κεφαλαίων τους να επωφεληθούν από τα πλεονεκτήματά τους. Έτσι μια επιθετική πολιτική κατανομής κεφαλαίων σε μια από τις κατηγορίες ρευστών, ομολογιών και κεφαλαίων μπορεί να γίνει εύκολα με την επένδυση σε αντίστοιχα αμοιβαία κεφάλαια δεικτών. Η δυναμική εφαρμογή αυτής της πολιτικής συνίσταται στην αυξομείωση κατοχής μεριδίων στα αντίστοιχα αμοιβαία κεφάλαια δεικτών ανάλογα με τις προβλέψεις του επενδυτή.

## **I. Ειδικών κατηγοριών.**

Εξ ίσου ενδιαφέροντα είναι και τα κλαδικά αμοιβαία κεφάλαια που στρατηγική τους είναι η επένδυση σε συγκεκριμένους κλάδους βιομηχανιών ( υψηλής τεχνολογίας, κατασκευών, ένδυσης και υπόδησης, ή εταιρειών ενέργειας). Ως εκ της κατασκευής τους τα αμοιβαία αυτά κεφάλαια επενδύουν σε μετοχές ενός ευρύτερου κλάδου. Όμως παρ'όλη τη διαφοροποίηση κινδύνου που μπορεί να επιτύχουν υπόκεινται σε σημαντικό κίνδυνο, που προέρχεται από τις διακυμάνσεις της οικονομικής κατάστασης που τυγχάνει να σχετίζεται με ένα συγκεκριμένο κλάδο. Έτσι π.χ. οι κυκλικές μετοχές έχουν δραματικές πτώσεις σε περιόδους ύφεσης και θεαματικές ανόδους σε περιόδους οικονομικής ανόρθωσης. Για το λόγο αυτό σημαντικό είναι το είδος της αντιστάθμισης που οι διαχειριστές θα επιλέξουν να εισαγάγουν στο χαρτοφυλάκιο επιμερίζοντας ένα τμήμα των κεφαλαίων σε ομολογίες ή και σε μετοχές που δεν ανήκουν στον εξειδικευμένο κλάδο.

ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Σύμφωνα με τις αποφάσεις 79/1996 και 129/1998 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς τα Αμοιβαία Κεφάλαια κατατάσσονται σε κατηγορίες, έτσι ώστε να υπάρχει αντιστοιχία μεταξύ της ονομασίας κάθε Α/Κ, του σκοπού που αναφέρεται στον κανονισμό του και της σύνθεσης του ενεργητικού του, σύμφωνα με τον κατωτέρω πίνακα:

	ΜΕΤΟΧΙΚΑ	ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ	ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	ΜΙΚΤΑ	ΕΙΔΙΚΟΥ ΤΥΠΟΥ
	Επενδύουν κυρίως σε μετοχές	Επενδύουν κυρίως σε μακροχρόνιους τίτλους σταθ. εισοδήματος και όχι άνω του 10% σε μετοχές	Επενδύουν κυρίως σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρηματαγοράς, δευτερευόντως σε τίτλους σταθ. εισοδ. και όχι άνω του 10% σε μετοχές	Συνδυασμός επενδύσεων προηγούμενων κατηγοριών	Επενδύουν κυρίως σε ειδικού τύπου επενδ. προϊόν. και τουλάχισ. 10% σε τίτλους σταθ. εισοδήματος
ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	Επενδύουν κυρίως σε μετοχές εσωτερικού	Επενδύουν κυρίως σε μακροχ. τίτλους σταθ. εισοδ. εσωτερικού	Επενδύουν κυρίως σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρημ/ράς, δευτερευόντως σε τίτλους σταθ. εισοδ. εσωτερικού	Επενδύουν κατά κύριο λόγο το ενεργητικού του στο εσωτερικό	Επενδύουν κυρίως σε επενδ. προϊόντα εσωτερικό
ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	Επενδύουν κυρίως σε μετοχές εξωτερικού	Επενδύουν κυρίως σε μακροχ. τίτλους σταθ. εισοδ. εξωτερικού	Επενδύουν κυρίως σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρημ/ράς, δευτερευόντως σε τίτλους σταθ. εισοδ. εξωτερικού	Επενδύουν κατά κύριο λόγο το ενεργητικού του στο εξωτερικό	Επενδύουν κυρίως σε επενδ. προϊόντα εξωτερικού
ΔΙΕΘΝΗ	Επενδύουν σε μετοχές εσωτερικού - εξωτερικού	Επενδύουν σε μακροχ. τίτλους σταθ. εισοδ. εσωτερικού - εξωτερικού	Επενδύουν σε μέσα (τίτλους) χρημ/ράς, δευτερευόντως σε τίτλους σταθ. εισοδ. εσωτερικού - εξωτερικών	Επενδύουν το ενεργητικό του στο εσωτερικό και εξωτερικό	Επενδύουν σε επενδ. προϊόντα εσωτερικού - εξωτερικού

Η έκφραση "κυρίως" που εμφανίζεται στον πίνακα υπονοεί ποσοστό τουλάχιστον 65% επί του συνολικού ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, το οποίο υπολογίζεται κατά μέσο όρο τριμηνίας και θα πρέπει να είναι επενδεδυμένο στην αντίστοιχη κατηγορία τίτλων / μέσων.

### **3. ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΝΕΩΝ ΜΟΡΦΩΝ Α/Κ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ.**

Ένα από τα σοβαρότερα προβλήματα σήμερα είναι το ασφαλιστικό. Γνωρίζουμε όλοι τις δυσκολίες και τις αδυναμίες των ασφαλιστικών ταμείων, τους εργασιακούς κινδύνους και την ανάγκη αναδιοργάνωσης και εκσυγχρονισμού των ταμείων, τα περισσότερα των οποίων είναι ελλειμματικά. Όπως ήδη αναφέραμε, τα αμοιβαία κεφάλαια στοχεύουν στην ικανοποίηση των αναγκών της πελατείας. Η ανάγκη εμφανίζεται με τη μορφή του ασφαλιστικού προβλήματος και σηματοδοτεί μια νέα τάση στην αγορά.

Η τάση αυτή ωθεί προς την κατεύθυνση της μεταφοράς της διαχείρισης των κεφαλαίων που συγκεντρώνουν οι ασφαλιστικές εταιρείες προς τις ασφαλιστικές εταιρείες στις εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων. Η νέα αυτή αγορά κερδίζει έδαφος, έχει προοπτικές και προσφέρει νέα προϊόντα, τα οποία ανήκουν στην κατηγορία των ειδικού τύπου αμοιβαίων κεφαλαίων. Τα προϊόντα αυτά είναι:

#### **Α. Επενδυτικά - Ασφαλιστικά προγράμματα (Unit Linked & Unit Trust Linked).**

Τα προϊόντα αυτά καλύπτουν τη νέα τάση στην αγορά των αμοιβαίων, που αφορά στη δημιουργία και προώθηση προϊόντων, που συνδέουν επένδυση με ασφάλεια και απαιτούν συνεργασία των εταιρειών Συλλογικών Επενδύσεων και των Ασφαλιστικών Εταιρειών.

Ο συνδυασμός της επένδυσης και της ασφάλισης είναι σήμερα ο άριστος τρόπος αξιοποίησης των αποταμιεύσεων, γεγονός που κατανοεί απόλυτα ο μέσος αποταμιευτής. Τα εν λόγω προγράμματα επιτρέπουν στις συνεργαζόμενες εταιρείες να εκμεταλλεύονται τα συγκριτικά πλεονεκτήματα που διαθέτουν στους κλάδους τους και προσφέρουν εμπιστοσύνη και σιγουριά στον επενδυτή. Μεταφέρουν τη διαχείριση των ασφαλιστρών από τις ασφαλιστικές εταιρείες στις εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων.

Τα προϊόντα Unit Linked έχουν πολλά και σημαντικά πλεονεκτήματα για τον επενδυτή σε σχέση με τα παραδοσιακά ασφαλιστικά προϊόντα. Ενδεικτικά αναφέρουμε ότι:

- ✓ Προσαρμόζονται στις εκάστοτε ανάγκες των ασφαλιζομένων ανεξάρτητα από την ηλικία τους
- ✓ Εξασφαλίζουν διαφάνεια
- ✓ Παρέχουν τη δυνατότητα αποτίμησης του συμβολαίου μέσα από τον καθημερινό τύπο

- ✓ Είναι σαφής η κατανομή του ασφαλιστρού ως προς τα έξοδα
- ✓ Επιτρέπουν στον ασφαλιζόμενο να αποφασίσει και να επιλέξει τον τρόπο επένδυσης των χρημάτων του, με βάση τον κίνδυνο που είναι αποφασισμένος ν' αναλάβει.

Ο επενδυτής έχει ήδη γνωρίσει το θεσμό των αμοιβαίων κεφαλαίων, έχει γνωρίσει επίσης την κρίση του Χ.Α.Α. και παρακολουθεί την πτωτική πορεία των επιτοκίων. Συγκρίνει τις αποδόσεις των επενδυτικών επιλογών που έχει στη διάθεσή του και αναζητά νέες ευκαιρίες στην αγορά. Αναζητά σωστή ενημέρωση, πληροφόρηση, αξιοπιστία και τήρηση εκείνων που του έχουν υποσχεθεί.

Ο πωλητής αμοιβαίων κεφαλαίων παίζει σημαντικό ρόλο. Πρέπει να γνωρίζει πολύ καλά τα προϊόντα, τα χαρακτηριστικά τους, τα δυνατά και αδύνατα σημεία τους, ώστε να εξυπηρετεί ενεργητικά τον υποψήφιο πελάτη, βοηθώντας τον να αξιοποιήσει με τον καλύτερο δυνατό τρόπο τα διαθέσιμά του.

Στην εποχή μας είναι αντικείμενο προβληματισμού της ελληνικής κοινωνίας η συνταξιοδότηση και η εξασφάλιση εισοδήματος ικανού να καλύψει τις μελλοντικές ανάγκες εκείνων των ατόμων, που για τριάντα περίπου χρόνια έχουν πληρώσει συνταξιοδοτικές εισφορές στο Ελληνικό Δημόσιο. Το πρόβλημα αυτό θα γίνει σοβαρότερο με τις επερχόμενες αλλαγές στα όρια εργασίας, στις σχέσεις εργαζομένων - συνταξιούχων, στο μέσο όρο ηλικίας καθώς και με τις μειώσεις των συντάξεων. Οι εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων προσφέρουν τα:

## **Β. Συνταξιοδοτικά Προγράμματα (Pension Funds, Pension Plans).**

Το θέμα της σύνταξης άπτεται του ενδιαφέροντος των Συλλογικών Εταιρειών Επενδύσεων και των Ασφαλιστικών Εταιρειών. Για το λόγο αυτό και με σκοπό την εξασφάλιση του απαραίτητου για κάθε πολίτη - επενδυτή ποσού δημιουργήθηκαν τα Προσωπικά Επενδυτικά Προγράμματα Συνταξιοδότησης (Π.Ε.Π.Σ.).

Η διάρκεια των εν λόγω προγραμμάτων είναι μακροπρόθεσμη και προωθούνται από τις ασφαλιστικές εταιρείες και τις τράπεζες. Αναφέρουμε ενδεικτικά πλεονεκτήματα των συνταξιοδοτικών προγραμμάτων, τόσο για τον επενδυτή όσο και για το κράτος και την οικονομία γενικότερα:

Για τον επενδυτή:

- ✓ Επαγγελματική διαχείριση

- ✓ Χαμηλό κόστος συμμετοχής
- ✓ Διαφάνεια
- ✓ Περιοδικές καταβολές
- ✓ Χαμηλό ασφάλιστρο
- ✓ Ευκολία συναλλαγής
- ✓ Δυνατότητα αναπροσαρμογής.

Για το κράτος:

- ✓ Ενίσχυση της κεφαλαιαγοράς και του ευρύτερου χρηματοπιστωτικού τομέα.

Η ιδέα των προγραμμάτων αυτών είναι σχετικά νέα για την ελληνική αγορά, στις διεθνείς όμως αγορές είναι υπό ετών δοκιμασμένη, επιτυχημένη και αποτελεσματική.

Τα Π.Ε.Π.Σ. προσφέρουν συμπληρωματικό εισόδημα στον επενδυτή. Τα συνταξιοδοτικά προγράμματα προσαρμόζονται στις συγκεκριμένες ανάγκες κάθε επενδυτή ή στις ανάγκες ομάδας επενδυτών. Με την προώθηση των προϊόντων αυτών ωφελείται:

- ✓ Ο επενδυτής
- ✓ Η τραπεζική αγορά
- ✓ Η χρηματιστηριακή αγορά και ευρύτερα οι αγορές χρήματος και κεφαλαίου
- ✓ Η ελληνική οικονομία

Ο πωλητής αμοιβαίων κεφαλαίων παίζει σημαντικό και καθοριστικό ρόλο στην προώθηση των εν λόγω προϊόντων. Πρέπει να γνωρίζει πολύ καλά τα προϊόντα, τις επιβαρύνσεις και τις διευκολύνσεις, καθώς και το κόστος συμμετοχής, προκειμένου να ενημερώνει σωστά τον υποψήφιο επενδυτή. Το σημείο αυτό θέλει ιδιαίτερη προσοχή. Ο επενδυτής πρέπει να δεχθεί τη φιλοσοφία " προετοιμάζω το μέλλον", " εξασφαλίζω ένα καλύτερο επίπεδο ζωής για το αύριο". Μέσω των προγραμμάτων αυτών δημιουργείται μια ισόβια σχέση με τον πελάτη επενδυτή, η οποία πρέπει να στηρίζεται σε υγιή και αξιόπιστη συνεργασία.

Από όσα ήδη αναφέραμε γίνεται αντιληπτό ότι η αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων έχει περιθώρια ανάπτυξης και τα νέα προϊόντα που δημιουργούνται δίνουν λύσεις σε άμεσα ή μελλοντικά προβλήματα του επενδυτή.

### **Γ. Αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν σε ακίνητα (Real estate funds).**

Με την ανάπτυξη της ελληνικής κτηματαγοράς δημιουργούνται νέες μορφές αμοιβαίων κεφαλαίων. Πρόκειται για αμοιβαία κεφάλαια που

επενδύουν σε ακίνητα. Οι προοπτικές για την αγορά αυτή είναι πολύ καλές και η θεσμοθέτηση του νομικού πλαισίου λειτουργίας της εν λόγω αγοράς, θα δώσει νέα ανάπτυξη στην αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων εν γένει. Τα αμοιβαία κεφάλαια της μορφής αυτής επενδύουν σε:

- ✓ Ακίνητα στην Ελλάδα και την Ευρώπη σε ποσοστό 80%
- ✓ Κινητές αξίες σε ποσοστό 20%

#### **Δ. Ειδικά Αμοιβαία Κεφάλαια (Special Funds).**

Η λειτουργία της αγοράς των Παραγώγων προϊόντων παρέχει νέες ευκαιρίες στον καλά ενημερωμένο επενδυτή, καθώς λειτουργεί συμπληρωματικά προς την χρηματιστηριακή αγορά και προσφέρει στον επενδυτή τη δυνατότητα:

- ✓ Να διασφαλισθεί έναντι κινδύνων ( hedging)
- ✓ Να εκμεταλλευτεί τις ευκαιρίες των αγορών
- ✓ Να κερδίσει προβλέποντας την ανοδική ή καθοδική πορεία της αγοράς.

Έτσι αναμένεται η ανάπτυξη Ειδικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Special Funds). Το χαρτοφυλάκιο των αμοιβαίων αυτών θα περιλαμβάνει:

- ✓ Παράγωγα προϊόντα
- ✓ Δικαιώματα ( options)
- ✓ Μετοχές εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών που συγκροτούν το γενικό δείκτη και
- ✓ Μερίδια άλλων αμοιβαίων κεφαλαίων

Οι προοπτικές της ελληνικής αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων είναι πολύ καλές. Τα νέα προϊόντα που δημιουργούνται ακολουθούν προϊόντα που υπάρχουν στις διεθνείς αγορές, όπως ασφαλιστικά, συνταξιοδοτικά και αξιοποίησης ακινήτων. Η ανάπτυξη της αγοράς παραγώγων, η οποία λειτουργεί συμπληρωματικά ως προς τη χρηματιστηριακή αγορά, δίνει νέες ευκαιρίες στους επενδυτές, οι οποίοι έχουν ήδη εξοικειωθεί με τη χρηματιστηριακή αγορά. Η αγορά περιμένει τα νέα προϊόντα που θα καλύψουν τόσο τις τρέχουσες ανάγκες των επενδυτών όσο και τις μελλοντικές, που πιθανόν θα προκύψουν από την οικονομική και νομισματική ένωση.



#### **4. ΦΟΡΕΙΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.**

Στη λειτουργία του αμοιβαίου κεφαλαίου εμπλέκονται οι κατωτέρω αυτοτελείς φορείς:

##### **Α. ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (Α.Ε.Δ.Α.Κ.).**

Στην Ελλάδα αμοιβαία κεφάλαια μπορούν να συστήνουν και να διαχειρίζονται ειδικά νομικά πρόσωπα, που είναι ανώνυμες εταιρείες με έδρα την Ελλάδα, οι οποίες αποκλειστικό σκοπό έχουν τη διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων. Για να λειτουργήσουν, πέραν όσων απαιτούνται για τις Α.Ε., πρέπει να έχουν και την έγκριση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Οι εταιρείες αυτές ονομάζονται "Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων". Η κάθε Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι ο "διαχειριστής" της κοινής περιουσίας των επενδυτών για τα αμοιβαία κεφάλαια που διαχειρίζεται. Συνήθως, μια Α.Ε.Δ.Α.Κ. διαχειρίζεται περισσότερα από ένα αμοιβαία κεφάλαια, μια οικογένεια δηλ. αμοιβαίων κεφαλαίων.

Ο λόγος για τον οποίο διαχειρίζονται τα αμοιβαία κεφάλαια εταιρείες αποκλειστικού σκοπού και όχι τα λοιπά νομικά πρόσωπα του χρηματοπιστωτικού τομέα είναι ότι έτσι εξασφαλίζεται στους απλούς επενδυτές η ανεξάρτητη επαγγελματική διαχείριση των κεφαλαίων τους. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι υποχρεωμένη να προσλάβει ειδικευμένα στελέχη, τους διαχειριστές, τα στοιχεία των οποίων (ονομ/νυμο, θέση κ.α.) γνωστοποιεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Συνήθως, κάθε Α.Ε.Δ.Α.Κ. δημιουργεί μια επενδυτική επιτροπή, που αποφασίζει για την επενδυτική στρατηγική κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου που διαχειρίζεται.

Ακόμη, μέσω των Α.Ε.Δ.Α.Κ. παρεμποδίζεται η δημιουργία διοικητικών πλειοψηφιών μεριδιούχων. Δηλαδή, ενώ ο κάθε μεριδιούχος μπορεί να αγοράσει όσα μερίδια επιθυμεί, η Α.Ε.Δ.Α.Κ. έχει το δικαίωμα και ταυτόχρονα την υποχρέωση προς τους λοιπούς μεριδιούχους να λειτουργεί ως φίλτρο κατά την είσοδο των νέων μελών (ή την αύξηση των μεριδίων των υφιστάμενων), με σκοπό την προστασία του συνόλου των μεριδιούχων του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι υποχρεωμένη από το Νόμο να δρα προς το συμφέρον όλων ανεξαιρέτως των μεριδιούχων και να πραγματοποιεί τις βέλτιστες κινήσεις, ανάλογα με τις συνθήκες της αγοράς. Έχει επίσης την υποχρέωση να επενδύει τα κεφάλαια των επενδυτών κατά τρόπο ώστε να

επιτυγχάνεται για αυτούς η μέγιστη δυνατή απόδοση, αλλά και τη νομική ευθύνη (ευθύνεται για πταίσμα) για κάθε διαχειριστική αμέλεια.

Σήμερα, για να ιδρυθεί μια Α.Ε.Δ.Α.Κ. πρέπει να έχει μετοχικό κεφάλαιο 400 εκατ. δρχ. ( περίπου 1.174.000 ευρώ), ολοσχερώς καταβεβλημένο. Επίσης τα 2/5 τουλάχιστο του μετοχικού κεφαλαίου της πρέπει να ανήκουν σε ανώνυμη εταιρεία, η οποία να έχει ελάχιστο ολοσχερώς καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο τουλάχιστο ίσο προς το εκάστοτε οριζόμενο ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο πιστωτικού ιδρύματος (σήμερα 18 εκατ. ευρώ) ή το ισόποσο σε ξένο νόμισμα. Συνήθως η εταιρεία αυτή είναι Τράπεζα ή μεγάλη εταιρεία του χρηματοπιστωτικού τομέα. Απαγορεύεται δε σε φυσικό ή νομικό πρόσωπο να συμμετέχει στο μετοχικό της κεφάλαιο με ποσοστό που να υπερβαίνει το 50% αυτού.

Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. για τις εργασίες που εκτελεί εισπράττει από τους επενδυτές (μεριδιούχους) αμοιβή, η οποία ονομάζεται διαχειριστική αμοιβή, καθώς και προμήθειες εισόδου και εξόδου των επενδυτών από τα αμοιβαία κεφάλαια.

### **A.1. ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ.**

Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι υποχρεωμένη να μεριμνά για την άριστη διαχείριση των κεφαλαίων των μεριδιούχων. Είναι υπεύθυνη για κάθε διαχειριστική αμέλεια απέναντι στους μεριδιούχους. Όταν αναφέρουμε τον όρο " διαχείριση", πρέπει να έχουμε υπόψη μας τις εξής υποχρεώσεις της Α.Ε.Δ.Α.Κ.:

- ✓ Την επένδυση των συγκεντρωμένων κεφαλαίων
- ✓ Τη λογιστική παρακολούθηση των επενδύσεων
- ✓ Την παρακολούθηση της αναμενόμενης απόδοσης των επενδύσεων και τη διενέργεια, όπου απαιτείται, άμεσων διορθωτικών παρεμβάσεων
- ✓ Την εκπροσώπηση ( νομικά και διοικητικά), όπου απαιτείται, των μεριδιούχων
- ✓ Την τακτή και πλήρη ενημέρωση των μεριδιούχων για την εξέλιξη των επενδύσεών τους.

Βασικό στοιχείο των επενδύσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι η διασπορά των κεφαλαίων σε διάφορους τίτλους, με σκοπό τη διασπορά των κινδύνων. Επίσης, ο διαχειριστής πρέπει να υπακούει σε διάφορους νομικούς περιορισμούς, οι οποίοι πάντα έχουν σκοπό την προστασία των μεριδιούχων από αδικαιολόγητα σφάλματα ή εσκεμμένες ενέργειες των διαχειριστών. Δεν νοείται, για παράδειγμα αμοιβαίο κεφάλαιο το οποίο να έχει επενδύσει σε λίγα είδη τίτλων ή μόνο σε τίτλους οι οποίοι έχουν άμεση οικονομική σύνδεση μεταξύ τους ( π.χ. σε μετοχές εταιρειών ενός

ομίλου). Προς το παρόν στην Ελλάδα δεν υφίσταται ενεργό Νομικό Πλαίσιο για λειτουργία αμοιβαίου κεφαλαίου, τα οποία να επενδύουν σε άλλες μορφές επενδύσεων εκτός από τις κινητές αξίες, όπως είναι τα ακίνητα, τα μέταλλα, τα έργα τέχνης κ.τ.λ.

Ενδεικτικά λοιπόν το αμοιβαίο κεφάλαιο επενδύει:

- ✓ Σε κινητές αξίες εισηγμένες στην κύρια και στην παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α. και των ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων καθώς και σε χρηματιστηριακές αγορές που λειτουργούν κανονικά, είναι αναγνωρισμένες και ανοικτές στο κοινό
- ✓ Σε νεοεκδιδόμενες κινητές αξίες, υπό την προϋπόθεση ότι το αργότερο μέσα σε ένα έτος θα πραγματοποιηθεί η εισαγωγή τους για διαπραγμάτευση στις αγορές που πιο πάνω αναφέραμε
- ✓ Σε πιστωτικούς τίτλους, μετρητά, τραπεζικές καταθέσεις.

Η στήριξη χρηματιστηριακών τίτλων ή της κρατικής νομισματικής πολιτικής σε περίπτωση που πραγματοποιηθεί αποτελεί παράβαση των υποχρεώσεων της Α.Ε.Δ.Α.Κ. προς τους μεριδιούχους. Ο Νόμος καταβάλλει προσπάθεια, ώστε να περιορισθούν κατά το δυνατόν τέτοιου είδους κινήσεις. Έτσι έχουν τεθεί περιορισμοί όσον αφορά τα ποσοστά κατά τα οποία συμμετέχει κάθε κινητή αξία στο ενεργητικό κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου αλλά και στο σύνολο του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων που διαχειρίζεται μια Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Ενδεικτικά αναφέρουμε ότι δεν επιτρέπεται στο αμοιβαίο κεφάλαιο να επενδύσει περισσότερο από το 10% της καθαρής του αξίας σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη και πάνω από το 40% της καθαρής αξίας του σε κινητές αξίες εκδοτών, σε καθέναν από τους οποίους έχει επενδύσει ποσοστό μεγαλύτερο από το 5% της καθαρής του αξίας.

Επίσης, το αμοιβαίο κεφάλαιο επιτρέπεται ν' αποκτά μερίδια λοιπόν αμοιβαίων κεφαλαίων εκτός εάν τα διαχειρίζεται η ίδια η Α.Ε.Δ.Α.Κ. Η επένδυση δεν πρέπει να ξεπερνά το 5% της καθαρής αξίας του ενεργητικού του. Στην περίπτωση αυτή επιτρέπεται η απόκτησή τους μόνο εάν αυτά είναι εξειδικευμένα σε επενδύσεις σε συγκεκριμένο γεωγραφικό ή οικονομικό τομέα.

Επιπλέον, η Α.Ε.Δ.Α.Κ. για το σύνολο των αμοιβαίων κεφαλαίων που διαχειρίζεται δεν επιτρέπεται να αποκτά μετοχές με δικαίωμα ψήφου μιας εταιρείας που αντιπροσωπεύουν ποσοστό μεγαλύτερο από το 10% του συνόλου των αντίστοιχων μετοχών της, ώστε να της επιτρέπεται να ασκεί σημαντική επιρροή στη διαχείριση του εκδότη. Σε περίπτωση που η εταιρεία έχει την έδρα της σε άλλο κράτος - μέλος της ΟΝΕ ακολουθείται ο αντίστοιχος περιορισμός που ισχύει στο άλλο κράτος - μέλος.

Τέλος η Α.Ε.Δ.Α.Κ. μπορεί να χρησιμοποιεί μέσα και τεχνικές για την αποτελεσματική διαχείριση του χαρτοφυλακίου που διαχειρίζεται και για την κάλυψη του συναλλαγματικού κινδύνου. Στα πιο πάνω

μέσα συμπεριλαμβάνονται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, τα χρηματιστηριακά παράγωγα.

## **Β. Ο Θ Ε Μ Α Τ Ο Φ Υ Λ Α Κ Α Σ .**

Όπως είναι γνωστό, το πρώτο μέτρο ασφάλειας σε κάθε εγχρήματη συναλλαγή είναι ο διαχωρισμός του " ταμείου" από το " λογιστήριο", καθώς επίσης και ο διαχωρισμός του " ελεγκτή" από αυτόν που πραγματοποιεί τη συναλλαγή, είτε αναφερόμαστε σε φυσικό είτε σε νομικό πρόσωπο. Ο κανόνας αυτός φυσικά δεν θα μπορούσε να μην εφαρμόζεται και στα αμοιβαία κεφάλαια.

Όπως αναφέρθηκε η Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι ο διαχειριστής των αμοιβαίων κεφαλαίων και επιπλέον πραγματοποιεί στο λογιστήριό της τις λογιστικές εγγραφές, που απαιτούνται για τα αμοιβαία κεφάλαια που διαχειρίζεται. Η διαχείριση της κοινής περιουσίας υπόκειται σε μια σειρά από νομικούς περιορισμούς. Έτσι λοιπόν η Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι υποχρεωμένη να διατηρεί την περιουσία των αμοιβαίων κεφαλαίων ( μετρητά, Έντοκα Γραμμάτια Ελληνικού Δημοσίου, Ομόλογα, Μετοχές κ.λ.π.) σε παρακαταθήκη Θεματοφύλακα, που είναι ο ταμίας και ο ελεγκτής των πράξεων της Α.Ε.Δ.Α.Κ. αυτός ο Θεματοφύλακας εγγυάται την ασφάλεια των χρημάτων που εμπιστεύονται οι επενδυτές στην Α.Ε.Δ.Α.Κ..

Ο Θεματοφύλακας είναι ανεξάρτητη από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. ανώνυμη εταιρεία. Ο νόμος όμως δεν απαγορεύει ο Θεματοφύλακας και η Α.Ε.Δ.Α.Κ. να συνδέονται λειτουργικά. Να ανήκουν για παράδειγμα στον ίδιο Όμιλο εταιρειών, γεγονός που κατά κανόνα συμβαίνει, ιδιαίτερα με τα αμοιβαία κεφάλαια που ανήκουν σε τραπεζικούς ομίλους.

Σύμφωνα με το Νόμο, ο Θεματοφύλακας είναι Ελληνική τράπεζα ή υποκατάστημα στην Ελλάδα τράπεζας, που έχει έδρα σε χώρα μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Κάθε τράπεζα μπορεί να είναι Θεματοφύλακας για τα αμοιβαία κεφάλαια που διαχειρίζονται περισσότερες της μιας Α.Ε.Δ.Α.Κ. για να λειτουργήσει μια τράπεζα ως Θεματοφύλακας αμοιβαίου κεφαλαίου, θα πρέπει να έχει λάβει σχετική έγκριση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Επίσης, ο Θεματοφύλακας είναι υποχρεωμένος να εκτελεί τις εντολές της Α.Ε.Δ.Α.Κ., εκτός εάν αυτές είναι αντίθετες με το Νόμο ή τον Κανονισμό. Ελέγχει δηλαδή, το σύννομο των πράξεων της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και όχι τη διαχειριστική ορθότητα αυτών. Σημειώνεται ότι η αγοραπωλησία των αξιών του χαρτοφυλακίου των αμοιβαίων κεφαλαίων διενεργείται στο όνομα του διαχειριστή, το αμοιβαίο

κεφάλαιο όμως δεν αποτελεί περιουσία ούτε της Α.Ε.Δ.Α.Κ. ούτε του Θεματοφύλακα και έτσι δεν μπορεί να κατασχεθεί από τους δανειστές τους.

Ο Θεματοφύλακας είναι υπόλογος απέναντι στην Α.Ε.Δ.Α.Κ. και στους μεριδιούχους για την ορθή εκτέλεση των καθηκόντων του, προσυπογράφει τον κανονισμό των αμοιβαίων κεφαλαίων που διαχειρίζεται η Α.Ε.Δ.Α.Κ. καθώς και όλα τα ενημερωτικά δελτία και είναι συνυπεύθυνος με την Α.Ε.Δ.Α.Κ. για κάθε παρατυπία. Για τις εργασίες του αυτές αμείβεται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. και η αμοιβή του αυτή αναφέρεται στον κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου.

## **Γ. ΟΙ ΜΕΡΙΔΙΟΥΧΟΙ.**

### **Γ.1. ΓΕΝΙΚΑ.**

Οι επενδυτές των αμοιβαίων κεφαλαίων ονομάζονται μεριδιούχοι, δηλαδή κάτοχοι των μεριδίων. Ο αριθμός των μεριδίων που κατέχει ένας μεριδιούχος προσδιορίζει το ποσοστό ιδιοκτησίας του στην κοινή περιουσία.

Χαρακτηριστικό γνώρισμα των επενδυτών αμοιβαίων κεφαλαίων είναι ότι κατά κανόνα δεν επιθυμούν ν' ασχοληθούν οι ίδιοι με τη διαχείριση των κεφαλαίων τους, γι' αυτό και την εκχωρούν σε τρίτο.

Για να γίνει ένας επενδυτής μεριδιούχος σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο, θα πρέπει να υποβάλλει στην Α.Ε.Δ.Α.Κ. έγγραφη ενυπόγραφη αίτηση. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. έχει τη διακριτική ευχέρεια να αποδεχθεί ή όχι την αίτηση. Εφόσον την αποδεχθεί, ο επενδυτής γίνεται μεριδιούχος. Με την υπογραφή της αίτησης αυτής ο υποψήφιος μεριδιούχος αποδέχεται και θεωρητικά προσυπογράφει το σύνολο του κανονισμού του αμοιβαίου κεφαλαίου, ο οποίος είναι η σύμβαση μεταξύ Α.Ε.Δ.Α.Κ. - Μεριδιούχου και καθορίζει τις μεταξύ τους σχέσεις, τα αμοιβαία δικαιώματα και τις υποχρεώσεις. Ο Κανονισμός του αμοιβαίου κεφαλαίου προσδιορίζει και τη συμβατική σύνδεση του μεριδιούχου με το Θεματοφύλακα καθώς και με τους λοιπούς υφισταμένους και μελλοντικούς μεριδιούχους.

Οι μεριδιούχοι δε φέρουν καμία ευθύνη για παραβάσεις της Α.Ε.Δ.Α.Κ. ή του Θεματοφύλακα και δικαστικά και εξώδικα από την Α.Ε.Δ.Α.Κ..

Στη συνέχεια, κατά κανόνα αυθημερόν, ο υποψήφιος μεριδιούχος θα πρέπει να καταθέσει το ποσό που επιθυμεί να επενδύσει στο Θεματοφύλακα και όχι στην Α.Ε.Δ.Α.Κ.. Αυτό συμβαίνει διότι ο

Θεματοφύλακας είναι ο ταμίας του αμοιβαίου κεφαλαίου. Από το ποσό που θα καταθέσει ο επενδυτής θα αφαιρεθούν οι προμήθειες για τη διάθεση των μεριδίων και το υπολειπόμενο ποσό, θα επενδυθεί σε όσα μερίδια του αναλογούν, με βάση την καθαρή τιμή του μεριδίου της ημέρας κατά την οποία πραγματοποιείται η συναλλαγή.

Σε περίπτωση που ένας μεριδιούχος θελήσει να ρευστοποιήσει τα μερίδιά του τότε και πάλι θα πρέπει να υποβάλλει σχετική αίτηση. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι υποχρεωμένη από το νόμο ν' ακυρώσει τα μερίδιά του και να του καταβάλλει το σχετικό αντίτιμο. Αυτό προκύπτει με βάση την τιμή εξαγοράς των μεριδίων της ημέρας υποβολής της αίτησης, εντός πέντε ημερολογιακών ημερών, και μάλιστα ανεξάρτητα από τις συνθήκες της χρηματαγοράς και κεφαλαιαγοράς αλλά και ανεξάρτητα από το αν η κίνηση αυτή είναι προς όφελος ή όχι του μεριδιούχου. Η υποχρέωση αυτή της Α.Ε.Δ.Α.Κ. παύει να ισχύει σε όλως εξαιρετικές συνθήκες σε περιπτώσεις αναστολής λειτουργίας των αγορών.

## **Γ.2. Η ΣΥΝΕΛΕΥΣΗ ΤΩΝ ΜΕΡΙΔΙΟΥΧΩΝ.**

Δεν είναι ιδιαίτερα γνωστό ότι μπορεί να συγκληθεί γενική συνέλευση των μεριδιούχων, μια που στην ιστορία των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα τέτοια δεν έχει πραγματοποιηθεί ποτέ.

Για να πραγματοποιηθεί θα πρέπει μεριδιούχοι που εκπροσωπούν το 10% των μεριδίων να το ζητήσουν από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. καταθέτοντας σχετική αίτηση. Επίσης, σε περίπτωση που η αξία του αμοιβαίου κεφαλαίου πέσει κατά τα 6/10 κάτω από τη μέση τιμή του τελευταίου έτους και υπάρξει συνέλευση μεριδιούχων, που εκπροσωπούν ποσοστό μεριδίων μεγαλύτερο από το 50% του συνόλου, μπορεί να ληφθεί απόφαση διάλυσης του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Είναι φανερός ο λόγος για τον οποίο δεν έχει συγκληθεί ποτέ μέχρι σήμερα συνέλευση μεριδιούχων, ανεξάρτητα από τα αν παρέστη ή όχι ανάγκη προς τούτο. Είναι πρακτικά δύσκολο να συγκεντρωθούν οι μεριδιούχοι που θα συγκεντρώνουν τα απαραίτητα ποσοστά για τη συνέλευση.

## **Γ.3. ΕΝΗΜΕΡΩΣΗ ΤΩΝ ΜΕΡΙΔΙΟΥΧΩΝ ΑΠΟ ΤΗΝ Α.Ε.Δ.Α.Κ.**

Όπως ήδη έχουμε αναφέρει, μια από τις υποχρεώσεις της Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι η τακτή και έγκυρη ενημέρωση των μεριδιούχων.

Σε πρώτο στάδιο, την ημέρα κατά την οποία θα υποβάλλει ο επενδυτής την αίτηση απόκτησης μεριδίων, η Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι υποχρεωμένη ( μέσω των πωλητών της) να του παραδώσει ενημερωτικό δελτίο. Επίσης, θα πρέπει πάνω στην αίτηση συμμετοχής ν' αναγραφεί το ποσοστό προμηθειών που προβλέπεται από τον κανονισμό του συγκεκριμένου αμοιβαίου κεφαλαίου, τόσο για την αγορά των μεριδίων όσο και για την εξαγορά τους.

Το ενημερωτικό δελτίο που παραδίδεται στον επενδυτή περιέχει:

- ✓ Τον Κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου στο οποίο εισέρχεται
- ✓ Την ημερομηνία σύστασης του αμοιβαίου κεφαλαίου και το περιεχόμενο της ανακοίνωσης της αρμόδιας διοικητικής αρχής για τη σύσταση και την έγκριση του καταστατικού της Εταιρείας καθώς και την ημερομηνία σύστασης της Α.Ε.Δ.Α.Κ.
- ✓ Σύντομες πληροφορίες σχετικά με το φορολογικό καθεστώς που διέπει το αμοιβαίο κεφάλαιο
- ✓ Την ταυτότητα των προσώπων που είναι υπεύθυνα για τον έλεγχο των λογιστικών στοιχείων
- ✓ Την εταιρική έδρα και διεύθυνση της Α.Ε.Δ.Α.Κ.
- ✓ Αναφορά στα λοιπά αμοιβαία κεφάλαια που διαχειρίζεται η Α.Ε.Δ.Α.Κ.
- ✓ Το ύψος των ιδίων κεφαλαίων της Α.Ε.Δ.Α.Κ. με διάκριση του μετοχικού της κεφαλαίου
- ✓ Την ταυτότητα και τα καθήκοντα στην Α.Ε.Δ.Α.Κ. των μελών και των οργάνων διοικήσεως και εποπτείας καθώς και μνεία δραστηριοτήτων των εν λόγω προσώπων εκτός εταιρείας, αν αυτές έχουν σημασία για την εταιρεία
- ✓ Αναφορά στο Θεματοφύλακα
- ✓ Γενικά στοιχεία που επιτρέπουν στους επενδυτές να διαμορφώσουν τεκμηριωμένη γνώμη για τη μελλοντική τους επένδυση

Σε κάθε διαφήμιση ή ανακοίνωση του αμοιβαίου κεφαλαίου πρέπει ν' αναφέρονται τα σημεία στα οποία διατίθεται το ενημερωτικό δελτίο, απ' όπου κάθε ενδιαφερόμενος μπορεί να το προμηθευτεί δωρεάν.

Η διαχειριστική χρήση του αμοιβαίου κεφαλαίου ταυτίζεται με τη διάρκεια του ημερολογιακού έτους. Η πρώτη διαχειριστική χρήση μπορεί να είναι μικρότερης διάρκειας με λήξη την 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου του έτους έναρξης λειτουργίας του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Στο τέλος κάθε διαχειριστικής χρήσης η Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι υποχρεωμένη να συντάσσει την ετήσια οικονομική έκθεση του αμοιβαίου κεφαλαίου, η οποία περιλαμβάνει:

- ✓ Την περιουσιακή κατάσταση του αμοιβαίου κεφαλαίου

- ✓ Αναλυτικό λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσης
- ✓ Τα διανεμόμενα και τα επανεπενδύόμενα κέρδη
- ✓ Τις συνολικές εισροές και εκροές από τη διάθεση και εξαγορά μεριδίων και όλες τις μεταβολές που επηρέασαν το ενεργητικό και το παθητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου κατά τη διάρκεια της χρήσεως
- ✓ Κατάσταση με τον αριθμό των μεριδίων που διατέθηκαν καθώς και αυτών που εξαγοράστηκαν κατά τη διαχειριστική χρήση καθώς και τον αριθμό των κυκλοφορούντων μεριδίων στην αρχή και στο τέλος της διαχειριστικής χρήσης
- ✓ Την αξία του μεριδίου
- ✓ Ανάλυση των επενδύσεων ( κινητών αξιών κ.τ.λ.) του αμοιβαίου κεφαλαίου σύμφωνα με τον κανονισμό του
- ✓ Συγκριτικό πίνακα τουλάχιστο των τριών τελευταίων διαχειριστικών χρήσεων. Εννοείται βέβαια ότι στα αμοιβαία κεφάλαια μικρότερης διάρκειας ζωής ο συγκριτικός πίνακας θα δίνεται από την ημερομηνία σύστασής τους.
- ✓ Κάθε άλλη σημαντική πληροφορία, η οποία θα συμβάλλει στην ορθότερη επενδυτική απόφαση του επενδυτή
- ✓ Μνεία στο ύψος των υποχρεώσεων που απορρέουν από κάθε μια κατηγορία πράξεων που πραγματοποίησε το αμοιβαίο κεφάλαιο, κατά τη διάρκεια της περιόδου αναφοράς.

Ανάλογες εκθέσεις, με λιγότερα όμως στοιχεία, είναι υποχρεωμένη να εκδίδει η Α.Ε.Δ.Α.Κ. στο τέλος κάθε ημερολογιακού εξαμήνου (30/06 και 31/12 ).

Οι εκθέσεις αυτές ελέγχονται από μέλη του Σώματος Ορκωτών Ελεγκτών και υποβάλλονται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Είναι στη διάθεση των μεριδιούχων αλλά και κάθε ενδιαφερόμενου μέσα στο πρώτο δίμηνο από την έκδοσή τους. Στο τέλος κάθε χρήσεως δημοσιεύεται σε μία ημερήσια πολιτική και σε μια ημερήσια οικονομική εφημερίδα των Αθηνών συνοπτική κατάσταση του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου, ο λογαριασμός αποτελεσμάτων χρήσεως καθώς και η διάθεση των κερδών. Επίσης, οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι υποχρεωμένες ν'αποστέλλουν στους μεριδιούχους τουλάχιστο κάθε ημερολογιακό τρίμηνο, ενημερωτικά έντυπα, στα οποία να φαίνεται η τρέχουσα κατάσταση της επένδυσής τους, δηλαδή ο αριθμός των μεριδίων, οι αναλογούσες προμήθειες, η καθαρή θέση της επένδυσης καθώς και ο ρυθμός της απόδοσης.



## 5. ΤΑ ΜΕΡΙΔΙΑ.

### 5.1. ΓΕΝΙΚΑ.

Ο επενδυτής πρέπει να γνωρίζει κάθε ημέρα με ακρίβεια το τμήμα της κοινής περιουσίας που του ανήκει. Η κοινή περιουσία των επενδυτών κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου διαιρείται σε ισάξια μέρη, τα οποία ονομάζονται μερίδια. Ο αριθμός των μεριδίων που κατέχει κάθε επενδυτής προσδιορίζει και το ποσοστό συμμετοχής του στην κοινή περιουσία. Σημειώνεται ότι αυτός ο αριθμός μεριδίων δεν είναι πάντα ακέραιος. Για την ακρίβεια σπάνια είναι ακέραιος και η στρογγυλοποίηση γίνεται στο τρίτο δεκαδικό ψηφίο.

Το σύνολο της κοινής περιουσίας ονομάζεται ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου. Όπως έχει ήδη αναφερθεί το ενεργητικό αυτό είναι επενδυμένο σε χρηματιστηριακούς και άλλους τίτλους, η αξία των οποίων μεταβάλλεται καθημερινά.

Τα μερίδια δεν διαπραγματεύονται στο Χ.Α.Α. ούτε στην Η.Δ.Α.Τ. (Ηλεκτρονική Δευτερογενής Αγορά Τίτλων ), δεδομένου ότι δεν είναι μετοχές μιας εταιρείας ή ομόλογα, αλλά αποτελούν την υποδιαίρεση της κοινής περιουσίας των επενδυτών.

Σημείωση: Για την πληρότητα της παρουσίασης στο σημείο αυτό κρίνεται σκόπιμο να αναφερθεί ότι στις αγορές κυρίως των Η.Π.Α. έχουν εμφανισθεί τα Χρηματιστηριακά διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια, των οποίων τα μερίδια είναι εισηγμένα στο Χρηματιστήριο και αποτελούν αντικείμενο χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης.

Οι τίτλοι των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι ονομαστικοί. Ο κάθε μεριδιούχος παραλαμβάνει έναν ονομαστικό τίτλο, όπου αναγράφεται ο αριθμός των μεριδίων που του ανήκουν αλλά και τα ονοματεπώνυμα των λοιπών συνδικαιούχων, εάν υπάρχουν. Για τους συνδικαιούχους των τίτλων του αμοιβαίου κεφαλαίου εφαρμόζονται οι διατάξεις του Νόμου που αφορούν τους κοινούς λογαριασμούς ( φορολογική αντιμετώπιση, εξαγορά από τον καθένα χωριστά χωρίς τη σύμπραξη των υπολοίπων κ.τ.λ. ).

Στην πράξη σήμερα τα αμοιβαία κεφάλαια λειτουργούν κατά κανόνα με ονομαστικούς τίτλους σε ακινητοποιημένη μορφή. Έχει γίνει, δηλαδή, αποδεκτό να μην εκδίδονται οι τίτλοι μεριδίων, αλλά τα στοιχεία των επενδυτών να τηρούνται στα μηχανογραφικά αρχεία των Α.Ε.Δ.Α.Κ.. Στους μεριδιούχους παραδίδονται αποδεικτικά για τη συμμετοχή τους στο αμοιβαίο κεφάλαιο. Πάντως, σε περίπτωση που για οποιονδήποτε λόγο ο μεριδιούχος ζητήσει από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. να του παραδώσει τον τίτλο του, η εταιρεία είναι

υποχρεωμένη να τον εκδώσει και να του τον παραδώσει. Όταν όμως ο μεριδιούχος θα θελήσει να εξαγοράσει τα μερίδιά του ή μέρος αυτών, θα πρέπει να επιστρέψει τον τίτλο στην Α.Ε.Δ.Α.Κ. με σκοπό την ακύρωσή του. Ευνόητο είναι ότι για λόγους ασφαλείας (κλοπή, απώλεια κ.λ.π.), αλλά και για λόγους κόστους ( τα έξοδα για την έκδοση τίτλων βαρύνουν το αμοιβαίο κεφάλαιο) απλοποιούνται οι διαδικασίες διάθεσης και εξαγοράς των μεριδίων. Επίσης, θα πρέπει οι πωλητές να συστήνουν στους μεριδιούχους ν' αποφεύγουν να ζητούν την έκδοση των τίτλων.

Τέλος οι τίτλοι αμοιβαίων κεφαλαίων μπορούν να ενεχυριάζονται για εξασφάλιση απαιτήσεως.

## 5.2. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΩΝ ΜΕΡΙΔΙΩΝ.

Μετά το πέρας των συναλλαγών στο χρηματιστήριο και στη δευτερογενή αγορά τίτλων της Τράπεζας της Ελλάδος, στο λογιστήριο της Α.Ε.Δ.Α.Κ. πραγματοποιείται η διαδικασία αποτίμησης του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων, που αυτή διαχειρίζεται.

Ο ακριβής τρόπος αποτίμησης περιγράφεται στον Κανονισμό του κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου. Ο γενικός κανόνας όμως είναι ότι στο τέλος κάθε ημέρας για κάθε έναν τίτλο ( μετοχή, ομόλογο κ.λ.π.) πολλαπλασιάζεται ο αριθμός (των τίτλων), που έχει στο χαρτοφυλάκιο του το κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο με την τιμή κλεισίματος του τίτλου στο Χ.Α.Α. ή στην Η.Δ.Α.Τ.. Το κάθε σύνολο που προκύπτει αθροίζεται και αφού αφαιρεθούν τα διάφορα έξοδα που βαρύνουν το αμοιβαίο κεφάλαιο προκύπτει το καθαρό ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου. Αυτό το καθαρό ενεργητικό διαιρείται δια του αριθμού των κυκλοφορούντων μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου και το ποσό που προκύπτει ονομάζεται,

	Σύνολο	καθαρού
ενεργητικού		
Καθαρή τιμή μεριδίου =	-----	
-----		
μεριδίων	Αριθμός κυκλοφορούντων	

Η καθαρή τιμή μεταβάλλεται καθημερινά τόσο από τη μεταβολή του καθαρού ενεργητικού όσο και από τη μεταβολή του αριθμού των μεριδίων που κυκλοφορούν.

Είναι ενδιαφέρον ν' αναφερθεί, ότι ενώ με την αποτίμηση των μετοχικών τίτλων δεν υφίσταται κανένα πρόβλημα, αντίθετα μέχρι πριν από λίγα χρόνια και για μεγάλο χρονικό διάστημα της λειτουργίας του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων, στην Ελληνική αγορά υπήρχε δυσκολία στην αποτίμηση των ομολόγων. Όμως, μετά τον εκσυγχρονισμό της δευτερογενούς αγοράς των άυλων τίτλων με τη λειτουργία του μηχανογραφικού συστήματος της Ελλάδος και την καθημερινή αποτίμηση των Ομολόγων και των Εντόκων Γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου έχει ξεπεραστεί το πρόβλημα αυτό.

### 5.3. ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ ΜΕΡΙΔΙΩΝ.

Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. και ο Θεματοφύλακας αμείβονται για τις υπηρεσίες που παρέχουν στους μεριδιούχους. Γι' αυτό, προκύπτει νόμιμη προμήθεια τόσο επί των νέων μεριδίων που εκδίδονται όσο και επί αυτών που εξαγοράζονται. Έτσι ο νέος μεριδιούχος θ' αγοράσει τα μερίδιά του με:

$$\text{Τιμή διάθεσης μεριδίου} = \text{Καθαρή τιμή μεριδίου} + (\text{Προμήθεια διάθεσης}) \%$$

Ο υφιστάμενος μεριδιούχος θα εξαγοράσει τα μερίδιά του με:

$$\text{Τιμή εξαγοράς μεριδίου} = \text{Καθαρή τιμή μεριδίου} - (\text{Προμήθεια εξαγοράς}) \%$$

Όλες οι παραπάνω τιμές καθώς και το καθαρό ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου και ο αριθμός των κυκλοφορούντων μεριδίων δημοσιεύονται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. στον Τύπο της μεθεπόμενης ημέρας.

Άλλα έξοδα που βαρύνουν το αμοιβαίο κεφάλαιο και που αναφέρονται στον Κανονισμό του είναι:

- ✓ Οι αμοιβές της Α.Ε.Δ.Α.Κ., του Θεματοφύλακα, των Ορκωτών Λογιστών για τον έλεγχο του αμοιβαίου κεφαλαίου
- ✓ Οι δαπάνες αλληλογραφίας με τους μεριδιούχους
- ✓ Τα έξοδα έκδοσης των υποχρεωτικών ενημερωτικών δελτίων
- ✓ Όλα τα έξοδα για την ενημέρωση της Α.Ε.Δ.Α.Κ. για τις τιμές των τίτλων
- ✓ Οι δαπάνες μεταφοράς κεφαλαίων από και προς το εξωτερικό
- ✓ Οι τόκοι των δανείων
- ✓ Οι δαπάνες εκτύπωσης και διανομής τίτλων στους μεριδιούχους, εάν αυτοί ζητηθούν
- ✓ Οι προμήθειες των χρηματιστών και όλες οι χρηματιστηριακές και τραπεζικές δαπάνες
- ✓ Οι εισφορές και τα τέλη που καταβάλλονται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
- ✓ Οι φόροι του Δημοσίου επί του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου
- ✓ Όλες οι άλλες δαπάνες που πραγματοποιούνται για λογαριασμό του αμοιβαίου κεφαλαίου ή των μεριδιούχων, κατόπιν εγκρίσεως της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

Διευκρινίζεται ότι η Α.Ε.Δ.Α.Κ., εκτός από την προμήθεια που εισπράττει κατά την αγορά ή εξαγορά μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων, εισπράττει και ετήσια αμοιβή διαχείρισης επί των ημερήσιων αποτιμήσεων του καθαρού ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου.

#### **5.4. ΔΙΑΘΕΣΗ - ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΩΝ ΜΕΡΙΔΙΩΝ.**

Ο νέος μεριδιούχος αγοράζει τα μερίδια στην τιμή διάθεσης, ενώ ο υφιστάμενος τα εξαγοράζει στην τιμή εξαγοράς της ημέρας κατά την οποία υποβάλλεται η σχετική αίτηση. Αυτές οι κινήσεις πραγματοποιούνται με τέτοιο τρόπο, ώστε να μην έχουν καμία επίπτωση στην τιμή του μεριδίου.

Όταν η Α.Ε.Δ.Α.Κ. εισπράττει ( μέσω του Θεματοφύλακα) χρήματα από νέους μεριδιούχους, προβαίνει στην αγορά τίτλων, για λογαριασμό και των νέων και των υφιστάμενων μεριδιούχων, έτσι ώστε:

- ✓ Η αξία συμμετοχής των υφισταμένων μεριδιούχων να παραμένει ίδια
- ✓ Το συνολικό ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου να συμπεριλαμβάνει τις νέες αγορές

- ✓ Να δημιουργούνται τόσα νέα μερίδια όσα αναλογούν στο νέο κεφάλαιο, που εισήλθε στο κοινό ταμείο του αμοιβαίου κεφαλαίου.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

## 6. Η ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αποτελεί την ανώτατη εποπτική αρχή της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Είναι Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου, υπάγεται στο Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας και είναι μια ανεξάρτητη εποπτική αρχή. Δημιουργήθηκε για να προφυλάσσει την ομαλότητα και την εύρυθμη λειτουργία της αγοράς κεφαλαίου. Ο Νόμος που όρισε την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως το κατεξοχήν εποπτικό και ελεγκτικό όργανο ήταν ο ν.1969/1991.

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

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

Το Διοικητικό Συμβούλιο αποτελείται από επτά μέλη με πενταετή θητεία. Ο Πρόεδρος και οι δύο αντιπρόεδροι διορίζονται απευθείας από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας, ενώ τα υπόλοιπα τέσσερα μέλη επιλέγονται από κατάλογο δώδεκα υποψηφίων που προτείνουν από κοινού η Τράπεζα της Ελλάδος, το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών και ο σύνδεσμος Ελληνικών Βιομηχανιών. Το Διοικητικό Συμβούλιο συγκαλείται από τον Πρόεδρο τουλάχιστο δυο φορές μηνιαίως και οι αποφάσεις λαμβάνονται με απλή πλειοψηφία.

Ο Πρόεδρος και οι δύο αντιπρόεδροι του Διοικητικού Συμβουλίου αποτελούν την Εκτελεστική Επιτροπή, η οποία συνεδριάζει τουλάχιστο μια φορά εβδομαδιαίως και οι αποφάσεις λαμβάνονται με απλή πλειοψηφία. Στην επιτροπή αυτή ανατίθεται η εκτέλεση των αποφάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου.

Το άρθρο 77 απαγορεύει στα μέλη των δύο ανωτέρω επιτροπών να συμμετέχουν σε αποφάσεις που αφορούν συγγενικά τους πρόσωπα ή εταιρείες, με τις οποίες έχουν σχέση εργασίας ή συμμετέχουν στο

μετοχικό τους κεφάλαιο. Προβλέπει δε, πειθαρχικές και ποινικές ευθύνες σε περίπτωση παραβάσεων. Αυστηρές ποινές και χρηματικά πρόστιμα προβλέπονται και για όσους με οποιαδήποτε ιδιότητα στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αποκτούν εμπιστευτικές πληροφορίες, που χρησιμοποιούν για τη δημιουργία περιουσιακού οφέλους για τους ίδιους ή για τρίτους.

Οι πόροι που απαιτούνται για να ανταποκριθεί η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στις υποχρεώσεις και αρμοδιότητες, που απορρέουν από το νόμο, προέρχονται από:

- ✓ Ποσοστό 0,02% επί νέων εκδόσεων που εισάγονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών
- ✓ Ποσοστό 10% των χρημάτων που καταβάλλουν τα μέλη του Χρηματιστηρίου, για τις συναλλαγές που πραγματοποιούν στο Χρηματιστήριο
- ✓ Ποσοστό 10% επί των καθαρών κερδών της εταιρείας Αποθετηρίου
- ✓ Εισφορές που καταβάλλονται από τις Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών ( ΕΠΕΥ) και εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου καθώς και τις Α.Ε.Δ.Α.Κ. για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο, ανάλογα με το ύψος του ενεργητικού τους. Εάν τα έσοδα αυτά δεν επαρκούν για την κάλυψη των δαπανών, προβλέπεται επιδότηση από τον Τακτικό Προϋπολογισμό.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εξετάζει μόνο έγγραφες και επώνυμες καταγγελίες των επενδυτών και μόνο από τη σκοπιά της τήρησης των υφιστάμενων νόμων και κανονιστικών διατάξεων, από μέρους των εταιρειών που βρίσκονται υπό την εποπτεία της. Φυσικά, δεν υπεισέρχεται σε διμερείς ιδιωτικές διαφωνίες, τις οποίες καλούνται να επιλύσουν τα Ελληνικά Δικαστήρια.

Οι πληροφορίες σχετικά με τις Α.Ε.Δ.Α.Κ. και τις Ε.Ε.Χ. που τίθενται υπόψη των προσώπων, που ασκούν τη σχετική εποπτεία στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι απόρρητες και μπορούν να χρησιμοποιηθούν αποκλειστικά και μόνο για την άσκηση των καθηκόντων της επιτροπής καθώς και στα πλαίσια διοικητικών προσφυγών ή διαδικασιών ενώπιον δικαστηρίου.

Τέλος, σε περίπτωση που απορριφθεί αίτηση για χορήγηση άδειας λειτουργίας αμοιβαίου κεφαλαίου καθώς και κάθε δυσμενής απόφαση που λαμβάνει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, θα πρέπει να αιτιολογείται και να ανακοινώνεται στον αιτούντα.

## 7. Ο ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ .

Ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι ο Κανονισμός λειτουργίας του.

Όπως ήδη έχουμε αναφέρει, το αμοιβαίο κεφάλαιο είναι οργανισμός συμβατικής μορφής, πράγμα που σημαίνει ότι υπάρχει ένα πλέγμα συμβάσεων μεταξύ του μεριδιούχου, της Α.Ε.Δ.Α.Κ., και του Θεματοφύλακα.

Ο Κανονισμός του αμοιβαίου κεφαλαίου εξασφαλίζει την ενότητα της ομάδας (κοινωνίας) στην οποία συμμετέχουν οι μεριδιούχοι. Πιο συγκεκριμένα:

Πρώτα γεννιέται η σχέση μεταξύ μεριδιούχου και Α.Ε.Δ.Α.Κ. με την υπογραφή της σχετικής αίτησης για αγορά μεριδίων. Σημειώνεται ότι η συμφωνία απόκτησης μεριδίων είναι έγκυρη, μόνο αν παραπέμπει σε συγκεκριμένο κανονισμό αμοιβαίου κεφαλαίου.

Από την αποδοχή του κανονισμού γεννιέται η σχέση μεριδιούχου - θεματοφύλακα, επειδή ο κανονισμός σαφώς αναφέρει την Τράπεζα που εκτελεί χρέη θεματοφύλακα, για το συγκεκριμένο αμοιβαίο κεφάλαιο.

Τέλος, γεννιέται η σχέση κάθε μεριδιούχου προς όλους τους άλλους μεριδιούχους. Όλες οι παραπάνω σχέσεις στην ουσία διέπονται από τον κανονισμό.

Ο Κανονισμός εγκρίνεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και πρέπει να περιέχει τουλάχιστον:

- ✓ 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 του στόχοι καθώς και η επενδυτική του πολιτική
- ✓ Το είδος των κινητών αξιών, στις οποίες μπορεί να επενδύεται η περιουσία του αμοιβαίου κεφαλαίου
- ✓ Την τιμή των μεριδίων και την ημέρα σύστασης του αμοιβαίου κεφαλαίου
- ✓ Την προμήθεια διάθεσης και εξαγοράς των μεριδίων
- ✓ Τις αμοιβές της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και του Θεματοφύλακα
- ✓ Το χρόνο και τη διαδικασία διανομής στους μεριδιούχους των κερδών του αμοιβαίου κεφαλαίου
- ✓ Τους όρους διάθεσης και εξαγοράς των μεριδίων
- ✓ Μνεία της διάρκειας του αμοιβαίου κεφαλαίου
- ✓ Αναφορά του τι είναι αμοιβαίο και ποιες νομοθετικές διατάξεις το περιορίζουν



- ✓ Ανάλυση του πως διαιρείται η περιουσία του αμοιβαίου κεφαλαίου, με ποιο τρόπο αποδεικνύεται η συμμετοχή σε αυτό και ποια στοιχεία του περιέχουν οι ονομαστικοί τίτλοι αμοιβαίου κεφαλαίου
- ✓ Αναφορά στις διατάξεις περί καταθέσεως σε κοινό λογαριασμό
- ✓ Αναφορά ότι είναι άκυρη η συμβατική μεταβίβαση μεριδίων, με εξαίρεση την περίπτωση μεταβίβασης μεταξύ συζύγων ή συγγενών πρώτου και δεύτερου βαθμού και την μεταβίβαση λόγω θανάτου δικαιούχου
- ✓ Πληροφορίες για τη γενική συνέλευση των μεριδιούχων
- ✓ Περιγραφή του τρόπου αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων του αμοιβαίου κεφαλαίου
- ✓ Τις εκθέσεις που είναι υποχρεωμένο από το νόμο να δημοσιεύει το αμοιβαίο κεφάλαιο.

Όπως είναι εμφανές, ο Κανονισμός περιέχει πληθώρα πληροφοριών, έτσι ώστε, αν μελετηθεί προσεκτικά από τον επενδυτή, αυτός να μπορεί να έχει σαφή γνώση των δικαιωμάτων και υποχρεώσεών του αλλά και σαφή αντίληψη του είδους της επένδυσης στην οποία προσχωρεί.

## 8. Η ΕΝΩΣΗ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ( Ε. Θ. Ε. ).

Η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών αποτελεί μια αστική εταιρεία μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα, που ιδρύθηκε το 1985 με σκοπό την προαγωγή του θεσμού των συλλογικών επενδύσεων στη χώρα μας. Θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως το συλλογικό όργανο των Ελληνικών Ανωνύμων Εταιρειών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων ( Α.Ε.Δ.Α.Κ.) και των Ελληνικών Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (Ε.Ε.Χ. ).

Η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών μέσα στα 12 χρόνια λειτουργία της έχει αναπτύξει μια πολύπλευρη δράση προς κάθε κατεύθυνση και έχει συμβάλλει σημαντικά στην ανάπτυξη του θεσμού των συλλογικών επενδύσεων καθώς και στην προετοιμασία και επεξεργασία του νομοθετικού και επεξεργασία του νομοθετικού και λειτουργικού του πλαισίου.

Η διοίκηση της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών ασκείται από επταμελές Διοικητικό Συμβούλιο, που σύμφωνα με το καταστατικό της απαρτίζεται από τέσσερις εκπροσώπους ανωνύμων Εταιρειών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.) και τρεις εκπροσώπους των Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου ( Ε.Ε.Χ.).

Τα τρία τελευταία χρόνια προκειμένου να μπορέσει η Ε.Θ.Ε. ν' ανταποκριθεί στις συνεχώς αυξανόμενες ανάγκες του νέου της ρόλου, καθόρισε μια νέα στρατηγική που στοχεύει στο τρίπτυχο Μέλη - Πολιτεία - Επενδυτές. Η Ένωση για να υλοποιήσει τη νέα της αυτή στρατηγική έχει συγκροτήσει τις ακόλουθες έξι μόνιμες επιτροπές:

- ✓ Επιτροπή οικονομικών και στατιστικών θεμάτων.
- ✓ Επιτροπή θεμάτων Marketing.
- ✓ Επιτροπή φορολογικών θεμάτων.
- ✓ Επιτροπή λογιστικών θεμάτων.
- ✓ Επιτροπή νομικών θεμάτων.
- ✓ Επιτροπή εκπαιδευτικών θεμάτων.

Οι επιτροπές αυτές έχουν στελεχωθεί με μέλη της Ε.Θ.Ε., τα οποία καταγράφουν και μελετούν όλα τα υπάρχοντα προβλήματα και προτείνουν τις επιβεβλημένες λύσεις.

## 9. ΟΙ ΘΕΣΜΙΚΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ.

Με τον όρο θεσμικός επενδυτής νοείται εκείνος που λειτουργεί μέσα σε κάποιο εκ των προτέρων θεσμοθετημένο πλαίσιο, που οριοθετεί και οιαδήποτε δράση του ή ενέργεια.

Υπ' αυτή την έννοια, θεσμικοί επενδυτές είναι οι Τράπεζες, οι Ασφαλιστικοί Οργανισμοί και οι Εταιρείες Επενδύσεων, είτε αυτές είναι κλειστού τύπου, δηλαδή εταιρείες επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, είτε είναι ανοικτού τύπου, δηλαδή Αμοιβαία Κεφάλαια.

Η ύπαρξη νομοθεσίας τόσο για τη σύσταση των θεσμικών επενδυτών όσο και για τους σκοπούς τους αλλά και για την εν γένει δραστηριότητά τους, καταδεικνύει τον κεντρικό ρόλο που παίζουν στην οικονομική ανάπτυξη της χώρας. Κύριο χαρακτηριστικό των οργανισμών αυτών, είναι ότι εκπροσωπούν και διαχειρίζονται ποσά που προέρχονται από τη συνένωση επιμέρους αποταμιεύσεων κάθε κοινωνικής προελεύσεως, οι οποίες μετασχηματίζονται σε ένα δυναμικό κεφάλαιο προς επένδυση.

Το ύψος του κεφαλαίου καθιστά αναγκαία την επαγγελματική διαχείρισή του από εξειδικευμένους επαγγελματίες.

Οι επενδυτικές αποφάσεις σε κάθε θεσμικό ή ατομικό επενδυτή λαμβάνονται αφού εκτιμηθούν τέσσερις γνωστοί παράγοντες:

- ✓ Η απόδοση.
- ✓ Η χρονική διάρκεια.
- ✓ Ο κίνδυνος.
- ✓ Η διαθέσιμη ρευστότητα.

Οι παράγοντες αυτοί αξιολογούνται διαφορετικά από κάθε επενδυτή, ανάλογα με τους στόχους που καθένας έχει θέσει. Η διαφορετική αυτή αξιολόγηση έχει σαν αποτέλεσμα τον σχεδιασμό διαφορετικής πολιτικής από κάθε επενδυτή, που τελικά επιτρέπει και τη δημιουργία των συναλλαγών. Είναι προφανές ότι εάν όλοι οι επενδυτές είχαν τους ίδιους στόχους και ακολουθούσαν την ίδια πολιτική, θα υπήρχαν μόνο αγοραστές ή μόνο πωλητές.

Στα πλαίσια της δραστηριότητά τους οι θεσμικοί επενδυτές στοχεύουν στη βελτιστοποίηση της σχέσης " απόδοση προς επενδυτικό κίνδυνο ". για την επίτευξη του σκοπού αυτού πρέπει να αγοράζουν τίτλους μόνο όταν εκτιμούν πως θα ακολουθήσει μια άνοδος των τιμών και να τους πωλούν όταν θεωρούν πως οι τιμές βρίσκονται σε υψηλά επίπεδα. Είναι λοιπόν λανθασμένη η άποψη που πολλές φορές έχει ακουστεί πως οι θεσμικοί επενδυτές οφείλουν να στηρίζουν με μαζικές αγορές μια πτωτική αγορά, εφ' όσον μια τέτοια ενέργεια μπορεί να αποβεί σε βάρος των πελατών τους, που τους έχουν εμπιστευθεί τις αποταμιεύσεις τους.

Μόνον εάν οι αναλύσεις προβλέπουν αναστροφή του πρωτικού κλίματος μπορούν οι θεσμικοί επενδυτές να προβαίνουν σε αγορές, ώστε να προκαλέσουν ή να επιταχύνουν την αναστροφή αυτή, εφ' όσον αυτό συμπίπτει με τα συμφέροντα των πελατών τους.

Η συμβολή των Θεσμικών Επενδυτών.

Οι Θεσμικοί Επενδυτές με τη λειτουργία και τη δραστηριότητά τους προσφέρουν πολύτιμες υπηρεσίες στην ανάπτυξη της Κεφαλαιαγοράς, αλλά και της Εθνικής Οικονομίας γενικότερα, αφού συμβάλλουν:

1/ Στην Κεφαλαιαγορά.

- ✓ Με τη δημιουργία μιας καλά οργανωμένης και αποτελεσματικής αγοράς κινητών αξιών
- ✓ Με τη διαμόρφωση των τιμών σ' αυτή, σαν αποτέλεσμα υγιούς ζήτησης και προσφοράς τίτλων
- ✓ Με την αύξηση του όγκου των συναλλαγών και την εξασφάλιση της συνέχειας των τιμών
- ✓ Με την αποφυγή απότομων διακυμάνσεων στην Χρηματιστηριακή αγορά, με αγορές ή πωλήσεις εάν αυτό συμπίπτει με το συμφέρον των αποταμιευτών τους.

2/ Στην αγορά Χρήματος.

- ✓ Με την ανάπτυξη της δευτερογενούς αγοράς τίτλων σταθερής απόδοσης
- ✓ Με την εξυπηρέτηση των επενδυτών με την προσφορά επενδυτικών προϊόντων ανεξαρτήτως του ύψους του κεφαλαίου που διαθέτουν.

3/ Στην Ανάπτυξη των Επιχειρήσεων.

- ✓ Με την φθηνή και υγιή χρηματοδότηση των επιχειρήσεων με νέα επενδυτικά κεφάλαια
- ✓ Με την εισαγωγή πολλών νέων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο.

4/ Στην ανάπτυξη των Τραπεζών.

- ✓ Με τη δημιουργία νέων εργασιών και νέων πηγών εσόδων, όπως η μεσολάβηση για την αγορά αξιόγραφων, η εκτέλεση Χρηματιστηριακών Πράξεων, η θεματοφυλακή, η είσπραξη μερισμάτων και τοκομεριδίων
- ✓ Με την παροχή επενδυτικών συμβουλών.

5/ Στην εξυπηρέτηση των Επενδυτών.

- ✓ Με την πλήρη και σωστή ενημέρωσή τους
- ✓ Με τη δημιουργία κλίματος αξιοπιστίας
- ✓ Με την προσφορά νέων επενδυτικών προϊόντων και υπηρεσιών.

## **10. Ο ΚΩΔΙΚΑΣ ΔΕΟΝΤΟΛΟΓΙΑΣ.**

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σε συνεργασία με την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών ολοκλήρωσε τον Κώδικα Δεοντολογίας, των Α.Ε.Δ.Α.Κ. και των Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, ο οποίος δημοσιεύθηκε στο Φ.Ε.Κ. 615/18.06.98.

Με την ενεργοποίηση και τήρηση των επτά αρχών του κώδικα γίνεται οργανωμένη προσπάθεια επίλυσης προβλημάτων, που επί σειρά ετών έθεταν σε κίνδυνο την εύρυθμη λειτουργία της αγοράς.

Όπου αναφέρεται ο όρος " Εταιρεία", νοούνται τα αμοιβαία κεφάλαια και οι Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου.

Ο Κώδικας είναι υποχρεωτικής εφαρμογής για τις Α.Ε.Δ.Α.Κ. και τις Ε.Ε.Χ. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ελέγχει την εφαρμογή των διατάξεων του Κώδικα και επιβάλλει κυρώσεις.

### **1. Εξειδίκευση πρώτης αρχής.**

Οι Εταιρείες οφείλουν ν' αποτρέπουν τη χρησιμοποίηση εμπιστευτικών πληροφοριών από τα πρόσωπα που έχουν πρόσβαση σε αυτές ( διαχειριστές, διευθυντικά στελέχη κ.λ.π.), για ίδιο όφελος και ν' απαγορεύουν την αγορά ή πώληση μετοχών από τα καλυπτόμενα πρόσωπα, όταν αυτά αποσκοπούν σε εκμετάλλευση της πληροφορίας για προσωπικό όφελος.

Γίνεται προσπάθεια περιορισμού της χρήσης των πληροφοριών που αντλεί η εταιρεία από κάθε πηγή ( και μάλιστα με έξοδα των μεριδιούχων ) προς όφελος μόνο των μεριδιούχων. Για το λόγο αυτό, οι εταιρείες είναι υποχρεωμένες να θεσπίζουν κανόνες διασφάλισης των πιο πάνω περιορισμών σχετικά με τις χρηματιστηριακές συναλλαγές των καλυπτόμενων προσώπων.

### **2. Εξειδίκευση δεύτερης αρχής.**

Οι εταιρείες ( αμοιβαία κεφάλαια και επενδυτικές) οφείλουν να διασφαλίζουν την αυτονομία της διαχείρισης και τον εμπιστευτικό χαρακτήρα των επενδυτικών αποφάσεων, ιδίως στο εσωτερικό του ομίλου. Για την εφαρμογή αυτής της αρχής, οι εταιρείες λαμβάνουν τα κατάλληλα μέτρα όπως: οι πράξεις διαχείρισης να διενεργούνται αποκλειστικά από τις εταιρείες και οι διαχειριστές να μη μπορούν να είναι μέλη διοικητικού συμβουλίου, χρηματιστηριακοί εκπρόσωποι,

εσωτερικοί ελεγκτές σε άλλες εταιρείες, Ε.Π.Ε.Υ., Α.Χ.Ε.Π.Ε.Υ. ή ασφαλιστικές εταιρείες.

Για το λόγο αυτό, υποβάλλουν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κατάσταση με τα στοιχεία των διαχειριστών τους και προσδιορίζουν τις εργασίες των καλυπτόμενων προσώπων, έτσι ώστε να αποφεύγεται η σύγκρουση συμφερόντων.

Με τη ρύθμιση αυτή τίθεται φραγμός στην αξιοποίηση εσωτερικών πληροφοριών, προς ίδιο όφελος προσώπων της εταιρείας που έχουν πρόσβαση σ' αυτές ή διαχειριστών.

### **3. Εξειδίκευση τρίτης αρχής.**

Οι εταιρείες ( αμοιβαία κεφάλαια και επενδυτικές) καθορίζουν τους όρους, με βάση τους οποίους ασκούν τα δικαιώματα τα οποία απορρέουν από τους μετοχικούς και άλλους τίτλους που έχουν στην κατοχή τους, προς το συμφέρον των μεριδιούχων.

Για παράδειγμα, θα πρέπει οι εταιρείες να φροντίζουν για τη συμμετοχή εκπροσώπου τους στις γενικές συνελεύσεις εταιρειών, ιδιαίτερα αυτών που κατέχουν σημαντικό αριθμό μετοχών τους και να ασκούν το δικαίωμα ψήφου που κατέχουν.

Σημειώνεται ότι γίνεται σύσταση στις εταιρείες να ασκούν το δικαίωμα ψήφου που κατέχουν και μάλιστα προς το συμφέρον των μεριδιούχων και ανεξάρτητα από τα συμφέροντα του ομίλου επιχειρήσεων στον οποίο ανήκει η εταιρεία.

Υποχρεώνονται δε στις ετήσιες εκθέσεις να αναφέρουν εάν συμμετείχαν στις γενικές συνελεύσεις και άσκησαν το δικαίωμα ψήφου.

### **4. Εξειδίκευση τέταρτης αρχής.**

Η διαφήμιση με μέριμνα των εταιρειών δεν θα πρέπει να περιλαμβάνει ανακριβείς, παραπλανητικές ή υπερβολικές ενδείξεις.

Σε κάθε έντυπο, ανακοίνωση ή μήνυμα, συμπεριλαμβανομένου και του Internet, θα πρέπει να αναφέρεται η δήλωση:

***" τα αμοιβαία κεφάλαια δεν έχουν εγγυημένη απόδοση και οι προηγούμενες αποδόσεις δεν διασφαλίζουν τις μελλοντικές".***

Αξίζει να σημειωθεί ότι οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι υποχρεωμένες ν' αναγράφουν την παραπάνω δήλωση στην πρώτη σελίδα του

διαφημιστικού εντύπου, με κεφαλαία γράμματα και με γραμματοσειρά όμοια με αυτήν του κύριου κειμένου.

Επιτρέπεται βέβαια να γίνεται αναφορά σε ιστορικά στοιχεία, εφόσον τα στοιχεία αυτά συμβάλλουν στη διαμόρφωση τεκμηριωμένης άποψης για την προσφερόμενη επένδυση και δεν μπορούν να προκαλέσουν σύγχυση στο επενδυτικό κοινό ως προς την απόδοση της επένδυσης. Επίσης, οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. υποχρεούνται να υποβάλλουν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς το διαφημιστικό και ενημερωτικό υλικό που απευθύνεται προς το επενδυτικό κοινό.

Όσον αφορά τις μεταξύ των εταιρειών σχέσεις, ο κώδικας προτρέπει όταν οι διαφημίσεις περιέχουν συγκρίσεις, να σχεδιάζονται κατά τέτοιο τρόπο, ώστε να μην παραπλανούν τους επενδυτές και να βρίσκονται πάντοτε στα πλαίσια του θεμιτού ανταγωνισμού, μη αντιγράφοντας τις διαφημίσεις άλλων εταιρειών και φυσικά μη θίγοντας τα συμφέροντα και την αξιοπιστία τους.

Επίσης, απαγορεύεται η άμεση διαφήμιση (κατ' οίκον επίσκεψη, τηλέφωνο κ.λ.π.) σε κάθε επενδυτή που έχει δηλώσει την αντίθεσή του σε αυτό.

## **5. Εξειδίκευση πέμπτης αρχής.**

" Οι εταιρείες μεριμνούν για την οργάνωσή τους και την αποτελεσματικότητα των διαδικασιών εσωτερικού ελέγχου."

Ο εσωτερικός κανονισμός της εταιρείας θα πρέπει να περιγράφει τα καθήκοντα και τις αρμοδιότητες κάθε τμήματος και να είναι κατά τέτοιο τρόπο δομημένος, ώστε να διαφυλάσσεται το εμπιστευτικό της πληροφόρησης.

Ο εσωτερικός ελεγκτής της εταιρείας ( τα στοιχεία του οποίου υποβάλλονται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς) είναι πλήρως ανεξάρτητος και αυτόνομος και αναφέρεται μόνο στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας.

Οι εταιρείες θα πρέπει να διαθέτουν μηχανογραφικό σύστημα, το οποίο θα διασφαλίζει ότι τα στοιχεία των μεριδιούχων, από τη συμμετοχή μέχρι την εξαγορά των μεριδίων τους, θα τηρούνται σωστά και θα διατηρούνται επί δέκα χρόνια. Επίσης, θα πρέπει να διασφαλίζεται η δυνατότητα ελεγχόμενης πρόσβασης των χρηστών στο σύστημα αλλά και η δυνατότητα ανίχνευσης από τον εσωτερικό ελεγκτή όλων αυτών των κινήσεων στο σύστημα.

## **6. Εξειδίκευση έκτης αρχής.**

" οι εταιρείες διασφαλίζουν στους επενδυτές ίση μεταχείριση και λαμβάνουν κάθε μέτρο διαφάνειας, ώστε να παρέχεται σε αυτούς, τόσο επαρκής πληροφόρηση για τη διαμόρφωση τεκμηριωμένης γνώμης, σχετικά με τη συγκεκριμένη επένδυση όσο και τακτική ενημέρωση".

Πρέπει όμως σε κάθε περίπτωση να είναι καθορισμένη με τρόπο σαφή η πολιτική προμηθειών και να ορίζονται τα ποσοτικά και ποιοτικά κριτήρια με βάση τα οποία κατατάσσονται οι μεριδιούχοι σε κατηγορίες. Επίσης, πρέπει ν' αναγράφονται στην αίτηση συμμετοχής τα ακριβή ποσοστά των προμηθειών για τη συμμετοχή και την εξαγορά του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. οφείλουν να παρουσιάζουν με τρόπο σαφή τους επενδυτικούς κινδύνους της προσφερόμενης επένδυσης. Οφείλουν δηλαδή, ενδεικτικά και όχι περιοριστικά να ενημερώνουν τους επενδυτές ως προς τη μεταβολή της αξίας της επένδυσης, ως προς την καταλληλότητα της επένδυσης για συγκεκριμένους επενδυτές, ως προς τους συναλλαγματικούς και άλλους κινδύνους καθώς και ως προς τους τυχόν περιορισμούς για την άμεση ρευστοποίηση της επένδυσης.

Τέλος, πρέπει να διασφαλίζουν ότι οι επενδυτές παραλαμβάνουν το αναλυτικό δελτίο του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η ευθύνη για την ενημέρωση των επενδυτών ανήκει στην εταιρεία, η οποία πρέπει να διασφαλίζει ότι όλες οι πληροφορίες που παρέχονται είναι σαφείς, συγκεκριμένες και επαρκείς για το σχηματισμό τεκμηριωμένης γνώμης ως προς την προτεινόμενη επένδυση.

## **7. Εξειδίκευση έβδομης αρχής.**

" Οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. έχουν πλήρη την ευθύνη για τον τρόπο προώθησης των μεριδίων των αμοιβαίων κεφαλαίων, τη σωστή επιλογή των ατόμων με τα οποία συνεργάζονται καθώς και για τη διασφάλιση της οργάνωσης του δικτύου διάθεσης μεριδίων των αμοιβαίων κεφαλαίων, που διαχειρίζονται κατά τρόπο ώστε να προστατεύονται πάντοτε τα συμφέροντα των μεριδιούχων."

Ειδικότερα, οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. οφείλουν να ελέγχουν την καταλληλότητα και το ήθος των προσώπων με τα οποία συνεργάζονται και να φροντίζουν για την επαρκή κατάρτισή τους με την παρακολούθηση προγράμματος εκπαίδευσης, μετά το οποίο εφοδιάζουν τους συμμετέχοντες με πιστοποιητικό συνεργασίας και εκπαίδευσης που επιδεικνύεται στους υποψήφιους μεριδιούχους. Με το άρθρο αυτό μπαίνει φραγμός στις μέχρι τώρα αυθαιρεσίες των πωλητών.



## 11. Η ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ .

Τα Ελληνικά αμοιβαία κεφάλαια διέπονται σήμερα από ευνοϊκό φορολογικό καθεστώς και ισχύουν οι εξής γενικοί κανόνες:

- ✓ Η πράξη σύστασης αμοιβαίου κεφαλαίου, η διάθεση και η εξαγορά των μεριδίων απαλλάσσονται από κάθε φόρο, τέλος, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, δικαίωμα ή οποιαδήποτε άλλη επιβάρυνση υπέρ του Δημοσίου, νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου και γενικώς τρίτων
- ✓ Για τα έσοδα που προέρχονται από επενδύσεις που φορολογούνται, όπως είναι οι τόκοι καταθέσεων, ομολογιών κ.λ.π., η Α.Ε.Δ.Α.Κ. λογίζει και παρακρατεί καθημερινά τον σχετικό αναλογούντα φόρο. Έτσι με την παρακράτηση αυτή εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση των μεριδιούχων για τα εισοδήματα αυτά, ακόμη και στην περίπτωση που μέρος αυτών τους διανεμηθεί ως κέρδος
- ✓ Η πρόσθετη αξία που προκύπτει υπέρ των μεριδιούχων από τη διαφορά τιμής μεταξύ αγοράς και εξαγοράς των μεριδίων απαλλάσσεται από κάθε φόρο
- ✓ Η επένδυση σε αμοιβαία κεφάλαια δεν υπόκειται στο φόρο για το " πόθεν έσχες"
- ✓ Σε περίπτωση θανάτου συνδικαιούχου, τα μερίδια αμοιβαίου κεφαλαίου ανήκουν εξ αδιαιρέτου στους λοιπούς συνδικαιούχους, χωρίς φορολογική επιβάρυνση
- ✓ Σε περίπτωση κληρονομικής μεταβίβασης, εφαρμόζονται οι ανάλογοι φορολογικοί συντελεστές κατά περίπτωση
- ✓ Επιβάλλεται επίσης φορολογία 3% επί του μέσου υπολοίπου του ενεργητικού ενός αμοιβαίου κεφαλαίου υπολογιζόμενο ανά τρίμηνο
- ✓ Παρέχεται έκπτωση από το συνολικό εισόδημα του φορολογούμενου ποσοστού 25% της δαπάνης που κατέβαλλε για την αγορά μεριδίων μετοχικών και μικτών αμοιβαίου κεφαλαίου εσωτερικού. Το ποσό της έκπτωσης αφαιρείται από το συνολικό εισόδημα, αφού συμπληρωθούν 3 έτη από την αγορά μεριδίων και δεν μπορεί να υπερβεί το ποσό των 3.668,38 ευρώ ( 1.250.000 δ.ρ.χ.).
- ✓ Τέλος, αναφέρουμε ότι τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων μπορούν να ενεχυριασθούν για εξασφάλιση απαίτησης.

Ευνόητο είναι ότι η φορολόγηση των αμοιβαίων κεφαλαίων διέπεται από τις κάθε φορά ισχύουσες φορολογικές διατάξεις.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

## **12. Η ΔΙΑΦΗΜΙΣΗ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ .**

Η διαφήμιση του αμοιβαίου κεφαλαίου υπόκειται στην ειδική ρύθμιση του Κώδικα Δεοντολογίας. Με αυτή τη ρύθμιση λαμβάνεται μέριμνα, ώστε η διαφήμιση να εκθέτει την πραγματική κατάσταση του αμοιβαίου κεφαλαίου, αποφεύγοντας παραπλάνηση του επενδυτικού κοινού.

Η διαφήμιση των αμοιβαίων κεφαλαίων υπόκειται εξάλλου στο πεδίο εφαρμογής της γενικότερης ρύθμισης της διαφήμισης προϊόντων. Η εταιρεία διαχείρισης οφείλει, συνεπώς να τηρεί και αυτές τις διατάξεις, για τις διαφημίσεις αμοιβαίων κεφαλαίων.

Για την ενημέρωση των επενδυτών χρησιμοποιούνται οι δίαυλοι που χρησιμοποιούν και οι άλλοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί. Η διαφήμιση σε έντυπο καθημερινής ή και περιοδικής κυκλοφορίας, στο ραδιόφωνο και τηλεόραση, η δημιουργία τράπεζας πληροφοριών είναι από τους πιο συνηθισμένους τρόπους διαφήμισης που ακολουθείται.

Η χρησιμοποίηση του Internet προσφέρει στις ημέρες μας μεγάλες δυνατότητες ενημέρωσης, καθότι τα μηνύματα δεν είναι απλώς μια αδρανής πληροφόρηση από την πλευρά του λήπτη, αλλά μια δυναμικά δυναμική πηγή πληροφόρησης που εύκολα μπορεί να αξιοποιηθεί.

Ένας δωρεάν τρόπος ενημέρωσης, που έχουν όλα τα αμοιβαία κεφάλαια, είναι η καθημερινή παρουσίαση της αξίας του ενεργητικού τους, της τιμής του μεριδίου και των αριθμών τους από τις στήλες των εφημερίδων για ενημέρωση των επενδυτών. Επίσης, οι συχνές αναφορές του τύπου για τις περιοδικές αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων και ιδιαίτερα αυτών που πέτυχαν τις καλύτερες αποδόσεις αποτελούν μια άλλης μορφής δωρεάν διαφήμιση τους.

Τα διαφημιστικά έντυπα του αμοιβαίου κεφαλαίου υποβάλλονται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Σε κάθε διαφήμιση του αμοιβαίου κεφαλαίου, θα πρέπει να αναγράφεται η ένδειξη ότι: η επένδυση σε αμοιβαίο κεφάλαιο δεν έχει εγγυημένη απόδοση και ότι οι προηγούμενες δεν διασφαλίζουν τις μελλοντικές.

### **13. ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ – ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΣΕ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ.**

#### **ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ.**

Η επιτυχημένη πορεία των αμοιβαίων κεφαλαίων οφείλεται αποκλειστικά στα σημαντικά πλεονεκτήματα τα οποία προσφέρουν στο ευρύ επενδυτικό κοινό, τα κυριότερα των οποίων είναι:

##### **1. Ανταγωνιστικές αποδόσεις των επενδύμενων κεφαλαίων.**

Τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν μέσο για την επίτευξη ικανοποιητικών αποδόσεων με την ταυτόχρονη πραγματοποίηση ευρύτερων οικονομικών στόχων. Από το παρελθόν διαφαίνεται ότι εάν ένας υποψήφιος μεριδιούχος ήταν διατεθειμένος ν' αναλάβει τους κινδύνους που ενέχει η τοποθέτηση κεφαλαίων σε μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια, θα είχε ως αποτέλεσμα ικανοποιητικές πραγματικές αποδόσεις (διψήφιου αριθμού) - με εξαίρεση βέβαια την αρνητική συγκυρία των τελευταίων ετών.

Εάν όμως ο επενδυτής επιθυμεί να έχει τακτικές απολαβές από την επένδυσή του, ώστε να μπορεί να ικανοποιήσει τις τρέχουσες ανάγκες του, μπορεί να τοποθετήσει τα χρήματά του σε σταθερού εισοδήματος και μικτού τύπου αμοιβαία κεφάλαια επιτυγχάνοντας και πάλι ικανοποιητικές αποδόσεις. Οι αποδόσεις αυτές θα είναι ανταγωνιστικές των ομολόγων και των λοιπών παραδοσιακών τραπεζικών προϊόντων.

##### **2. Επαγγελματική διαχείριση των κεφαλαίων.**

Η διαχείριση των χρημάτων του μεριδιούχου ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, από ομάδες επαγγελματιών με μεγάλη εμπειρία και υψηλό επίπεδο γνώσεων είναι ίσως το σημαντικότερο πλεονέκτημα που προσφέρουν τα αμοιβαία κεφάλαια, κυρίως για τα άτομα που δεν έχουν τις γνώσεις ή και το χρόνο να ασχοληθούν με την επένδυση των κεφαλαίων τους.

Κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο διαθέτει ένα διαχειριστή ή μια ολόκληρη ομάδα διαχειριστών και αναλυτών. Αυτοί έχουν ως κύρια αποστολή, όσα ο μεριδιούχος δεν έχει την ικανότητα, το χρόνο ή τη διάθεση να κάνει από μόνος του: την παρακολούθηση των αγορών, την ανάλυση των οικονομικών εξελίξεων, την έρευνα και ανάλυση εταιρειών, την αναζήτηση ευκαιριών στις αγορές ομολόγων και τη λήψη αποφάσεων για

τις κινητές αξίες που θα αγοραστούν ή θα πουληθούν. Μέρος της δουλειάς των managers και των αναλυτών είναι η ανάλυση των χρηματοοικονομικών δεδομένων των επιχειρήσεων και των επιχειρηματικών κλάδων της οικονομίας, οι συναντήσεις με τα στελέχη των εισηγμένων στο Χ.Α.Α. εταιρειών, οι επαφές με άλλους αναλυτές χρηματαγορών και η παρακολούθηση σεμιναρίων με στόχο την πληρέστερη ενημέρωσή τους για την πορεία και τις εξελίξεις της αγοράς. Σήμερα, η πλειοψηφία των στελεχών των αμοιβαίων κεφαλαίων στη χώρα μας διαθέτουν ευρύ πεδίο γνώσεων. Παράλληλα, μέσω της εμπειρίας τους στην αγορά έχουν αποκτήσει επαρκείς γνώσεις, αναφορικά με τις ιδιομορφίες που παρουσιάζουν τόσο η ελληνική όσο και οι ξένες αγορές.

### **3. Δεν απαιτούνται μεγάλα κεφάλαια για επένδυση.**

Ένα εύλογο ερώτημα του κάθε υποψήφιου επενδυτή αφορά το ποιο είναι το κατώτερο όριο χρημάτων, που επιτρέπεται να επενδύσει σε αμοιβαία κεφάλαια. Σήμερα στην Ελλάδα τα περισσότερα αμοιβαία κεφάλαια έχουν ως κατώτερο όριο τις 250.000 με 500.000 δρχ. ή 734 ευρώ με 1467 ευρώ. Το ποσό αυτό είναι σημαντικά χαμηλότερο από τα χρήματα που θα έπρεπε να διαθέσει ένα άτομο προκειμένου να αναλάβει την επένδυσή τους κάποιος επενδυτικός σύμβουλος. Επιπλέον, ο συνεχώς αυξανόμενος ανταγωνισμός μεταξύ των αμοιβαίων κεφαλαίων οδηγεί στη συνεχή προσφορά νέων υπηρεσιών. Έτσι παρέχεται η δυνατότητα στους επενδυτές να ακολουθούν προγράμματα συνεχούς επένδυσης. Σύμφωνα με αυτά τα προγράμματα, σε τακτά χρονικά διαστήματα (εβδομαδιαία, δεκαπενθήμερα, μηνιαία) οι επενδυτές συμφωνούν να τοποθετούν ένα συγκεκριμένο ποσό χρημάτων ανάλογα με τις δυνατότητές τους. Σε αυτές τις περιπτώσεις δεν ισχύει ούτε το προηγούμενο ελάχιστο όριο επένδυσης των 250.000 δρχ. ή 734 ευρώ και δίνεται η δυνατότητα στους επενδυτές - αποταμιευτές, ανάλογα με τους πόρους τους και τις ανάγκες τους να διαμορφώσουν το δικό τους ευέλικτο πρόγραμμα επένδυσης.

### **4. Ποικίλοι τρόποι αγοράς μεριδίων.**

Ένα χαρακτηριστικό κάθε προϊόντος, που σε μεγάλο βαθμό καθορίζει την επιτυχία αυτού, είναι το δίκτυο διανομής του και γενικότερα η ευκολία με την οποία μπορούν να το αποκτήσουν οι πελάτες. Ο βασικός κανόνας αυτός ισχύει και για τα επενδυτικά προϊόντα άρα και για τα αμοιβαία κεφάλαια. Σε σύγκριση με άλλα μεμονωμένα επενδυτικά στοιχεία (μετοχές, ομόλογα), σήμερα τα αμοιβαία κεφάλαια διαθέτουν ευρύτερο δίκτυο πώλησης. Η διάθεση των αμοιβαίων κεφαλαίων γίνεται

μέσω των Α.Ε.Δ.Α.Κ., μέσω των τραπεζών και των υποκαταστημάτων τους ( των οποίων η Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι η θυγατρική εταιρεία) καθώς και μέσω των ασφαλιστικών εταιρειών, ( ασφαλιστών και των χρηματοοικονομικών συμβούλων). Επομένως, ο υποψήφιος επενδυτής μπορεί ευκολότερα να αγοράσει μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων απ' ότι μετοχές, όπου θα πρέπει ν' αποτανθεί σε κάποια από τις χρηματιστηριακές εταιρείες, ή ομόλογα η διάθεση των οποίων γίνεται από συγκεκριμένες τράπεζες.

Ωστόσο θα πρέπει να γίνουν ακόμη πολλά βήματα προς την κατεύθυνση της διευκόλυνσης του πελάτη. Κάτι που δεν εφαρμόζεται ακόμη στη χώρα μας - σε αντίθεση με τις Η.Π.Α. και κάποιες Ευρωπαϊκές χώρες - είναι η διάθεση και εξαγορά μεριδίων τηλεφωνικώς. Επίσης, στα πρώτα στάδια παγκοσμίως βρίσκεται η διάθεση των μεριδίων των αμοιβαίων κεφαλαίων μέσω του δικτύου Internet. Σε κάθε περίπτωση αυτό που προέχει είναι η ύπαρξη ενός ισχυρού νομικού πλαισίου που θα εξασφαλίζει τον επενδυτή.

### **5. Λογικές προμήθειες και έξοδα.**

Τα έξοδα ποικίλουν τόσο μεταξύ Α.Ε.Δ.Α.Κ. όσο και μεταξύ αμοιβαίων κεφαλαίων στην ίδια Α.Ε.Δ.Α.Κ.. Ο έντονος ανταγωνισμός που υπάρχει τα τελευταία χρόνια στον κλάδο έχει μειώσει σημαντικά τα επίπεδα προμηθειών. Σήμερα τα Ελληνικά αμοιβαία κεφάλαια χρεώνουν, συγκριτικά με άλλα κράτη, χαμηλές προμήθειες, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι προσφέρουν υπηρεσίες χαμηλότερης ποιότητας. Όμως, αυτό που πρέπει να κατανοήσει ο μεριδιούχος είναι ότι κάθε έξοδο που υφίσταται μειώνει την καθαρή απόδοση της επένδυσής του. Γι' αυτό θα πρέπει ν' αποφεύγει τις πολύ συχνές αγορές και ρευστοποιήσεις μεριδίων. Άλλωστε τα αμοιβαία κεφάλαια δεν αποτελούν βραχυχρόνια μορφή επένδυσης, αλλά μέσο - μακροχρόνια με επενδυτικό ορίζοντα τουλάχιστο ένα έτος.

### **6. Μείωση του επενδυτικού κινδύνου μέσω της διασποράς των επενδύσεων.**

Πρόκειται για την εφαρμογή της σοφής λαϊκής ρήσης " Μην κρατάς ποτέ όλα τα αυγά στο ίδιο καλάθι". Το ρητό αυτό αποτελεί και την πεμπουσία της επενδυτικής φιλοσοφίας των αμοιβαίων κεφαλαίων. Οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων επενδύουν τα χρήματα που τους εμπιστεύονται οι μεριδιούχοι σε διάφορες κινητές αξίες ( μετοχές, ομόλογα, έντοκα κ.λ.π.) επιτυγχάνοντας με αυτό τον τρόπο μεγάλη διασπορά. Δημιουργούν ένα χαρτοφυλάκιο επενδυτικών στοιχείων. Μέσα από την επένδυση σε διάφορα επενδυτικά στοιχεία ο επενδυτικός

κίνδυνος που αντιμετωπίζει ο μεριδιούχος μειώνεται. Αυτό συμβαίνει, διότι η άσχημη για παράδειγμα πορεία ενός ή περισσότερων επενδυτικών στοιχείων, π.χ. η μετοχή μιας εταιρείας που βρίσκεται στο χαρτοφυλάκιο ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, θ' αντισταθμιστεί από τη θετική πορεία κάποιων άλλων επενδυτικών στοιχείων, που επίσης περιλαμβάνονται στο εν λόγω χαρτοφυλάκιο.

Θα πρέπει να τονισθεί ότι μέσα από τα αμοιβαία κεφάλαια παρέχεται η δυνατότητα στο μεριδιούχο, ακόμα και με ένα πολύ χαμηλό ποσό χρημάτων να γίνει συμμετοχος σε χαρτοφυλάκιο με ικανοποιητική διασπορά. Διασπορά των επενδύμενων κεφαλαίων επιτυγχάνεται από τα αμοιβαία κεφάλαια κάθε τύπου, ακόμα και από αυτά των οποίων η ονομασία προδηλώνει μια πιο περιορισμένη διασπορά των επενδύσεων. Συνεπώς, και σε ένα κλαδικό αναπτυξιακό αμοιβαίο κεφάλαιο επιτυγχάνεται κάποια διαφοροποίηση. Σίγουρα, τα αμοιβαία κεφάλαια που τοποθετούν τα χρήματα των μεριδιούχων σε περισσότερους από έναν κλάδους επιτυγχάνουν καλύτερη διασπορά. Για παράδειγμα, το χαρτοφυλάκιο του " Δελφοί", μικτό αμοιβαίο κεφάλαιο, στις 01/01/97 περιελάμβανε - εκτός των άλλων - 34 μετοχές εταιρειών του ελληνικού χρηματιστηρίου από 12 κλάδους.

Όστοςο και τα κλαδικά αμοιβαία, από τη στιγμή που επενδύουν σε ένα μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου, εξαλείφουν εν μέρει τον ειδικό κίνδυνο. Για παράδειγμα, στις 01/01/97 το 78% του χαρτοφυλακίου του " ΑΤΕ κλωστοϋφαντουργικό & Ένδυσης-Υπόδησης" είναι επενδεδυμένο σε 15 μετοχές εταιρειών του κλάδου της κλωστοϋφαντουργίας. Σαφώς όμως επηρεάζονται από την πορεία του κλάδου και το σημείο του κύκλου ζωής, στο οποίο βρίσκεται αυτός.

## **7. Ευρύ πεδίο επενδυτικών επιλογών.**

Ένα ακόμη βασικό πλεονέκτημα που προσφέρουν σήμερα τα αμοιβαία κεφάλαια είναι ότι λόγω της πολύ μεγάλης ποικιλίας τους, μπορούν να καλύψουν αρκετά είδη επενδυτικών αναγκών. Κάθε υποψήφιος επενδυτής μπορεί σήμερα να διαλέξει κάποιο από τα 153 αμοιβαία κεφάλαια που υπάρχουν στην ελληνική αγορά ή τα 33.908 αμοιβαία κεφάλαια που διατίθενται σε ολόκληρο τον κόσμο και τα οποία έχουν διάφορους επενδυτικούς στόχους και σκοπούς. Αν σε αυτό το ευρύ πεδίο επιλογών συνυπολογίσουμε και την δυνατότητα των επενδυτών να δημιουργήσουν χαρτοφυλάκια αμοιβαίων κεφαλαίων, καταλαβαίνουμε ότι τα αμοιβαία σήμερα μπορούν να ικανοποιήσουν τις επιθυμίες και ανάγκες και του πιο απαιτητικού επενδυτή.

### **8. Δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης των μεριδίων.**

Το γεγονός ότι ο επενδυτής δε δεσμεύει τα χρήματά του για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και μπορεί οποιαδήποτε στιγμή να ρευστοποιήσει τα μερίδιά του, αποτελεί ένα σημαντικότερο πλεονέκτημα των αμοιβαίων κεφαλαίων. Βέβαια στην περίπτωση ρευστοποίησης καταβάλλεται προμήθεια εξαγοράς, αλλά αυτό είναι ένα κόστος που είναι γνωστό εκ των προτέρων.

### **9. Εύκολη παρακολούθηση της επένδυσης.**

Μια από τις βασικές απαιτήσεις των επενδυτών είναι να γνωρίζουν κάθε στιγμή την πορεία των επενδύσεων τους. Η παρακολούθηση της πορείας των επενδύσεων σε αμοιβαία κεφάλαια είναι αρκετά απλή. Η καθαρή αξία των μεριδίων δημοσιεύεται καθημερινά σε όλες τις πολιτικές ή οικονομικές εφημερίδες, αυξάνοντας έτσι τη διαφάνεια του θεσμού. Παράλληλα, οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. αποστέλλουν σε τακτά χρονικά διαστήματα, ειδικά ενημερωτικά δελτία, τα οποία είναι απλοποιημένα και εύκολα να διαβασθούν. Επίσης, ειδικοί υπάλληλοι της κάθε Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι ή θα πρέπει να είναι στη διάθεση των μεριδιούχων για περαιτέρω επεξηγήσεις.

### **10. Είσπραξη ετήσιου μερίσματος με δυνατότητα επανεπένδυσης.**

Τα έσοδα των αμοιβαίων κεφαλαίων προέρχονται από τα μερίσματα των μετοχών που έχουν στο χαρτοφυλάκιό τους καθώς και από τους τόκους που πληρώνουν τα ομόλογα, έντοκα και τα λοιπά χρεόγραφα που εμπεριέχονται σε αυτό. Από τα έσοδα αυτά προκύπτει και η λεγόμενη μερισματική απόδοση ( dividend yield) των επενδύσεων. Εκτός των μερισμάτων και των τόκων, μια άλλη πηγή εσόδων των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι η πώληση των μετοχών που έχουν στο χαρτοφυλάκιό τους. Όταν ένα αμοιβαίο πουλά μετοχές σε υψηλότερη τιμή από την τιμή κτήσης επιτυγχάνει κεφαλαιακά κέρδη. Από τα έσοδα αυτά η Α.Ε.Δ.Α.Κ. αποφασίζει κάθε χρόνο να διανείμει ένα ποσοστό ως μέρισμα. Το ποσοστό που θα διανείμει ως μέρισμα εξαρτάται από τη μερισματική πολιτική της εταιρείας, η οποία με τη σειρά της επηρεάζεται από μια σειρά παραγόντων, όπως οι στόχοι του αμοιβαίου κεφαλαίου, οι εκτιμήσεις της Α.Ε.Δ.Α.Κ. για την οικονομική κατάσταση και τις χρηματιστηριακές διακυμάνσεις, το ύψος της επιθυμητής ρευστότητας κ.ά. Το μέρισμα που δίνεται αφαιρείται από το ενεργητικό προκειμένου να υπολογιστεί η καθαρή αξία του ενεργητικού και η καθαρή τιμή του



μεριδίου. Οι μεριδιούχοι έχουν την επιλογή είτε να εισπράξουν το μέρος είτε να το επανεπενδύσουν σε μερίδια του αμοιβαίου κεφαλαίου.

### **11. Πλήρης διαφάνεια στις συναλλαγές και ασφάλεια από κινδύνους πτώχευσης.**

Τα αμοιβαία κεφάλαια θεωρούνται από τις πλέον ασφαλείς επενδύσεις. Αυτό οφείλεται στη φύση του θεσμού, στην ολοκληρωμένη νομοθεσία που διέπει τη λειτουργία του και στην ύπαρξη των μητρικών εταιρειών των Α.Ε.Δ.Α.Κ., οι οποίες εξασφαλίζουν την ομαλή λειτουργία του και την απόλυτη φερεγγυότητά του. Το θεσμικό πλαίσιο καθορίζεται τόσο από την Ευρωπαϊκή νομοθεσία όσο και από τις σχετικές νομοθετικές ρυθμίσεις της χώρας μας. Το εθνικό νομικό πλαίσιο περιλαμβάνει το Ν.1969/91 και τη συμπλήρωση αυτού με το Προεδρικό Διάταγμα 433/93, που σκοπό είχε την συμμόρφωση με τις κοινοτικές οδηγίες.

### **12. Ευέλικτοι τρόποι απόκτησης και χρησιμοποίησης των μεριδίων.**

Οι υποψήφιοι επενδυτές μπορούν να αποκτήσουν μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων ακόμα και μέσω ανταλλαγής αξιόγραφων ( χρεογράφων ή και μετοχών ), εφ' όσον η Α.Ε.Δ.Α.Κ. αποδεχθεί κάτι τέτοιο.

Επίσης, βάση της ισχύουσας νομοθεσίας οι μεριδιούχοι αμοιβαίων κεφαλαίων μπορούν να συνάψουν δάνεια με ενεχυρίαση των μεριδίων τους.

### **13. Ευκολία στη διαχείριση αρχείων.**

Ο μεριδιούχος δε χρειάζεται πολλά και πολύπλοκα αρχεία και φακέλους. Ένα απλό αρχείο με τα παραστατικά αγοράς και τις ενημερωτικές εκθέσεις είναι αρκετό προκειμένου να έχει ανά πάσα στιγμή μια ολοκληρωμένη εικόνα των επενδύσεών του. Επιπλέον, επειδή τα μερίδια αποτελούν ονομαστικούς τίτλους, η απώλεια των μεριδίων δεν αποτελεί και απώλεια των κεφαλαίων, αλλά απαιτείται νομική διαδικασία προκειμένου να μπορέσει ο μεριδιούχος να εισπράξει τα χρήματά του.

## **ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ.**

Ο συνετός επενδυτής θα πρέπει να γνωρίζει ότι πάντα για κάθε επενδυτικό προϊόν που υπάρχει στην αγορά υπάρχουν μια σειρά από άλλα ανταγωνιστικά επενδυτικά προϊόντα, τα οποία ενδέχεται να ικανοποιούν καλύτερα τις συγκεκριμένες ανάγκες του. Υπάρχουν λοιπόν αρκετές περιπτώσεις όπου τα αμοιβαία κεφάλαια δεν ενδείκνυνται ως μορφή επένδυσης. Τέτοιες περιπτώσεις είναι οι ακόλουθες:

### **1. Άτομα πεπειραμένα στην επιλογή μετοχών και τη δημιουργία χαρτοφυλακίων.**

Δεν μπορεί να παραβλεφθεί το γεγονός ότι υπάρχουν αρκετά άτομα που διαθέτουν και τις γνώσεις και την εμπειρία που χρειάζονται, προκειμένου να δημιουργήσουν οι ίδιοι το δικό τους χαρτοφυλάκιο. Συνεπώς, δε χρειάζεται ν' αποτανθούν σε κάποιο αμοιβαίο κεφάλαιο όπου ουσιαστικά αποκτούν μερίδιο σε ένα χαρτοφυλάκιο που έχει δημιουργήσει κάποιος άλλος και επιπλέον επιβαρύνονται με μια σειρά εξόδων. Σαφώς, πέρα από γνώσεις και εμπειρία θα πρέπει να υπάρχει και η απαραίτητη θέληση για ενασχόληση με τη συγκρότηση και παρακολούθηση ενός χαρτοφυλακίου, καθώς και ο απαραίτητος χρόνος για κάτι τέτοιο.

### **2. Επιθυμία επένδυσης μόνο σε ομόλογα.**

Δεν είναι λίγα τα άτομα που στη σύγχρονη χρηματοοικονομική επιστήμη θα χαρακτηρίζονταν ως risk avoiders, δηλαδή άτομα που αποστρέφονται τον κίνδυνο και δεν είναι διατεθειμένα ν' αναλάβουν κανένα κίνδυνο, όποια και να είναι η ανταμοιβή (αναμενόμενη απόδοση). Τα άτομα αυτά τοποθετούν τα κεφάλαιά τους αποκλειστικά σε ομόλογα, ομολογίες, έντοκα γραμμάτια του ελληνικού δημοσίου, τραπεζικούς λογαριασμούς κ.ά. Δηλαδή, επενδύουν σε επενδυτικά προϊόντα που έχουν μια συγκεκριμένη γνωστή και χωρίς διακυμάνσεις ονομαστική απόδοση και συνεπώς είναι απαλλαγμένη του επενδυτικού κινδύνου. Όπως γίνεται αντιληπτό, γι' αυτά τα άτομα τα αμοιβαία κεφάλαια δεν ενδείκνυνται ως μορφή επένδυσης.

### 3. Εξειδικευμένες οικονομικές ανάγκες.

Κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο χαρακτηρίζεται από το σκοπό του και την επενδυτική πολιτική που ακολουθεί. Τα δύο αυτά χαρακτηριστικά προσδίδουν στο αμοιβαίο κεφάλαιο την δυνατότητα να ικανοποιεί συγκεκριμένες χρηματοοικονομικές ανάγκες και επιθυμίες των μεριδιούχων. Άλλωστε η μεγάλη ποικιλία των αμοιβαίων κεφαλαίων οφείλεται στο ότι επιτυγχάνουν συγκεκριμένους επενδυτικούς στόχους. Δεν μπορούμε ωστόσο ν' αποκλείσουμε την περίπτωση ύπαρξης ατόμων που έχουν συγκεκριμένες - εξειδικευμένες οικονομικές ανάγκες, οι οποίες δε μπορούν να καλυφθούν από τα αμοιβαία κεφάλαια που κυκλοφορούν στην επενδυτική αγορά.

Τέλος, οι υποψήφιοι επενδυτές σε αμοιβαία κεφάλαια θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη δύο βασικά θέματα:

Πρώτον, τα αμοιβαία κεφάλαια παρά την πολύ καλή διαφοροποίηση και διασπορά του κινδύνου που επιτυγχάνουν, δε θα πρέπει να θεωρηθούν σε καμία περίπτωση ως επενδυτικά προϊόντα δίχως κίνδυνο και

Δεύτερον, αγοράζοντας μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων στην πράξη θέτουμε τα χρήματά μας στη διάθεση ειδικών στελεχών, οι οποίοι θα τα επενδύσουν με βάση τα δικά τους κριτήρια και αρχές.

## **ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.**

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

### **14.1. ΚΟΣΤΗ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΑΣ ΜΕΡΙΔΙΟΥ.**

Ένα σημαντικό εργαλείο διαφοροποίησης του ενός αμοιβαίου κεφαλαίου από ένα άλλο είναι το ποσοστό επί της καθαρής τιμής ενός μεριδίου, που πρέπει να καταβάλλει ο επενδυτής για ν' αποκτήσει το μερίδιο ( κόστος διάθεσης ) και το ποσοστό παρακράτησης επί της καθαρής τιμής του μεριδίου, όταν το μερίδιο πωλείται στο αμοιβαίο κεφάλαιο ( κόστος εξαγοράς).

Υπάρχουν δυο βασικές απόψεις για τη χρησιμότητα αυτή των ποσοστών καθώς και για τον τρόπο με τον οποίο τα χρησιμοποιούν οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων.

#### **I. Αποτρεπτικός Μηχανισμός Ρευστοποίησης Μεριδίων.**

Η πρώτη άποψη που έχει διατυπωθεί πρόσφατα από τον Ghordia (1996) είναι ότι τα κόστη διάθεσης και εξαγοράς μεριδίων επιτρέπουν το διαχωρισμό των επενδυτών σε αυτούς με μεγάλη πιθανότητα να πωλήσουν τα μερίδιά τους και σε αυτούς με μικρή πιθανότητα. Η ανάγκη διαχωρισμού αυτών των επενδυτών μεταξύ τους είναι διότι τα αμοιβαία κεφάλαια και οι εναπομένοντες μεριδιούχοι επιβαρύνονται με επιπλέον έξοδα από την εσπευσμένη ρευστοποίηση αξιογράφων, που γίνεται για να εξασφαλισθούν τα απαραίτητα χρήματα για την εξαγορά των μεριδίων. Αυτά τα έξοδα περιλαμβάνουν κόστη συναλλαγής, διαχειριστικά έξοδα, μείωση της τιμής πώλησης σε μια ρηγή αγορά και φόρους από κεφαλαιακά κέρδη. Τα έξοδα αυτά δεν θα υπήρχαν εάν, είτε όλοι οι μεριδιούχοι επέλεγαν να διατηρήσουν τα μερίδιά τους είτε το αμοιβαίο κεφάλαιο διατηρούσε ένα μέρος του ενεργητικού του σε μετρητά.

Στους μεριδιούχους βέβαια δεν μπορεί να απαγορευτεί να πωλούν τα μερίδιά τους, γιατί κάτι τέτοιο είναι αντίθετο με τη φιλοσοφία των αμοιβαίων κεφαλαίων, όπου οι μεριδιούχοι είναι ελεύθεροι στις επενδυτικές τους επιλογές και στο χρόνο που επιλέγουν να τις πραγματοποιήσουν. Επίσης, μια τέτοια θέση αντιβαίνει τους ισχύοντες νόμους, που κατοχυρώνουν τα δικαιώματα των επενδυτών αμοιβαίων κεφαλαίων και επομένως δεν μπορεί να γίνει αποδεκτή.

Θα μπορούσε όμως να δημιουργηθεί ένας μηχανισμός που θα αποτρέπει τους επενδυτές από το να ρευστοποιούν τα μερίδιά τους. Αυτός ο μηχανισμός θα είναι συνυφασμένος με ένα γνωστό και συγκεκριμένο κόστος, που θα επιβάλλεται στο μεριδιούχο που πωλεί τα μερίδιά του.

Τα επιβαλλόμενα αυτά κόστη θέτουν τον επενδυτή ενώπιον ενός διλήμματος, όπου πρέπει ν' αντισταθμίσει το κόστος της πρόωρης ανάληψης ή προπληρωμής με τα οφέλη μιας εναλλακτικής τοποθέτησης ή το κόστος μιας εναλλακτικής δανειοδότησης. Χωρίς την επιβολή κάποιου κόστους οι επενδυτές θα είχαν πλήρη ελευθερία κινήσεων, με αποτέλεσμα την αδυναμία πρόβλεψης της συμπεριφοράς τους εκ μέρους των επενδυτικών οργανισμών και την εφαρμογή μιας συνεπούς επενδυτικής πολιτικής.

Τα αμοιβαία κεφάλαια έχουν δημιουργήσει το δικό τους αποτρεπτικό μηχανισμό: της χρέωσης κόστους εξαγοράς. Το ποσοστό αυτό που συνήθως κυμαίνεται από 0% έως 5% αναγκάζει τους μεριδιούχους να το λάβουν υπ' όψιν και να το συγκρίνουν με εναλλακτικές μορφές κτήσης ή χρήσης των χρημάτων. Έτσι, εάν το κόστος δανειοδότησης για το διάστημα που θα απαιτηθούν τα χρήματα είναι μικρότερο του κόστους εξαγοράς, ο μεριδιούχος λογικά θα πρέπει να επιλέξει να διατηρήσει τα μερίδιά του στο αμοιβαίο κεφάλαιο και ταυτόχρονα να δανειστεί.

Με αυτή τη μέθοδο επιδιώκεται να πρυτανεύσει η λογική της αντιστάθμισης του κόστους και των ωφελειών από την εξαγορά.

Η δεύτερη άποψη αποφυγής των εξόδων που δημιουργούνται από μια εσπευσμένη ρευστοποίηση αξιογράφων είναι η διατήρηση ενός μέρους του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου σε μετρητά και άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία του ενεργητικού. Έτσι πολύ γρήγορα και χωρίς κόστος ρευστοποίησης το αμοιβαίο κεφάλαιο μπορεί να ανταποκριθεί στην ανάγκη εξαγοράς μεριδίων.

Μια τέτοια όμως αντιμετώπιση περιορίζει σημαντικά τα αποτελέσματα της επενδυτικής πολιτικής του αμοιβαίου κεφαλαίου. Οι επενδύσεις σε άμεσα ρευστοποιήσιμες τοποθετήσεις ( μετρητά, έντοκα γραμμάτια δημοσίου, ρέπος) σε μια αποτελεσματική αγορά έχουν μικρότερη προσδοκώμενη απόδοση και κίνδυνο από επενδύσεις με λιγότερη ρευστότητα ( ομολογίες, μετοχές). Έτσι η τοποθέτηση μέρους των

χρημάτων σε στοιχεία του ενεργητικού με μεγάλη ρευστότητα θυσιάζει ένα μέρος της δυνητικής απόδοσης, που θα μπορούσε να επιτύχει το αμοιβαίο κεφάλαιο.

Μια τρίτη άποψη αποφυγής ρευστοποίησης των μεριδίων θα μπορούσε να αφορά αποκλειστικά μόνον αυτούς τους μεριδιούχους που καταφεύγουν στην πώληση των μεριδίων. Ένα κόστος που θα ανταποκρίνεται στο μέσο κόστος ρευστοποίησης αξιογράφων, θα μπορούσε να απαιτηθεί να καταβάλλεται από τους εξερχόμενους ή και νεοεισερχόμενους μεριδιούχους στο αμοιβαίο κεφάλαιο, για να αποζημιώσει τους μεριδιούχους που παραμένουν στο αμοιβαίο κεφάλαιο από τα επί πλέον έξοδα ρευστοποίησης.

Ο Ghordia υποστηρίζει ότι οι ατομικοί επενδυτές προτιμούν να επενδύουν σε αμοιβαία κεφάλαια μόνον εφ' όσον τα κόστη διάθεσης και εξαγοράς δεν είναι τόσο ψηλά, ώστε ν' αντισταθμίζουν πλήρως τα οφέλη που έχουν από τη διαφοροποίηση του κινδύνου, τα μειωμένα κόστη συναλλαγής και από τον καλύτερο μερισμό του κινδύνου ρευστότητας.

## **II. Μηχανισμός Χρέωσης Διαχειριστικής Ικανότητας.**

Ένα θεμελιώδες χαρακτηριστικό των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι ότι ανά πάσα στιγμή είναι διαθέσιμα να εξαγοράσουν τα μερίδια, που προσκομίζονται από τους μεριδιούχους στην καθαρή τιμή μεριδίου εκείνης της ημέρας. Αυτό διαφέρει από την άλλη κατηγορία συλλογικής επένδυσης των εταιρειών επενδύσεων, όπου η εξαγορά δεν γίνεται από την ίδια εταιρεία, αλλά από άλλον επενδυτή. Η τιμή βέβαια εξαγοράς συνήθως διαφέρει από την καθαρή τιμή.

Ο λόγος που συμβαίνει αυτό σύμφωνα με τον Gruber (1996) είναι ότι η ικανότητα των διαχειριστών στις εταιρείες επενδύσεων αποτιμάται στην αξία της μετοχής τους. Αντίθετα, στα αμοιβαία κεφάλαια η καθαρή τιμή μεριδίου δεν περιλαμβάνει την αξία της διαχείρισης και η ικανότητα των διαχειριστών δεν αποτιμάται.

Σε αυτή την περίπτωση, η τιμή που καταβάλλει ο μεριδιούχος κατά την αγορά είναι ίση με την καθαρή τιμή του μεριδίου, χωρίς πριμ ή έκπτωση που ν' αντανάκλα την αποτίμηση της αγοράς για τις διαχειριστικές ικανότητες των μάνατζερ. Έτσι εάν δυο αμοιβαία κεφάλαια είχαν αρχικά δημιουργήσει το ίδιο χαρτοφυλάκιο αξιογράφων, τότε η καθαρή τιμή μεριδίου θα ήταν ακριβώς η ίδια, άσχετα εάν στο ένα η ευθύνη της διαχείρισης ανήκε σε ομάδα με άριστα αποτελέσματα, ενώ στο άλλο σε ομάδα με χειρίστα αποτελέσματα.

Σύμφωνα με όσα αναφέρει ο Gruber, οι υπηρεσίες διαχείρισης που προσφέρουν οι μάνατζερ στα διάφορα αμοιβαία κεφάλαια τελικά, θα αποτιμηθούν έμμεσα σε μακροπρόθεσμη βάση. Έτσι οι διαχειριστές με

τα ανώτερα αποτελέσματα θα αυξήσουν το κόστος που χρεώνουν στους πελάτες τους, σε αντίθεση με αυτούς που πετυχαίνουν κατώτερα αποτελέσματα. Μια μορφή αυτού του κόστους είναι και τα κόστη διάθεσης και εξαγοράς.

## **14.2. ΕΙΔΟΣ ΑΣΚΟΥΜΕΝΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ.**

Ένας άλλος τρόπος με τον οποίο διαφοροποιούνται τα αμοιβαία κεφάλαια μεταξύ τους είναι το είδος της διαχειριστικής πολιτικής που ακολουθούν. Η παθητική και ενεργητική διαχείριση είναι οι δύο βασικές πολιτικές που υπάρχουν.

### **I. Παθητική Διαχείριση.**

Παθητική είναι η διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου όταν οι διαχειριστές δεν υποχρεώνονται να κάνουν αναθεωρήσεις του χαρτοφυλακίου με βάση τις δικές τους αναλύσεις και επιλογές. Το είδος της διαχείρισης αυτής υποθέτει ότι το χαρτοφυλάκιο δημιουργείται με συγκεκριμένους σκοπούς και κριτήρια και η ακολουθούμενη διαχείριση θα πρέπει να εξασφαλίσει τη συνέχιση των σκοπών αυτών και να προβεί σε αναγκαίες οριακές αναθεωρήσεις του χαρτοφυλακίου, ώστε να μην παραβιασθούν τα κριτήρια.

Κλασικά παραδείγματα παθητικής διαχείρισης είναι η διαχείριση χαρτοφυλακίων που δημιουργούνται με βάση το χαμηλό λόγο τιμής προς κέρδη ή μετοχών με μικρή κεφαλαιοποίηση ή μετοχών που προσφέρουν υψηλά μερίσματα ή μετοχών σε ορισμένο κλάδο. Η διαχείριση δεν αποσκοπεί στο να προβλέψει την απόδοση του χαρτοφυλακίου, αλλά στο να επιδιώξει να διατηρήσει τις μετοχές που πληρούν τα κριτήρια. Η απόδοση θα υπολογισθεί με βάση την προβλεπόμενη επιτυχία, που έχει εξ αρχής η εφαρμοζόμενη επενδυτική στρατηγική σε σχέση με την εξέλιξη της αγοράς.

Τη στρατηγική της παθητικής διαχείρισης, που πρόσφατα γνωρίζει μεγάλη αποδοχή και ανάπτυξη, ακολουθούν τα αμοιβαία κεφάλαια δεικτών. Αυτά είναι χαρτοφυλάκια μετοχών ή και άλλων αξιογράφων και χρεογράφων, που έχουν παρόμοια σύνθεση με τη σύνθεση που έχουν συγκεκριμένοι και ευρέως γνωστοί δείκτες. Όλα αυτά τα αμοιβαία κεφάλαια ακολουθούν πιστά τις κινήσεις του δείκτη που είναι συνδεδεμένα. Η αποτελεσματικότητά τους κρίνεται με το πώς συγκρίνεται η απόδοσή τους με την απόδοση του δείκτη καθώς και από το κόστος που ενέχει αυτή η προσπάθειά τους.

Η επιτυχία της παθητικής διαχείρισης βέβαια θα πρέπει να κριθεί με βάση τους πόρους που δαπανώνται. Με μέσο ετήσιο κόστος 0,22% που αναφέρει ο Gruber θεωρείται ικανοποιητική η δαπάνη για τη στενή παρακολούθηση ενός δείκτη με ανάλογη απόδοση.

## **II. Ενεργητική Διαχείριση.**

Ενεργητική είναι η διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου που επιδιώκει να " νικήσει την αγορά", να επιτύχει δηλαδή αποδόσεις μεγαλύτερες από αυτές της αγοράς. Η αγορά συνήθως ορίζεται από ένα δείκτη που αντιπροσωπεύει κατά το μέγιστο την " καρδιά" της αγοράς, όπως π.χ. ο Γενικός Δείκτης Τιμών των Μετοχών του Χ.Α.Α..

Οι ενεργητικοί διαχειριστές χαρτοφυλακίου είναι υποχρεωμένοι να παίρνουν θέσεις στην αγορά και να προβαίνουν σε συνεχείς αναλύσεις, ώστε είτε να αποφασίζουν να διατηρούν τις θέσεις αυτές ή να τις αναθεωρούν. Με άλλα λόγια οι ενεργητικοί διαχειριστές πρέπει να αναλαμβάνουν συνεχώς νέες πρωτοβουλίες, που στηρίζονται σ' ένα μηχανισμό ανάλυσης και προωθούνται με βάση την κρίση που διαθέτουν κάθε στιγμή. Η προσπάθειά τους αυτή θα κριθεί από την ικανότητα που διαθέτουν να πετύχουν αποδόσεις μεγαλύτερες της αγοράς με κόστος που όμως δεν ξεπερνά τις επί πλέον αποδόσεις που δημιουργούν.

Με εξαίρεση τα αμοιβαία κεφάλαια δεικτών, τα περισσότερα καταφεύγουν σε ενεργητική διαχείριση. Αυτό είναι και ένα μεγάλο πλεονέκτημα που προσφέρουν τα αμοιβαία κεφάλαια στους ατομικούς επενδυτές: την ενεργητική διαχείριση από επαγγελματίες του είδους.

### **14.3. ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.**

Ο πιο βασικός τρόπος με τον οποίο διαφοροποιούνται τα αμοιβαία κεφάλαια μεταξύ τους είναι η κατηγορία στην οποία επιλέγουν να ανήκουν. Στο βαθμό που οι κατηγορίες αυτές δεν είναι άπειρες και υπάρχει σαφής διαχωρισμός των επενδυτικών στόχων, που είναι συνυφασμένη με κάθε κατηγορία, τα αμοιβαία κεφάλαια μπορούν να προσελκύσουν τους επενδυτές εκείνους που τα χαρακτηριστικά τους εμπίπτουν στην κατηγορία αυτή.

Ένα άλλο στοιχείο όμως που προσθέτει διαφοροποίηση του ενός αμοιβαίου κεφαλαίου από τα υπόλοιπα της ίδιας κατηγορίας είναι το " στυλ ", που ακολουθεί η διαχειριστική του ομάδα, όσον αφορά την επενδυτική στρατηγική. Ενώ τα αμοιβαία κεφάλαια θα πρέπει να έχουν



την ελευθερία να επιλέγουν την επενδυτική τους πολιτική, το στυλ που ακολουθούν θα πρέπει να σχετίζεται με την κατηγορία στην οποία ανήκουν, με βάση τους επενδυτικούς τους στόχους. Στην περίπτωση που δεν εφαρμόζεται, δημιουργούνται προβλήματα όσον αφορά στην αξιολόγηση της αποδοτικότητάς τους όταν αυτή γίνεται ανά κατηγορία.

Στην αγορά, οι επενδυτές των αμοιβαίων κεφαλαίων μεταφέρουν τις επενδύσεις τους στα πλέον επιτυχημένα αμοιβαία κεφάλαια, της όποιας κατηγορίας έχουν επενδύσει. Προφανώς αυτό γίνεται χωρίς την εξακρίβωση του συγκεκριμένου στυλ που ακολουθεί το αμοιβαίο κεφάλαιο. Έτσι υπάρχει η τάση αύξησης του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων που εμφανίζονται ως επιτυχημένα στην κατηγορία, με αποτέλεσμα να δημιουργηθούν οφέλη στους διαχειριστές. Αυτός είναι σημαντικός λόγος για τους διαχειριστές να θέλουν να μεταβάλλουν το στυλ τους και ν' ακολουθήσουν στρατηγικές που ταιριάζουν καλύτερα σε άλλες κατηγορίες.

Υπάρχουν όμως και μη αναμενόμενα στυλ διαχειριστών όπως " αξίας", " κυνήγι τάσεων" και " εντυπώσεων".

## **15. Η ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΤΩΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ Α/Κ.**

Όπως σε κάθε επαγγελματικό περιβάλλον, έτσι και στα αμοιβαία κεφάλαια η διαχειριστική ομάδα έχει τη συνολική ευθύνη της εφαρμοζόμενης επενδυτικής πολιτικής. Η ομάδα αυτή περιλαμβάνει το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας Α.Ε.Δ.Α.Κ., το Γενικό Διευθυντή, τον Οικονομικό Διευθυντή και τον υπεύθυνο του Marketing.

Η συμπεριφορά που επιδεικνύει η διαχειριστική ομάδα σε λειτουργικά σε στρατηγικά θέματα επένδυσης είναι καθοριστική της επιτυχίας του αμοιβαίου κεφαλαίου και κατά συνέπεια των μεριδιούχων. Για το λόγο αυτό λειτουργεί ως ένας τρόπος διαφοροποίησης του ενός αμοιβαίου κεφαλαίου από τα άλλα της ίδιας κατηγορίας.

### **15.1. Προσωπικές Ικανότητες.**

Η συμπεριφορά αυτή πηγάζει από τις προσωπικές ικανότητες του διαχειριστή να εφαρμόζει μια λογική επενδυτική πολιτική και να την προσαρμόζει στο συνεχές και εναλλασσόμενο επενδυτικό περιβάλλον. Η εμπειρία στη διαχείριση είναι σημαντικός παράγοντας που χαρακτηρίζει το στυλ του διαχειριστή και προσθέτει συνέπεια στην πολιτική.

### **15.2. Η Αγορά των Διαχειριστών.**

Ένας δεύτερος παράγοντας που κατευθύνει τη συμπεριφορά του διαχειριστή είναι η πειθαρχία που επιβάλλει έμμεσα η " αγορά των διαχειριστών". Η αγορά των μάνατζερ είναι μια δυναμική αγορά, όπου αξιολογούνται όλοι οι διαχειριστές σύμφωνα με τις επιτυχίες τους και τη συνέπεια που επιδεικνύουν με τις πράξεις σε αυτά που υπόσχονται. Στην αγορά αυτή δεν υπάρχουν οφέλη για όσους επιδεικνύουν ευμετάβλητη συμπεριφορά. Για να συμβούν όλα αυτά είναι απαραίτητο η αγορά να είναι ανταγωνιστική, να υπάρχουν πολλά και ικανά στελέχη, να υπάρχει πλήρης κινητικότητα και πληροφόρηση για τις πράξεις και αποφάσεις του καθενός. Στην Ελλάδα, όπου η αγορά βρίσκεται σε μια συνεχή άνοδο από το 1989 και έπειτα, δεν υπάρχουν πολλοί ικανοί διαχειριστές διαθέσιμοι με εμπειρία. Επίσης, σημαντικός αριθμός των εταιρειών Α.Ε.Δ.Α.Κ. ανήκουν σε τραπεζικούς οργανισμούς απ' όπου προέρχονται και τα διαχειριστικά στελέχη των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Έτσι, για όλους αυτούς τους λόγους, η αγορά διαχειριστών στην Ελλάδα στερείται ανταγωνιστικότητας, κινητικότητας και σε ένα βαθμό

πληροφόρησης. Για ένα σημαντικό όμως ποσοστό διαχειριστών που επιδιώκουν να θέσουν τις βάσεις για σοβαρή ανάπτυξη της καριέρας τους σε μια δυναμικά ανερχόμενη αγορά, οι βασικές αρχές που διέπουν τη λειτουργία της αγοράς διαχειριστών ισχύουν.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

## **16. ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ Α/Κ.**

### **16.1. Ικανότητα Επαναληπτικότητας.**

Η διερεύνηση αυτή δεν αποσκοπεί να μετρήσει την αποδοτικότητα αυτή καθαυτή, αλλά κατά πόσο υπάρχει το φαινόμενο της επαναληπτικότητας. Η ανάλυση αυτού του φαινομένου βοηθά στην κατανόηση των ικανοτήτων που έχουν οι διαχειριστές να επαναλαμβάνουν τις επιτυχίες τους επιλέγοντας κατάλληλα αξιόγραφα στο χαρτοφυλάκιο και αναλαμβάνοντας τις ορθώς χρονικά θέσεις στην κεφαλαιαγορά.

Γνωρίζοντας το βαθμό επαναληπτικότητας, οι επενδυτές μπορούν να αποφασίσουν ευκολότερα, εάν θα συνεχίσουν να διατηρούν τα μερίδια ενός αποτυχημένου αμοιβαίου κεφαλαίου ή να αγοράσουν περισσότερα από τα μερίδια ενός επιτυχημένου αμοιβαίου κεφαλαίου. Σε οποιαδήποτε περίπτωση η γνώση της επαναληπτικότητας θα ήταν χρήσιμη και για τους ίδιους τους διαχειριστές για να αναθεωρήσουν αποτυχημένες στρατηγικές και να συνεχίσουν να χρησιμοποιούν τις ήδη επιτυχημένες.

Από διάφορους αναλυτές διαπιστώθηκε ότι η επαναληπτικότητα στην απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων μπορεί να παρατηρείται σε περιόδους από ένα έως τρία έτη, δηλαδή πρόβλεψη αποδόσεων στο άμεσο μέλλον και σε μεγαλύτερες περιόδους από πέντε έως δέκα έτη, που οφείλεται στην ικανότητα των διαχειριστών ν'αποκτούν ιδιαίτερες πληροφορίες ή να επιτυγχάνουν σωστές επιλογές, δηλαδή πρόβλεψη αποδόσεων στο απώτερο μέλλον.

### **16.2. Ικανότητα Επιλογής Αξιογράφων.**

Ένα από τα βασικά καθήκοντα των διαχειριστών είναι η επιλογή αξιογράφων στο χαρτοφυλάκιο από ένα μεγάλο πληθυσμό αξιογράφων που προσφέρεται. Και ενώ η σύγχρονη θεωρία του χαρτοφυλακίου προτείνει την κατανομή της επένδυσης μεταξύ του ακίνδунου αξιόγραφου και του χαρτοφυλακίου της αγοράς, καλώς διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια αξιογράφων που εμπεριέχουν αξιόγραφα με δυνητική απόδοση μεγαλύτερη της προσδοκώμενης επιτρέπουν στο αμοιβαίο κεφάλαιο να επιτύχει αποδόσεις μεγαλύτερες ενός συγκρίσιμου δείκτη. Με άλλα λόγια η ανεύρεση και ένταξη στο χαρτοφυλάκιο αξιογράφων που είναι υποτιμημένα καθώς και η πώληση αξιογράφων του χαρτοφυλακίου που έχουν υπερτιμηθεί είναι δραστηριότητες που θα

συνεισφέρουν στη μεγιστοποίηση των αποδόσεων και χαρακτηρίζουν την ικανότητα επιλογής αξιογράφων των διαχειριστών. Έλλειψη αυτής της ικανότητας δεν θα επιτρέψει τη μεγιστοποίηση των αποδόσεων και μπορεί να επηρεάσει αρνητικά την αποδοτικότητα του αμοιβαίου κεφαλαίου, εφόσον στα άλλα αμοιβαία κεφάλαια οι διαχειριστές έχουν ικανότητες επιλογής αξιογράφων.

Νεότεροι ερευνητές υποστηρίζουν ότι τα κλασικά μαθηματικά υποδείγματα ορθής επιλογής αξιογράφων είναι ανεπαρκή, γιατί δεν περιγράφουν τις μεταβολές που επέρχονται στο συστηματικό κίνδυνο και την προσδοκώμενη απόδοση. Γι' αυτό το λόγο εισάγουν νέες μεταβλητές που αντικατοπτρίζουν την κατάσταση στο επενδυτικό περιβάλλον, όπως η μερισματική απόδοση, το ύψος των επιτοκίων και η διαφορά μεταξύ μακρο-και βραχυπρόθεσμων επιτοκίων. Τα αποτελέσματα είναι ενθαρρυντικά για τις ικανότητες των διαχειριστών να επιλέγουν αξιόγραφα καθώς επιβεβαιώνονται παρόμοια συμπεράσματα με διαφορετικά στοιχεία και μεθοδολογίες.

### **16.3. Ικανότητα Επιλογής Χρονικής Τοποθέτησης.**

Πέραν της ορθής επιλογής των αξιογράφων και διαρκούς αναθεώρησης του χαρτοφυλακίου, οι διαχειριστές αναμένεται να διαθέτουν την ικανότητα να τοποθετούνται χρονικά κατάλληλα στην αγορά. Για παράδειγμα, εάν ο γενικός δείκτης του χρηματιστηρίου παρουσιάζει σημαντική άνοδο, οι ικανοί διαχειριστές θα πρέπει να έχουν ήδη τοποθετηθεί, δηλαδή αγοράσει αξιόγραφα. Αντίθετα, εάν το χρηματιστήριο, σημειώνει σημαντική πτώση, οι ικανοί διαχειριστές θα έπρεπε να έχουν ήδη πωλήσει. Σε μια τέτοια περίπτωση θα έπρεπε να είχαν τοποθετήσει τα χρήματά τους σε ακίνδυνες επενδύσεις, όπως είναι τα έντοκα γραμμάτια δημοσίου ή τα ομόλογα. Τα χρήματα αυτά παραμένουν σε ακίνδυνες και εύκολα ρευστοποιήσιμες μορφές επενδύσεων μέχρις ότου θεωρηθεί ότι η πτώση του χρηματιστηρίου έχει ολοκληρωθεί. Τότε τα χρήματα επανατοποθετούνται σε κινδυνόφρα αξιόγραφα ανάλογα με την επιλογή των διαχειριστών. Οι επενδύσεις παραμένουν στο χρηματιστήριο έως ότου θεωρηθεί ότι η άνοδος του χρηματιστηρίου έχει ολοκληρωθεί. Στην περίπτωση αυτή ρευστοποιούνται οι επενδύσεις και τοποθετούνται σε ακίνδυνα αξιόγραφα μέχρις ότου ολοκληρωθεί η πτώση του χρηματιστηρίου και ούτω καθεξής.

Στην παραπάνω περιγραφή η επιλογή των κατάλληλων αξιογράφων δεν είναι προϋπόθεση για την επιτυχία της στρατηγικής χρονικής τοποθέτησης. Με τη δημιουργία ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου, οι διαχειριστές επωφελούνται από τις μεταπτώσεις της χρηματιστηριακής

αγοράς καταφεύγοντας σε ασφαλείς τοποθετήσεις σε περίπτωση πτώσης του χρηματιστηρίου και εγκαταλείποντας την ασφάλεια μιας μικρής απόδοσης για πολύ μεγαλύτερες αποδόσεις πριν την άνοδο του χρηματιστηρίου. Η τυχόν κατάλληλη επιλογή των αξιογράφων στο χαρτοφυλάκιο θα μεγιστοποιούσε την απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου ακόμη περισσότερο, όμως δεν θα την αναιρούσε. Η επιλογή κατάλληλης χρονικής τοποθέτησης στην αγορά αποδίδει σημαντικά υψηλές αποδόσεις. Χαρακτηρίζεται από την πρόβλεψη των σημείων μεταβολής του δείκτη του χρηματιστηρίου και για το λόγο αυτό κυρίως χρησιμοποιείται η τεχνική ανάλυση.

Παρά την υψηλότερη απόδοση που μπορεί να επιφέρει η εφαρμογή μιας απόλυτα επιτυχούς χρονικής τοποθέτησης στην αγορά δεν αναμένεται από κανένα διαχειριστή. Αντίθετα αναμένεται μια μέση ικανότητα όπου οι διαχειριστές δεν θα καθυστερήσουν σε σχέση με την αγορά να αντιληφθούν την αλλαγή κλίματος στην κεφαλαιαγορά και να ενεργήσουν άμεσα, ώστε το αμοιβαίο κεφάλαιο να μπορεί να μοιρασθεί κάποια από τα οφέλη που προκύπτουν.

## **17. Η ΑΡΝΗΤΙΚΗ ΕΜΠΕΙΡΙΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΤΗΝ ΤΡΙΕΤΙΑ 1999-2000-2001.**

Οι ραγδαίες εξελίξεις στο χώρο των Κεφαλαιαγορών, τόσο σε εγχώριο όσο και σε διεθνές επίπεδο, η διεύρυνση των υπαρχουσών επενδυτικών επιλογών και η ένταξή μας στην ΟΝΕ απαιτεί τη βελτίωση του θεσμικού πλαισίου των αμοιβαίων κεφαλαίων, το οποίο παρουσιάζεται σε ορισμένες περιπτώσεις ιδιαίτερα ανεπαρκές.

Η παγκοσμιοποίηση έχει αυξήσει σημαντικά τον βαθμό αλληλεπίδρασης των οικονομιών, με αποτέλεσμα η χώρα μας να μη μπορεί να παραμείνει αδρανής, ανεπηρέαστη ή και αδιάφορη στα διάφορα οικονομικά γεγονότα που συμβαίνουν σε άλλες χώρες. Εάν η μεγαλύτερη οικονομία του κόσμου -ΗΠΑ- αντιμετωπίσει σοβαρό πρόβλημα, τότε αυτό θα μεταφερθεί άμεσα και στις υπόλοιπες.

Την τριετία 1999-2000-2001 δεν παρατηρήθηκε πτώση τιμών μόνο στο ελληνικό χρηματιστήριο, αλλά μια αντίστοιχη πτώση τιμών παρατηρήθηκε και στα χρηματιστήρια των πιο ισχυρών οικονομικά κρατών.

### **Τι συμβαίνει στις ΗΠΑ;**

Για παράδειγμα, στις ΗΠΑ η αλματώδης ανάπτυξη που συνδυάστηκε με χαμηλό πληθωρισμό και ανεργία είναι ιδιαίτερα εύθραυστη σήμερα. Η ανισορροπία της σημερινής οικονομίας των ΗΠΑ έγκειται στη μεγάλη αύξηση της παραγωγικότητας σε συνδυασμό με τη συγκράτηση των μισθών. Πρακτικά, η προσφορά αγαθών στην αγορά αυξάνεται, ενώ η ζήτηση δεν είναι δυνατό να παρακολουθήσει την άνοδο αυτή, καθώς οι εργαζόμενοι δεν είδαν τα εισοδήματά τους να ενισχύονται ουσιαστικά. Προς το παρόν, το χάσμα αυτό κλείνει χάρη στην κατανάλωση που δημιουργείται λόγω των χρηματιστηριακών κερδών, τα οποία προκαλούν ευφορία στους καταναλωτές. Για πόσο όμως αυτό μπορεί να συνεχιστεί;

Ο πληθωρισμός μπορεί πράγματι ν' αναζωπηρωθεί στις ΗΠΑ καθώς η παρατεταμένη άνοδος της τιμής του πετρελαίου έχει αρχίσει να επηρεάζει αυξητικά τις τιμές των βασικών προϊόντων και αυτό είναι εμφανές στην άνοδο του δομικού πληθωρισμού.

Η απειλή του στασιμοπληθωρισμού (ανοδικός τιμάριθμος χωρίς ανάπτυξη) είναι υπαρκτή για την αμερικανική οικονομία.

Η βελτίωση της παραγωγικότητας αυξάνει την παραγωγή και την προσφορά στην αγορά, ενώ ταυτόχρονα οι μισθοί συγκρατούνται σε

χαμηλά επίπεδα και η αγοραστική δύναμη μακροπρόθεσμα δεν μπορεί να συμπορευτεί με την προσφορά. Τα πρόσφατα στοιχεία για την απασχόληση στις ΗΠΑ δείχνουν ελαφρά επιδείνωση των δεικτών, με τους εργαζομένους να καταφεύγουν στο ταμείο ανεργίας. Ο οργανισμός S&P ανακοίνωσε ότι οι χρεοκοπίες επιχειρήσεων στην Αμερική θ' αυξηθούν σημαντικά την τριετία 1999-2000-2001. Επιπλέον, ένας κρίσιμος δείκτης " JOB SATISFACTION", που μεταφράζεται ως ικανοποίηση από την εργασία μειώθηκε σημαντικά την παραπάνω τριετία.

Ο ιδιωτικός δανεισμός των αμερικανικών νοικοκυριών έχει ξεπεράσει κάθε προηγούμενο και το μεγαλύτερο μέρος του διοχετεύεται για αγορά μετοχών, των οποίων η αποπληρωμή είναι εξαιρετικά επισφαλής σε περίοδο πτώσης της αγοράς. Ταυτόχρονα οι αποδοχές των εργαζομένων δεν παρουσιάζουν ουσιαστική αύξηση, ώστε να ελπίζεται ότι θα καλυφθεί το κενό που δημιουργείται από τον συνεχή δανεισμό.

Στη δεκαετία του 1990 επήλθαν σαρωτικές αλλαγές στη μορφή των επιχειρήσεων κυρίως στην Αμερική και λιγότερο στη γηραιά ήπειρο. Η άποψη που επικράτησε και εν μέρει επικρατεί και σήμερα είναι περί του αρίστου μεγάλου μεγέθους. Η επιβίωση εν μέσω ενός συνεχώς εντεινόμενου ανταγωνισμού οδήγησε τους αμερικανικούς εταιρικούς κολοσσούς σε ένα αδυσώπητο κυνήγι εξαγορών και συγχωνεύσεων μικρότερων ή και μεγαλύτερων επιχειρήσεων. Τα διευθυντικά στελέχη των εταιρειών παρασύρθηκαν σε ένα τρελό χορό σύναψης μεγάλων συμφωνιών, οι οποίες δεν εξασφάλιζαν απαραίτητα αποδόσεις στους μετόχους, αλλά σε πρώτη φάση αποσκοπούσαν στην αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής και στην εκμηδένιση των πιθανοτήτων να ενισχυθεί περισσότερο ο ανταγωνιστής.

Η πτώση των μετοχών τεχνολογίας έχει δημιουργήσει ήδη μεγάλες λογιστικές ζημίες στα χαρτοφυλάκια των ιδιωτών επενδυτών, ειδικά των νεότερων. Οι διακυμάνσεις των αγορών την τριετία 1999-2000-2001 συνοδεύτηκαν από την μεγάλη πτώση ολόκληρου του κλάδου των μετοχών εταιρειών Internet και αρκετών μετοχών του ευρύτερου χώρου της τεχνολογίας. Η ουσία όμως είναι ότι η πλειοψηφία των επενδυτών καταγράφει τεράστιες ζημίες από τις μετοχές του πολυδιαφημισμένου κλάδου ( Δείκτης NASDAQ) και αυτό είναι πολύ σημαντικό διότι αυτά τα κεφάλαια λείπουν από την αγορά, αφού όσοι πούλησαν δεν έχουν σκοπό να επαναπενδύσουν τα χρήματά τους.

### **Τι συμβαίνει στην Ευρώπη;**

Στην Ευρώπη παρατηρείται μια παρόμοια οικονομική κατάσταση, παρ' όλο που οι Ευρωπαίοι πολίτες έχουν συνδέσει λιγότερο τα



οικονομικά τους με την πορεία των αγορών, καθώς το ποσοστό εκείνων που ασχολούνται με τις μετοχικές επενδύσεις είναι σημαντικά μικρότερο. Οι Ευρωπαίοι στηρίζουν σε μεγάλο βαθμό τη σημερινή ανάπτυξη των οικονομιών τους στην απορρόφηση ενός τεράστιου τμήματος των εξαγωγών τους από τις ΗΠΑ. Αν ενσκήψει κρίση στην Αμερική, τότε οι ευρωπαϊκές επιχειρήσεις θα υποστούν άμεσα τις συνέπειες.

Ανάλογα με τις ΗΠΑ είναι και τα παραδείγματα από τις ευρωπαϊκές αγορές μετοχών υψηλής τεχνολογίας, που ξεφύτρωσαν η μια μετά την άλλη μέσα σε ελάχιστο χρονικό διάστημα. Το όνομα για όλες είναι το ίδιο : " Νέα Αγορά".

Οι ελπίδες όμως γρήγορα αποδείχτηκαν φρούδες μετά την πτώση του NASDAQ.

Ένα πρόσθετο μειονέκτημα στην περιοχή της Ευρωζώνης είναι οι χαλαροί δεσμοί μεταξύ των πολιτών διαφορετικών χωρών, καθώς το εθνικό στοιχείο είναι πολύ έντονο και θα χρειασθούν αρκετά χρόνια για να μειωθεί σοβαρά η επίδρασή του. Αυτό θα έχει σαν αποτέλεσμα μια οικονομική κρίση να εντείνει τις εθνικές τάσεις των πολιτών, κλονίζοντας τα ασταθή θεμέλια της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Επιπλέον η πολυφωνία στις απόψεις πολιτικών και οικονομικών παραγόντων είναι άγνωστο τι συνέπειες θα έχει σε μια δύσκολη στιγμή.

Η Ευρώπη αντιμετωπίζει σήμερα μια διαρκώς εντεινόμενη αμφισβήτηση στο εσωτερικό της από τους δυσαρεστημένους πολίτες της, οι οποίοι νιώθουν την ανασφάλεια της εποχής και την αβεβαιότητα για το μέλλον από την έκρηξη της ανεργίας. Ύστερα από την πτώση του ανατολικού μπλόκ δεν επιβεβαιώθηκαν οι προσδοκίες για την απόκτηση ενός βιοτικού επιπέδου αντίστοιχου με αυτό των δυτικών κοινωνιών. Ένα σημαντικό τμήμα του εργατικού δυναμικού αυτών των χωρών, μη μπορώντας να ζήσει στις πατρίδες του, αναγκάστηκε να μεταναστεύσει, κατακλύζοντας κυρίως τις χώρες της Δυτικής Ευρώπης προς αναζήτηση εργασίας. Βοηθήθηκαν έτσι προσωρινά οι επιχειρήσεις στη Δύση, καθώς μείωσαν το κόστος εργασίας. Η κατάσταση αυτή ευνόησε σημαντικά τους κεφαλαιούχους, οι οποίοι είδαν τα κέρδη τους ν' αυξάνονται και κινούμενοι από το προσωπικό όφελος προσέλαβαν στρατιές αλλοδαπών. Όλοι αυτοί όμως οι νέοι εργάτες, όπως είναι φυσικό, πήραν τη θέση κάποιων άλλων, οι οποίοι είναι ευρωπαίοι πολίτες που έμειναν άνεργοι. Αυτό φαίνεται καθαρά από την εκτίναξη στα ύψη των δεικτών ανεργίας σε πανευρωπαϊκό επίπεδο.

Ταυτόχρονα το κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων διόγκωσε το κύμα των απολύσεων.

### Τι συμβαίνει στην Ελλάδα;

Τα αίτια της εντυπωσιακής ανόδου της Σοφοκλέους και της δραματικής πτώσης που ακολούθησε την τριετία 1999-2000-2001 ποικίλλουν.

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει τη μεγάλη πτώση που σημειώθηκε στο ελληνικό χρηματιστήριο και την ποσοστιαία μεταβολή αυτής της πτώσης.

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ	ΠΟΣΟΣΤΙΑΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ
31/12/99	5.535,09	
29/12/00	3.388,86	-38,77%
31/12/01	2.591,56	-23,53%
31/12/02	1.748,42	-32,53%

Οι Έλληνες πολίτες αντιμετώπισαν τη μετοχική επένδυση ως μέσο εύκολο πλουτισμού. Αυτό είχε σαν συνέπεια να τοποθετήσουν τα κεφάλαια τους με γνώμονα τις συμβουλές μη ειδικών ή κατά το δοκούν, χωρίς τη διάθεση να εξετάσουν το ρίσκο που αναλαμβάνουν. Η πλεονεξία τους τιμωρήθηκε από τις εξελίξεις που ήταν νομοτελειακές, όπως συμβαίνει σε όλες τις αγορές του πλανήτη που φουσκώνουν παράλογα.

Ένα τεράστιο μερίδιο ευθύνης φέρει το ίδιο το κράτος, το οποίο δεν φρόντισε να θωρακίσει τον θεσμό. Η κυβέρνηση και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς παρά το νομοθετικό έργο και τις αποφάσεις που είχαν ληφθεί μέχρι τότε, αποδείχθηκε ότι άφησαν το ελληνικό επενδυτικό κοινό εκτεθειμένο σε πολλούς κινδύνους άγνωστους σε αυτό. Επίσης κυβερνητικοί παράγοντες με δηλώσεις τους κατά τη διάρκεια της ξέφρενης ανόδου ερμήνευαν την πορεία της αγοράς θετικά, χαρακτηρίζοντας τη Σοφοκλέους καθρέφτη της καλής πορείας της οικονομίας. Οι πολιτικοί δυστυχώς στην Ελλάδα δεν συνηθίζουν ν' αναλαμβάνουν με θάρρος την ευθύνη για τις λαθεμένες εκτιμήσεις τους και στην προκειμένη περίπτωση δεν προκαλεί απορία, ότι η κυβέρνηση ένα χρόνο μετά τις χρυσές ημέρες της Σοφοκλέους εκτιμά ότι η πολιτική της όλο αυτό το διάστημα περί τα χρηματιστηριακά ήταν ορθή. Το επενδυτικό κοινό έχει κάθε λόγο να αισθάνεται παραπλανημένο και παραπληροφορημένο, ασχέτως των δικών του ευθυνών, διότι οι κατεξοχήν ταγοί της αγοράς, ακόμη και αν δεν είχαν την πρόθεση, το οδήγησαν σε λάθος δρόμο με τις εκτιμήσεις και τις επιλογές τους.

Η Σοφοκλέους είναι και θα παραμείνει μια μικρή αγορά για τα διεθνή δεδομένα. Με την ένταξη της χώρας μας στην ΟΝΕ το ελληνικό χρηματιστήριο θα πάψει ν' αντιμετωπίζεται ως ενιαία αγορά, όπως γινόταν μέχρι σήμερα και το ενδιαφέρον θα εστιαστεί σε συγκεκριμένες εταιρείες, οι οποίες είτε θα έχουν συγκριτικά πλεονεκτήματα έναντι των ευρωπαϊκών για να είναι ακριβότερες είτε θα προτιμώνται ως φθηνότερες. Αυτό θα συμβεί διότι θα υπάρχει ενιαίο μακροοικονομικό περιβάλλον στις χώρες της Ένωσης, με αποτέλεσμα οι διαφοροποιήσεις να ανιχνεύονται στο μικροοικονομικό, δηλαδή στην πορεία των επιχειρήσεων.

Παρ' όλο που η ελληνική οικονομία έχει τους υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης από τις άλλες ευρωπαϊκές χώρες τα τελευταία χρόνια, αυτό δεν ωφέλησε το χρηματιστήριο, γιατί ο αργός ρυθμός των διαρθρωτικών αλλαγών, οι λιγότες ιδιωτικοποιήσεις δεν ανέκοψαν την πτωτική πορεία των τιμών των μετοχών.

Μετά το Μάιο του 2001 η Ελλάδα δεν υπάγεται στις αναπτυσσόμενες αγορές, όσον αφορά την αποτίμηση των χρηματιστηριακών αξιών, αλλά στις αναπτυγμένες αγορές. Η αναβαθμιζόμενη χρηματιστηριακή αγορά της Ελλάδας εισήχθη στο δείκτη M.S.C.I. των αναπτυγμένων αγορών, με αποτέλεσμα να μειωθεί το βάρος της χώρας σε σχέση με την προηγούμενη κατάσταση. Στις αναπτυσσόμενες το μακροοικονομικό περιβάλλον της Ελλάδας ήταν πολύ καλύτερο από τις άλλες χώρες αυτού του συνόλου. Στις αναπτυγμένες έχει ν' ανταγωνιστεί χώρες με μακρά παράδοση στις χρηματιστηριακές αξίες. Πρόκειται για χώρες που διαθέτουν μεγάλες και πιο αναπτυγμένες χρηματιστηριακές αγορές, επιχειρήσεις που λειτουργούν παγκοσμίως, δηλαδή πολυεθνικές, καλύτερα μακροοικονομικά στοιχεία σαν χώρες, χαμηλότερο πληθωρισμό, περισσότερο διαφανείς διαδικασίες στις χρηματιστηριακές αγορές, με αποτέλεσμα οι επενδυτές να επιλέγουν μετοχές αυτών των κρατών.

Στις 11/9/2001 ολόκληρη η υφήλιος πάγωσε από ένα φοβερό τρομοκρατικό χτύπημα στις ΗΠΑ. Αυτό το χτύπημα απέδειξε πόσο εύθραυστη είναι η παγκόσμια οικονομία - φυσικά και η ελληνική - ύστερα από το ολιγοήμερο πάγωμα των χρηματιστηριακών αγορών, τη νέα πτώση τιμών των μετοχών σε παγκόσμιο επίπεδο και τους επενδυτές να βρίσκουν καταφύγιο στην αγορά ομολόγων.

Η πορεία των οικονομικών εξαρτάται κατά πολύ από την ψυχολογία των επενδυτών σε βραχυχρόνια βάση. Όμως, αυτή τη στιγμή είναι άγνωστο πόσο θα διαρκέσει ακόμη το κλίμα της αρνητικής ψυχολογίας, που διακατέχει τους επενδυτές μετά τη μεγάλη πτώση των τιμών των μετοχών, που παρατηρήθηκε στο ελληνικό χρηματιστήριο την τριετία 1999-2000-2001. Το παρελθόν έδειξε ότι

κάθε πτώση ήταν ευκαιρία για τοποθετήσεις σε χαμηλότερα επίπεδα, στο μέλλον όμως τίποτα δεν εξασφαλίζει ότι θα συμβεί κάτι ανάλογο. Υπάρχει ο κίνδυνος οι επενδυτές εάν έχουν τρομοκρατηθεί, να μη θελήσουν να τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους αμέσως στην αγορά, παρά τη μείωση των επιτοκίων. Τότε τα πράγματα θα είναι πολύ δύσκολα και η κατάσταση μπορεί να οδηγηθεί εκτός ελέγχου.

### **Τι συμβαίνει στις υπόλοιπες χώρες;**

Οι συνθήκες στις υπόλοιπες αναδυόμενες οικονομίες δεν είναι καλύτερες. Οι ασιατικές τίγρεις αδυνατούν ν' ανακάμψουν ουσιαστικά μετά από δύο χρόνια σοβούσας κρίσης, ενώ προβάλλει ένας νέος πόλος αστάθειας, η Νότιος Κορέα, με τις χρεοκοπίες μεγάλων ομίλων εταιρειών. Οι μεγάλες αγορές της Ινδίας και της Κίνας είναι πολλά υποσχόμενες, αλλά οι χώρες αυτές προχωρούν με αργά βήματα στον εκσυγχρονισμό των οικονομιών τους και η μεγάλη πλειοψηφία των πολιτών τους ζει κάτω από το όριο της φτώχειας. Στη Λατινική Αμερική, η Αργεντινή αντιμετωπίζει σοβαρά προβλήματα λόγω της πρόσδεσης του νομίσματός της στο άρμα του δολαρίου, ενώ η μαύρη ήπειρος παραμένει σε λήθαργο και ταλανίζεται από μακροχρόνιους πολέμους.

Στη συνέχεια αυτού του κειμένου θα παρουσιασθούν ορισμένες προτάσεις για την ενίσχυση της αξιοπιστίας του θεσμού. Ορισμένα από τα μέτρα αυτά θεωρούνται άμεσης προτεραιότητας, μετά την αρνητική εμπειρία των μεριδιούχων των Μετοχικών και Μικτών αμοιβαίων κεφαλαίων, τον υπαρκτό ανταγωνισμό από τα αμοιβαία κεφάλαια του εξωτερικού και τη σημαντική πτώση των υπό διαχείριση κεφαλαίων, τα οποία από περίπου 13 τρις. δρχ. τον Σεπτέμβριο του 1999 έχουν περιορισθεί στα 8,1 τρις. τον Σεπτέμβριο του 2001.

### **17.1. ΝΕΑ ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗ.**

Ένα πρώτο μέτρο που προτείνεται αφορά την καλύτερη εξειδίκευση των κατηγοριών των αμοιβαίων κεφαλαίων στον βαθμό που η υπάρχουσα κατηγοριοποίηση είναι περιορισμένη και ανεπαρκής. Αυτό αφορά ιδιαίτερα τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια, όπου πρέπει να περιληφθούν και να διαχωρισθούν επιπλέον σε αμοιβαία κεφάλαια μικρών εταιρειών (small cap), σε αμοιβαία κεφάλαια μεσαίας κεφαλαιοποίησης (Mid 40) κ.λ.π. Επιπλέον είναι γνωστό ότι με την

είσοδο του Euro η κατηγοριοποίηση των ομολογιακών εσωτερικού δεν έχει πλέον νόημα.

### **17.2. ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ.**

Ένα δεύτερο μέτρο αφορά την κατασκευή κατάλληλων δεικτών, οι οποίοι θ' αποτελέσουν δείκτες αναφοράς για τη σωστή αξιολόγηση των διαχειριστών των αμοιβαίων κεφαλαίων. Αν και έχουν γίνει κάποια βήματα τελευταία με την κατασκευή των δεικτών μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης (με σοβαρή καθυστέρηση και πολλά σφάλματα), η πρόταση δεν εξαντλείται στα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια, αλλά προεκτείνεται και στα άλλα αμοιβαία κεφάλαια, όπως π.χ. στα ομολογιακά. Οι διαχειριστές θα πρέπει να προσδιορίζουν εκ των προτέρων ποιόν δείκτη χρησιμοποιούν ως δείκτη σχετικής σύγκρισης. Τα παραδείγματα των συνεχών αλλαγών στη διάρθρωση των χαρτοφυλακίων και η σύγκριση εκ των υστέρων με δείκτες που βολεύουν και « αποδεικνύουν» ότι ο διαχειριστής είναι καλός, πρέπει να σταματήσουν να υπάρχουν, στο βαθμό που η όλη προσέγγιση αποτελεί παραπλάνηση του επενδυτικού κοινού και προσβάλλει τον θεσμό.

### **17.3. ΕΙΔΙΚΕΣ ΕΞΕΤΑΣΕΙΣ.**

Ένα τρίτο μέτρο αφορά τη θεσμοθέτηση ειδικών εξετάσεων για τους διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων, οι οποίοι σε πολλές περιπτώσεις διαχειρίζονται δεκάδες ή εκατοντάδες δις., χωρίς να συνειδητοποιούν τις σημαντικές ευθύνες απέναντι στους μεριδιούχους τους αλλά και την οικονομία γενικότερα.

Η αναγραφή του ονόματος του διαχειριστή για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο αλλά και των ποιοτικών χαρακτηριστικών στοιχείων του - πανεπιστημιακοί τίτλοι, επαγγελματική εμπειρία, παρελθούσες αποδόσεις, κ.λ.π .- θα βοηθήσει στη γνωριμία του επενδυτικού κοινού, με τον άνθρωπο που διαχειρίζεται τις επενδύσεις του.

### **17.4. ΜΕΤΡΑ ΔΙΑΦΑΝΕΙΑΣ.**

Η διαφάνεια και η ομοιομορφία στα λογιστικά πρότυπα των εγχώριων αμοιβαίων κεφαλαίων θα συμβάλλει καθοριστικά στην αντικειμενικότερη αξιολόγησή τους. Για παράδειγμα απαιτείται αναγραφή, όπως συμβαίνει στις αναπτυγμένες χώρες, των μεταβλητών. Λόγος των εξόδων και των εξόδων που προκύπτουν από τις χρηματιστηριακές συναλλαγές των αμοιβαίων κεφαλαίων.

### **17.5. ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΕΛΑΦΡΥΝΣΕΙΣ.**

Απαιτούνται σοβαρά κίνητρα για τη μεταφορά των πόρων από τις ατομικές επενδύσεις στις συλλογικές αλλά και για την παρακράτηση των μεριδίων σε μακροχρόνιο ορίζοντα. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί με περαιτέρω φορολογικές ελαφρύνσεις στα αμοιβαία κεφάλαια, καθώς και με την ύπαρξη κλιμακωτών προμηθειών για τους επενδυτές, οι οποίοι θα παρακρατούν για μεγάλα χρονικά διαστήματα τα μερίδιά τους.

### **17.6. ΠΟΙΟΤΗΤΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ.**

Η εύκολη πλέον πρόσβαση των Ελλήνων επενδυτών σε κορυφαίες εταιρείες διαχείρισης, οι οποίες προσφέρουν υψηλή ποιότητα υπηρεσιών, μεγάλη και διαφοροποιημένη οικογένεια αμοιβαίων κεφαλαίων, αξιολογημένους από τους διεθνείς οίκους διαχειριστές αποτελεί έναν «κίνδυνο» για τις ελληνικές εταιρείες διαχείρισης, οι οποίες στηρίζονται σε μη αξιολογημένους και σε πολλές περιπτώσεις άπειρους διαχειριστές.

## ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Α/Κ ΤΑ ΕΤΗ 1999 – 2000 – 2001 – 2002.

### ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ 1999.

Το έτος 1999 χαρακτηρίζεται από τη μεγαλύτερη άνοδο που γνώρισε ποτέ το Ελληνικό Χρηματιστήριο. Ο Γ.Δ. του Χ.Α.Α. κατάφερε ν' αναρριχηθεί στις 17/9/1999 στο υψηλότερο σημείο της ιστορίας του στις 6.484,38 μονάδες και να τερματίσει στις 31/12/1999 στις 5.535,09 μονάδες. Πολλά ήταν τα δημοσιεύματα εκείνης της εποχής, που προσπαθούσαν σε λίγες γραμμές από μελάνι, να περιγράψουν την ευφορία που είχε καταλάβει τους επενδυτές, λόγω των «τρελών» αποτιμήσεων που κατέγραφαν οι μετοχές στο ταμπλό της Σοφοκλέους. Επίσης, πολλές ήταν και οι συζητήσεις και οι συνεντεύξεις που δίνονταν εκείνη την εποχή σε όλα τα Μ.Μ.Ε., για την «καταπληκτική» πορεία της Ελληνικής οικονομίας, μέχρι εκείνη τη στιγμή αλλά και τη συνέχιση αυτής της πορείας στο μέλλον.

Μέσα σε αυτό το κλίμα στις 31/12/1999 τα ενεργητικά των αμοιβαίων κεφαλαίων έφθασαν το ορόσημο των 12 τρις. δρχ., ενώ ο συνολικός αριθμός τους έφθασε τα 208 Α/Κ, έναντι των 178 Α/Κ της αρχής του έτους.

Τα Α/Κ ήταν ανά κατηγορία στις 31/12/1999, 67 Ομολογιακά, εκ των οποίων 41 Ομολογιακά εσωτερικού, 45 Διαχείρισης Διαθεσίμων, εκ των οποίων 39 Διαχείρισης Διαθεσίμων εσωτερικού, 66 Μετοχικά, εκ των οποίων 53 Μετοχικά εσωτερικού και 30 Μικτά, εκ των οποίων 22 Μικτά εσωτερικού.

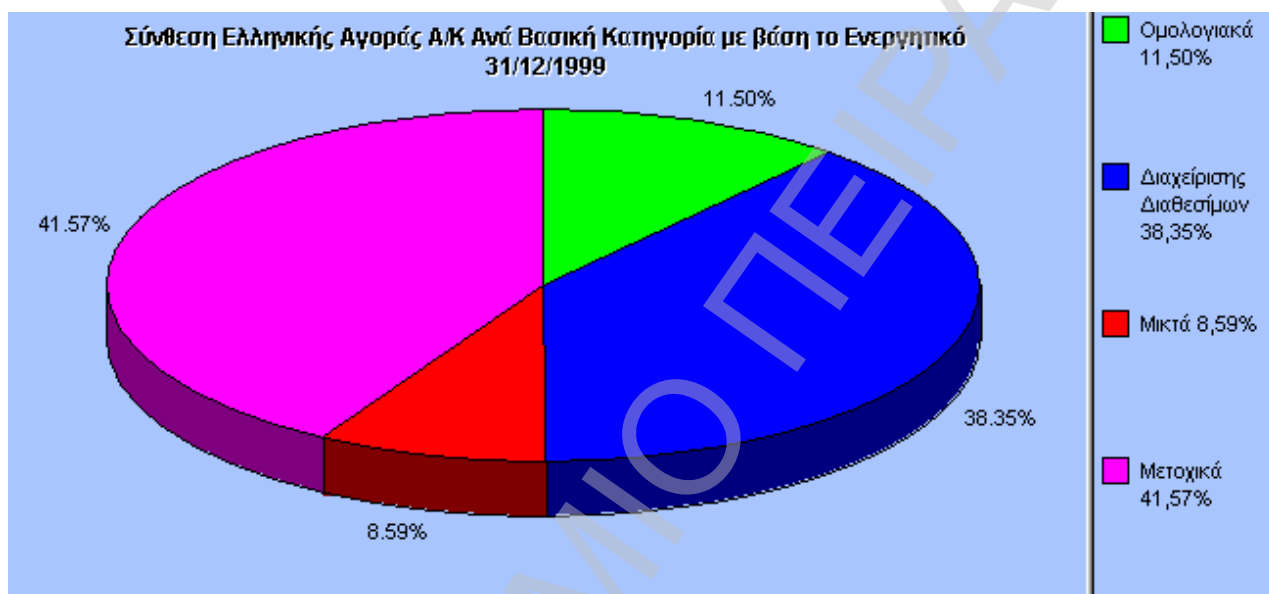
Η σύνθεση της Ελληνικής αγοράς Α/Κ ανά κατηγορία, με βάση το ενεργητικό είχε στις 31/12/99 ως εξής, σε σύγκριση με την αντίστοιχη ημερομηνία του περσινού έτους:

ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ:	11,50%	έναντι	18,67%	της 31/12/98
ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ:	38,35%	έναντι	66,31%	της 31/12/98
ΜΙΚΤΑ:	8,59%	έναντι	9,20%	της 31/12/98
ΜΕΤΟΧΙΚΑ:	41,57%	έναντι	5,82%	της 31/12/98

Στο σχεδιάγραμμα 1, που ακολουθεί απεικονίζεται η σύνθεση της αγοράς Α/Κ, με βάση το ενεργητικό, με την εντυπωσιακή μεταβολή της σημαντικότητας αύξησης του μεριδίου αγοράς των Μετοχικών Α/Κ, που έφθασαν στο τέλος του έτους 1999 σε ποσοστό 41,57% καταλαμβάνοντας την πρώτη θέση.

Αντιθέτως τα Διαχείρισης Διαθεσίμων Α/Κ υπέστησαν σημαντική απώλεια, λόγω του κλίματος που επικρατούσε στη Σοφοκλέους, με αποτέλεσμα να μειώσουν το μερίδιό τους στην αγορά σε ποσοστό 38,35% στο τέλος του έτους 1999.

**Σχεδιάγραμμα 1**



Πηγή : [www.agii.gr](http://www.agii.gr)

Λεπτομερώς, στις κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων **εσωτερικού** σημειώθηκαν οι ακόλουθες μεταβολές, όπως άλλωστε παρουσιάζονται και στους Πίνακες 1.,2.,3. και 4, που ακολουθούν, από 1/1/99 έως 31/12/1999:

### **ΑΠΟΔΟΣΗ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ.**

Το ενεργητικό αυτής της κατηγορίας Α/Κ έφθασε το ποσό των 3.702.562.911,73 ευρώ στο τέλος του έτους 1999 και ο αριθμός των μεριδίων το νούμερο 577.533.481,40. Πρώτο σε ετήσια απόδοση από την αρχή του έτους υπήρξε το Α/Κ INTERNATIONAL (Ομολόγων εσωτερικού) με ποσοστό 32,67%. Η μέση απόδοση αυτής της κατηγορίας Α/Κ από την αρχή του έτους ήταν 14,82%. ( ΠΙΝΑΚΑΣ 1.)



### **ΑΠΟΔΟΣΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ.**

Το ενεργητικό αυτής της κατηγορίας Α/Κ έφθασε το ποσό των 13.167.654.630,53 ευρώ στο τέλος του έτους 1999 και ο αριθμός των μεριδίων το νούμερο 2.252.240.585,76. Πρώτο σε ετήσια απόδοση από την αρχή του έτους υπήρξε το Α/Κ CRETAFUND ( Διαχείριση Διαθεσίμων εσωτερικού) με ποσοστό 37,16%. Η μέση απόδοση αυτής της κατηγορίας Α/Κ από την αρχή του έτους ήταν 12,21%. ( ΠΙΝΑΚΑΣ 2.)

### **ΑΠΟΔΟΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ.**

Το ενεργητικό αυτής της κατηγορίας Α/Κ έφθασε το ποσό των 14.054.169.960,37 ευρώ στο τέλος του έτους 1999 και ο αριθμός των μεριδίων το νούμερο 835.332.032,36. Πρώτο σε ετήσια απόδοση από την αρχή του έτους υπήρξε το Α/Κ ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ( Μετοχικό εσωτερικού) με ποσοστό 245,03%. Η μέση απόδοση αυτής της κατηγορίας Α/Κ από την αρχή του έτους ήταν 114,69%.( ΠΙΝΑΚΑΣ 3.)

Η άνοδος των μετοχών του Ελληνικού Χρηματιστηρίου είναι εμφανής σε αυτή την κατηγορία, από τις υψηλές αποδόσεις που παρατηρούνται αλλά και από την έναρξη λειτουργίας αρκετών νέων Α/Κ αυτής της κατηγορίας αυτή τη χρονική περίοδο. Μερικά νέα Α/Κ που δημιουργήθηκαν αυτό το έτος ήταν τα: Δήλος Small Cap, ALPHA Δυναμικό, ΠΡΩΤΕΥΣ, INTERAMERICAN Ολυμπιονίκης, INTERNATIONAL Small Cap κ.α.

### **ΑΠΟΔΟΣΗ ΜΙΚΤΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ.**

Το ενεργητικό αυτής της κατηγορίας Α/Κ έφθασε το ποσό των 2.624.337.708,11 ευρώ στο τέλος του έτους 1999 και ο αριθμός των μεριδίων το νούμερο 311.107.011,49. Πρώτο σε ετήσια απόδοση από την αρχή του έτους υπήρξε το Α/Κ ALPHA TRUST Eurostar ( Μικτό Εσωτερικού) με ποσοστό 151,05%. Η μέση απόδοση αυτής της κατηγορίας Α/Κ από την αρχή του έτους ήταν 78,58%. ( ΠΙΝΑΚΑΣ 4.) Όπως, η προηγούμενη κατηγορία Α/Κ – Μετοχικών εσωτερικού- παρουσιάζει υψηλές ετήσιες αποδόσεις έτσι και αυτή η κατηγορία Α/Κ – Μικτών εσωτερικού- παρουσιάζει επίσης υψηλές αποδόσεις, γιατί η σύνθεση των χαρτοφυλακίων των Α/Κ και αυτής επηρεάζεται άμεσα από την άνοδο των τιμών των μετοχών.

## ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ 2000.

Κατά το έτος 2000, σε αντίθεση με το έτος 1999, η αγορά υποχώρησε σημαντικά και ο Γ.Δ. του Χ.Α.Α. διαμορφώθηκε στις 31/12/2000 στο επίπεδο των 3.388,86 μονάδων, μειωμένος κατά 38,77%.

Στις 31/12/2000 το συνολικό ενεργητικό των Α/Κ μειώθηκε στο ποσό των 30,88 δισ. ευρώ, ενώ ο συνολικός αριθμός τους έφθασε τα 265, έναντι των 208 Α/Κ που ήταν το προηγούμενο έτος. Η μείωση της συνολικής αγοράς που παρατηρήθηκε οφείλεται σχεδόν αποκλειστικά στη μείωση του συνολικού ενεργητικού των Μετοχικών Α/Κ εσωτερικού κατά 2.377 δισ. δρχ. ή -48,70%, η οποία σημειωτέον οφείλεται στην υποχώρηση των τιμών των μετοχών στο Χ.Α.Α., δεδομένου ότι ο αριθμός μεριδίων σε αυτή την κατηγορία Α/Κ παρουσίασε από την αρχή του έτους αύξηση.

Αντιθέτως, οι περισσότερες από τις υπόλοιπες κατηγορίες Α/Κ παρουσίασαν σημαντικές θετικές διαφοροποιήσεις, τόσο στα ενεργητικά τους όσο και στον αριθμό των μεριδίων τους.

Τα Α/Κ ήταν ανά κατηγορία στις 31/12/2000, 62 Ομολογιακά, εκ των οποίων 38 Ομολογιακά εσωτερικού, 47 Διαχείρισης Διαθεσίμων, εκ των οποίων 41 Διαχείρισης Διαθεσίμων εσωτερικού, 120 Μετοχικά, εκ των οποίων 78 Μετοχικά εσωτερικού και 36 Μικτά, εκ των οποίων 25 Μικτά εσωτερικού.

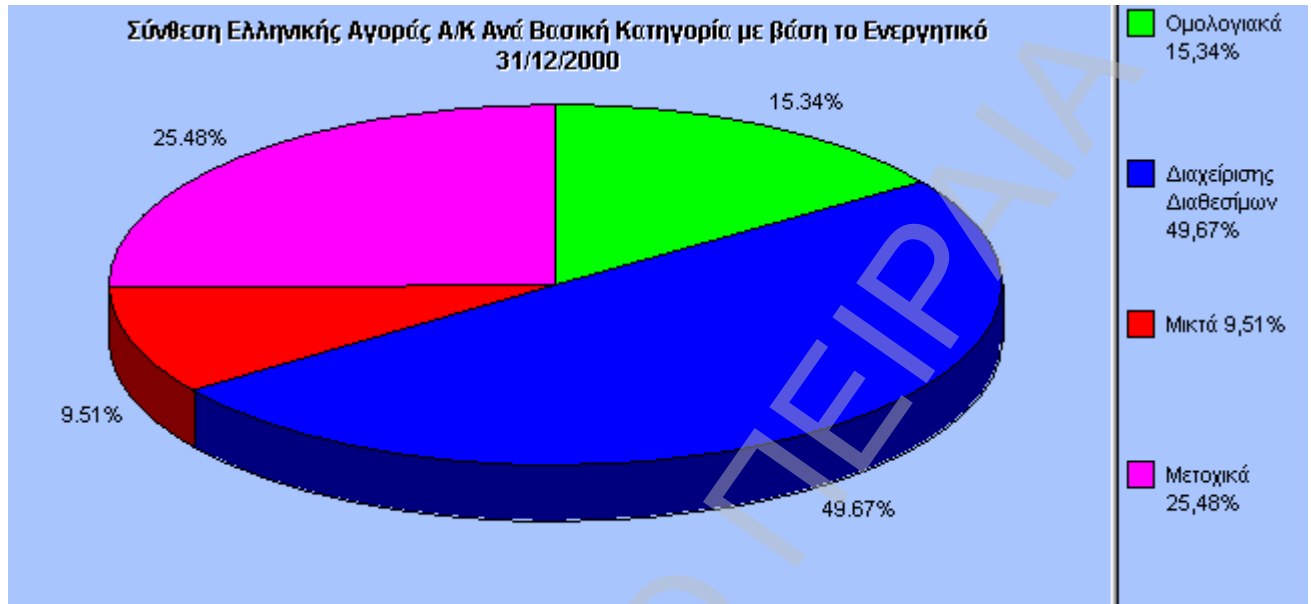
Η σύνθεση της ελληνικής αγοράς Α/Κ ανά κατηγορία με βάση το ενεργητικό είχε στις 31/12/2000 ως εξής, σε σύγκριση με την αντίστοιχη ημερομηνία του περσινού έτους:

ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ:	15,34% έναντι 11,50% της 31/12/99
ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ:	49,67% έναντι 38,35% της 31/12/99
ΜΙΚΤΑ:	9,51% έναντι 8,59% της 31/12/99
ΜΕΤΟΧΙΚΑ:	25,49% έναντι 41,57% της 31/12/99

Στο **σχεδιάγραμμα 2.** που ακολουθεί απεικονίζεται η σύνθεση της αγοράς Α/Κ, με βάση το ενεργητικό, με την πιο εντυπωσιακή μεταβολή της σημαντικότερης αύξησης του μεριδίου αγοράς των Α/Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων, που κέρδισαν 11,32 εκατοστιαίες μονάδες και έφθασαν από 38,35% των αρχών του έτους στο 49,67% στο τέλος του έτους του 2000, καταλαμβάνοντας την πρώτη θέση.

Αντιθέτως, τα Μετοχικά Α/Κ υπέστησαν σημαντική απώλεια με αποτέλεσμα να μειώσουν το μερίδιό τους σε 25,48% της αγοράς έναντι 41,57% των αρχών του έτους.

## Σχεδιάγραμμα 2



Πηγή : [www.agii.gr](http://www.agii.gr)

Λεπτομερώς στις διάφορες κατηγορίες Α/Κ εσωτερικού σημειώθηκαν οι ακόλουθες μεταβολές, όπως άλλωστε παρουσιάζονται και στους Πίνακες 4., 5., 6., 7., και 8., που ακολουθούν, από 1/1/2000 έως 31/12/2000.

### ΑΠΟΔΟΣΗ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ.

Το ενεργητικό αυτής της κατηγορίας Α/Κ έφθασε το ποσό των 4.442.909.266,37 ευρώ στο τέλος του έτους 2000 και ο αριθμός των μεριδίων το νούμερο 666.244.256,70. Παρατηρείται συνεπώς μια αύξηση του ενεργητικού και των μεριδίων αντιστοίχως, σε σχέση με το έτος 1999. Πρώτο σε ετήσια απόδοση από την αρχή του έτους υπήρξε το Α/Κ SOGEN INCOME ( Ομολογιακό εσωτερικού) με ποσοστό 19,92%. Η μέση απόδοση αυτής της κατηγορίας Α/Κ από την αρχή του έτους ήταν 7,83%. ( ΠΙΝΑΚΑΣ 5.)

### **ΑΠΟΔΟΣΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ.**

Το ενεργητικό αυτής της κατηγορίας Α/Κ έφθασε το ποσό των 15.308.960.327,91 ευρώ στο τέλος του έτους 2000 και ο αριθμός των μεριδίων το νούμερο 2.318.708.046,94. Παρατηρείται και εδώ μια αύξηση του ενεργητικού και των μεριδίων αντιστοίχως, σε σχέση με το έτος 1999. Πολλοί επενδυτές φοβούμενοι από τη συνεχή πτώση του Χρηματιστηρίου προτίμησαν ν' αποσυρθούν από τα Μετοχικά Α/Κ, που εμπεριέχουν υψηλό ποσοστό κινδύνου και σε περιόδους πτώσεως καταγράφουν υψηλότερες απώλειες και τοποθετηθούν σε Α/Κ της κατηγορίας Διαχείρισης Διαθεσίμων εσωτερικού.

Πρώτο σε ετήσια απόδοση από την αρχή του έτους υπήρξε το Α/Κ SOGEN MONEY MARKET ( Διαχείρισης Διαθεσίμων εσωτερικού) με ποσοστό 15,35%. Η μέση ετήσια απόδοση αυτής της κατηγορίας Α/Κ από την αρχή του έτους ήταν 6,36%. ( ΠΙΝΑΚΑΣ 6.)

Επιπλέον, από τα στατιστικά δεδομένα παρατηρείται η έναρξη λειτουργίας μερικών νέων Α/Κ αυτής της κατηγορίας, όπως π.χ. ΔΗΛΟΣ Capital 2000, EUROBANK Plus, MARFIN Smart Cash κ.α.

### **ΑΠΟΔΟΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ.**

Το ενεργητικό αυτής της κατηγορίας Α/Κ έφθασε το ποσό των 7.347.532.741,58 ευρώ στο τέλος του έτους 2000 και ο αριθμός των μεριδίων το νούμερο 901.744.998,61. Σε αυτό ακριβώς το σημείο παρατηρείται σημαντική μείωση του ενεργητικού από το τέλος του προηγούμενου έτους, δηλ. το 1999, κατά 48,70% και ταυτόχρονη αύξηση του αριθμού των μεριδίων κατά 3,32% από την αρχή του έτους 2000. Όπως, έχει ήδη αναφερθεί αυτό οφείλεται στη δραματική μείωση των τιμών των μετοχών που πραγματοποιήθηκε το έτος 2000.

Πρώτο σε ετήσια απόδοση από την αρχή του έτους υπήρξε το Α/Κ HSBD Top 20 ( Μετοχικό εσωτερικού) με ποσοστό -25,63%. Τα περισσότερα Μετοχικά εσωτερικού Α/Κ του έτους 2000 παρουσίασαν απώλειες της τάξεως 40% έως 50%, όπως π.χ. ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ: με απόδοση -40,98%, ΕΓΝΑΤΙΑ Αθήνα: με απόδοση - 42,37%, ΔΗΛΟΣ: με απόδοση - 45,75%, ALPHA: ΜΕ ΑΠΟΔΟΣΗ - 46,01%, EUROBANK Genesis: με απόδοση - 47,24%, ΕΓΑΣΙΑΣ Δυναμικό: με απόδοση - 49,12%, INTERAMERICAN Ολυμπιονίκης: με απόδοση - 49,56%, ALPHA TRUST Αναπτυξιακό: με απόδοση - 51,13%, INTERNATIONAL Small Cap: με απόδοση - 53,41% κ.α. Η μέση απόδοση αυτής της κατηγορίας Α/Κ από την αρχή του έτους ήταν -38,47%.

Πρέπει επίσης, να σημειωθεί ότι το Α/Κ ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ, που το προηγούμενο έτος είχε καταλάβει την πρώτη

θέση της κατηγορίας του, με ετήσια απόδοση 245,03%, το έτος 2000 βρέθηκε στην 36<sup>η</sup> θέση με ετήσια απόδοση – 48,72%. Αυτό σημαίνει ότι οι διαχειριστές αυτού του Α/Κ, δεν κατάφεραν να επαναλάβουν ξανά μια ικανοποιητική απόδοση όμοια με του προηγούμενου έτους.

Κατά τη διάρκεια του 2000 παρατηρείται η έναρξη λειτουργίας πολλών Α/Κ αυτής της κατηγορίας, λόγω της αποδοχής της αίτησης της χώρα μας, για την είσοδό της στην ΟΝΕ, της πτώσης των επιτοκίων, της πεποίθησης ότι η πτώση για το Ελληνικό Χρηματιστήριο είχε τελειώσει ή πλησίαζε προς το τέλος της, και με τον ανταγωνισμό των Α.Ε.Δ.Α.Κ. να οξύνεται. Μερικά από τα νέα Α/Κ είναι τα: ΑΤΤΙΚΗΣ, ΔΗΛΟΣ Top- 30, ALPHA TRUST ΝΕΑΣ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ, ΒΕΡΓΙΝΑ Mid- Cap, ALLIANZ Millennium New Technologies, ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΔΥΝΑΜΙΚΟ, ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Ολυμπιακή Φλόγα, NOVABANK Small Cap, ΕΡΜΗΣ Πρωτοπόρος κ.α. ( ΠΙΝΑΚΑΣ 7.)

### **ΑΠΟΔΟΣΗ ΜΙΚΤΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ.**

Το ενεργητικό αυτής της κατηγορίας Α/Κ έφθασε το ποσό των 2.684.575.685,21 ευρώ στο τέλος του έτους 2000 και ο αριθμός των μεριδίων το νούμερο 349.335.153,12. Παρατηρείται μια αύξηση του ενεργητικού από το τέλος του προηγούμενου έτους, δηλ. το 1999, κατά 3,99% και μια ταυτόχρονη αύξηση του αριθμού των μεριδίων κατά 13,35% από την αρχή του έτους 2000.

Πρώτο σε απόδοση Α/Κ αυτής της κατηγορίας από την αρχή του έτους είναι το EUROBANK ΒΡΑΧΟΣ ( Μικτό εσωτερικού) με ποσοστό 7,89%, που ήταν και το μοναδικό με θετική απόδοση. Όλα τα υπόλοιπα Α/Κ αυτής της κατηγορίας κατέγραψαν αρνητικές αποδόσεις, με χαμηλότερη αυτή του Α/Κ INTERNATIONAL ( Μικτό εσωτερικού) και με ποσοστό – 45,18%.

Επίσης, το Α/Κ ALPHA TRUST EUROSTAR ( Μικτό εσωτερικού), δεν κατάφερε να διατηρήσει την πρώτη θέση που είχε κατακτήσει το 1999 και βρέθηκε αυτό το έτος στην 19<sup>η</sup> θέση με ετήσια απόδοση – 37,76%.

Η ραγδαία μείωση των τιμών των μετοχών του Χ.Α.Α. αυτού του έτους, είχε σαν αποτέλεσμα η κατηγορία Α/Κ Μικτών εσωτερικού να καταγράψει μέση ετήσια απόδοση – 20,37%. ( ΠΙΝΑΚΑΣ 8.)

## ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ 2001.

Το αρνητικό κλίμα στο Χ.Α.Α. συνεχίστηκε και το 2001, με αποτέλεσμα ο Γ.Δ. στις 31/12/01 να διαμορφωθεί στις 2.591,56 μονάδες, παρουσιάζοντας νέα μείωση κατά 23,53%.

Στις 31/12/2001 το συνολικό ενεργητικό της αγοράς Α/Κ παρουσίασε ετήσια μείωση κατά ποσοστό 13,25%, φτάνοντας τα 26,79 δις. ευρώ έναντι 30,88 δις. ευρώ, που ήταν στις 31/12/2000, καταγράφοντας απώλειες ύψους 4 δις. ευρώ ή 13,25%.

Η παρατηρηθείσα μείωση της συνολικής αγοράς Α/Κ εντός του έτους 2001 οφείλεται κυρίως στην υποχώρηση του ενεργητικού των Α/Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων εσωτερικού και των Μετοχικών Α/Κ εσωτερικού. Οι υψηλές εξαγορές μεριδίων από τα Α/Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων εσωτερικού, καθώς οι επενδυτές προτίμησαν τις τοποθετήσεις σε REPOS, που προσέφεραν το 2001 υψηλότερες αποδόσεις, σε συνδυασμό με την πτωτική πορεία της Σοφοκλέους, είχαν ως αποτέλεσμα την σημαντική υποχώρηση της αξίας των υπό διαχείριση κεφαλαίων, παρά τι σημαντικές τοποθετήσεις σε μερίδια μικτών και ομολογιακών Α/Κ.

Η μείωση του ενεργητικού των Μετοχικών Α/Κ εσωτερικού κατά 31% οφείλεται κυρίως στην υποχώρηση των τιμών των μετοχών στο Χ.Α.Α., διότι ο αριθμός των μεριδιούχων αυτής της κατηγορίας μειώθηκε μόνο κατά 9,45%.

Όσον αφορά το ενεργητικό των Ομολογιακών Α/Κ εσωτερικού παρατηρούνται εισροές νέων κεφαλαίων και θετικές αποδόσεις, καθ' όλη τη διάρκεια του έτους 2001. Αυτές οι μεταβολές οφείλονται σε αναπροσανατολισμό των επενδυτών σε συντηρητικότερες μορφές Α/Κ με την προοπτική επανατοποθέτησής τους στα Μετοχικά Α/Κ, αμέσως μόλις βελτιωθούν οι συνθήκες των αγορών.

Επίσης, είναι αξιοσημείωτη η σημαντικότερη θετική μεταβολή στο ενεργητικό (+ 118,30%) και στα μερίδια (+ 129,2%), που σημειώθηκε στα Μικτά Α/Κ εσωτερικού.

Παρακάτω παρουσιάζονται αναλυτικά οι μεταβολές ενεργητικών και μεριδίων ανά κατηγορία του έτους 2001:

ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ Α/Κ	ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΑ	ΜΕΡΙΔΙΑ
ΔΙΑΧ. ΔΙΑΘ. ΕΣΩΤ.	-37,01%	-28,22%
ΔΙΑΧ. ΔΙΑΘ. ΔΙΕΘΝΗ	62,61%	32,17%
ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΕΣΩΤ.	-31,05%	-9,45%
ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΔΙΕΘΝΗ	-17,16%	-0,55%
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΕΣΩΤ.	10,34%	13,79%
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΔΙΕΘΝΗ	213,01%	346,94%
ΜΙΚΤΑ ΕΣΩΤ.	118,32%	129,21%
ΜΙΚΤΑ ΔΙΕΘΝΗ	-24,83%	-6,84%

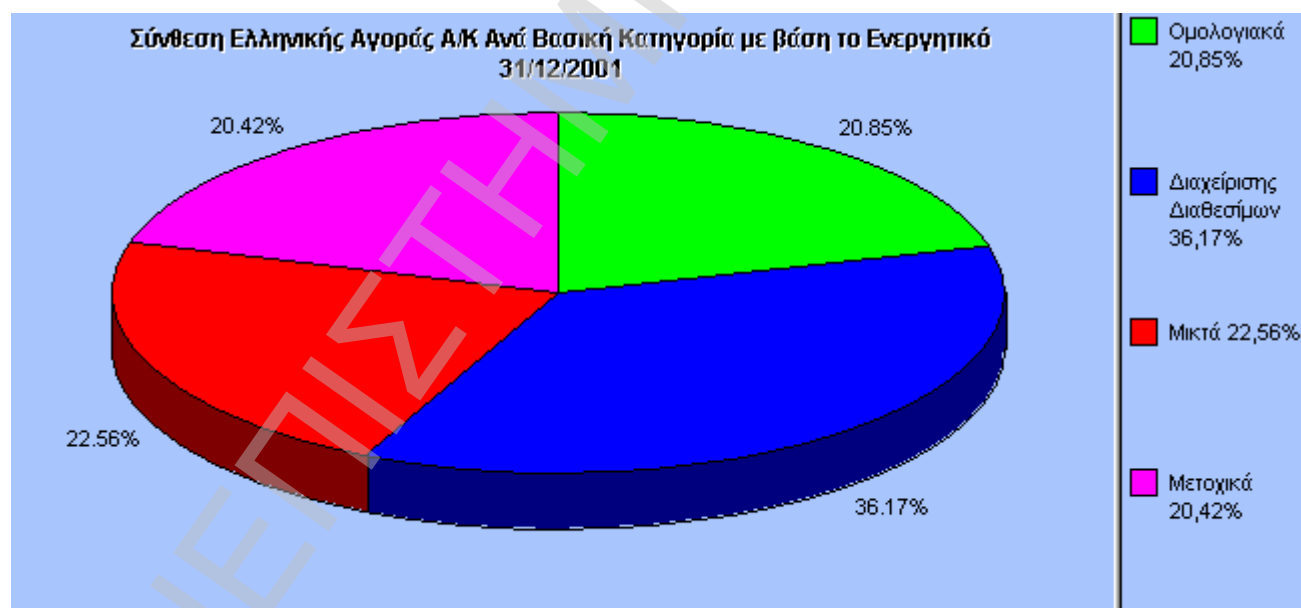
Ο συνολικός αριθμός Α/Κ στις 31/12/2001 έφθασε τα 269, έναντι 265 που ήταν στις 31/12/2000. Ο αριθμός των ανά κατηγορία Α/Κ είναι: 63 Ομολογιακά, εκ των οποίων 33 Ομολογιακά εσωτερικού, 42 Διαχείρισης Διαθεσίμων, εκ των οποίων 36 Διαχείρισης Διαθεσίμων εσωτερικού, 128 Μετοχικά, εκ των οποίων 76 Μετοχικά εσωτερικού και 36 Μικτά, εκ των οποίων 25 Μικτά εσωτερικού.

Η σύνθεση της Ελληνικής αγοράς Α/Κ ανά κατηγορία, με βάση το ενεργητικό είχε στις 31/12/2001 ως εξής, σε σύγκριση με την αντίστοιχη ημερομηνία του περσινού έτους:

ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ:	20,85%	έναντι	15,34%	της 31/12/00
ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ:	36,17%	έναντι	49,67%	της 31/12/00
ΜΙΚΤΩΝ:	22,56%	έναντι	9,51%	της 31/12/00
ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ:	20,42%	έναντι	25,48%	της 31/12/00

Στο **σχεδιάγραμμα 3**, που ακολουθεί αποτυπώνονται οι τάσεις των επενδυτών, όπως αναπτύχθηκαν παραπάνω:

**Σχεδιάγραμμα 3**



Πηγή : [www.agii.gr](http://www.agii.gr)

Λεπτομερώς στις διάφορες κατηγορίες Α/Κ εσωτερικού και διεθνή σημειώθηκαν οι ακόλουθες μεταβολές, όπως άλλωστε παρουσιάζονται και στους Πίνακες 9., 10., 11., 12., 13., 14., 15., και 16., που ακολουθούν από 1/1/2001 έως 31/12/2001.

### **ΑΠΟΔΟΣΗ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ.**

Το ενεργητικό αυτής της κατηγορίας Α/Κ έφθασε το ποσό των 4.902.227.012,99 ευρώ, στο τέλος του έτους 2001 και ο αριθμός των μεριδίων το νούμερο 758.149.794,29. Παρατηρείται μια αύξηση τόσο του ενεργητικού όσο και του αριθμού των μεριδίων, σε σχέση με τα περσινά επίπεδα.

Η στροφή των επενδυτών σε επενδύσεις χαμηλού ρίσκου πραγματοποιήθηκε, όχι μόνο λόγω της αρνητικής πορείας της Σοφοκλέους, αλλά και λόγω της αστάθειας που χαρακτηρίζει το παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον, ύστερα μάλιστα και από το τρομοκρατικό χτύπημα τις 11/9/2001 στις ΗΠΑ.

Η άσχημη εικόνα των διεθνών αγορών αλλά και η έλλειψη ουσιαστικών μελλοντικών προοπτικών έχουν εκτοξεύσει τις αποδόσεις των ομολόγων, κατά τη διάρκεια του έτους 2001. Ενδεικτικά μπορούμε ν' αναφέρουμε ότι η απόδοση του δεκαετούς Bund (δείκτη για όλα τα αντίστοιχα ομόλογα της ζώνης του ευρώ), είχε παρουσιάσει άνοδο της τάξης περίπου του 1,74%, μέχρι το τέλος του β' εξαμήνου του 2001.

Με δεδομένο ότι δεν πραγματοποιήθηκαν θεαματικές αλλαγές στο επενδυτικό σκηνικό, για το υπόλοιπο του έτους, η άνοδος των αποδόσεων καθρεφτίζεται και στην κατηγορία Α/Κ Ομολογιακών εσωτερικού. Επιπλέον η αρνητική ψυχολογία των επενδυτών και οι μεγάλες χρηματικές απώλειες τους, από τα χαρτοφυλάκιά τους ευνοούν αυτό το είδος των επενδύσεων.

Πρώτο σε απόδοση Α/Κ αυτής της κατηγορίας από την αρχή του έτους είναι το ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιακό εσωτερικού) με ποσοστό 6,08%. Η μέση ετήσια απόδοση αυτής της κατηγορίας Α/Κ ήταν 4,11%. (ΠΙΝΑΚΑΣ 9.)

### **ΑΠΟΔΟΣΗ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΩΝ ΔΙΕΘΝΗ.**

Το ενεργητικό αυτής της κατηγορίας Α/Κ έφθασε το ποσό των 297.876.298,06 ευρώ και ο αριθμός των μεριδίων 73.181.459,47. Σημαντικότερη είναι η αύξηση που παρατηρείται για το έτος 2001, κατά 213,01%, στο ενεργητικό αυτής της κατηγορίας αλλά και στον αριθμό των μεριδίων κατά 346,94%. Η εισροή κεφαλαίων και ο αριθμός μεριδίων στην κατηγορία Ομολογιακών Διεθνή είναι πολύ μεγαλύτερα από αυτά της κατηγορίας Ομολογιακών εσωτερικού, που είναι μόλις 10,34% και 13,79% αντίστοιχα.

Τα νούμερα αυτά μαρτυρούν τους φόβους των επενδυτών για περαιτέρω πτώση του Ελληνικού Χρηματιστηρίου, αλλά και την απογοήτευσή τους, ύστερα από την ιλιγγιώδη πτώση των τιμών των μετοχών, για δεύτερη



συνεχή χρονιά. Επίσης, οι επενδυτές κατανόησαν ότι η νέα κυβέρνηση δεν κατείχε κανένα μαγικό ραβδί, που θα οδηγούσε τη Σοφοκλέους ξανά στο ξέφρενο ράλι του 1999. Το αποτέλεσμα όλων αυτών ήταν να βρουν καταφύγιο σε επενδύσεις χαμηλού ρίσκου και μάλιστα εκείνων των Α/Κ που περιείχαν στο χαρτοφυλάκιό τους διεθνή αξιόγραφα.

Πρώτο σε απόδοση Α/Κ αυτής της κατηγορίας από την αρχή του έτους είναι το ALPHA TRUST BOND ( Ομολογιακό Διεθνή) με ποσοστό 9,96%. Συνολικά τα Α/Κ αυτής της κατηγορίας είναι 17 και η μέση ετήσια απόδοσή της είναι ήταν 4,37%, λίγο υψηλότερη από τα Ομολογιακά εσωτερικού που ήταν 4,11%. ( ΠΙΝΑΚΑΣ 10.).

### **ΑΠΟΔΟΣΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ.**

Το ενεργητικό αυτής της κατηγορίας Α/Κ έφθασε το ποσό των 9.642.429.162,22 ευρώ, στο τέλος του έτους 2001 και ο αριθμός των μεριδίων το νούμερο 1.664.451.667,55. Παρατηρείται μια αισθητή μείωση τόσο του ενεργητικού όσο και του αριθμού των μεριδίων, σε σχέση με το προηγούμενο έτος.

Οι προθεσμιακές καταθέσεις και τα REPOS έχουν αυτή την περίοδο περισσότερο ανταγωνιστικές αποδόσεις, σε σχέση με τα Α/Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων εσωτερικού, όσον αφορά το συγκεκριμένο έτος. Οι επενδυτές έχουν ανάγκη το συνδυασμό ασφάλειας και απόδοσης στη λήξη, ενώ στα αμοιβαία κεφάλαια κανείς δεν μπορεί να εγγυηθεί την απόδοση. Για το λόγο αυτό στρέφονται σε επενδύσεις βραχυπρόθεσμου ορίζοντα, όπως είναι οι προθεσμιακές καταθέσεις, τα REPOS και τα προϊόντα εγγυημένου κεφαλαίου και απόδοσης.

Πρώτο σε απόδοση Α/Κ αυτής της κατηγορίας από την αρχή του έτους είναι το MARFIN Smart Cash ( Διαχείρισης Διαθεσίμων εσωτερικού) με ποσοστό 6,59%. Παράλληλα, παρατηρείται και μια μικρή μείωση στον αριθμό των Α/Κ αυτής της κατηγορίας, από 41 που ήταν, στη διάρκεια του 2001 δραστηριοποιήθηκαν 36.

Η μέση ετήσια απόδοση αυτής της κατηγορίας Α/Κ ήταν 3,44%. ( ΠΙΝΑΚΑΣ 11.).

### **ΑΠΟΔΟΣΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΔΙΕΘΝΗ.**

Το ενεργητικό αυτής της κατηγορίας Α/Κ έφθασε το ποσό των 42.318.350,16 ευρώ και ο αριθμός των μεριδίων το νούμερο 3.113.915,73. Η αύξηση που παρατηρείται κατά το έτος 2001 σε αυτή

την κατηγορία είναι για το ενεργητικό 62,61% και για τα μερίδια 32,17%. Τα στατιστικά δεδομένα μας μαρτυρούν ότι υπάρχει θετική αύξηση σε αυτή την κατηγορία Α/Κ και μάλιστα σημαντική, ενώ αντιθέτως στην κατηγορία Α/Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων εσωτερικού παρατηρείται μείωση σημαντική ( ενεργητικό: - 37,01% και μερίδια: - 28,22%).

Η έλλειψη εμπιστοσύνης στο θεσμό του Ελληνικού Χρηματιστηρίου και η αρνητική ψυχολογία των επενδυτών δημιουργεί αποστροφή στις εγχώριες επενδύσεις.

Πρώτο σε απόδοση Α/Κ αυτής της κατηγορίας από την αρχή του έτους είναι το INTERAMERICAN MM Δολαρίου ( Διαχείρισης Διαθεσίμων Διεθνή) με ποσοστό 8,91%. Συνολικά τα Α/Κ αυτής της κατηγορίας είναι 4 και η μέση ετήσια απόδοση ήταν 5,67%, καλύτερη από τα Διαχείρισης Διαθεσίμων εσωτερικού που ήταν 3,44%. ( ΠΙΝΑΚΑΣ 12.)

### **ΑΠΟΔΟΣΗ ΜΙΚΤΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ.**

Το ενεργητικό αυτής της κατηγορίας Α/Κ έφθασε το ποσό των 5.860.957.700,61 ευρώ και ο αριθμός των μεριδίων το νούμερο 800.698.454,41. Παρατηρείται μια σημαντική αύξηση τόσο του ενεργητικού (+ 118,30%) όσο και του αριθμού των μεριδίων (+ 129,2%), σε σχέση με το προηγούμενο έτος.

Πρώτο σε απόδοση Α/Κ αυτής της κατηγορίας από την αρχή του έτους είναι το EUROBANK ΒΡΑΧΟΣ ( Μικτό εσωτερικού) με ποσοστό 4,25%. Συγκεκριμένα αυτό το Α/Κ είναι και το μοναδικό της κατηγορίας που παρουσιάζει θετική απόδοση. Τα υπόλοιπα καταγράφουν αρνητικές αποδόσεις με μεγαλύτερη του Α/Κ ΓΕΝΙΚΗ Αποταμ. Συνταξιοδοτικό ( Μικτό εσωτερικού). Ακόμη δεν παρατηρείται καμία είσοδος ή αποχώρηση Α/Κ από αυτή την κατηγορία.

Η μέση ετήσια απόδοση αυτής της κατηγορίας ήταν -10,56%. ( ΠΙΝΑΚΑΣ 13.)

### **ΑΠΟΔΟΣΗ ΜΙΚΤΩΝ ΔΙΕΘΝΗ.**

Το ενεργητικό αυτής της κατηγορίας Α/Κ έφθασε το ποσό των 180.216.123,56 ευρώ και ο αριθμός των μεριδίων το νούμερο 18.203.491,42. Σε αντίθεση με τα Ομολογιακά Διεθνή και τα Διαχείρισης Διαθεσίμων Διεθνή σε αυτή την κατηγορία Α/Κ παρατηρείται αρνητική μεταβολή του ενεργητικού (-24,83%) και των μεριδίων (-6,84%). Αντιθέτως, τα Α/Κ της κατηγορίας Μικτά εσωτερικού παρουσίασαν το

έτος 2001 μια πολύ μεγάλη αύξηση της τάξεως του 118,32% για το ενεργητικό και 129,21% για τον αριθμό των μεριδίων.

Το έτος 2001 δεν ήταν μόνο κακή χρονιά για το Ελληνικό Χρηματιστήριο, αλλά η οικονομική κρίση έκανε την εμφάνισή της σε όλες τις μεγάλες οικονομίες, ιδιαίτερα μετά το τρομοκρατικό κτύπημα της 11/9/01.

Πρώτο σε απόδοση Α/Κ αυτής της κατηγορίας από την αρχή του έτους είναι το EUROBANK με ποσοστό – 4,36%. Μεγαλύτερες απώλειες καταγράφουν τα Α/Κ: ALICO με ποσοστό – 10,84% στην πέμπτη θέση και ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ BALANCED με ποσοστό – 12,99% στην έκτη θέση. Η μέση ετήσια απόδοση αυτής της κατηγορίας Α/Κ ήταν – 4,64%, αρνητική μεν, αλλά πολύ καλύτερη από την απόδοση της κατηγορίας Α/Κ Μικτών εσωτερικού που ήταν – 10,56%. ( ΠΙΝΑΚΑΣ 14.)

### **ΑΠΟΔΟΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ.**

Το ενεργητικό αυτής της κατηγορίας Α/Κ έφθασε το ποσό των 5.066.331.966,34 ευρώ και ο αριθμός των μεριδίων το νούμερο 816.570.743,57. Παρατηρείται μια σημαντική μείωση του ενεργητικού, όχι όμως και ανάλογη μείωση του αριθμού των μεριδίων, σε σχέση με το προηγούμενο έτος.

Η μείωση αυτή οφείλεται στην διοχέτευση κεφαλαίων προς τις προθεσμιακές τραπεζικές καταθέσεις, REPOS, ομόλογα και ειδικά τραπεζικά προϊόντα σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα.

Η παρατεταμένη υποχώρηση των χρηματιστηριακών αγορών, η έλλειψη διαφάνειας και φερεγγυότητας ορισμένων εταιρειών στη χώρα μας έχουν λειτουργήσει καταλυτικά στο να καταστεί αρνητική η διάθεση των επενδυτών αλλά και οι προβλέψεις των αναλυτών για μετοχικές τοποθετήσεις.

Πρώτο σε απόδοση Α/Κ αυτής της κατηγορίας από την αρχή του έτους είναι το ALPHA TRUST ΥΠΟΔΟΜΗΣ ( Μετοχικό εσωτερικού) με ποσοστό – 13,27%. Παρατηρώντας τα στατιστικά δεδομένα βλέπουμε ότι τα περισσότερα κυμαίνονται μεταξύ – 18% και – 27%. Μερικά από αυτά είναι τα: ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Νέα Οικονομία με ποσοστό – 18,10%, ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΔΥΝΑΜΙΚΟ με ποσοστό – 20,31%, MARFIN Beta Plus με ποσοστό – 21,68%, ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Αναπτυξιακό με ποσοστό – 23,56%, ΔΗΛΟΣ Υποδομής και Κατασκευών με ποσοστό – 24,62%, ΑΣΠΙΣ με ποσοστό – 30,36% κ.α.

Η μέση ετήσια απόδοση αυτής της κατηγορίας ήταν – 22,63%, περίπου το ίδιο με την ετήσια απόδοση του Γ.Δ. του Χ.Α.Α. που ήταν –23,53%. ( ΠΙΝΑΚΑΣ 15.)

### **ΑΠΟΔΟΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΔΙΕΘΝΗ.**

Το ενεργητικό αυτής της κατηγορίας Α/Κ έφθασε το ποσό των 105.229.314,09 ευρώ και ο αριθμός των μεριδίων το νούμερο 30.700.502,10. Από τα στατιστικά δεδομένα παρατηρείται μείωση του ενεργητικού κατά 17,16% και ταυτόχρονη μείωση των μεριδίων κατά 0,55%. Επίσης, αρνητική μεταβολή παρατηρείται τόσο στο ενεργητικό όσο και στον αριθμό μεριδίων της κατηγορίας Α/Κ Μετοχικού εσωτερικού, κατά – 31,05% και – 9,45% αντίστοιχα. Αυτή όμως η αρνητική μεταβολή είναι κατά πολύ μεγαλύτερη από την κατηγορία των Α/Κ Μετοχικών Διεθνή.

Πρώτο σε απόδοση Α/Κ αυτής της κατηγορίας από την αρχή του έτους είναι το ALPHA TRUST HEALTHCARE με ποσοστό 0,49%. Αυτό το Α/Κ είναι και το μοναδικό της κατηγορίας του με θετική απόδοση, γιατί τα υπόλοιπα 20 παρουσιάζουν αρνητικές αποδόσεις. Από ένα σύνολο 21 Α/Κ της κατηγορίας Μετοχικών Διεθνή η μέση ετήσια απόδοση ήταν – 15,26%. (ΠΙΝΑΚΑΣ 16.)

## ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΓΙΑ ΤΟ ΕΤΟΣ 2002.

Η Ανατολή του 2002 βρήκε την Ελλάδα να συμμετέχει ισότιμα στην Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση. Η Ελληνική χρηματιστηριακή αγορά καθ' όλη τη διάρκεια του 2002 χαρακτηρίστηκε από χαμηλούς ημερήσιους τζίρους, καθοδικές τάσεις των βασικότερων δεικτών και από μειωμένο ενδιαφέρον εκ μέρους των ιδιωτών επενδυτών.

Επιπλέον, οι ανακοινώσεις των οικονομικών αποτελεσμάτων των εισηγμένων εταιρειών για τη χρήση του 2001, εκτός κάποιων ελαχίστων εξαιρέσεων, δεν εντυπωσίασαν και ως εκ τούτου η αγορά, κάθε άλλο παρά ενισχύθηκε από αυτό το γεγονός.

Οι παράγοντες που καθόρισαν την πορεία της Ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς το 2002, σύμφωνα με την άποψη οικονομικών αναλυτών είναι οι εξής:

Το επίπεδο βελτίωσης των μακροοικονομικών μεγεθών, το οποίο συνδέεται άμεσα με την πορεία των διαρθρωτικών αλλαγών ( ασφαλιστικό, φορολογικό, νομοθετικές ρυθμίσεις κ.α.).

Η ουσιαστική απορρόφηση του Γ' ΚΠΣ, το οποίο βελτιώνει την αποδοτικότητα και θα δίνει ώθηση στην ανταγωνιστικότητα και στην κερδοφορία των εισηγμένων εταιρειών.

Το επίπεδο διαφάνειας των ελληνικών εισηγμένων εταιρειών, σε σχέση με την παρουσίαση των οικονομικών αποτελεσμάτων τους, το οποίο θα δίνει τη δυνατότητα στους ξένους και εγχώριους θεσμικούς και ιδιώτες επενδυτές να συγκρίνουν με περισσότερη ακρίβεια τις ελληνικές επιχειρήσεις με τις υπόλοιπες ευρωπαϊκές εισηγμένες εταιρείες.

Η μέχρι τώρα δυσμενής πορεία των μακροοικονομικών μεγεθών του συνόλου των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η οποία επηρεάζει αρνητικά το εγχώριο χρηματιστηριακό κλίμα.

Οι εταιρείες που πρόκειται να εισαχθούν πρέπει να χαρακτηρίζονται από καλύτερα και ποιοτικότερα οικονομικά μεγέθη.

Το αρνητικό κλίμα συνεχίστηκε για τρίτη συνεχή χρονιά στο Χ.Α.Α. το 2002 και ο Γ.Δ. τερμάτισε στις 31/12/02 στις 1.748,42 μονάδες, μειωμένος κατά 32,52% σε σχέση με το προηγούμενο έτος.

Το συνολικό ενεργητικό της αγοράς Α/Κ παρουσίασε στις 31/12/02 μείωση κατά ποσοστό 5,26% φτάνοντας τα 25,38 δισ. ευρώ έναντι 26,79 δισ. ευρώ που ήταν στις 31/12/2001. Αυτό οφείλεται κυρίως στη μείωση του ενεργητικού των Ομολογιακών Α/Κ εσωτερικού, των Μετοχικών Α/Κ εσωτερικού και των Μικτών Α/Κ εσωτερικού. Στην τελική διαμόρφωση του ενεργητικού της αγοράς συνέβαλε θετικά η σημαντική στροφή των επενδυτών στα Α/Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων εσωτερικού, τα οποία σημείωσαν αύξηση κατά 11,11%.

Η τάση των επενδυτών κατά το έτος 2001, προς τις κατηγορίες των Διεθνών Α/Κ, για την αναζήτηση καλύτερων αποδόσεων, δεν

χαρακτηρίζει την συμπεριφορά τους και κατά το έτος 2002, δεδομένου ότι οι αποδόσεις και των διεθνών αγορών παρουσιάζονται ως επί το πλείστον αρνητικές.

Ο συνολικός αριθμός των Α/Κ στις 31/12/2002 διαμορφώθηκε σε 260 έναντι 269 που ήταν στις 31/12/2001. Η μείωση του αριθμού τους οφείλεται σε αλλαγές κατηγοριών Α/Κ, σε συγχωνεύσεις, ενάρξεις νέων και σε διασπάσεις).

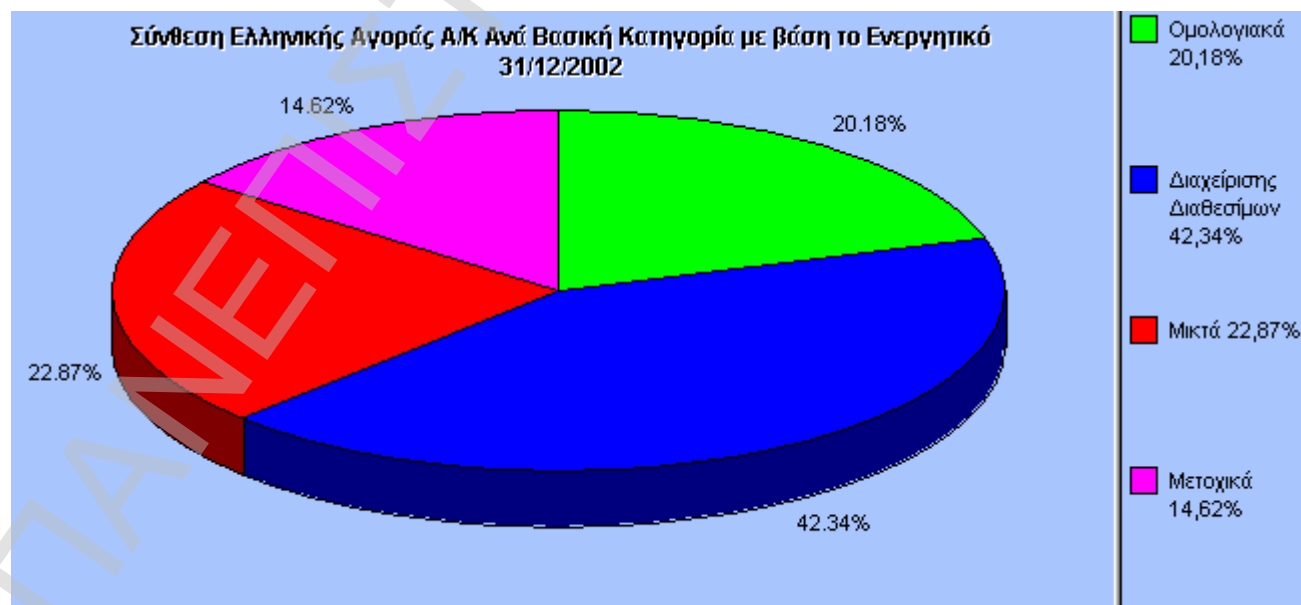
Ο αριθμός των ανά κατηγορία Α/Κ είναι: 63 Ομολογιακά, εκ των οποίων 32 Ομολογιακά εσωτερικού, 40 Διαχείρισης Διαθεσίμων, εκ των οποίων 35 Διαχείρισης Διαθεσίμων εσωτερικού, 121 Μετοχικά, εκ των οποίων 76 Μετοχικά εσωτερικού και 36 Μικτά, εκ των οποίων 25 Μικτά εσωτερικού.

Η σύνθεση της ελληνικής αγοράς Α/Κ ανά κατηγορία, με βάση το ενεργητικό είχε στις 31/12/02 ως εξής, σε σύγκριση με την αντίστοιχη ημερομηνία του περσινού έτους:

ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ:	20,18%	έναντι 20,85%	της 31/12/01
ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ:	42,34%	έναντι 36,17%	της 31/12/01
ΜΕΤΟΧΙΚΑ:	14,62%	έναντι 20,42%	της 31/12/01
ΜΙΚΤΑ:	22,87%	έναντι 22,56%	της 31/12/01

Στο **σχεδιάγραμμα 4**, που ακολουθεί αποτυπώνονται οι τάσεις των επενδυτών όπως περιγράφονται παραπάνω:

**Σχεδιάγραμμα 4**



Πηγή : [www.agii.gr](http://www.agii.gr)

Λεπτομερώς στις διάφορες κατηγορίες Α/Κ εσωτερικού σημειώθηκαν οι ακόλουθες μεταβολές, όπως άλλωστε παρουσιάζονται και στους Πίνακες 17., 18., 19., 20., που ακολουθούν από 1/1/2002 έως 31/12/2002.

### **ΑΠΟΔΟΣΗ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ.**

Το ενεργητικό αυτής της κατηγορίας Α/Κ έφθασε το ποσό των 4.276.243.653,51 ευρώ και ο αριθμός των μεριδίων το νούμερο 618.746.218,03. Η μείωση του ενεργητικού των Ομολογιακών Α/Κ εσωτερικού κατά 12,77% ή 625, 98 εκατ. ευρώ, σε σχέση με το προηγούμενο έτος, οφείλεται στις υποχωρήσεις των τιμών που σημειώθηκαν στις δευτερογενείς αγορές των ομολόγων. Πρέπει πάντως να τονισθεί ότι κατά τους τελευταίους μήνες του έτους παρατηρήθηκε αύξηση του ενεργητικού και των μεριδίων της κατηγορίας, λόγω των σημαντικών αποδόσεων που εξασφαλίζουν τα διάφορα Α/Κ της κατηγορίας, σε σχέση με άλλες εναλλακτικές μορφές επενδύσεων. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα την προσέλευση πολλών νέων μεριδιούχων σε αυτή την κατηγορία Α/Κ.

Τα Ομολογιακά Α/Κ εσωτερικού πέτυχαν να εξασφαλίσουν υψηλές αποδόσεις στους μεριδιούχους τους. Έτσι, 31 από τα 32 Α/Κ της κατηγορίας πέτυχαν θετικές αποδόσεις, ενώ 3 Α/Κ πέτυχαν αποδόσεις άνω του 7%.

Πρώτο σε απόδοση Α/Κ αυτής της κατηγορίας από την αρχή του έτους είναι το ALPHA ( Ομολογιακό εσωτερικού) με ποσοστό 7,99%. Η μέση ετήσια απόδοση αυτής της κατηγορίας Α/Κ ήταν 4,89%.

( ΠΙΝΑΚΑΣ 17.)

### **ΑΠΟΔΟΣΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ.**

Το ενεργητικό αυτής της κατηγορίας Α/Κ έφθασε το ποσό των 10.713.817.791,55 ευρώ και ο αριθμός των μεριδίων το νούμερο 2.074.726.595,68. Σε αυτό ακριβώς το σημείο παρατηρείται μια επανατοποθέτηση κεφαλαίων στα Α/Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων εσωτερικού κατά 1.07 δισ. ευρώ ή 11,11%.

Πρώτο σε απόδοση Α/Κ αυτής της κατηγορίας από την αρχή του έτους είναι το INTERAMERIKAN ( Διαχείρισης Διαθεσίμων εσωτερικού) με ποσοστό 3,38%. Αμοιβαία κεφάλαια αυτής της κατηγορίας με πολύ χαμηλές αποδόσεις όπως το EUROBANK Βραχυπρόθεσμων Τοποθετήσεων με ποσοστό 0,15% και το ΕΛΛΗΝΙΚΗ TRUST με ποσοστό 0,19% δραστηριοποιήθηκαν μόλις το μήνα Δεκέμβριο του 2002.

Η μέση ετήσια απόδοση αυτής της κατηγορίας Α/Κ ήταν 2,26%.  
( ΠΙΝΑΚΑΣ 18.)

### **ΑΠΟΔΟΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ.**

Το ενεργητικό αυτής της κατηγορίας Α/Κ έφθασε το ποσό των 3.387.989.488,15 ευρώ και ο αριθμός των μεριδίων το νούμερο 720.304.177,37.

Παρά το γεγονός ότι αυτή η κατηγορία επηρεάστηκε σημαντικά από την παρατεινόμενη κρίση του Χρηματιστηρίου, τα διάφορα Α/Κ παρουσίασαν αρνητικές μεν, αλλά ικανοποιητικές αποδόσεις σε σύγκριση με διάφορους χρηματιστηριακούς δείκτες.

Οι δείκτες του Χ.Α.Α. κατά το διάστημα 1/1/02 έως 31/12/02 διαμορφώθηκαν ως εξής:

Γενικός Δείκτης: - 32,53%

FTSE 20: - 39,54%

FTSE Mid 40: - 32,82%

FTSE Small Cap 80: - 42,45%

Έναντι αυτών των δεικτών η μέση ετήσια απόδοση αυτής της κατηγορίας Α/Κ ήταν καλύτερη, αφού διαμορφώθηκε στο επίπεδο - 26,35%. Από τα 76 Α/Κ αυτής της κατηγορίας, που λειτούργησαν καθ' όλη τη διάρκεια του έτους, 59 Α/Κ από αυτά πέτυχαν ικανοποιητικότερες, αν και αρνητικές, αποδόσεις έναντι του Γενικού Δείκτη και των άλλων Δεικτών του Χ.Α.Α. ( από - 31,85% έως - 8,13%). Πρέπει πάντως να επισημανθεί ότι 10 από τα ανωτέρω Α/Κ πέτυχαν, κάτω από τις αντίστοιχες συνθήκες που διαμορφώθηκαν αποδόσεις καλύτερες από - 20% ( από - 19,92% έως - 8,13%).

Πρώτο σε απόδοση Α/Κ αυτής της κατηγορίας από την αρχή του έτους είναι το Εγνατία ΑΘΗΝΑ Δυναμικό ( Μετοχικό εσωτερικού) με ποσοστό - 8,13%. ( ΠΙΝΑΚΑΣ 19.)

### **ΑΠΟΔΟΣΗ ΜΙΚΤΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ.**

Το ενεργητικό αυτής της κατηγορίας Α/Κ έφθασε το ποσό των 5.648.004.730,32 ευρώ και ο αριθμός των μεριδίων το νούμερο 828.906.449,03. Από τα στατιστικά δεδομένα προκύπτει μια μείωση του ενεργητικού κατά 212,95 εκατ. ευρώ ή -3,63% και ταυτόχρονα μια αύξηση του αριθμού των μεριδίων κατά 3,52%.

Σε αυτή την κατηγορία Α/Κ, που από το χαρακτήρα της ο κίνδυνος που αναλαμβάνει ο επενδυτής είναι μικρότερος και που οι επενδύσεις σε χρηματιστηριακούς τίτλους είναι περιορισμένες, δεν μπορεί να γίνει άμεση σύγκριση με τους χρηματιστηριακούς δείκτες.



Από τα 25 Α/Κ που ανήκουν σε αυτή την κατηγορία, μόνο 2 έχουν θετική απόδοση, ενώ τα υπόλοιπα 23 έχουν αρνητική απόδοση με την πλειοψηφία αυτών να κυμαίνεται μεταξύ -10% έως -20%.

Πρώτο σε απόδοση Α/Κ αυτής της κατηγορίας από την αρχή του έτους είναι το EUROBANK ΒΡΑΧΟΣ (Μικτό εσωτερικού) με ποσοστό 3,02%.

Η μέση ετήσια απόδοση αυτής της κατηγορίας Α/Κ ήταν -12,80%.  
( ΠΙΝΑΚΑΣ 20.)

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στο εδάφιο αυτό παρατίθενται μερικά από τα πιο ουσιαστικά συμπεράσματα που μπορούν να εξαχθούν από την πορεία των ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων.

- ✓ Τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν την πιο εποπτευόμενη αγορά συλλογικής επένδυσης. Ο καθημερινός υπολογισμός της αξίας κάθε μεριδίου επιτρέπει την εξαγωγή συμπερασμάτων για τη διαχείριση και πορεία των επενδύσεων, δίνοντας την ευκαιρία στους επενδυτές να προχωρήσουν σε άμεση αναθεώρηση των επενδυτικών τους επιλογών.
- ✓ Ο εποπτικός έλεγχος στην ελληνική θεσμική επένδυση έχει σημειώσει μεγάλη ανάπτυξη τα τελευταία χρόνια, τόσο στο επίπεδο της Πολιτείας μέσω της εδραίωσης του ρόλου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς όσο και σε επίπεδο κλάδου μέσω της Ε.Θ.Ε.
- ✓ Τα αμοιβαία κεφάλαια πλεονεκτούν ως προς τον ατομικό επενδυτή, γιατί διαθέτουν επαγγελματική διαχείριση των κεφαλαίων τους και μικρότερο κόστος συναλλαγών, ενώ προσφέρουν πλήρη διαφοροποίηση του κινδύνου ακόμη και σε μικρά επενδυτικά ποσά.
- ✓ Τα αμοιβαία κεφάλαια προσφέρουν τη δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης, ακόμη και όταν προσωρινά τέτοια δυνατότητα είναι μειωμένη (κοινό ταμείο διαθέσιμων από τις Α.Ε.Δ.Α.Κ., εύκολος δανεισμός από την τράπεζα του ομίλου).
- ✓ Τα αμοιβαία κεφάλαια προσφέρουν ποικιλία στις επενδυτικές επιλογές, όσον αφορά τον κίνδυνο που εμπεριέχουν καθώς και το είδος των επενδύσεων. Αγοράζοντας αμοιβαίο

κεφάλαιο της ίδιας Α.Ε.Δ.Α.Κ. μπορεί ο επενδυτής να μεταφέρει κεφάλαια από ένα αμοιβαίο κεφάλαιο σε άλλο της ίδιας Α.Ε.Δ.Α.Κ. με το μικρότερο δυνατό κόστος.

- ✓ Η επάλειψη των διαφορετικών νομισμάτων αφαιρεί και το τελευταίο εμπόδιο ελεύθερης μετακίνησης κεφαλαίων στην Ευρωπαϊκή Ένωση, με αποτέλεσμα την αύξηση του ανταγωνισμού και στο χώρο της θεσμικής επένδυσης. Για ν' ανταποκριθούν ικανοποιητικά στα νέα δεδομένα τα εγχώρια αμοιβαία κεφάλαια, θα πρέπει να μειώσουν το κόστος λειτουργίας τους, ν' αυξήσουν τα προσφερόμενα προϊόντα και να βελτιώσουν την ποιότητα των προσφερομένων υπηρεσιών.
- ✓ Τα αμοιβαία κεφάλαια επιδιώκουν κατά το δυνατό μεγαλύτερη ευελιξία στις επιλογές επένδυσης που διαθέτουν, ώστε να επιτυγχάνουν τον καλύτερο βαθμό αξιολόγησης. Στην Ελλάδα από το καλοκαίρι του 1997 εφαρμόζεται ο κανονισμός ομαδοποίησης αμοιβαίων κεφαλαίων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, με αποτέλεσμα ο βαθμός ευελιξίας σε αυτά έχει περιορισθεί.
- ✓ Ο ρόλος των αμοιβαίων κεφαλαίων πέρα από ένα είδος επένδυσης είναι και ρόλος εκπαιδευτικός και συμβουλευτικός. Σε αναπτυγμένες κεφαλαιαγορές τα αμοιβαία κεφάλαια συμβουλεύουν τους επενδυτές, πώς να προγραμματίζουν τις επενδύσεις τους και εν γένει το μέλλον τους με βάση ένα σχέδιο αποταμίευσης.
- ✓ Οι διαχειριστές των ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων δεν εμφανίζουν σημαντικές ικανότητες χρονικής τοποθέτησης.
- ✓ Ο κίνδυνος των αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων συμβαδίζει με την κατηγορία στην οποία ανήκουν. Τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων και σταθερού εισοδήματος έχουν τον μικρότερο κίνδυνο, τα μικτά και μετοχικά το μεγαλύτερο, ενώ τα διεθνή ομολογιών και μετοχών είναι στο ενδιάμεσο.
- ✓ Η απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν συμβαδίζει πάντα με τον κίνδυνο που έχει καθένα από αυτά. Στις περισσότερες υποπεριόδους η σχέση αυτή είναι αρνητική αντικατοπτρίζοντας τις μεγάλες αποδόσεις αμοιβαίων κεφαλαίων των λιγότερο κινδυνόφρων κατηγοριών και τις μικρές έως και αρνητικές αποδόσεις αμοιβαίων κεφαλαίων των περισσότερο κινδυνόφρων κατηγοριών.
- ✓ Παρά την ύπαρξη ποικίλων κατηγοριών αμοιβαίων κεφαλαίων, τα περισσότερα κεφάλαια είναι επενδεδυμένα στις κατηγορίες διαχείρισης διαθεσίμων και σταθερού εισοδήματος. Η εξήγηση αυτού του φαινομένου είναι ότι οι

επενδυτές επιδεικνύουν λογική συμπεριφορά επενδύοντας σε αυτά που ιστορικά είχαν το μικρότερο κίνδυνο και τις μεγαλύτερες αποδόσεις.

- ✓ Το βήμα των μικτών και μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων είναι μικρότερο, αλλά στατιστικά σημαντικό υποδηλώνοντας ότι αυτά ακολουθούν αμυντική επενδυτική πολιτική.

Η εποχή άνδρωσης των αμοιβαίων έχει ήδη ξεκινήσει με το τέλος της χιλιετίας. Με την αυγή του 21<sup>ου</sup> αιώνα ο κλάδος των ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων εισέρχεται στην εποχή των αποδόσεων και των υπηρεσιών. Ευχή μας είναι τα αμοιβαία κεφάλαια να προετοιμασθούν επαρκώς, για την αντιμετώπιση των ελπιδοφόρων προκλήσεων, ώστε ν' ανταποκριθούν πλήρως στην αποστολή τους ως συλλογική επένδυση και να βοηθήσουν τα μέγιστα για τη διεύρυνση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς και την ανάπτυξη της οικονομίας.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- Ø Φίλιππος Ν., " Αμοιβαία Κεφάλαια και Χρηματιστηριακό Περιβάλλον", Εκδόσεις Globus Invest, Αθήνα 1999.
- Ø Φίλιππος Ν., " Εγχειρίδιο Αμοιβαίων Κεφαλαίων", Ιανουάριος 1992.
- Ø Φίλιππος Ν., " Πως η Εγχώρια Αγορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων θα ξεπεράσει τις παιδικές της ασθένειες", (Μέτρα για τη βελτίωση της αξιοπιστίας του θεσμού των Α/Κ), Καθημερινή Σαββάτου 7/10/2001.
- Ø Φίλιππος Ν., " Πως τα Αμοιβαία Κεφάλαια μπορούν να επηρεάσουν τις χρηματιστηριακές αγορές", Καθημερινή της Κυριακής 27/10/2001.
- Ø Φίλιππος Ν., " Κριτήρια επιλογής Αμοιβαίων Κεφαλαίων", Καθημερινή 23/8/1992.
- Ø Φίλιππος Ν., " Ποιοι Παράγοντες Επηρεάζουν τη Ζήτηση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων;", Ασφαλιστική Αγορά, Απρίλιος 1996, σελ. 44-45.
- Ø Φίλιππος Ν., " Εισροές Νέου Χρήματος στα Αμοιβαία Κεφάλαια και Χρηματιστηριακές αποδόσεις, ΒΗΜΑ της Κυριακής, 4/11/2001.
- Ø Φίλιππος Ν., " Τα αίτια της μεγάλης πτώσης της Σοφοκλέους", Κεφάλαιο, Νοέμβριος 1990, σελ. 40-42.
- Ø Φίλιππος Ν., " Πόσο Αξιόπιστος είναι ο Γενικός Δείκτης του Χ.Α.Α.", Κέρδος, 23/12/1998.
- Ø Φίλιππος Ν., " Φθηνή Αγορά παραμένει η Σοφοκλέους", Χρηματιστήριο, 5/5/1999.
- Ø Μούζουλας Σ., " Οι Οργανισμοί των Συλλογικών Επενδύσεων στην Ελλάδα και την Ευρωπαϊκή Ένωση", Νομική Βιβλιοθήκη, 1996.
- Ø Μυλωνάς Ν., " Τα ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια", Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα 1999.
- Ø Βουρλούμης Π., " Αμοιβαία Κεφάλαια και Επαγγελματική Διαχείριση", Ομιλία στο Ελληνικό Ινστιτούτο Ασφαλιστικών Σπουδών και αναδημοσίευση στην Ιδιωτική Ασφάλιση, Νοέμβριος 1994, σελ. 28-31.
- Ø Γκατζώνας Ε. Κ., " Τάσεις και Θεσμικές Προοπτικές στον Κλάδο των Αμοιβαίων Κεφαλαίων", Τόμος: " Το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα: Τάσεις και προοπτικές", Έκδοση

Alpha Τράπεζα Πίστεως, Επιμέλεια: Γ. Προβόπουλος, Αθήνα 1995, σελ. 337-362.

- Ø Καραθανάσης Α. Γ. και Λυμπερόπουλος Γ. " Αμοιβαία Κεφάλαια", Εκδόσεις Ευγ. Μπένου, Αθήνα 1998.
- Ø Σαρρηγεωργίου Α. " Τα Ελληνικά Αμοιβαία προ του 2000.", Καθημερινή, 1/2/1998.
- Ø Γκλεζάκος Μ., " Αξιόγραφα και Χρηματιστηριακές Επενδύσεις", Σημειώσεις, Πανεπιστήμιο Πειραιά 1996.
- Ø Δελής κ., " Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου", Εκδόσεις Α. Σάκκουλα, 1996.
- Ø Διακογιάννης Γ. - Σεγρεδάκης Κ., " Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και οι Αναδυόμενες Αγορές", Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Αθήνα, 1990.
- Ø Τσιμπής Μ., " Η Νομοθεσία της Κεφαλαιαγοράς", Εκδόσεις Α. Σάκκουλα, 1999.
- Ø Αλογοσκούφης Γ. (1992), " Προϋποθέσεις για την Ανάπτυξη της Ελληνικής Οικονομίας", Επιλογή, Ειδική Ετήσια Έκδοση.
- Ø ΣΥΛΛΟΓΕΣ - ΤΟΜΟΙ: " Η Ελληνική Κεφαλαιαγορά: Εμπειρική Διερεύνηση σημαντικών πτυχών της", Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής, Αθήνα 1997.
- Ø Ο Νόμος 1969/1991.
- Ø Αρχοντάκη Αντ., « Εισαγωγή στην Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά», Εκδόσεις ΕΤΕ, Αθήνα, 1997.
- Ø Σπηλιώτη Α. – Μούζουλα Σπ., « Αμοιβαία Κεφάλαια», Έκδοση Κ.Ε.Κ.Χ., 1999.
- Ø Βελισσαρίδη Θεμ., « Οικονομική Συγκυρία και Αμοιβαία Κεφάλαια», Οικονομικός Ταχυδρόμος, 23/2/ 2002, ( φ8, σελ:61).
- Ø Καλημέρη Τζούλη, « Στροφή στις σταθερές αποδόσεις», Οικονομικός Ταχυδρόμος, 23/3/ 2002, ( φ12, σελ:60).
- Ø Οικονομικός ταχυδρόμος, « 2001: Απώλειες ενεργητικού 4 δις. ευρώ», 23/2/2002, ( φ8, σελ:60).
- Ø Κιούσης Θ., « Αισιοδοξία για το 2000», Καθημερινή, 25/12/2001.
- Ø Θεσμικός Επενδυτής, « Τα Ομολογιακά Α/Κ στο Προσκήνιο», Μάρτιος 2001, ( φ32, σελ:2).
- Ø Ναυτεμπορική, « Η Υποχώρηση των μετοχικών Α/Κ», 19/4/2002.
- Ø Θεσμικός Επενδυτής, « Περιμένοντας την Αναβάθμιση και την Πτώση των Επιτοκίων», Μάρτιος 2000, ( φ26, σελ:1).
- Ø Βήμα / Επενδύσεις, « Παράλληλη πορεία Μετοχικών Αμοιβαίων και Γενικού Δείκτη», 2/6/2002.

- Ø Θεσμικός Επενδυτής, « Σχεδιασμός μέτρων για το Χ.Α.Α.», Νοέμβριος 2002, ( φ42, σελ:5).
- Ø Ναυτεμπορική, « Αμοιβαία Εγγυημένου Κεφαλαίου», 28/4/2001.

### ΞΕΝΗ

- Ø Philippas N., Are Greek Mutual Fund Managers Market Timers? European Research Studies, vol.2, 1999, pp 33-41.
- Ø Siri- Tufano " The Demand For Mutual Fund Services by Individual Investors", Unpublished Paper 1992.
- Ø Solnic b., " Why Not Diversify Internationally Rather Than Domestically? Financial Analysts Journal, 1974.

### ΑΝΑΦΟΡΕΣ ΑΠΟ SITES ΣΤΟ INTERNET

- |                  |  |
|------------------|--|
| w.w.w. agii.gr   | ΕΝΩΣΗ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ                 |
| w.w.w. fefsi.org |  |
| w.w.w. hcmc.gr   | ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ                   |
| w.w.w. ase.gr    | ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ               |
| w.w.w. hiri.gr   | ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΙΝΣΤΙΤΟΥΤΟ ΣΧΕΣΕΩΝ ΜΕ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ |