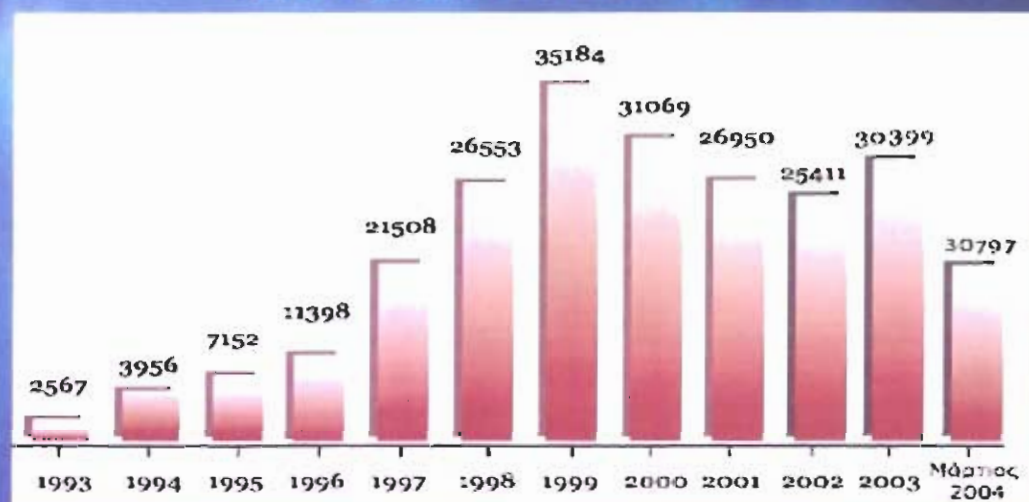


Α.Τ.Ε.Ι. ΠΑΤΡΑΣ

ΣΧΟΛΗ : Σ.Δ.Ο.

Τμήμα : Τουριστικών Επιχειρήσεων

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ



Εισηγητής :

κ. Σωτηρόπουλος Γεώργιος

Οι σπουδάστριες

Λαμπροπούλου Ελένη

Παπατσώρη Βασιλική

ΠΑΤΡΑ 2004



ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Μέθοδος Έρευνας	1
◆ ΕΝΟΤΗΤΑ 1	2
Θεσμικό πλαίσιο και ο κώδικας Δεοντολογίας των αμοιβαίων κεφαλαίων	
Εισαγωγή	2
☉ Κεφάλαιο 1 ^ο	4
Βασικές έννοιες του θεσμού των Α/Κ:	
1.1 Καθορισμός της έννοιας των Α/Κ μέσα στο χώρο των επενδυτικών προϊόντων.	4
1.2 Παράγοντες των Α/Κ.	6
1.3 Τι είναι το Α/Κ.	8
1.4 Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.).	10
1.4.1 Διαχείριση	12
1.5 Θεματοφύλακας.	14
1.6 Επιτροπή Κεφαλαιογοράς	15
1.7 Μεριδία	16
1.7.1 Αποτίμηση	18
1.7.2 Τιμές μεριδίων	19
1.7.3 Σύσταση Α/Κ	23
1.7.4 Διάθεση - Εξαγορά Μεριδίων	23
1.8 Μεριδιούχοι.	25
1.9 Συνέλευση Μεριδιούχων.	26
1.10 Ενημέρωση μεριδιούχων από την Α.Ε.Δ.Α.Κ.	27
1.11 Ο Κανονισμός των Α/Κ.	30
1.12 Φορολογία Ελληνικών Α/Κ.	32
1.13 Ξέπλυμα Χρήματος.	33
1.14 Το λεξικό των Α/Κ.	34
☉ Κεφάλαιο 2 ^ο	38
Θεσμικό πλαίσιο - Λειτουργία των Α/Κ - Κώδικας Δεοντολογίας	
2.1 Ιστορική Αναδρομή	38
2.2 Ερμηνεία του Νόμου 1969/30.10.91.	40
2.3 Κώδικας Δεοντολογίας	60
2.3.1 Παρουσίαση Αρχών του Κώδικα Δεοντολογίας	61

◆	ΕΝΟΤΗΤΑ 2	66
	Κατηγορίες Α/Κ	
	Εισαγωγή	66
	⊕ Κεφάλαιο 1 ^ο	68
	Κατηγοριοποίηση Α/Κ.	
1.1	Κατηγορίες των Α/Κ και η επενδυτική πολιτική τους	68
1.1.1	Διαχείριση Διαθέσιμων	73
1.1.2	Ομολογιακά	74
1.1.3	Μετοχικά	76
1.1.4	Μικτά	78
1.1.5	Ειδικού Τύπου	79
	⊕ Κεφάλαιο 2 ^ο	83
	Η Αγορά των Α/Κ - Νέα Προϊόντα	
2.1	Η πορεία των Α/Κ στην ευρωπαϊκή και την παγκόσμια αγορά	83
2.2	Σύγχρονες τάσεις στην ευρωπαϊκή και διεθνή αγορά	85
2.3	Η πορεία της ελληνικής αγοράς Α/Κ.	88
2.4	Προοπτικές ανάπτυξης νέων μορφών Α/Κ στην ελληνική αγορά	91
	⊕ Κεφάλαιο 3	97
	Οικονομική Νομισματική Ένωση και Α/Κ.	
3.1	Η πορεία προς την Οικονομική και Νομισματική Ένωση.	97
3.2	Οι συνέπειες απ' την εισαγωγή του ευρώ για το τραπεζικό σύστημα.	98
3.3	Ευρώ και Α/Κ.	100
	⊕ Κεφάλαιο 4	103
	Πλεονεκτήματα - Μειονεκτήματα Α/Κ.	
4.1	Πλεονεκτήματα επένδυσης σε Α/Κ.	103
4.2	Μειονεκτήματα επένδυσης σε Α/Κ.	106
4.3	Η σπουδαιότητα των Α/Κ ως επενδυτικών εργαλείων.	108

◆	ΕΝΟΤΗΤΑ 3	110
	ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ Α/Κ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΤΑΚΤΙΚΕΣ.	
	Εισαγωγή	110
☉	Κεφάλαιο 1 ^ο	111
	Αξιολόγηση Α/Κ.	
1.1	Βασικές έννοιες	111
1.2	Απόδοση Α/Κ.	111
1.2.1	Ετήσια Απόδοση Α/Κ.	111
1.2.2	Απόδοση Α/Κ για περίοδο μεγαλύτερη του έτους	114
1.3	Κίνδυνοι	116
1.3.1	Τύποι Κινδύνων	118
1.3.1.1	Μη συστηματικός κίνδυνος (specific risk)	118
1.3.1.2	Συστηματικός κίνδυνος αγοράς (market risk)	119
1.3.2	Πηγές κινδύνου	121
1.3.2.1	Πιστωτικός κίνδυνος	121
1.3.2.2	Κίνδυνος αγοράς (Market Risk)	122
1.3.2.3	Κίνδυνος ρευστότητας (Liquidity Risk)	123
1.3.2.4	Κίνδυνος διακανονισμού (Settlement Risk)	124
1.3.2.5	Λειτουργικός Κίνδυνος (Operational Risk)	125
1.3.2.6	Επιχειρηματικός κίνδυνος (Business Risk)	126
1.3.3	Μέτρηση Κινδύνου	126
1.3.4	Δείκτες μέτρησης κινδύνου.	128
1.3.4.1	Δείκτης διακύμανσης. 128	128
1.3.4.2	Δείκτης τυπικής απόκλισης. 129	129
1.3.4.3	Δείκτης συσχέτισης. 131	131
1.3.4.4	Δείκτης συστηματικού κινδύνου Beta	132
1.3.4.5	Άλλοι στατιστικοί δείκτες	134
1.4	Αξιολόγηση απόδοσης σε σχέση με τον κίνδυνο	134
1.4.1	Προσδιορισμός του άριστου χαρτοφυλακίου για τον επενδυτή	135
1.4.1.1	Εύρεση των απαιτούμενων αποδόσεων όλων των εναλλακτικών χαρτοφυλακίων	135
1.4.1.2	Υπολογισμός της διαφοράς αναμενόμενης ή πραγματοποιηθείσας απόδοσης από την απαιτούμενη.	136

1.4.1.3	Κατάταξη όλων των αποδοτικών χαρτοφυλακίων.	137
1.4.2	Δείκτης Treynor	137
1.4.3	Δείκτης Sharpe	138
1.4.2	Δείκτης Jensen	139
	☛ Κεφάλαιο 2 ^ο	140
	Επενδυτικές τακτικές	
2.1	Βασικές έννοιες	140
2.2	Είδη διαχείρισης	141
2.3	Πάγιες επενδυτικές τεχνικές διαχείρισης	143
2.3.1	Περιοδική καταβολή σταθερού ποσού για επένδυση	143
2.3.2	Διατήρηση σταθερής της αρχικής αξίας επένδυσης	144
2.3.3	Διατήρηση σταθερής της αρχικής σχέσης μεταξύ δυο Α/Κ.	145
2.3.4	Αύξηση της αξίας της επένδυσης κατά συγκεκριμένο ποσό ανά τακτά χρονικά διαστήματα	146
2.3.5.	Παρακολούθηση της πορείας του ενεργητικού του μετοχικού Α/Κ.	147
2.4.	Επενδυτικές τεχνικές ενεργής διαχείρισης	147
2.4.1.	Θεμελιώδης ανάλυση	148
2.4.1.1.	Δείκτης P/E.	149
2.4.2.	Τεχνική ανάλυση	150
2.4.2.1	Στήριξη - Αντίσταση	151
2.4.2.2.	Κινητός Μέσος Όρος (ΚΜΟ)	152
2.4.2.4	Όγκοι συναλλαγών	153
2.4.2.3.	Δείκτης RSI.	154
	☛ Κεφάλαιο 3 ^ο	157
	Τα Α/Κ και το Internet	
	◆ Βιβλιογραφία	159

Μέθοδος Έρευνας

Ξεκινώντας να ασχολούμαστε με το θέμα "Α/Κ", η πρώτη σκέψη μας ήταν φυσικά να απευθυνθούμε στις τράπεζες προκειμένου να μας παράσχουν πληροφορίες. Στην αρχή απευθυνθήκαμε στην Eurobank (Αγ. Ανδρέου) και στην Εμπορική Τράπεζα (Αγ. Ανδρέου) όπου μας έδωσαν σχετικές με τα Α/Κ πληροφορίες. Κατόπιν επισκεφτήκαμε την Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος (Ομόνοια, Αθήνα) όπου ύστερα από παράκλησή μας, συζητήσαμε με την υπάλληλο - πωλήτρια Α/Κ, η οποία μας παρέιχε το μεγαλύτερο μέρος των πληροφοριών που χρησιμοποιήσαμε για τη συγγραφή της παρούσης πτυχιακής. Επίσης μας υπέδειξε βιβλιογραφία που θα μπορούσαμε να βρούμε σχετικά με τα Α/Κ, καθώς και sites στο διαδίκτυο. Καταφύγαμε λοιπόν στη Δημοτική Βιβλιοθήκη και στη βιβλιοθήκη του ΤΕΙ Πάτρας όπου αναζητήσαμε βιβλιογραφία καθώς και τυχόν παλαιότερες πτυχιακές σπουδαστών σχετικές με Α/Κ.

ΕΝΟΤΗΤΑ 1^η

Το πλαίσιο λειτουργίας των Α/Κ – Κώδικας Δεοντολογίας

Εισαγωγή

Στο πρώτο μέρος της ενότητας αυτής εξηγείται ο τρόπος με τον οποίο λειτουργεί στην Ελλάδα ο θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α/Κ).

Ξεκινώντας από τις βασικές έννοιες όπως το ποια είναι η φύση του Α/Κ ως επενδυτικού προϊόντος, αναπτύσσονται στη συνέχεια οι ευθύνες, τα καθήκοντα αλλά και οι δυνατότητες των Ανωνύμων Εταιρειών Διαχείρισης καθώς και ο ρόλος του Θεματοφύλακα ως ταμία αλλά και ως φύλακα παρουσίας των Α/Κ.

Στη συνέχεια εντοπίζονται και παρουσιάζονται οι βασικότερες πληροφορίες, τις οποίες ο κάθε ενδιαφερόμενος πωλητής ή επενδυτής θα μπορούσε να αντλήσει από τον Κανονισμό Λειτουργίας που διέπει κάθε Α/Κ καθώς και των μεριδιούχων, των επενδυτών δηλαδή – οι οποίοι συμμετέχουν σε αυτού του είδους την επένδυση.

Το Α/Κ είναι το σύνθετο εκείνο επενδυτικό προϊόν, το οποίο από τη φύση του απευθύνεται κυρίως στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Λόγω των δυνατοτήτων και της ευελιξίας μπορούν τα Α/Κ να αποτελέσουν για όλες τις πληθυσμιακές ομάδες μια κύρια επενδυτική επιλογή. Ιδιαίτερα μετά τη ραγδαία μείωση των επιτοκίων των καταθετικών τραπεζικών προϊόντων αλλά και τις διαφοροποιήσεις που σημειώνονται στην παρεχόμενη κρατική ασφάλιση και συνταξιοδότηση, τα Α/Κ μπορούν να δώσουν λύσεις σε θέματα αποταμίευσης, επένδυσης, σύνταξης, γονικής μέριμνας κτλ. Το επενδυτικό κοινό ωστόσο λόγω των περιορισμένων γνώσεων του σε θέματα επενδύσεων αναθέτει στην Πολιτεία αυξημένες ευθύνες ελέγχου της εύρυθμης και μέσα στα σωστά επαγγελματικά πλαίσια λειτουργίας του θεσμού.

Με σκοπό την προστασία του επενδυτικού κοινού το κράτος, μέσω της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, επέβαλε τον Κώδικα Δεοντολογίας, στα

πλαίσια του οποίου είναι υποχρεωμένες να λειτουργούν οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. και οι Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου.

Ο Κώδικας Δεοντολογίας μαζί με το Νόμο 1969/91, όπως μέχρι σήμερα έχει διαμορφωθεί μετά και τις τροποποιήσεις που του έχουν γίνει, παρουσιάζονται στο δεύτερο κεφάλαιο της ενότητας αυτής. Επισημαίνεται ότι η μελέτη τους επικεντρώνεται στις διαδικασίες που ακολουθούνται κατά τη λειτουργία των Α/Κ βάσει των όσων τα κανονιστικά ως άνω κείμενα ορίζουν.

Επισημαίνεται τέλος, ότι το πλείστον των σχετικών με το θέμα εννοιών έχουν καταγραφεί με τη μορφή «λεξικού» για ευχερέστερη πρόσβαση κάθε ενδιαφερομένου.

Κεφάλαιο 1°

Βασικές έννοιες του θεσμού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

1.1 Καθορισμός της έννοιας των Αμοιβαίων Κεφαλαίων μέσα στο χώρο των επενδυτικών προϊόντων

Οι επενδύσεις σε χρηματιστηριακά προϊόντα καθώς και σε προϊόντα εν γένει της χρηματαγοράς έχουν παρουσιάσει δραματική αύξηση κατά τα τελευταία χρόνια.

Οι περισσότεροι όμως από τους εν δυνάμει επενδυτές δεν έχουν ούτε τις κατάλληλες γνώσεις γύρω από τη λειτουργία των αγορών, έτσι ώστε να επενδύουν μόνοι τους, αλλά ούτε και το ύψος των προς επένδυση κεφαλαίων τους είναι τέτοιο, ώστε να τους επιτρέπει να απευθύνονται σε εξειδικευμένο επενδυτικό σύμβουλο ο οποίος θα τους παράσχει τις υπηρεσίες του. Και ακόμη, ίσως τα κεφάλαια να μην είναι αρκετά για να δημιουργηθεί ένα χαρτοφυλάκιο με ικανοποιητικό βαθμό διασποράς σε μετοχές, ομόλογα και άλλους τίτλους.

Όμως, όσα δε μπορούν να κάνουν από μόνοι τους οι επενδυτές μπορεί να τα κάνει ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο, συγκεντρώνοντας κεφάλαια από πολλά άτομα, που θέτουν παρόμοιους οικονομικούς στόχους. Τα κεφάλαια αυτά διαχειρίζονται επαγγελματίες, οι οποίοι έχουν την απαραίτητη εξειδίκευση, κάνουν τις αναγκαίες μελέτες και έρευνες και κυρίως έχουν δυνατότητα άμεσης πρόσβασης στις πληροφορίες της αγοράς (π.χ. Reuters, Bloomberg), γεγονός που τους επιτρέπει να παίρνουν τις καλύτερες αποφάσεις για το ποιες μετοχές και πότε να αγοράσουν αλλά και πότε να τις πουλήσουν. Πρόκειται για επαγγελματίες που μπορούν να διακρίνουν το πότε είναι σωστό να επενδύσουν σε τίτλους ομολόγων αλλά και να διακρίνουν ποιες από τις αγορές του εξωτερικού δείχνουν να έχουν θετικές προοπτικές.

Πέρα από την ως άνω επαγγελματική διαχείριση προσφέρεται εκ παραλλήλου και αυτομάτως σε κάθε επένδυση των αμοιβαίων κεφαλαίων η διασπορά της επένδυσής του. Δε χρειάζονται μεγάλα ποσά για να επενδύσει κάποιος σε Αμοιβαία Κεφάλαια, μόλις όμως ο επενδυτής

αγοράσει έστω και ένα μερίδιο σε ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο, τότε αυτόματα γίνεται κάτοχος μέρους ενός μεγάλου αριθμού διαφορετικών τίτλων, κατάλληλα διασπαρμένων σε αγορές, τις οποίες κατά κανόνα δε μπορεί να αναλύσει και να χειριστεί μόνος του. Το κάθε ένα μερίδιο Α/Κ διαιρείται σε δεκάδες διαφορετικές μετοχές και ομολογίες. Η διασπορά αυτή μειώνει σημαντικά την πιθανότητα να χάσει κανείς χρήματα, καθώς «η πρώτη κίνηση για να κερδίσεις είναι το να μη χάσεις».

Οι επενδυτές του Αμοιβαίου Κεφαλαίου μοιράζονται τα κέρδη, τις ζημιές, τα εισοδήματα και τα έξοδα σε μια αναλογική βάση.

Σήμερα, στην ελληνική αγορά κυκλοφορούν δεκάδες Αμοιβαία Κεφάλαια, το καθένα από τα οποία έχει έναν απόλυτα συγκεκριμένο επενδυτικό στόχο. Ο στόχος αυτός αποτελεί τον κυριότερο οδηγό για το είδος των επενδύσεων, τις οποίες θα ακολουθήσει ο διαχειριστής του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

Το όνομα του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, συχνά, αποτελεί προσδιοριστικό παράγοντα της επενδυτικής του φιλοσοφίας και των επενδυτικών του στόχων. Αυτό βέβαια δεν συμβαίνει πάντα.

Το τμήμα της λογιστικής παρακολούθησης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου καθημερινά υπολογίζει την αξία του συνόλου των επενδύσεών του. Το αποτέλεσμα του υπολογισμού αυτού αποτελεί και το συνολικό ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Στη συνέχεια, αφού αφαιρεθούν τα λειτουργικά έξοδα καθώς και οι άλλες υποχρεώσεις του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, διαιρείται το τελικό πόσο δια του αριθμού των κυκλοφορούντων μεριδίων και το αποτέλεσμα που προκύπτει είναι η αξία του μεριδίου ή πιο συγκεκριμένα η καθαρή τιμή του κάθε μεριδίου.

Σημαντικό είναι να τονίσουμε ότι στην πράξη κανένα αμοιβαίο κεφάλαιο δεν έχει εγγυημένη απόδοση και οι προηγούμενες αποδόσεις δε διασφαλίζουν τις μελλοντικές.

Πάντα, η διακύμανση των τιμών των μεριδίων των Α/Κ ακολουθεί τους κανόνες και τη λογική των κεφαλαιαγορών στις οποίες αυτά επενδύουν. Τα Α/Κ βέβαια λειτουργούν υπό την αιγίδα και τους αυστηρούς κανόνες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και των μεγάλων χρηματοπιστωτικών οργανισμών που ελέγχουν τις Α.Ε.Δ.Α.Κ.

1.2 Παράγοντες των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

ΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (Α/Κ) ΕΙΝΑΙ :

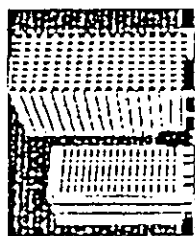
- > Η ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (Α.Ε.Δ.Α.Κ.)
- > Ο ΘΕΜΑΤΟΦΥΛΑΚΑΣ
- > ΟΙ ΜΕΡΙΔΙΟΥΧΟΙ
- > Η ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

ΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΤΟΥΣ ΔΙΑΜΟΡΦΩΝΕΤΑΙ ΑΠΟ :

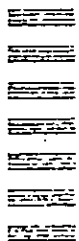
- > ΤΟ ΝΟΜΟ (1969/93) με τις μέχρι σήμερα τροποποιήσεις του
- > ΤΟΝ ΚΑΝΟΝΙΣΜΟ ΤΟΥ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ
- > ΤΟΝ ΚΩΔΙΚΑ ΔΕΟΝΤΟΛΟΓΙΑΣ

Η Α.Ε.Δ.Α.Κ., ο Θεματοφύλακας, οι Μεριδιούχοι και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς λειτουργούν μέσα στα νομικά και κανονιστικά πλαίσια, όπως αυτά ορίζονται από το Νόμο 1969/91, τον Κανονισμό Δεοντολογίας και τον Κανονισμό του Α/Κ. Παραστατικά οι παράγοντες της αγοράς των Α/Κ μπορούν να απεικονισθούν στο παρακάτω σχήμα :

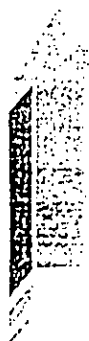
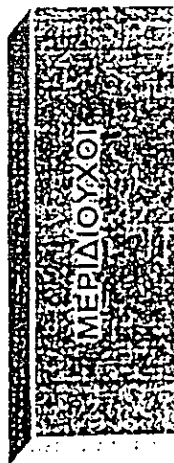
ΝΟΜΟΣ 1969/91 / ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ ΤΟΥ Α/Κ / ΚΩΔΙΚΑΣ ΔΕΟΝΤΟΛΟΓΙΑΣ



Α.Ε.Δ.Α.Κ.



ΘΕΜΑΤΟΦΥΛΑΚΑΣ



ΔΙΚΤΥΟ ΠΩΛΗΣΕΩΝ

ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

Έκδοση Εβδομαδιαίων Γραπτών - Σημερινή Ημερησίως Αρριβήσεων Κερφάτων

ΕΝΟΠΙΑΣ: ΤΟ ΠΑΝΣΙΟ ΑΠΟΤΥΡΙΑΣ ΤΗΣ Α.Κ - ΚΩΔΙΚΑΣ ΔΕΟΝΤΟΛΟΓΙΑΣ

1.3 Τι είναι λοιπόν το Α/Κ ;

Θα μπορούσαμε, λοιπόν, να πούμε ότι το Α/Κ είναι μια δεξαμενή χρημάτων πολλών επενδυτών ή αλλιώς το κοινό ταμείο πολλών επενδυτών που εμπιστεύονται τη διαχείριση των χρημάτων τους σε ένα διαχειριστή και μάλιστα δίνουν την εντολή να τα μοιράσει σε διαφορετικά είδη επενδύσεων (να τα διασπείρει δηλαδή), να παρακολουθεί την εξέλιξη των επενδύσεων αυτών και να τους ενημερώνει ανά τακτά χρονικά διαστήματα για την πορεία της επένδυσής τους.

Σε περίπτωση που κάποιος από τους συνδικαιούχους θελήσει να φύγει από το κοινό αυτό ταμείο προβλέπεται ότι μπορεί άμεσα να το κάνει, με απλές διαδικασίες αναλαμβάνοντας το μέρος των χρημάτων που τη στιγμή εκείνη του αναλογούν, και να αποχωρήσει, φυσικά χωρίς να διαταραχθούν οι επενδύσεις αυτών που παραμένουν.

Επίσης υπάρχει εκ των προτέρων συμφωνία ότι αν στην πορεία του χρόνου εμφανιστούν και άλλοι επενδυτές και θελήσουν να συμμετάσχουν στο κοινό αυτό ταμείο θα μπορούν να το κάνουν με εύκολες πάλι διαδικασίες και χωρίς φυσικά με κανέναν τρόπο να επιβαρύνουν τους υφιστάμενους επενδυτές.

Αν όλες τις πιο πάνω κινήσεις τις εντάξουμε σε ένα πλαίσιο κανονισμών και ελέγχων (τις «κανονικοποιήσουμε» δηλαδή) θα έχουμε δημιουργήσει τη μορφή επένδυσης που ονομάζεται Αμοιβαίο Κεφάλαιο.

Υπάρχουν πολλοί τύποι (κατηγορίες) αμοιβαίων κεφαλαίων. Καθοριστικός παράγοντας για την κατάταξή τους είναι το είδος των επενδύσεων που πραγματοποιούν.

Ο συνδυασμός των Α/Κ και οι μικρές αποκλίσεις του ενός από το άλλο δημιουργούν την πληθώρα αμοιβαίων κεφαλαίων που παρέχονται σήμερα στην ελληνική και στη διεθνή αγορά.

Το Α/Κ δεν είναι Νομικό Πρόσωπο. Ο Νόμος το ορίζει ως «μια αδιάσπαστη ομάδα περιουσίας πολλών δικαιούχων υπό κοινή διαχείριση τρίτου». Η περιουσία (ενεργητικό) του Α/Κ αποτελείται από κινητές αξίες και μετρητά και ανήκει εξ αδιαιρέτου στους μεριδιούχους, ανάλογα με τον αριθμό των μεριδίων τους. Με την ενεργοποίηση του υφιστάμενου

Νόμου θα επιτραπεί στο άμεσο μέλλον η δημιουργία Α/Κ που θα επενδύουν σε ακίνητα.

Από το Νόμο καθορίζονται οι εξής αρχές που διέπουν τη λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων :

- Η αρχή του αδιάσπαστου. Η περιουσία δηλαδή του Α/Κ δεν διαιρείται, αλλά το κάθε της στοιχείο ανήκει αδιαίρετα και αναλογικά σε κάθε ένα δικαιούχο. Ο διαχειριστής ενός Α/Κ ενεργεί ενιαία και το ίδιο για όλους τους μεριδιούχους και όχι για κάθε έναν από αυτούς ξεχωριστά.
- Η αρχή της εξαγοράς. Ο κάθε επενδυτής που συμμετέχει στο Α/Κ έχει δικαίωμα να αποχωρήσει, όταν αυτός το θελήσει.
- Η αρχή του ανοικτού αριθμού. Στο Α/Κ έχουν δυνατότητα να εισέλθουν νέα μέλη, ακολουθώντας συγκεκριμένες διαδικασίες εισαγωγής.
- Η αρχή του αδιανέμητου. Η οποία είναι παράγωγο των πιο πάνω αρχών η οποία αναφέρει ότι δεν είναι δυνατή η διανομή της κοινής περιουσίας καθ' οιονδήποτε τρόπο εκτός από αυτόν της εξαγοράς.

Μελετώντας τις πιο πάνω αρχές, γίνεται φανερό ότι το ενεργητικό του Α/Κ μεταβάλλεται όχι μόνο από τη μεταβολή της τιμής των τίτλων στους οποίους έχει επενδύσει αλλά και από την καθημερινή εξαγορά μεριδίων από υφιστάμενους μεριδιούχους και αγορά μεριδίων από νέους μεριδιούχους. Είναι δηλαδή εταιρεία ανοικτού τύπου (open – end fund). Η έννοια αυτή θα γίνει περισσότερο κατανοητή αν συγκρίνουμε το Α/Κ με μια άλλη ανώνυμη εταιρεία, η οποία επενδύει τα κεφάλαιά της σε κινητές αξίες, της Εταιρεία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (.Ε.Ε.Χ.). Μια Ε.Ε.Χ. για να μεταβάλλει (αυξήσει) το μετοχικό της κεφάλαιο, θα πρέπει να προβεί σε αύξηση Μετοχικού κεφαλαίου με παροχή δικαιωμάτων προτίμησης στους υφιστάμενους μετόχους της. Η εταιρεία αυτή ονομάζεται κλειστού τύπου (close – end fund). Είναι φανερό ότι το μετοχικό κεφάλαιο των εταιρειών αυτών παραμένει σχετικά σταθερό, σε αντίθεση με το ενεργητικό του Α/Κ, το οποίο μεταβάλλεται καθημερινά.

Με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, για να συστηθεί σήμερα νέο Α/Κ πρέπει να έχει ελάχιστο ενεργητικό Δρχ. 400.000.000. - * (1.173.881 Ευρώ), ολοσχερώς καταβεβλημένο σε Θεματοφύλακα.

Το Α/Κ είναι επενδυτικός οργανισμός κάθετης μορφής. Διενεργούνται δηλαδή διαδοχικές επενδύσεις. Πρώτα ο επενδυτής επενδύει το κεφάλαιό του σε μερίδια του Α/Κ και στη συνέχεια οι διαχειριστές του Α/Κ επενδύουν το συνολικό ενεργητικό σε κινητές αξίες.

Το Α/Κ είναι συμβατικής και όχι εταιρικής μορφής. Όπως θα δούμε και στα επόμενα κεφάλαια, οι υποχρεώσεις και τα δικαιώματα των συμμετεχόντων σε αυτό (μεριδιούχοι, Α.Ε.Δ.Α.Κ., Θεματοφύλακας) καθορίζονται με την αποδοχή εκ μέρους όλων του κανονισμού του Α/Κ, ο οποίος στην περίπτωση αυτή λειτουργεί ως σύμβαση.

1.4 Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.)

Στην Ελλάδα αμοιβαία κεφάλαια μπορούν να συστήνουν και να διαχειρίζονται ειδικά νομικά πρόσωπα, τα οποία είναι ανώνυμες εταιρείες με έδρα την Ελλάδα, οι οποίες αποκλειστικό σκοπό έχουν τη διαχείριση Α/Κ.

Για να λειτουργήσουν πέραν όσων απαιτούνται για τις ανώνυμες εταιρείες, πρέπει να έχουν και την έγκριση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Οι εταιρείες αυτές ονομάζονται «Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων» (ΑΕΔΑΚ). 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 Α/Κ, μια οικογένεια δηλαδή 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 (ονοματεπώνυμο, θέση κτλ.)

γνωστοποιεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Συνήθως, κάθε Α.Ε.Δ.Α.Κ. δημιουργεί μια επενδυτική επιτροπή, που αποφασίζει για την επενδυτική στρατηγική κάθε Α/Κ 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 Α/Κ.

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 επιταχύνεται 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 εκτός των άλλων να έχει μετοχικό κεφάλαιο 400* εκατ. δραχμές, ολοσχερώς καταβεβλημένο. Επίσης, τα 2/5 τουλάχιστον 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 εκ. 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 Α/Κ.

1.4.1 Διαχείριση

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 τω επενδύσεων.
- ❖ Την παρακολούθηση της ανάμενόμενης 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 επενδύσεων τους.

Βασικό στοιχείο των επενδύσεων των Α/Κ 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 Α/Κ 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 Α/Κ τα οποία να επενδύουν σε άλλες μορφές επενδύσεων εκτός από τις κινητές αξίες, όπως είναι τα ακίνητα, τα μέταλλα, τα έργα τέχνης κτλ.

Ενδεικτικά λοιπόν το Α/Κ επενδύει :

- Σε κινητές αξίες εισηγμένες στην κύρια και στην παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α. και των ευρωπαϊκών (Ο.Ν.Ε.) 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 περιοριστούν κατά το δυνατόν τέτοιου είδους κινήσεις. Έτσι, έχουν τεθεί περιορισμοί όσον αφορά τα ποσοστά κατά τα οποία συμμετέχει κάθε κινητή αξία στο ενεργητικό κάθε Α/Κ αλλά και το σύνολο του ενεργητικού των Α/Κ που διαχειρίζεται μια Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Ενδεικτικά αναφέρουμε ότι δεν επιτρέπεται στο Α/Κ να επενδύσει περισσότερο από το δέκα τοις εκατό (10%) της καθαρής του αξίας σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη και πάνω από το σαράντα τοις εκατό (40%) της καθαρής αξίας του σε κινητές αξίες εκδοτών, σε καθέναν από τους οποίους έχει επενδύσει ποσοστό μεγαλύτερο από το πέντε τοις εκατό (5%) της καθαρής του αξίας.

Επίσης, το Α/Κ επιτρέπεται να αποκτά μερίδια λοιπών Α/Κ εκτός εάν τα διαχειρίζεται η ίδια 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.

Τέλος, η Α.Ε.Δ.Α.Κ., για το σύνολο των Α/Κ που διαχειρίζεται, δεν επιτρέπεται να αποκτά μετοχές με δικαίωμα ψήφου μιας εταιρείας που αντιπροσωπεύουν ποσοστό μεγαλύτερο από το δέκα τοις εκατό (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.

Επίσης, η Α.Ε.Δ.Α.Κ. μπορεί να χρησιμοποιεί μέσα και τεχνικές για την αποτελεσματική διαχείριση του καρτοφυλακίου που διαχειρίζεται και για την κάλυψη του συναλλαγματικού κινδύνου. Στα πιο πάνω μέσα συμπεριλαμβάνονται, με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, τα χρηματιστηριακά παράγωγα.

1.5 Θεματοφύλακας

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 δε θα μπορούσε να μην εφαρμόζεται και στα Α/Κ.

Όπως είπαμε η Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι ο διαχειριστής των Α/Κ. Επίσης, πραγματοποιεί στο λογιστήριο της τις λογιστικές εγγραφές που απαιτούνται για τα Α/Κ 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 Α/Κ (μετρητά, Έντοκα Γραμμάτια Ελληνικού Δημοσίου, Ομόλογα, Μειοχές κτλ.) σε παρακαταθήκη Θεματοφύλακα, που είναι ο ταμίας και ο ελεγκτής των πράξεων της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και ο οποίος 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. Δεν απαγορεύει, όμως, ο Νόμος, 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 Α/Κ 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 Α/Κ που διαχειρίζονται περισσότερες της μιας Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Για να λειτουργήσει μια τράπεζα ως Θεματοφύλακας Α/Κ, θα πρέπει να έχει λάβει σχετική έγκριση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Ο Θεματοφύλακας είναι υποχρεωμένος να εκτελεί τις εντολές της Α.Ε.Δ.Α.Κ., εκτός εάν αυτές είναι αντίθετες με τον 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 (συνήθως γίνεται μνεία του ονόματος του συγκεκριμένου Α/Κ), το Α/Κ 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, στα οποία συμπεριλαμβάνονται όλες οι εργασίες θεματοφυλακής, όπως συμμετοχή σε Α.Μ.Κ. των εταιρειών μετοχές των οποίων κατέχουν τα Α/Κ, είσπραξη μερισμάτων κτλ.

Ο Θεματοφύλακας προσυπογράφει τον κανονισμό των Α/Κ που διαχειρίζεται ο 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 Α/Κ.

1.6 Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Η Επιτροπή 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.

Εκδίδει κανονιστικές διατάξεις, προς διευθέτηση των ζητημάτων που προκύπτουν στα πλαίσια της αρμοδιότητας της. Έχει όμως και την

εξουσία να επιβάλλει κυρώσεις, πρόστιμα και πειθαρχικές ποινές. Με τον τρόπο αυτό επιτηρεί την εφαρμογή της χρηματιστηριακής νομοθεσίας και φροντίζει για την προστασία του επενδυτικού κοινού.

Επίσης, σε συνεργασία με την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, έχει θεσπίσει και εποπτεύει την εφαρμογή δυο κωδικών δεοντολογίας, ενός για τις Α.Χ.Ε., τις Ε.Π.Υ.Ε., τις Α.Χ.Ε.Π.Ε.Υ. και τις Ε.Λ.Δ.Ε. και ενός για τις Α.Ε.Δ.Α.Κ. Σύντομα, πρόκειται να εκδοθεί αντίστοιχος κώδικας δεοντολογίας και για τις εισηγμένες στο Χ.Α.Α. εταιρείες όσον αφορά τις υποχρεώσεις τους που απορρέουν από την εισαγωγή των μετοχών τους για διαπραγμάτευση στο Χ.Α.Α.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εξετάζει μόνο εγγραφές 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 στην 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 Α/Κ καθώς και κάθε δυσμενής απόφαση που λαμβάνει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς θα πρέπει να αιτιολογείται και να ανακοινώνεται στον αιτούντα.

1.7 Μεριδία

Για να είναι δυνατόν ο κάθε επενδυτής να γνωρίζει κάθε ημέρα, με ακρίβεια, το τμήμα της κοινής περιουσίας που του ανήκει, η κοινή περιουσία των επενδυτών κάθε Α/Κ διαιρείται σε ισάξια μέρη, τα οποία ονομάζονται μεριδία. Ο αριθμός των μεριδίων που κατέχει ο 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 Α/Κ. Όπως ήδη έχουμε αναφέρει, 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 Ηνωμένων Πολιτειών έχουν εμφανιστεί τα Χρηματιστηριακώς διαπραγματεύσιμα Α/Κ των οποίων τα μερίδια είναι εισηγμένα στο Χρηματιστήριο και αποτελούν αντικείμενο χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης.

Στο σημείο αυτό, εντοπίζεται άλλη μια διαφορά μεταξύ των Α/Κ και των Ε.Ε.Χ. οι μετοχές των οποίων διαπραγματεύονται (αγοράζονται και πωλούνται) στο Χ.Α.Α. Οι επενδυτές ανταλλάσσουν (αγοράζουν και πωλούν) τις μετοχές τους στο Χ.Α.Α. Οι τιμές και η ρευστότητα των οποίων ακολουθούν τις συνθήκες της αγοράς (π.χ. limit up, limit down, «κλειδώμα» κτλ).

Οι τίτλοι των Α/Κ είναι ονομαστικοί. Ο κάθε μεριδιούχος παραλαμβάνει έναν ονομαστικό τίτλο, στον οποίο αναγράφεται ο αριθμός των μεριδίων που του ανήκουν αλλά και τα ονοματεπώνυμα των λοιπών συνδικαιούχων, εάν υπάρχουν. Για τους συνδικαιούχους των τίτλων του Α/Κ εφαρμόζονται οι διατάξεις του Νόμου που αφορούν τους κοινούς λογαριασμούς (φορολογική αντιμετώπιση, εξαγορά από τον καθένα χωριστά χωρίς τη σύμπραξη των υπολοίπων κτλ).

Στην πράξη σήμερα τα Α/Κ 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 Α/Κ. 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 μερίδια του ή μέρος αυτών, θα πρέπει να επιστρέψει τον τίτλο στην Α.Ε.Δ.Α.Κ. με σκοπό την ακύρωση του. Ευνόητο είναι ότι για λόγους ασφάλειας (κλοπή, απώλεια κτλ.), απλοποίησης των διαδικασιών διάθεσης και εξαγοράς αλλά και κόστους (τα έξοδα για την έκδοση των τίτλων βαρύνουν το Α/Κ), θα πρέπει οι πωλητές να συστήνουν στους μεριδιούχους να αποφεύγουν να ζητούν την έκδοση των τίτλων.

Ακόμη, οι τίτλοι Α/Κ μπορούν να ενεχυριάζονται για εξασφάλιση απαιτήσεως.

1.7.1 Αποτίμηση

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 της αποτίμησης του ενεργητικού των Α/Κ που αυτή διαχειρίζεται.

Ο ακριβής τρόπος αποτίμησης περιγράφεται στον κανονισμό του κάθε Α/Κ. Ο γενικός κανόνας όμως είναι ότι στο τέλος της κάθε μέρας για κάθε έναν τίτλο (μετοχή, ομόλογο κτλ.) πολλαπλασιάζεται ο αριθμός (των τίτλων) που έχει στο χαρτοφυλάκιο του το κάθε Α/Κ 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 Α/Κ προκύπτει το καθαρό ενεργητικό του Α/Κ. Αυτό το καθαρό ενεργητικό διαιρείται δια του αριθμού των

κυκλοφορούντων μεριδίων του Α/Κ και το ποσό που προκύπτει ονομάζεται,

$$\text{καθαρή τιμή μεριδίου} = \frac{\text{σύνολο καθαρού ενεργητικού}}{\text{αριθμός κυκλοφορούντων μεριδίων}}$$

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 να 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 Α/Κ, στην ελληνική αγορά υπήρχε δυσκολία στην αποτίμηση των ομολόγων. Όμως, μετά τον εκσυγχρονισμό της δευτερογενούς αγοράς των αυτών τίτλων με τη λειτουργία του μηχανογραφικού συστήματος στην Τράπεζα της Ελλάδος και την καθημερινή αποτίμηση των Ομολόγων και των Εντόκων Γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου έχει ξεπεραστεί το πρόβλημα αυτό.

Βέβαια, μετά από την καθημερινή αυτή αποτίμηση των τίτλων καθίσταται πλέον όλο και πιο δύσκολη η προσφορά προϊόντων Α/Κ με προϋπολογισμένη και «εγγυημένη» απόδοση, τα οποία στην πράξη τείνουν να καταργηθούν. Ήδη, έχει συρρικνωθεί σημαντικά ο μέγιστος χρόνος επένδυσης στα προϊόντα με προκαθορισμένη ημερομηνία εξαγοράς και προϋπολογισμένη πιθανολογούμενη τελική απόδοση.

1.7.2 Τιμές Μεριδίων

Όπως αναφέρεται πιο πάνω η Α.Ε.Δ.Α.Κ. και ο Θεματοφύλακας αμείβονται για τις υπηρεσίες που παρέχουν στους μεριδιούχους. Εκ τούτου προκύπτει νόμιμη προμήθεια τόσο επί των νέων μεριδίων που εκδίδονται όσο και επί αυτών που εξαγοράζονται. Έτσι, ο νέος μεριδιούχος θα αγοράσει τα μερίδια του με :

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

Ενώ ο υφιστάμενος μεριδιούχος θα εξαγοράσει τα μερίδια του με :

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

Όλες τις πιο πάνω τιμές καθώς και το καθαρό ενεργητικό του Α/Κ και ο αριθμός των κυκλοφορούντων μεριδίων δημοσιεύονται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. στον Τύπο της μεθεπόμενης ημέρας.

Για την καλύτερη κατανόηση των πιο πάνω παραθέτουμε ένα απλουστευμένο παράδειγμα απολογισμού Α/Κ.

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΗΜΕΡΗΣΙΑΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ Α/Κ

Μετοχές στο Χαρτοφυλάκιο	Τεμάκια	Τιμή Κλεισίματος Χ.Α.Α	Αξία	Σύνολο
Τράπεζα Α.Ε.	10.000	15	150.000.-	
Περιοδικό Α.Ε.	4.000	10	40.000.-	
Αλεύρι Α.Ε.	15.000	7	105.000.-	
Μερικό σύνολο μετοχικού χαρτοφυλακίου				295.000.-
Έντοκα Γραμμάτια Δημοσίου			700.000.-	
Καταθέσεις			25.000.-	
Δεδουλευμένοι Τόκοι			1.000.-	
Σύνολο χαρτοφ. Ομολόγων κτλ.				726.000.-
Διάφορες Υποχρεώσεις			1.000.-	
Σύνολο Καθαρού Ενεργητικού				1.020.000.-

ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ = 1.020.000.-

ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΡΙΔΙΩΝ ΣΕ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑ = 1.000.000

$$\text{ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ ΜΕΡΙΔΙΟΥ} = \frac{1.020.000}{1.000.000} = 1,02 \text{ Ευρώ}$$

Στις υποχρεώσεις του Α/Κ συμπεριλαμβάνονται μικρού ύψους βραχυπρόθεσμα δάνεια που έχουν δικαίωμα να παίρνουν με σκοπό να αντιμετωπίσουν τις άμεσες ανάγκες ρευστότητάς τους. Δεν επιτρέπεται (φυσικά) στα Α/Κ να δανείζονται με σκοπό την επένδυση.

Άλλα έξοδα που βαρύνουν το Α/Κ και που αναφέρονται στον Κανονισμό του είναι :

- Οι αμοιβές της Α.Ε.Δ.Α.Κ. του Θεματοφύλακα, των ορκωτών λογιστών για τον έλεγχο του Α/Κ.
- Οι δαπάνες αλληλογραφίας με τους μεριδιούχους.
- Τα έξοδα έκδοσης των υποχρεωτικών ενημερωτικών δελτίων.
- Όλα τα έξοδα έκδοσης 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 Α/Κ.
- Όλες οι άλλες δαπάνες που πραγματοποιούνται για λογαριασμό του Α/Κ 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 Α/Κ, εισπράττει και ετήσια αμοιβή διαχείρισης επί των ημερήσιων αποτιμήσεων του καθαρού ενεργητικού του Α/Κ

1.7.3 Σύσταση Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Κατά τη συγκρότηση ενός νέου Α/Κ η ενδιαφερόμενη Α.Ε.Δ.Α.Κ. υποβάλλει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αίτηση, η οποία συνοδεύεται από τον κανονισμό του Α/Κ, τον αναλυτικό πίνακα των (αρχικών) επενδύσεων του Α/Κ και δήλωση Τράπεζας, η οποία δέχεται τον Κανονισμό, τον αναλυτικό πίνακα και το διορισμό της ως Θεματοφύλακα του εν λόγω Α/Κ.

Εάν η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς συναινέσει στην κυκλοφορία του νέου αυτού Α/Κ, χορηγεί «άδεια σύστασής Α/Κ».

Το ελάχιστο αρχικό ενεργητικό του Α/Κ ανέρχεται σήμερα στο ύψος των δρχ. 400.000.000. - * (ποσό που εκ των πραγμάτων θα μεταβληθεί και λόγω της εισαγωγής του Ευρώ). Το ποσό αυτό συνήθως προσφέρεται από τους ιδρυτές της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και κατατίθεται στο Θεματοφύλακα.

Στη συνέχεια, η Α.Ε.Δ.Α.Κ. καθορίζει (αυθαίρετα) την αρχική τιμή του κάθε μεριδίου π.χ. 10 Ευρώ και προσφέρει το νέο Α/Κ στους επενδυτές. Κατά τη διάρκεια της πρώτης ημέρας κυκλοφορίας του πραγματοποιούνται οι επενδύσεις, σύμφωνα με τον κανονισμό του και τον αναλυτικό πίνακα.

Την πρώτη ημέρα κυκλοφορίας ενός Α/Κ, το οποίο έχει αρχικό ενεργητικό π.χ. 1.200.000. - Ευρώ, αυτό διαιρείται σε 120.000. - μερίδια, με αρχική τιμή του κάθε μεριδίου τα 10 Ευρώ.

Την επόμενη μέρα η τιμή των μεριδίων του Α/Κ θα έχει μεταβληθεί, διότι, ακόμη και κανένας νέος μεριδιούχος να μην έχει εισέλθει στην κοινωνία του Α/Κ, θα έχει μεταβληθεί η τρέχουσα αξία των κινητών αξιών στις οποίες έχει επενδύσει, με αποτέλεσμα τη μεταβολή του καθαρού ενεργητικού του Α/Κ.

1.7.4 Διάθεση - Εξαγορά Μεριδίων

Έχουμε ήδη αναφέρει ότι ο νέος μεριδιούχος αγοράζει τα μερίδια 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 υφιστάμενων μεριδιούχων να παραμένει ίδια.
- Το συνολικό ενεργητικό του Α/Κ να συμπεριλαμβάνει τις νέες αγορές.
- Να δημιουργούνται τόσα νέα μερίδια όσα αναλογούν στο νέο κεφάλαιο που εισήλθε στο κοινό ταμείο του Α/Κ.

Όλα τα πιο πάνω συμβαίνουν διότι κατά με... την εξαγορά των μεριδίων η Α.Ε.Δ.Α.Κ. ακυρώνει τα μερίδια που εξαγοράζονται κατά δε την εισροή νέων κεφαλαίων δημιουργεί νέα μερίδια. Σε αντίθεση, δηλαδή, με τις μετοχές των ανώνυμων Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, οι οποίες αγοράζονται και πωλούνται μεταξύ των επενδυτών στο Χ.Α.Α.

Για την καλύτερη κατανόηση των πιο πάνω, παραθέτουμε ένα παράδειγμα :

Ας υποθέσουμε ότι στο Α/Κ με στοιχεία :

- Ενεργητικό 1.200.000.- Ε
- Καθαρή τιμή Ε 10. -
- Αριθμός κυκλοφορούντων μεριδίων 120.000. -
- Προμήθεια διάθεσης 5%, Προμήθεια Εξαγοράς 2%.
- Τιμή διάθεσης = $10 + 0,5 = 10,5$ - Ε
- Τιμή εξαγοράς = $10 - 0,2 = 9,8$ - Ε

Θέλει ένας νέος επενδυτής να επενδύσει ποσό : Ε 10.000.-

Θα αγοράσει : $10.000/10,50 = 952,381$ μερίδια.

Το καθαρό ενεργητικό του Α/Κ θα πιστωθεί, δηλαδή, με :

Ευρώ 952.381×10 (καθαρή τιμή) = 9.523,81.-

Αν υποθέσουμε ότι :

1. δεν έγιναν άλλες συναλλαγές,
2. δεν μεταβλήθηκαν οι τιμές των τίτλων που έχει επενδύσει το Α/Κ,
θα έχουμε τα εξής :

καθαρό ενεργητικό = 1.209.523,81. - Ε

αριθμός μεριδίων = 120.952,381

$$\text{Καθαρή τιμή μεριδίου} = \frac{1.209.523,81 -}{120.952,381} = 10 - \text{ Ευρώ}$$

Σε αντίστοιχο συμπέρασμα θα καταλήξουμε, εάν αναπτύξουμε παράδειγμα (με τις ίδιες πιο πάνω παραδοχές) για εξαγορά μεριδίων.

1.8 Μεριδιούχοι

Οι επενδυτές των Α/Κ ονομάζονται μεριδιούχοι κάτοχοι, δηλαδή, των μεριδίων.

Ο αριθμός των μεριδίων που κατέχει ένας μεριδιούχος προσδιορίζει το ποσοστό ιδιοκτησίας του στην κοινή περιουσία.

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

Για να γίνει ένας επενδυτής μεριδιούχος σε ένα Α/Κ, 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 Α/Κ, 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 Α/Κ προσδιορίζει και τη συμβατική σύνδεση του μεριδιούχου με το Θεματοφύλακα καθώς και με τους λοιπούς υφιστάμενους και μελλοντικούς μεριδιούχους.

Οι μεριδιούχοι δεν φέρουν καμία ευθύνη για παρεμβάσεις της Α.Ε.Δ.Α.Κ. ή του Θεματοφύλακα και εκπροσωπούνται 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, όπως είπαμε, ο Θεματοφύλακας είναι ο ταμίας του Α/Κ.

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 μερίδια του τότε και πάλι θα πρέπει να υποβάλλει σχετική αίτηση, και η Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι υποχρεωμένη από το Νόμο να ακυρώσει τα μερίδια του και να του καταβάλει το σχετικό αντίτιμο, που προκύπτει με βάση την τιμή εξαγοράς των μεριδίων της ημέρας υποβολής της αίτησης, εντός 5 (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.

1.9 Συνέλευση Μεριδιούχων

Δεν είναι ιδιαίτερα γνωστό ότι μπορεί να συγκληθεί γενική συνέλευση μεριδιούχων, μια που στην ιστορία των Α/Κ 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 Α/Κ πέσει κατά το

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 Α/Κ.

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

1.10 Ενημέρωση μεριδιούχων από την Α.Ε.Δ.Α.Κ.

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

Σε πρώτο στάδιο, την ημέρα κατά την οποία θα υποβάλει 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 να αναγράφει το ποσοστό προμηθειών που προβλέπεται από τον κανονισμό, του συγκεκριμένου Α/Κ τόσο για την αγορά των μεριδίων όσο και την εξαγορά τους.

Το ενημερωτικό δελτίο που παραδίδεται στον επενδυτή περιέχει :

- ❖ Τον Κανονισμό του Α/Κ στο οποίο εισέρχεται.
- ❖ Την ημερομηνία σύστασης του Α/Κ 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 Α/Κ.
- ❖ Την ταυτότητα των προσώπων που είναι υπεύθυνα για τον έλεγχο των λογιστικών στοιχείων.

- ❖ Τη νομική μορφή του είδους του δικαιώματος που αντιπροσωπεύει το μερίδιο.
- ❖ Την εταιρική έδρα και διεύθυνση της Α.Ε.Δ.Α.Κ.
- ❖ Αναφορά στα λοιπά Α/Κ 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.
- ❖ Επίσης, ανάλογα με τα πιο πάνω αναφέρονται ανάλογα στοιχεία για τον θεματοφύλακα καθώς και τα σημαντικότερα στοιχεία της σύμβασης με τον σύμβουλο χρηματιστηριακών επενδύσεων εάν υπάρχει.
- ❖ Γενικά στοιχεία που επιτρέπουν στους επενδυτές να διαμορφώσουν τεκμηριωμένη γνώμη για τη μελλοντική τους επένδυση.

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

Η διαχειριστική χρήση του Α/Κ ταυτίζεται με τη διάρκεια του ημερολογιακού έτους. Η πρώτη διαχειριστική χρήση μπορεί να είναι μικρότερης διάρκειας με λήξη την 31^η Δεκεμβρίου του έτους έναρξης λειτουργίας του Α/Κ.

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

- Την περιουσιακή κατάσταση του Α/Κ.
- Αναλυτικό λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσης.
- Τα διανεμόμενα και τα επανεπενδυόμενα κέρδη.

- Τις συνολικές εισροές και εκροές από τη διάθεση και εξαγορά μεριδίων, και όλες τις μεταβολές που επηρέασαν το ενεργητικό και το παθητικό του Α/Κ 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.
- Τη αξία του μεριδίου.
- Ανάλυση των επενδύσεων (κινητών αξιών κτλ.) του Α/Κ σύμφωνα με τον κανονισμό του.
- Συγκριτικό πίνακα τουλάχιστον των τριών τελευταίων διαχειριστικών χρήσεων. Εννοείται βέβαια ότι στα Α/Κ μικρότερης διάρκειας ζωής ο συγκριτικός πίνακας θα δίνεται από την ημερομηνία σύστασής τους.
- Κάθε άλλη σημαντική πληροφορία, η οποία θα συμβάλει στην ορθότερη επενδυτική απόφαση του επενδυτή.
- Μνεία του ύψους των υποχρεώσεων που απορρέουν από κάθε μία κατηγορία πράξεων που πραγματοποίησε το Α/Κ 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 (30/6 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 μια ημερήσια πολιτική και σε μια ημερήσια οικονομική εφημερίδα των Αθηνών συνοπτική κατάσταση του ενεργητικού του Α/Κ, ο λογαριασμός αποτελεσμάτων χρήσεως καθώς και η διάθεση των κερδών.

Επίσης, οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι υποχρεωμένες να αποστέλλουν στους μεριδιούχους τουλάχιστον κάθε ημερολογιακό τρίμηνο, ενημερωτικά έντυπα (statement), 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 απόδοσης.

1.11 Ο Κανονισμός του Α/Κ

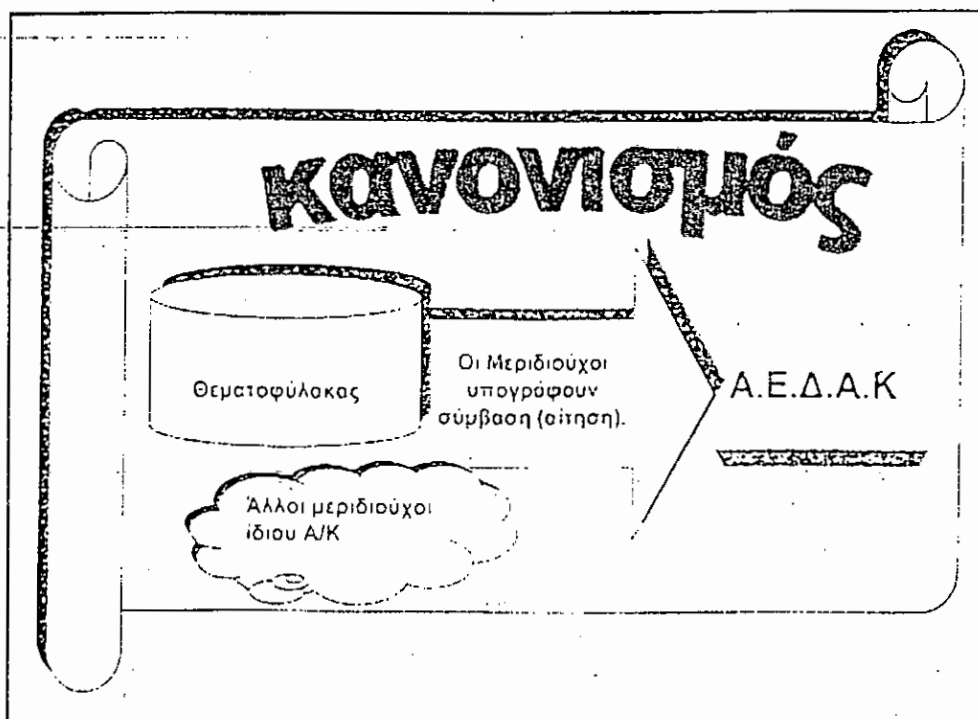
Ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες του Α/Κ είναι ο Κανονισμός λειτουργίας του.

Όπως ήδη έχουμε αναφέρει, το Α/Κ 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 Α/Κ εξασφαλίζει την ενότητα της ομάδας (κοινωνίας) στην οποία συμμετέχουν οι μεριδιούχοι.

Όπως δείχνει δηλαδή και το παρακάτω σχήμα, 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 Α/Κ.

Από την αποδοχή του κανονισμού γεννιέται η σχέση μεριδιούχου – θεματοφύλακα, μια που ο κανονισμός σαφώς αναφέρει την Τράπεζα που εκτελεί χρέη θεματοφύλακα για το συγκεκριμένο Α/Κ, και τέλος γεννιέται η σχέση κάθε μεριδιούχου προς όλους τους άλλους μεριδιούχους. Όλες οι πιο πάνω σχέσεις στην ουσία διέπονται από τον κανονισμό.



Κανονισμός

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

- Την Ονομασία του Α/Κ και τις επωνυμίες της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και του Θεματοφύλακα.
- Το σκοπό του Α/Κ, 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 Α/Κ.
- Την τιμή των μεριδίων κατά την ημέρα σύστασης του Α/Κ.
- 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 Α/Κ.
- Τους όρους διάθεσης και εξαγοράς των μεριδίων.
- Μνεία της διάρκειας του Α/Κ.
- Αναφορά του τι είναι Α/Κ και ποιες Νομοθετικές διατάξεις το περιορίζουν.

- Ανάλυση του πώς διαιρείται η περιουσία του Α/Κ, με ποιο τρόπο αποδεικνύεται η συμμετοχή σε αυτό, και ποια στοιχεία που... περιέχουν οι ονομαστικοί τίτλοι Α/Κ.
- Αναφορά ότι εφαρμόζονται ανάλογα οι 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 μεριδιούχων.
- Περιγραφή του τρόπου αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων του Α/Κ.
- Τις εκθέσεις που είναι υποχρεωμένο από το Νόμο το Α/Κ να δημοσιεύει.

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 υποχρεώσεων του αλλά και σαφή αντίληψη του είδους της επένδυσης στην οποία προσχωρεί.

1.12 Φορολογία Ελληνικών Α/Κ.

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

- ❖ Η πράξη σύστασης Α/Κ, η διάθεση και η εξαγορά των μεριδίων απαλλάσσονται από κάθε φόρο, τέλος χαρτόσημου, 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 κτλ., 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 κτλ.
- ❖ Η επένδυση σε Α/Κ δεν υπόκειται στο φόρο για το «πόθεν έσχες».
- ❖ Σε περίπτωση θανάτου συνδικαιούχου, τα μερίδια Α/Κ 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 Α/Κ υπολογιζόμενο ανά τρίμηνο.
- ❖ Παρέχεται έκπτωση από το συνολικό εισόδημα του φορολογούμενου ποσοστού 25% της δαπάνης που κατέβαλε για την αγορά μεριδίων μετοχικών και μικτών Α/Κ 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. – δρχ.).
- ❖ Τέλος, αναφέρουμε, ότι τα μερίδια Α/Κ μπορούν να ενεχυριασθούν για εξασφάλιση απαίτησης.

Ευνόητο είναι ότι η φορολόγηση των Α/Κ διέπεται από τις κάθε φορά ισχύουσες φορολογικές διατάξεις.

1.13 Ξέπλυμα Χρήματος

Σύμφωνα με την 7463/27.5.1997 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. και οι Ε.Ε.Χ. καθώς και όλοι όσοι ενεργούν για λογαριασμό τους οφείλουν να εκτελούν όλους τους ελέγχους καθώς και όλες τις προβλεπόμενες διαδικασίες που προβλέπονται από το Νόμο για την Πρόληψη Νομιμοποίησης Εσόδων από Εγκληματικές Δραστηριότητες.

Έτσι, κατά τη σύναψη συμβάσεων στο πλαίσιο οποιασδήποτε επιχειρησιακής σχέσης πρέπει να απαιτείται απόδειξη της ταυτότητας του συναλλασσόμενου και γενικά να εφαρμόζονται όλες οι οδηγίες στα πλαίσια της πολιτικής «Know your customer».

1.14 Το λεξικό των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο είναι μια κοινή περιουσία που σχηματίζεται από την κατάθεση πολλών επενδυτών. Την περιουσία αυτή διαχειρίζεται μια εξειδικευμένη εταιρεία, η οποία και την επενδύει, σύμφωνα με την επενδυτική της στρατηγική, σε χρηματιστηριακούς και άλλους τίτλους, δημιουργώντας ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο. Σκοπός είναι η υψηλότερη κατά το δυνατόν απόδοση των κεφαλαίων των μεριδιούχων.

1. Αμοιβαίο Κεφάλαιο

Στην περιουσία αυτή συμμετέχουν «αμοιβαία» όλοι οι επενδυτές και ο καθένας αποκτά αριθμό μεριδίων ανάλογα με το ποσό των χρημάτων που έχει επενδύσει.

Τα αμοιβαία κεφαλαία είναι ένας έμμεσος τρόπος συμμετοχής στην χρηματιστηριακή αγορά και στην κεφαλαιαγορά.

- Η Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.)
- Ο Θεματοφύλακας
- Οι μεριδιούχοι
- Ο κανονισμός του Α/Κ
- Ο Νόμος 1969/91
- Ο Κώδικας Δεοντολογίας

2. Παράγοντες

Αμοιβαίου Κεφαλαίου

**3. Ανώνυμη Εταιρεία
Διαχείρισης Αμοιβαίων
Κεφαλαίων**

Είναι μια αυτοτελής οικονομική μονάδα που δραστηριοποιείται στο χώρο της κεφαλαιαγοράς με αποκλειστικό αντικείμενο τη διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Τα έσοδα της καθορίζονται βάσει του κανονισμού λειτουργίας κάθε αμοιβαίου που διαχειρίζεται και είναι :

- Αμοιβή διαχείρισης
- Προμήθεια διάθεσης μεριδίων
- Προμήθεια εξαγοράς μεριδίων

4. ΘΕΜΑΤΟΦΥΛΑΚΑΣ

Είναι ταμίας και φύλακας της κοινής περιουσίας. Πρέπει να είναι Ελληνική Τράπεζα ή υποκατάστημα Τράπεζας χώρας της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ελέγχει τη νομιμότητα (και όχι τη σκοπιμότητα) όλων των εντολών διαχείρισεως που δίνει η εταιρεία, πριν την εκτέλεση τους. Λόγω της φερεγγυότητας του (Τράπεζα) και των οργανωτικών του ικανοτήτων αποτελεί μια σοβαρή εγγύηση για τη διαφύλαξη και προστασία της κοινής περιουσίας των μεριδιούχων. Απαιτείται έγκρισή του από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και ενδεικτικά περιέχει :

- Την ονομασία του Α/Κ και τις επωνυμίες της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και του Θεματοφύλακα.
- Το σκοπό του Α/Κ.
- Το είδος των αξιών, στις οποίες επενδύεται η περιουσία του Α/Κ.
- Την τιμή του μεριδίου κατά το χρόνο σύστασης.
- Τις αμοιβές της Α.Ε.Δ.Α.Κ. –Θεματοφύλακα.
- Τους όρους διάθεσης και εξαγοράς των μεριδίων.
- Το χρόνο και τη διαδικασία διανομής στους μεριδιούχους των κερδών του Α/Κ.

**5. ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ του
Α/Κ.**

**6. Καθαρό Ενεργητικό
Α/Κ.**

Το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων (καρτοφυλάκιο, πάγια στοιχεία, απαιτήσεις κλπ.) του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, αφού αφαιρεθούν οι υποχρεώσεις του.

Υπολογίζεται καθημερινά η αξία του και δημοσιεύεται στον τύπο.

7. **Μεριδιούχος** Ο κάτοχος και κύριος μεριδίων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.
8. **Καθαρή τιμή μεριδίου** Η τιμή που προκύπτει καθημερινά από την διαίρεση του καθαρού ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου δια του αριθμού των κυκλοφορούντων μεριδίων.
9. **Τιμή διάθεσης** Η τιμή που πληρώνει ο επενδυτής, όταν αγοράζει ένα μερίδιο του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Συνήθως είναι μεγαλύτερη από την καθαρή τιμή και ισχύει:

$$\text{Τιμή διάθεσης} = \text{Καθ. Τιμή} + \text{πρόμ. Συμμετοχής (\%)}$$
10. **Τιμή εξαγοράς** Η τιμή που θα εισπράξει ο επενδυτής, όταν ρευστοποιήσει το μερίδιο του. Είναι μικρότερη από την καθαρή τιμή και ισχύει :

$$\text{Τιμή εξαγοράς} = \text{Καθ. Τιμή} - \text{προμ. Εξαγοράς (\%)}$$
11. **Ελάχιστο Όριο** Το ελάχιστο πόσο το οποίο πρέπει να επενδυθεί, ώστε να αποκτηθούν μερίδια ενός συγκεκριμένου Α/Κ. Διαφέρει ανά Αμοιβαίο Κεφαλαίο ή Α.Ε.Δ.Α.Κ.
12. **Επενδυτικό Προφίλ** Τα χαρακτηριστικά του επενδυτή όσον αφορά το βαθμό ανάληψης κινδύνου, το χρονικό ορίζοντα που δίνει στις επενδύσεις του και την απόδοση με την οποία νοιώθει ικανοποιημένος. Έχει να κάνει με τη φύση των ιδιαίτερων προσωπικών και οικονομικών του χαρακτηριστικών.
13. **Διασπορά** Ο επιμερισμός του κινδύνου μιας επένδυσης σε διάφορα επενδυτικά προϊόντα, με διαφορετικά επίπεδα κινδύνου.
 Άτομο με εξειδικευμένη κατάρτιση και εκπαίδευση αλλά και εμπειρία στη διαχείριση επενδυτικών κεφαλαίων. Ασκεί τα καθήκοντα του στο πλαίσιο σχετικής εντολής είτε ως υπάλληλος είτε ως μέλος του διοικητικού συμβουλίου είτε με οποιαδήποτε άλλη σχέση (π.χ. σύμβασης εντολής, σύμβασης έργου, κτλ). Σε κάθε περίπτωση, ως διαχειριστές θεωρούνται οι διευθύνοντες σύμβουλοι και οι γενικοί διευθυντές των εταιρειών.
14. **Επαγγελματίας Διαχειριστής**

15. Διαχειριστική Αμοιβή
- Το πόσο με το οποίο κρεώνεται ο μεριδιούχος από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. με σκοπό να καλυφθούν τα έξοδα λειτουργίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Οι αμοιβές αυτές αναφέρονται στον κανονισμό λειτουργίας του αμοιβαίου. Υπολογίζονται ως ποσοστό (%) επί της τιμής του μεριδίου τόσο κατά την αγορά όσο και κατά την πώληση. Το ποσοστό αυτό μπορεί να είναι και μηδενικό.
16. Νομική Υπόσταση Αμοιβή
- Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο δεν είναι Νομικό Πρόσωπο. Οι μεριδιούχοι εκπροσωπούνται δικαστικώς και εξωδίκως από την Α.Ε. Διαχείρισης και δεν ευθύνονται για πράξεις της Α.Ε. Διαχείρισης. Δεν υπάρχει χρονικός περιορισμός στη διάρκεια του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, εκτός αν διαφορετικά ορίζεται στον Κανονισμό Λειτουργίας του (π.χ. A/K Equity Linked).
17. Οργανισμός Συλλογικών Επενδύσεων Κινητών Αξιών (Ο.Σ.Ε.Κ.Α).
- Τα Αμοιβαία Κεφάλαια και οι Ανώνυμες εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου.
18. Διαχείριση
- Οι ενέργειες που αποσκοπούν στη διαχείριση χαρτοφυλακίου Ο.Σ.Ε.Κ.Α., ιδίως όσον αφορά στην επιλογή της σύνθεσής του ή στην εκτέλεση των σχετικών πράξεων.
19. Καλυπτόμενα Πρόσωπα
- Τα μέλη των διοικητικών συμβουλίων των Εταιρειών, οι διαχειριστές και τα φυσικά ή νομικά πρόσωπα που απασχολούνται από τις Εταιρείες με σύμβαση εργασίας ή σύμβαση έργου ή άλλη μορφή συνεργασίας για την εκπλήρωση του σκοπού των εταιρειών.

Κεφάλαιο 2°

Θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας των Α/Κ – Κώδικας Δεοντολογίας

Στο Κεφάλαιο αυτό θα παρουσιαστούν επιλεγμένα άρθρα του Νόμου 1969/91, μέσω των οποίων ερμηνεύονται οι διαδικασίες λειτουργίας των Α/Κ και οι υποχρεώσεις των πωλητών Α/Κ κατά την εξυπηρέτηση των επενδυτών, όπως στο προηγούμενο κεφάλαιο αναλύθηκαν. Βασικός σκοπός του κεφαλαίου είναι να συνδέσει τη λειτουργία σε πρακτικό επίπεδο των Α/Κ με το θεωρητικό πλαίσιο που περιβάλλει το θεσμό.

Επίσης, αναπτύσσονται οι επτά αρχές του Κώδικα Δεοντολογίας των Α.Ε.Δ.Α.Κ. και των Εταιρειών Επενδύσεων.

Σημειώνεται ότι στο Παράρτημα του βιβλίου παρατίθεται στην πλήρη μορφή του όπως έχει δημοσιευτεί στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως, ο Κώδικας Δεοντολογίας προκειμένου να έχει στο επίσημο κείμενο άμεση πρόσβαση ο κάθε ενδιαφερόμενος.

Επίσης με βάση την αρχή ότι διδασκόμαστε από την Ιστορία, στην αρχή του κεφαλαίου παρατίθεται μια σύντομη ιστορική αναδρομή στη λειτουργία του θεσμού.

2.1 Ιστορική Αναδρομή

Όπως πολλά σύγχρονα προϊόντα έτσι και τα Α/Κ έχουν τις ρίζες τους στον αρχαίο πολιτισμό της πατρίδας μας. Η πρώτη μορφή συλλογικής περιουσίας υπό κοινή διαχείριση απαντάται στην Αθηναϊκή συμμαχία, που συγκροτήθηκε τον 5° αιώνα π.χ. με επικεφαλής δύναμη την Αθήνα και λειτούργησε στη Δήλο. Για πολεμικούς – έστω – λόγους συγκροτείται κοινή περιουσία και φυσικά ορίζονται οι διαχειριστές της. Δεν είναι σίγουρο όμως αν υπήρχε τότε και ο θεσμός του Θεματοφύλακα και έτσι παρατηρήθηκαν ατασθαλίες από τον κύριο συμμετέχοντα (μεριδιούχο ;), δηλαδή την Αθήνα.

Αντίστοιχο φαινόμενο σημειώνεται στην περίπτωση της Δελφικής αμφικτιονίας. Για θρησκευτικούς αυτή τη φορά λόγους δημιουργείται

κοινή περιουσία την οποία διαχειρίζονται ιερείς, ενώ γίνεται προσπάθεια άσκησης ελέγχου από τις γειτονικές πόλεις. Και πάλι όμως έχουμε παραβίαση του Κανονισμού και απώλεια των χρημάτων.

Στο σύγχρονο κόσμο ο θεσμός των Α/Κ έχει τις ρίζες τους στις κεφαλαιαγορές των Η.Π.Α. Εκεί, το 1924 ιδρύθηκε το πρώτο, σχετικά οργανωμένο, Α/Κ από την εταιρεία επενδύσεων Massachusetts Investors Trust. Όπως είναι γνωστό, στις αρχές του αιώνα η χρηματιστηριακή αγορά των Η.Π.Α. χαρακτηρίστηκε από ιδιαίτερα έντονες ανοδικές τάσεις. Πλήθη επενδυτών έσπευσαν να επενδύσουν τα κεφάλαιά τους στο χρηματιστήριο.

Το επαναστατικό για την εποχή χαρακτηριστικό του Α/Κ, που το καθιστούσε θελκτικό ήταν η δυνατότητα αποχώρησης των συμμετεχόντων, όποτε θα το επιθυμούσαν. Όμως η απουσία τότε σαφούς νομοθετικού και κανονιστικού πλαισίου για τη λειτουργία των Α/Κ (ακόμη και στις Η.Π.Α.) είχε σαν αποτέλεσμα με την οικονομική κρίση του 1929 πολλοί επενδυτές να χάσουν τις περιουσίες τους. Το γεγονός αυτό όμως προκάλεσε την έρευνα από μέρους της Αμερικανικής Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς η οποία έφερε στο φως τόσο σφάλματα κατά τη ροή των διαδικασιών όσο και παραλείψεις που διαπράχθηκαν στη λειτουργία των Α/Κ πριν και κατά τη διάρκεια της κρίσης.

Το 1940 το Κογκρέσο ενέκρινε ένα νόμο σταθμό διεθνώς για το Θεσμό των Α/Κ, ο οποίος ισχύει ακόμη και σήμερα και είναι γνωστός ως «Investment Company Act».

Στη δεκαετία του 1950 οι επενδυτές αρχίζουν και πάλι να ενδιαφέρονται για τα Α/Κ.

Κατά τη δεκαετία του 1960 εμφανίζονται κάποιοι ευφυείς διαχειριστές, οι οποίοι καταφέρνουν να δημιουργήσουν εκπληκτικές για τα δεδομένα της εποχής αποδόσεις.

Η νέα ύφεση στη χρηματιστηριακή αγορά στις αρχές της δεκαετίας του 1970 γίνεται η αφορμή για την απεξάρτηση των Α/Κ από το χρηματιστήριο και την αρχή επενδύσεων σε τίτλους της χρηματαγοράς. Η κίνηση αυτή αλλάζει εντελώς το τοπίο και έτσι τα Α/Κ αποτελούν πια το καταφύγιο των επενδυτών σε περιόδους κρίσεων. Χαρακτηριστικό είναι

το γεγονός ότι στα τέλη της δεκαετίας του 1970 επικρατούσε έξαρση στις αγορές μετάλλων. Έτσι, τα Α/Κ επένδυναν σε χρυσό και πολύτιμα μέταλλα μέσω των χρηματιστηρίων μεταλλευμάτων και παραγώγων. Με την επενδυτική αυτή στροφή προς όλες τις αγορές του κόσμου ξεκίνησε στην ουσία η εποποιία των Α/Κ.

Στην Ελλάδα τα Α/Κ εμφανίστηκαν ως επενδυτικό προϊόν το 1970, με τη θέσπιση του Ν.Δ. 608/70. Τότε ιδρύθηκαν δυο Α/Κ, το Ερμής Δυναμικό (του ομίλου της Εμπορικής Τράπεζας) και το Δήλος Μικτό (του ομίλου της Εθνικής Τράπεζας). Αυτά ήταν και τα μόνα ελληνικά Α/Κ για τα επόμενα χρόνια.

Σημείο σταθμό για τα Α/Κ στην Ελλάδα αποτέλεσε ο Νόμος 1969/91, ο οποίος κατήργησε το Ν.Δ. 608/70 και ισχύει μέχρι σήμερα με όλες τις τροποποιήσεις του.

2.2 Ερμηνεία του Νόμου 1969/30.10.91

Ο Νόμος που διέπει σήμερα τη σύσταση και λειτουργία των Α/Κ είναι ο 1969 /91 και ισχύει με όσες τροποποιήσεις του έχουν γίνει μέχρι σήμερα.

Σύμφωνα λοιπόν με το Νόμο αυτό, ελληνικό Α/Κ είναι αυτό, η έδρα του οποίου καθώς και η κεντρική διοίκηση βρίσκονται στην Ελλάδα.

Τα Α/Κ δημιουργούνται από τις Α.Ε.Δ.Α.Κ. και για να διατεθούν στο επενδυτικό κοινό θα πρέπει να έχει χορηγηθεί στην Α.Ε.Δ.Α.Κ. σχετική άδεια από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Επειδή το Α/Κ είναι ειδικά ρυθμιζόμενη μορφή κοινωνίας, η οποία απευθύνεται προς το ευρύ επενδυτικό κοινό, βρίσκεται υπό τη συνεχή εποπτεία ελεγκτικών φορέων του κράτους. Ένα ιδιαίτερα αυστηρό νομοθετικό πλαίσιο διέπει τα Α/Κ που εγγυάται την ορθή λειτουργία τους.

Ο Νόμος αποτελεί έγκυρη πηγή πληροφόρησης των μεριδιούχων καθώς και κάθε ενδιαφερομένου. Για το λόγο αυτό, παρατίθενται στη συνέχεια επιλεγμένα άρθρα του Νόμου, μέσα από τα οποία προσδιορίζονται οι λειτουργικοί κανόνες και περιορισμοί.

1. Έννοια και Σύσταση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου (άρθρο 17, 17^ο).

Γίνεται εισαγωγή του όρου Ο.Σ.Ε.Κ.Α. (Οργανισμός Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες) και προσπάθεια νομικής αποσαφήνισης των κοινωνιών των Α/Κ. Πάντως, όλες οι νομικές μορφές «Ο.Σ.Ε.Κ.Α.» που έχουν τα χαρακτηριστικά λειτουργίας των Α/Κ, σύμφωνα με το νόμο αυτό, υποχρεώνονται να πάρουν τη μορφή Α/Κ.

«Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο – ομάδα περιουσίας, που αποτελείται από κινητές αξίες και μετρήτά, της οποίας τα επί μέρους στοιχεία ανήκουν εξ αδιαιρέτου σε περισσότερα πρόσωπα – καθίσταται, ύστερα από άδεια συστάσεως που χορηγείται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, αντικείμενο διαχειρίσεως Ανωνύμου Εταιρείας Διαχειρίσεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων σύμφωνα με τις διατάξεις του Νόμου αυτού».

2. Διαδικασίες Σύστασης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και Υποχρεώσεις του (άρθρο 17^ο)

Η άδεια σύστασης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου χορηγείται, αφού υποβληθεί αίτηση από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, συνοδευόμενη από τα πιο κάτω δικαιολογητικά :

α. Αναλυτικό κατάλογο των στοιχείων του Ενεργητικού του Α/Κ, το οποίο πρέπει να είναι συνολικής αξίας τουλάχιστον δρχ. 400 εκατομμυρίων (αναπροσαρμογή με απόφαση της Ε.Κ.)...

β. Δήλωση Τράπεζας που λειτουργεί στην Ελλάδα ότι δέχεται να κατατίθενται σ' αυτή τα περιουσιακά στοιχεία του Α/Κ και να ασκεί καθήκοντα Θεματοφύλακα.

γ. Κανονισμό του Α/Κ που έχει υπογραφεί από την Α.Ε. Διαχείρισης και τον Θεματοφύλακα.

Η Α.Ε. Διαχείρισης έχει την υποχρέωση, μέσα σε τρεις μήνες από τη χορήγηση της άδειας σύστασης του Α/Κ, να προσκομίσει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς βεβαίωση από το Θεματοφύλακα για την κατάθεση σε αυτόν των στοιχείων του αρχικού ενεργητικού του Α/Κ. Σε περίπτωση μη

τηρήσεως του όρου αυτού, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ανακαλεί την άδεια σύστασης του Α/Κ.

Ακόμη, απαγορεύεται η διάθεση μεριδίων του Α/Κ πριν δημοσιευτεί στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως η άδεια σύστασης του Α/Κ και πριν υποβληθεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς βεβαίωση του Θεματοφύλακα για την κατάθεση σε αυτόν των στοιχείων του Ενεργητικού του Α/Κ (Άρθρο 17^ο παρ. 5).

3. Νομική Μορφή του Α/Κ (Άρθρο 18) §

«Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο δεν αποτελεί Νομικό Πρόσωπο. Οι μεριδιούχοι εκπροσωπούνται δικαστικώς και εξωδικώς από την Α.Ε. Διαχείρισης ως προς τις έννομες σχέσεις από τη διαχείριση του Α/Κ και τα δικαιώματά τους επί του ενεργητικού του.

Οι μεριδιούχοι δεν ευθύνονται για πράξεις ή παραλείψεις της Α.Ε. Διαχείρισης και του Θεματοφύλακα κατά την άσκηση των καθηκόντων τους».

4. Μεριδία (Άρθρο 19)

Όπως είδαμε και στο σχετικό κεφάλαιο το Μεριδίο συνιστά τη μονάδα συμμετοχής του επενδυτή στο σύνολο του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

«Η περιουσία του Α/Κ διαιρείται σε ισάξια τμήματα : Μεριδία ή κλάσματα μεριδίου.

Η συμμετοχή στο Α/Κ αποδεικνύεται με ονομαστικό τίτλο που εκδίδεται από την Α.Ε. Διαχείρισεως και προσυπογράφεται από το Θεματοφύλακα (τίτλος μεριδίου). Οι τίτλοι μεριδίου μπορούν να εκδίδονται για ένα ή περισσότερα μερίδια ή κλάσματα μεριδίου και πρέπει να περιέχουν :

- Την ονομασία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου,
- Τον αριθμό της άδειας συστάσεως του Α/Κ,
- Τις επωνυμίες της Α.Ε. Διαχείρισης και του Θεματοφύλακα,
- Τον αριθμό των μεριδίων που αντιστοιχούν στον τίτλο,

- Το ονοματεπώνυμο και τη διεύθυνση της κατοικίας του μεριδιούχου ή των μεριδιούχων,
- Βεβαίωση ότι καταβλήθηκε ολοσχερώς η αξία του μεριδίου.»

Οι διατάξεις του Νόμου 5638/1932 «Περί καταθέσεως εις κοινό Λογαριασμό» ισχύουν ανάλογα και στα μερίδια Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

Η μεταβίβαση μεριδίου (συμβατική) είναι άκυρη, εκτός από την περίπτωση μεταβιβάσεως μεταξύ συζύγων ή συγγενών πρώτου και δεύτερου βαθμού σε ευθεία γραμμή.

Η απώλεια μεριδίου αντιμετωπίζεται με εφαρμογή των διατάξεων του άρθρου 12^ο του κ.ν. 2190/20.

Και επίσης,

«Οι τίτλοι μεριδίων δύνανται να ενεχυριάζονται σε εξασφάλιση απαιτήσεως σύμφωνα με τους όρους των παρ. 1, 2 του άρθρου 3 του α.ν. 1818/1951... Η ενεχυρίαση ισχύει κατά της Α.Ε. Διαχείρισης από τη στιγμή που θα ανακοινωθεί σ' αυτήν από τον ενεχυρούχο δανειστή».

5. Διάθεση Μεριδίων (Άρθρο 20)

Η αγορά των μεριδίων του Α/Κ προϋποθέτει τις εξής ενέργειες από πλευράς του υποψήφιου μεριδιούχου :

- Υποβολή γραπτής ενυπόγραφης αίτησης προς την Α.Ε. Διαχείρισης.
- Αποδοχή του κανονισμού του Α/Κ.
- Ολοσχερής καταβολής στο Θεματοφύλακα της τιμής διάθεσης των μεριδίων σε μετρητά ή κινητές αξίες, εφόσον η Α.Ε. Διαχείρισης δεχθεί τις τελευταίες.

«Τιμή διάθεσης των μεριδίων είναι αυτή της ημέρας υποβολής της αιτήσεως αποκτήσεως των μεριδίων. Η τιμή αυτή προσδιορίζεται σύμφωνα με το άρθρο 38, με βάση την αξία του μεριδίου της ίδιας μέρας.»

Η Α.Ε. Διαχείρισης έχει τη δυνατότητα να διαθέτει τα μερίδια και μέσω αντιπροσώπων, δηλαδή τραπεζών, ασφαλιστικών εταιρειών και μελών του Χ.Α.Α.

Η Α.Ε. Διαχείρισης (ή οι αντιπρόσωποι αυτής) παραδίδει δωρεάν στον υποψηφιο μεριδιούχο ενημερωτικό δελτίο για το Α/Κ.

6. Αποδοχή αιτήσεων συμμετοχής στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο (Άρθρο 21)

Για να γίνει, τελικά, ο επενδυτής μεριδιούχος, θα πρέπει η Α.Ε.Δ.Α.Κ. να αποδεχθεί την αίτησή του, διότι σύμφωνα με το ως άνω άρθρο,

«Η αποδοχή αιτήσεων συμμετοχής στο Α/Κ αποφασίζεται από την Α.Ε. Διαχείρισης, σύμφωνα με τους όρους του Κανονισμού του Α/Κ.»

Προσφέρει δηλαδή ο Νόμος στην Α.Ε.Δ.Α.Κ. ένα εργαλείο, που της επιτρέπει να προφυλάσσει τους μεριδιούχους από τη δημιουργία διοικητικών πλειοψηφιών, την αποφυγή ξεπλύματος μαύρου χρήματος κτλ.

7. Τροποποίηση του Κανονισμού του Α/Κ (Άρθρο 23)

Η τροποποίηση γίνεται από κοινού από την Α.Ε. Διαχείρισης και από το Θεματοφύλακα, μετά από άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

«Για την τροποποίηση του Κανονισμού του Α/Κ απαιτείται άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Για τη χορήγηση της άδειας ελέγχεται η νομιμότητα των τροποποιήσεων και εάν λαμβάνεται επαρκής μέριμνα για την προστασία των μεριδιούχων.»

Οι τροποποιήσεις του Κανονισμού γίνονται γνωστές στους μεριδιούχους, οι οποίοι και δεσμεύονται από αυτές. Για το λόγο αυτό,

«Οι μεριδιούχοι έχουν το δικαίωμα εντός τριών μηνών από την γνωστοποίηση σ' αυτούς της τροποποίησης του Κανονισμού, να ζητήσουν την εξαγορά των μεριδίων σύμφωνα με τις διατάξεις του Κανονισμού προτού τροποποιηθεί.»

8. Πληροφόρηση – Ενημέρωση των μεριδιούχων και μη (Άρθρο 24)

Η Α.Ε. Διαχείρισης παραδίδει δωρεάν στον υποψήφιο μεριδιούχο ~~ενημερωτικό—υλικό—για το Αμοιβαίο Κεφάλαιο~~ υπό τη μορφή ενημερωτικού δελτίου, το οποίο έχει συνταχθεί από αυτή και έχει υποβληθεί και λάβει την έγκριση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Το δελτίο αυτό περιέχει τα εξής στοιχεία :

- Τον Κανονισμό του Α/Κ.
- Την έδρα και τη διεύθυνση των γραφείων της Α.Ε. Διαχείρισης.
- Το περιεχόμενο της ανακοίνωσης, σύμφωνα με το άρθρο 7^ο του κ.ν. 2190/20, της αρμόδιας διοικητικής αρχής για τη σύσταση και την έγκριση του καταστατικού της εταιρείας.
- Σύντομες πληροφορίες σχετικά με το φορολογικό καθεστώς που διέπει το Α/Κ...
- Την ταυτότητα των προσώπων που είναι υπεύθυνα για τον έλεγχο των λογιστικών στοιχείων...
- Την νομική μορφή του είδους του δικαιώματος (εμπράγματο, ενοχικό ή άλλο) που αντιπροσωπεύει το μερίδιο.
- Την εταιρική έδρα και διεύθυνση της Α.Ε. Διαχειρίσεως.
- Την ημερομηνία σύστασης της Α.Ε. Διαχειρίσεως...
- Μνεία των αμοιβαίων κεφαλαίων που διαχειρίζεται η Α.Ε. Διαχείρισης.
- Το ύψος των ιδίων κεφαλαίων της Α.Ε. Διαχειρίσεως με διάκριση του μετοχικού κεφαλαίου.
- Την ταυτότητα και τα καθήκοντα στην Α.Ε. Διαχειρίσεως των μελών των οργάνων διοικήσεως, διευθύνσεως και εποπτείας.
- Μνεία των κυριότερων δραστηριοτήτων που ασκούν τα πρόσωπα αυτά έξω από την Α.Ε. Διαχειρίσεως, εφόσον οι δραστηριότητες αυτές έχουν σημασία για την Εταιρεία.
- Τη νομική μορφή και εταιρική έδρα του Θεματοφύλακα.
- Την επωνυμία και ιδιότητα του τυχόν υπάρχοντος εξωτερικού συμβούλου επενδύσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου.

- Τα κύρια σημεία της σύμβασης μεταξύ της Α.Ε. Διαχειρίσεως και του συμβούλου χρηματιστηριακών επενδύσεων...
- Γενικώς τα στοιχεία εκείνα που θα επιτρέψουν στους επενδυτές να διαμορφώσουν τεκμηριωμένη γνώμη για την προτεινόμενη επένδυση...»

Σε περίπτωση που η Εταιρεία Διαχείρισης αποφασίσει τη διαφημιστική προβολή του Α/Κ με σκοπό την πώληση των μεριδίων, πρέπει στις διαφημίσεις να αναφέρεται ο τόπος διάθεσης του ενημερωτικού δελτίου και να επισημαίνεται ότι το Α/Κ δεν έχει εγγυημένη απόδοση.

9. Εξαγορά μεριδίων (Άρθρο 25)

Όταν ο μεριδιούχος αποφασίσει να πουλήσει τα μερίδια του, η Α.Ε. Διαχείρισης είναι υποχρεωμένη να τα αγοράσει. Προϋπόθεση για την πώληση των μεριδίων του μεριδιούχου είναι η υποβολή γραπτής αίτησης στην Α.Ε. Διαχείρισης. Εκείνη, με τη σειρά της, θα ακυρώσει τους τίτλους των μεριδίων που εξαγοράζονται.

Η αξία των μεριδίων που εξαγοράζονται καταβάλλεται σε μετρητά μέσα σε πέντε ημέρες από την ημέρα της υποβολής της αίτησης για την εξαγορά των μεριδίων.

Σε ειδικές, εξαιρετικές περιπτώσεις είναι δυνατό να ανασταλεί η εξαγορά των μεριδίων για χρονικό διάστημα το πολύ έξι (6) μηνών, όπως ορίζεται στον Κανονισμό του Α/Κ (ως ειδική περίπτωση π.χ. θεωρείται η μη λειτουργία του Χρηματιστηρίου).

Η αναστολή της εξαγοράς και η λήξη ή η ανάκλησή της δημοσιεύονται σε μια ημερήσια οικονομική εφημερίδα των Αθηνών.

«Τα μερίδια εξαγοράζονται στην τιμή εξαγοράς μεριδίων της ημέρας υποβολής της αίτησης του μεριδιούχου για την εξαγορά. Η τιμή αυτή προσδιορίζεται σύμφωνα με το άρθρο 43, με βάση την αξία του μεριδίου της ίδιας ημέρας».

10. Περί Α.Ε. Διαχείρισης (Άρθρα 26 και 27)

«Η Α.Ε. Διαχείρισης έχει αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Κάθε Α.Ε. Διαχείρισης μπορεί να διαχειρίζεται και -περισσότερα- του-ενός-Α/Κ.-Η-Εταιρεία -αυτή διέπεται από τις διατάξεις του παρόντος Νόμου και συμπληρωματικώς από τις κείμενες διατάξεις για τις Ανώνυμες Εταιρείες».

Και προσπαθώντας η εποπτική αρχή να διασφαλίσει, όπως έχουμε αναλύσει, τη διαχείριση των κεφαλαίων προς όφελος των μεριδιούχων συνεχίζει με τις εξής ρήτρες :

Το μετοχικό κεφάλαιο της Α.Ε. Διαχείρισης καταβάλλεται σε μετρητά και έχει ελάχιστο ύψος σήμερα δρχ. 400,0 εκατ. * Το μετοχικό κεφάλαιο καταβάλλεται ολοσχερώς κατά τη σύσταση της Εταιρείας.

Τα 2/5 τουλάχιστον του μετοχικού κεφαλαίου της Α.Ε. Διαχείρισης πρέπει να ανήκουν σε ανώνυμη εταιρεία ή πιστωτικό ίδρυμα με τη μορφή πιστωτικού συνεταιρισμού του Ν. 1667/86 που να έχει ελάχιστο ολοσχερώς καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο ή κατά περίπτωση συνεταιριστικό κεφάλαιο * τουλάχιστο ίσο προς το εκάστοτε οριζόμενο ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο για την ίδρυση πιστωτικού ιδρύματος με τη μορφή ανώνυμης εταιρείας (σήμερα 18 εκ. ευρώ) ή το ισόποσό τους σε ξένο νόμισμα.

Απαγορεύεται σε φυσικό ή νομικό πρόσωπο να συμμετέχει στο μετοχικό κεφάλαιο της Α.Ε. Διαχείρισης σε ποσοστό άνω του 50%.

Για να χορηγηθεί άδεια σύστασης στην Α.Ε. Διαχείρισης τίθεται ως ευνόητη προϋπόθεση αφενός η τήρηση των διατάξεων της νομοθεσίας περί Ανωνύμων Εταιρειών και αφετέρου η χορήγηση άδειας λειτουργίας της από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Για τη χορήγηση της εν λόγω άδειας λαμβάνονται υπόψη τα εξής :

- Η οργάνωση της εταιρείας.
- Τα τεχνικά και οικονομικά μέσα της εταιρείας.
- Η αξιοπιστία και η πείρα των προσώπων που πρόκειται να τη διοικήσουν.

- Η καταλληλότητα των ιδρυτών όσον αφορά τη χρηστή λειτουργία της εταιρείας και των διαχειριζόμενων από αυτήν Αμοιβαίων Κεφαλαίων.
- Σε περίπτωση που κάποιο από τα πιο κάτω στοιχεία τροποποιηθεί, θα πρέπει να γνωστοποιείται αμέσως στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

- Το καταστατικό της Α.Ε. Διαχείρισης.
- Η μετοχική σύνθεση της Α.Ε. Διαχείρισης.
- Η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου.
- Τα πρόσωπα που καράσσουν την επιχειρηματική πολιτική και
- Τα πρόσωπα που εκπροσωπούν την εταιρεία.

Εάν τα πρόσωπα που διοικούν την εταιρεία θεωρηθούν αναξιόπιστα, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ζητεί από την εταιρεία την απομάκρυνσή τους.

Και ακόμη

«Οι μετοχές της Α.Ε. Διαχείρισης είναι ονομαστικές. Η συμβατική μεταβίβασή τους χωρίς άδεια της Ε.Κ. είναι άκυρη, εάν ο αποκτών δια της μεταβιβάσεως συγκεντρώνει μετοχές που αντιπροσωπεύουν τουλάχιστον το 10% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας. Για τη χορήγηση της άδειας, εκτιμάται η καταλληλότητα του αποκτώντος, για τη διασφάλιση της χρηστής διαχείρισης της εταιρείας και των αμοιβαίων κεφαλαίων».

11. Περί ευθύνης της Α.Ε. Διαχείρισης (Άρθρα 28 - 29)

«Η Α.Ε. Διαχείρισης, με την επιφύλαξη του άρθρου 47, ευθύνεται για κάθε αμέλεια ως προς τη διαχείριση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου έναντι των μεριδιούχων».

Η Α.Ε. Διαχείρισης απαγορεύεται να παραιτηθεί από τη διαχείριση του Α/Κ, αν δεν έχει εγκριθεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς η ανάληψη της διαχείρισης του Α/Κ από άλλη Α.Ε. Διαχείρισης.

12. Περί Θεματοφύλακα (Άρθρα 30, 31, 31^α)

Το ενεργητικό του Α/Κ κατατίθεται προς φύλαξη σε Τράπεζα που λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα, η οποία ασκεί καθήκοντα Θεματοφύλακα. Επιτρέπεται, όμως, να αναθέτει ο Θεματοφύλακας τη φύλαξη κινητών αξιών σε άλλη Τράπεζα, αρκεί αυτό να αναφέρεται στον Κανονισμό του Α/Κ. Ακόμη, επιτρέπεται να ανατίθεται από το Θεματοφύλακα σε Τράπεζα της αλλοδαπής η φύλαξη αλλοδαπών κινητών αξιών και ελληνικών κινητών αξιών που είναι εισηγμένες σε αλλοδαπό Χρηματιστήριο.

Ο Θεματοφύλακας δηλαδή, φυλάσσει τα στοιχεία του ενεργητικού του Α/Κ. Εκτελεί, όμως, ταυτόχρονα και καθήκοντα ταμία, σύμφωνα με τις εντολές της Α.Ε. Διαχείρισης.

Ο Θεματοφύλακας υπογράφει :

- Την ετήσια έκθεση του Α/Κ.
- Τις εκθέσεις που συντάσσονται ανά τρίμηνο και εξάμηνο κάθε ημερολογιακού έτους, οι οποίες περιλαμβάνουν στοιχεία της ετήσιας έκθεσης, προσαρμοσμένα στις τρέχουσες αλλαγές της περιόδου.
- Τις συνοπτικές καταστάσεις του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου - λογαριασμός αποτελεσμάτων χρήσεως και διάθεση κερδών - που δημοσιεύονται στο τέλος κάθε χρήσης σε ημερήσια οικονομική και πολιτική εφημερίδα.

Ο Θεματοφύλακας ευθύνεται απέναντι στην Α.Ε. Διαχείρισης και στους μεριδιούχους για κάθε αμέλεια ως προς την εκπλήρωση των υποχρεώσεων του.

«Ο Θεματοφύλακας υποχρεούται να εκτελεί τις εντολές της Α.Ε. Διαχείρισης, εκτός εάν είναι αντίθετες προς το νόμο ή τον κανονισμό του Α/Κ και η Α.Ε. Διαχείρισης υποχρεούται να παρακολουθεί την ορθή εκτέλεση των εντολών της».

Για να υποβάλει παραίτηση ο Θεματοφύλακας πρέπει να έχει ειδοποιήσει την Α.Ε. Διαχείρισης τρεις μήνες νωρίτερα. Η Α.Ε.

Διαχείρισης θα προτείνει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς το νέο Θεματοφύλακα, προκειμένου η τελευταία να προτείνει το διορισμό του. Σε περίπτωση που η Α.Ε. Διαχείρισης καθυστερήσει να προτείνει νέο Θεματοφύλακα, αυτός διορίζεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ύστερα από παραίτηση Θεματοφύλακα.

Όταν γίνει ο διορισμός του νέου Θεματοφύλακα, ο παραιτηθείς θα του παραδώσει, βάσει πρωτοκόλλου, τις κινητές αξίες και όλη την περιουσία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

Ο παραιτηθείς Θεματοφύλακας θα συνεχίσει να ασκεί τα καθήκοντά του μέχρι την πλήρη ανάληψη των καθηκόντων του νέου Θεματοφύλακα.

«Η Α.Ε. Διαχειρίσεως και ο Θεματοφύλακας, με την επιφύλαξη του άρθρου 32 του παρόντος, δεν έχουν δικαίωμα, όταν ενεργούν για λογαριασμό του αμοιβαίου κεφαλαίου, να χορηγούν πιστώσεις ή να εγγυώνται υπέρ τρίτων, όπως επίσης και να πραγματοποιούν ακάλυπτες πωλήσεις με αντικείμενο κινητές αξίες».

13. Επενδυτική πολιτική (Άρθρα 32, 33, 34, 35, 36)

Η κάθε Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι ελεύθερη να καράζει την επενδυτική πολιτική κάθε Α/Κ που διαχειρίζεται. Όμως, κάθε της διαχειριστική απόφαση περιορίζεται στα πλαίσια που ο παρών Νόμος καράζει, με απώτερο στόχο την προστασία τόσο των μεριδιούχων όσο και του συνόλου της κεφαλαιαγοράς καθώς και των εισηγμένων στο Χ.Α.Α. εταιρειών.

Όπως ήδη έχει αναφερθεί, τα Α/Κ στην Ελλάδα επιτρέπεται να επενδύουν αποκλειστικά και μόνο σε κινητές αξίες και όχι σε άλλου είδους επενδύσεις (μέταλλα, παραστατικούς τίτλους κτλ.). Επίσης, ο Νόμος καθορίζει τον τρόπο αποτίμησης των αξιών στις οποίες είναι επενδυμένο το ενεργητικό των Α/Κ.

Στη συνέχεια θα παρουσιαστούν ορισμένα μόνο επιλεγμένα σημεία των πιο πάνω άρθρων με σκοπό την κατανόηση της φύσης των περιορισμών που θέτει ο Νόμος.

Το ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου επιτρέπεται να επενδύεται μόνο :

α) Σε κινητές αξίες εισηγμένες στην κύρια αγορά Χρηματιστηρίου Αξιών κράτους - μέλους της Ε.Ο.Κ. (Ο.Ν.Ε.) καθώς και στην παράλληλη αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

β) Σε κινητές αξίες που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε άλλη ελεγχόμενη αγορά ενός κράτους μέλους, υπό την προϋπόθεση ότι αυτή λειτουργεί κανονικά, είναι αναγνωρισμένη και ανοικτή στο κοινό.

γ) Σε κινητές αξίες εισηγμένες στην κύρια αγορά Χρηματιστηρίου Αξιών τρίτου εκτός ΕΟΚ κράτους ή σε κινητές αξίες που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε άλλη αγορά τρίτου εκτός ΕΟΚ κράτους η οποία πληροί τις προϋποθέσεις του ως άνω εδαφίου...

δ) Σε νεοεκδιδόμενες κινητές αξίες υπό τους εξής όρους και προϋποθέσεις...

ε) Υπό την προϋπόθεση ότι το άθροισμα των παρακάτω αξιών και τίτλων δεν υπερβαίνει κατά την τοποθέτηση το 10% της καθαρής αξίας του, το αμοιβαίο κεφάλαιο επιτρέπεται επίσης να επενδύει, ύστερα από ειδική άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς :

- i. σε λοιπές κινητές αξίες...
- ii. σε πιστωτικούς τίτλους...

στ) Η Α.Ε. Διαχειρίσεως μπορεί να χρησιμοποιεί μέσα και τεχνικές με αντικείμενο κινητές αξίες για την αποτελεσματική διαχείριση του χαρτοφυλακίου των Α/Κ που διαχειρίζεται, καθώς και μέσα και τεχνικές κάλυψης του συναλλαγματικού κινδύνου στα πλαίσια της διαχείρισης της περιουσίας τους...»

και ακόμη με σκοπό την αποφυγή της χειραγώγησης των αγορών αλλά και των αποφάσεων των διοικήσεων των εισηγμένων εταιρειών ορίζει ότι,

«Κατά την πραγματοποίηση επενδύσεων, απαγορεύεται η τοποθέτηση άνω του 10% της καθαρής αξίας του Α/Κ σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη και άνω του 40% της καθαρής αξίας του σε κινητές

αξίες εκδοτών, σε καθένα από τους οποίους έχει επενδύσει ποσοστό μεγαλύτερο του 5% της καθαρής αξίας του.»

Μεγαλύτερη ελευθερία προβλέπεται στον πιο πάνω περιορισμό, όταν οι κινητές αξίες αφορούν είτε κρατικά ομόλογα (όλων των μελών της ΟΝΕ) είτε ομόλογα που έχουν εκδοθεί από διεθνείς οργανισμούς είτε ομόλογα εγγυημένα από τους φορείς αυτούς.

Επίσης, ορίζεται ότι το Α/Κ επιτρέπεται να αποκτά μερίδια άλλου Α/Κ, όπως προβλέπει ο παρών Νόμος μέχρι το 5% του καθαρού ενεργητικού του, όμως

«...δεν επιτρέπεται να αποκτά μερίδια Α/Κ που διαχειρίζεται η ίδια Α.Ε. Διαχείρισης ή Α.Ε. Διαχείρισης που είναι συνδεδεμένη με την Α.Ε. Διαχείρισης του πρώτου Α/Κ, ...Επιτρέπεται, ύστερα από άδεια της Ε.Κ. και εφόσον υπάρχει σχετική αναφορά στον κανονισμό, η απόκτηση από Α/Κ μεριδίων Α/Κ που υπόκειται στην απαγόρευση του προηγούμενου εδαφίου, όταν το τελευταίο Α/Κ είναι... εξειδικευμένο σε επενδύσεις σε συγκεκριμένο γεωγραφικό ή οικονομικό τομέα...»

Επίσης,

« Η Α.Ε. Διαχείρισης για το σύνολο των Α/Κ που διαχειρίζεται, δεν επιτρέπεται να αποκτά μετοχές με δικαίωμα ψήφου μιας εταιρείας, που αντιπροσωπεύουν ποσοστό μεγαλύτερο του 10% του συνόλου των αντίστοιχων μετοχών, ποσοστό το οποίο της επιτρέπει την άσκηση σημαντικής επιρροής στη διαχείριση του εκδότη»

Επίσης, δεν επιτρέπεται το Α/Κ να αποκτά ποσοστό μεγαλύτερο του 10% :

- των μετοχών χωρίς δικαίωμα ψήφου του ίδιου εκδότη,
- του συνόλου των ανεξόφλητων, κατά το χρόνο κτήσεως από το Αμοιβαίο Κεφάλαιο, ομολογιών του ίδιου εκδότη,
- του συνόλου, κατά το χρόνο κτήσεως, των κυκλοφορούντων μεριδίων ενός άλλου Αμοιβαίου Κεφαλαίου,
- των μετοχών εταιρειών συμβούλων επενδύσεων,
- των μετοχών ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρείας,
- των μετοχών του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών.

Ευνόητο είναι, βέβαια, ότι συμβάσεις που συνάπτονται κατά παράβαση των διατάξεων των άρθρων 32, 33 και 34 είναι άκυρες. Όταν διαπιστωθούν παραβάσεις, εκπρόσωπος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς θέτει προθεσμία για τη συμμόρφωση της εταιρείας προς τις διατάξεις του Νόμου.

Για πρακτικούς, όμως, λόγους ο Νόμος ορίζει ότι,

«Επιτρέπεται παρέκκλιση από τις διατάξεις των άρθρων 32, 33 και 34, προκειμένου για μετοχές που αποκτά το Αμοιβαίο Κεφάλαιο ασκώντας δικαίωμα προτιμώσεως κατά την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου εταιρείας, της οποίας κατέχει μετοχές. Το Α/Κ υποχρεούται να εκποιήσει τις μετοχές που κατέχει καθ' υπέρβαση των ορίων που τίθενται στα άρθρα 32, 33 και 34 εντός ενός έτους από την απόκτησή τους».

14. Σύναψη δανείων για λογαριασμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και της Α.Ε. Διαχείρισης (Άρθρο 37).

Η Α.Ε. Διαχείρισης έχει τη δυνατότητα να συνάπτει δάνεια για λογαριασμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου αποκλειστικά με Τράπεζες, μέχρι ποσού ίσου προς το 1/10 της καθαρής αξίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Το εν λόγω δάνειο θα καλύπτει ανάγκες άμεσης ρευστότητας για την εξυπηρέτηση αιτήσεων εξαγοράς μεριδίων, όταν η πώληση κινητών αξιών του Α/Κ δεν είναι συμφέρουσα.

Επίσης, παρέχεται η δυνατότητα στην Α.Ε. Διαχείρισης να συνάπτει δάνεια με Τράπεζες μέχρι ποσού ίσου προς το 15% των ιδίων κεφαλαίων της, για την απόκτηση ακινήτων που είναι απαραίτητα για τη λειτουργία της. Για τη διασφάλιση των δανείων, η Α.Ε. Διαχείρισης μπορεί να ενεχυριάζει κινητές αξίες του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

15. Καθαρή αξία ενεργητικού Α/Κ (Άρθρα 38, 43)

Ο Νόμος προσδιορίζει πως υπολογίζεται η καθαρή αξία του ενεργητικού του Α/Κ και του μεριδίου αλλά και πως γίνεται η αποτίμηση

του ενεργητικού. Επίσης, δεσμεύει τις Α.Ε.Δ.Α.Κ. να κοινοποιούν τις πληροφορίες αυτές στους επενδυτές. Ενδεικτικά αναφέρουμε :

« Η καθαρή αξία του Α/Κ, ο αριθμός των μεριδίων του, η αξία του μεριδίου, η τιμή διαθέσεως και η τιμή εξαγοράς του υπολογίζονται κάθε εργάσιμη ημέρα και δημοσιεύονται στον ημερήσιο τύπο της επόμενης ημέρας, με μέριμνα της Α.Ε. Διαχείρισεως».

Πρόσφατα (καλοκαίρι 2000) και επειδή κάποιες Α.Ε.Δ.Α.Κ. δεν απέστειλαν... έγκαιρα τα ως άνω στοιχεία στις εφημερίδες, η Ε.Κ. αποφάσισε τη δημοσίευσή τους στον τύπο της μεθεπόμενης ημέρας.

«...Για τον προσδιορισμό της καθαρής αξίας κάθε μεριδίου διαιρείται το σύνολο της καθαρής αξίας του Α/Κ με τον αριθμό των μεριδίων.

Η τιμή διάθεσης και η τιμή εξαγοράς του μεριδίου επιτρέπεται να υπερβαίνει την αξία του ή να υπολείπεται αντιστοίχως, της αξίας αυτής κατά την προμήθεια της Α.Ε. Διαχείρισεως».

«Η αποτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού του Α/Κ από την Α.Ε. Διαχείρισης γίνεται κατά τους ακόλουθους κανόνες :

Η αξία των εισηγμένων σε χρηματιστήριο αξιών αποτιμάται με βάση την τιμή κλεισιμάτων των χρηματιστηριακών συναλλαγών τοις μετρητοίς της ίδιας ημέρας ...

Εάν δεν έχει καταρτισθεί χρηματιστηριακή συναλλαγή την ημέρα της αποτίμησης, λαμβάνεται υπόψη η τιμή της προηγούμενης ημέρας συνεδρίασης του χρηματιστηρίου...

Εάν στο χρηματιστήριο, στο οποίο είναι εισηγμένες οι κινητές αξίες του αμοιβαίου, ισχύει το σύστημα της ενιαίας τιμής, για τον προσδιορισμό της αξίας τους λαμβάνεται υπόψη η ενιαία τιμή.

Η αποτίμηση της αξίας των κινητών αξιών, που δεν είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο γίνεται κατά τους κανόνες που θεσπίζονται με απόφαση της Ε.Κ. (71/25.8.92)...».

Σημειώνεται τέλος ότι για τον προσδιορισμό της καθαρής αξίας του Α/Κ αφαιρούνται από το Ενεργητικό :

- οι αμοιβές ή οι προμήθειες της Α.Ε. Διαχείρισης, του Θεματοφύλακα και των μελών του Χρηματιστηρίου,

- οι δαπάνες του Αμοιβαίου Κεφαλαίου που ορίζονται στον Κανονισμό του ότι το βαρύνουν, καθώς και
- τα διανεμόμενα μερίσματα κατά την αποτίμηση της 31/12 εκάστου έτους.

Κάθε δημοσίευση, με εξαίρεση τις υποχρεωτικές από το Νόμο δημοσιεύσεις, γίνεται με έξοδα της Α.Ε. Διαχείρισης. Η τιμή διάθεσης και η τιμή εξαγοράς του μεριδίου αυξάνεται ή υπολείπεται της καθαρής αξίας του κατά την προμήθεια της Α.Ε. Διαχείρισης.

16. Διαχειριστική Χρήση – Εκθέσεις του Α/Κ (Άρθρα 39, 40, 41, 42)

Η Διαχειριστική Χρήση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι διάρκειας ενός ημερολογιακού έτους. Είναι δυνατόν η Διαχειριστική Χρήση να οριστεί μικρότερη του έτους για την πρώτη περίοδο λειτουργίας του Α/Κ, με λήξη του την 31^η Δεκεμβρίου.

Η Α.Ε. Διαχείρισης είναι υποχρεωμένη να συντάσσει και να δημοσιεύει στο τέλος κάθε έτους ετήσια έκθεση για το Αμοιβαίο Κεφάλαιο.

«Η ετήσια έκθεση για το Α/Κ περιλαμβάνει τα εξής :

- Την περιουσιακή κατάσταση του Α/Κ...
- Αναλυτικό λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσης...
- Τα διανεμόμενα και επανεπενδυόμενα κέρδη.
- Τις συνολικές εισροές και εκροές από τη διάθεση και εξαγορά μεριδίων.
- Την ανατίμηση ή υποτίμηση των επενδύσεων και άλλες μεταβολές που επηρέασαν το ενεργητικό ή παθητικό του Α/Κ κατά τη διάρκεια της χρήσης.
- Κατάσταση που περιλαμβάνει τον αριθμό των μεριδίων που διατέθηκαν και αυτών που εξαγοράστηκαν κατά τη διαχειριστική χρήση και τον αριθμό των κυκλοφορούντων μεριδίων στην αρχή και στο τέλος της διαχειριστικής χρήσης.
- Την αξία του μεριδίου.

- Τις κινητές αξίες, από τις οποίες αποτελείται το καρτοφυλάκιο με αναφορά του ποσοστού που αντιπροσωπεύει κάθε κατηγορία στο σύνολο του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.
- Α/Κ, από τον οποίο θα προκύπτει η συνολική καθαρή αξία του ενεργητικού καθώς και η καθαρή αξία κάθε μεριδίου στο τέλος κάθε χρήσης.
- Κάθε άλλη σημαντική πληροφορία.
- Μνεία του ύψους των υποχρεώσεων που απορρέουν από κάθε μια κατηγορία πράξεων...»

Η Α.Ε. Διαχείρισης υποχρεούται, επίσης, να συντάσσει στο τέλος κάθε εξαμήνου κάθε ημερολογιακού έτους έκθεση, στην οποία θα περιλαμβάνονται μέρος των στοιχείων που αναφέρθηκαν στην ετήσια έκθεση καθώς και αναλυτικός λογαριασμός των Αποτελεσμάτων Χρήσεως της περιόδου.

Επίσης, σύμφωνα με την απόφαση 6037/9.7.96 της Ε.Κ. για την Ονοματολογική Κατάταξη των Α/Κ, οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. υποχρεούνται να προμηθεύουν τα δίκτυα πώλησής τους ανά τρίμηνο με ενημερωτικά έντυπα, στα οποία θα εμφανίζεται η ποσοστιαία σύνθεση των επενδυτών του κάθε Α/Κ ανά κατηγορία, ενημερώνοντας ταυτόχρονα και την Ε.Κ.

Οι παραπάνω εκθέσεις ελέγχονται από μέλη του Σώματος Ορκωτών Λογιστών, υποβάλλονται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και διανέμονται στους μεριδιούχους μέσα στο πρώτο δίμηνο από τη λήξη κάθε χρήσης.

Στο τέλος κάθε χρήσης δημοσιεύονται σε μια ημερήσια πολιτική και σε μια οικονομική εφημερίδα των Αθηνών συνοπτική κατάσταση του Ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, ο λογαριασμός Αποτελεσμάτων Χρήσεως και η διάθεση των κερδών.

Ακόμη, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, με απόφασή της, μπορεί να καθορίζει την ενιαία απεικόνιση των στοιχείων των εκθέσεων της συνοπτικής κατάστασης και των λογαριασμών που τηρεί η Α.Ε. Διαχείρισης για το Αμοιβαίο Κεφάλαιο, ώστε να είναι απολύτως σαφής η πραγματική εικόνα της περιουσιακής κατάστασης του Α/Κ.

17. Γενική Συνέλευση Μεριδιούχων (Άρθρο 45)

Με σκοπό την παροχή πληροφοριών από μέρους της Α.Ε.Δ.Α.Κ., είναι δυνατό να πραγματοποιηθεί γενική συνέλευση μεριδιούχων. Για να πραγματοποιηθεί, όμως αυτή θα πρέπει μεριδιούχοι που εκπροσωπούν το 10% των μεριδίων να το ζητήσουν με αίτηση προς την Α.Ε.Δ.Α.Κ. Στην αίτηση περιέχεται και το αντικείμενο της ημερήσιας διάταξης που αναφέρεται στην παροχή πληροφοριών από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. Η εταιρεία διαχείρισης είναι υποχρεωμένη να συγκαλέσει συνέλευση μέσα σε τριάντα μέρες. Η συνέλευση διέπεται από τον Κανονισμό Συνέλευσης Μεριδιούχων.

Επίσης,

«Εάν μέσα σε ένα διαχειριστικό έτος η συνολική καθαρή αξία του αμοιβαίου κεφαλαίου μειωθεί κατά 6/10, η Ε.Κ. μπορεί να συγκαλέσει Συνέλευση των μεριδιούχων, με σκοπό τη διάλυση του Α/Κ. Για τη διάλυση του Α/Κ εφαρμόζονται οι διατάξεις των άρθρων 798-804 του Αστικού Κώδικα. Σε περίπτωση που η Ε.Κ. αποφασίσει τη σύγκληση της Συνέλευσης των μεριδιούχων, αναστέλλεται η εξαγορά των μεριδίων του Α/Κ μέχρι να λυθεί η κοινωνία του Α/Κ».

18. Το δικαίωμα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς να αναθέτει τον έλεγχο της Α.Ε. Διαχείρισης στο Σώμα Ορκωτών Λογιστών (Σ.Ο.Λ.) ή σε άλλο αναγνωρισμένο ελεγκτικό όργανο (Άρθρο 46).

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει το δικαίωμα να αναθέτει σε μέλη του Σώματος Ορκωτών Λογιστών την άσκηση τακτικών ή έκτακτων ελέγχων στην Α.Ε. Διαχείρισης.

Όλες οι δημοσιεύσεις και οι διαφημίσεις του Α/Κ και της Α.Ε. Διαχείρισης υποβάλλονται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Η Α.Ε. Διαχείρισης, εφόσον της ζητηθεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, προβαίνει με δικά της έξοδα σε διευκρινιστικές δημοσιεύσεις.

19. Κυρώσεις (Άρθρο 47)

Θα ήταν δύσκολο στην Ε.Κ. να επιβάλει τις αποφάσεις της, εάν δεν είχε τη δικαιοδοσία να επιβάλλει πρόστιμα και κυρώσεις στους παραβάτες. Έτσι, λοιπόν, ενδεικτικά αναφέρουμε ότι:

Σε περίπτωση παράβασης των διατάξεων αυτού του Νόμου, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να επιβάλλει στην Α.Ε. Διαχείρισης ή στο Θεματοφύλακα πρόστιμο ύψους μέχρι 100 εκατομμυρίων.

Όταν μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, Διευθυντές ή και υπάλληλοι παραβαίνουν τις διατάξεις του παρόντος Νόμου, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επιβάλλει πρόστιμο ύψους μέχρι 10 εκατομμυρίων.

Το ίδιο ως άνω προσωπικό, ο Θεματοφύλακας όπως και αντιπρόσωποι της Α.Ε. Διαχείρισης, εάν προβούν σε παράβαση των διατάξεων των άρθρων 17, 20, 32, 33, 34, 36, 37, 38, 39, 40, 43 και 46 αυτού του Νόμου, τιμωρούνται με φυλάκιση ή πρόστιμο 100 εκατομμυρίων δρχ.

«Όποιος εν γνώση του προβαίνει σε ψευδείς δηλώσεις ή ανακοινώσεις προς το κοινό σχετικά με τα οικονομικά στοιχεία Α/Κ, με σκοπό να προσελκύσει σ' αυτό επενδυτές, τιμωρείται με φυλάκιση και με χρηματική ποινή μέχρι 100 εκατομμυρίων δρχ.».

20. Φορολογία (Άρθρο 48)

1. Η πράξη συστάσεως του Α/Κ, η διάθεση και η εξαγορά μεριδίων, η μεταβίβαση εν ζωή ή αιτία θανάτου μεριδίων απαλλάσσονται κάθε φόρου, τέλους καρτοσήμου, εισφοράς, δικαιώματος ή οποιασδήποτε άλλης επιβάρυνσης υπέρ του Δημοσίου, Ν.Π.Δ.Δ. και γενικώς τρίτων.
2. Κατά την εισπραξη μερισμάτων ή τόκων στο όνομα και για λογαριασμό του Α/Κ διενεργείται από τον καταβάλλοντα παρακράτηση φόρου εισοδήματος, σύμφωνα με τα προβλεπόμενα.
3. «Η πρόσθετη αξία που προκύπτει επ' ωφελεία των μεριδιούχων από την εξαγορά των μεριδίων σε τιμή ανώτερη της τιμής κτήσεως απαλλάσσεται από κάθε φόρο, τέλος καρτοσήμου...».

4. Πέραν της απαλλαγής που προβλέπεται στο άρθρο 29 παραγρ. 6 του Ν.Δ. 3323/55, τα κέρδη που διανέμονται από το Α/Κ στους μεριδιούχους απαλλάσσονται από το φόρο εισοδήματος και κάθε φόρο, τέλος κτλ. εφόσον προκύπτουν από την πώληση κινητών αξιών σε τιμές ανώτερες από τις τιμές κτήσεως και, γενικά, από πηγές το εισόδημα των οποίων τυγχάνει φορολογικής απαλλαγής.
5. Τα κέρδη του Α/Κ που διανέμονται σε οργανισμούς κοινωνικής πολιτικής του Ν. 876/79 απαλλάσσονται από το φόρο για ποσό δρχ. 2000 για κάθε άμεσο ασφαλισμένο του Οργανισμού στις 31 Δεκεμβρίου κάθε έτους ή για ποσό ίσο με το 1% του ποσού που, σύμφωνα με το πρώτο εδάφιο του άρθρου 29 του Ν.Δ. 3323/58, απαλλάσσεται από το φόρο εισοδήματος.
6. Οι μεριδιούχοι απαλλάσσονται της υποχρέωσης για υποβολή υπεύθυνης δήλωσης, που θα ανέφερε αν τα λαμβανόμενα από αυτούς κέρδη από τα Α/Κ που διαχειρίζεται η Α.Ε. Διαχείρισης δεν υπερβαίνουν το ποσό των είκοσι χιλιάδων (20.000) ή το 10% του ποσού, που σύμφωνα με το πρώτο εδάφιο, απαλλάσσεται από το φόρο εισοδήματος (Ν.Δ. 3323/55. Άρθρο 29, παρ. 6).

Σημείωση : Ευνόητο είναι ότι τα θέματα της φορολογίας και του υποχρεωτικού ή μη της δήλωσης εισοδήματος από υπεραξίες ακολουθεί τις κάθε φορά ισχύουσες διατάξεις.

21. Μεταβίβαση μεριδίων επί ασφαλιστικής αποζημίωσης και της ...μεριδίων προς σχηματισμό αποθεματικών (Άρθρο 49).

Δίνεται η δυνατότητα στις ασφαλιστικές εταιρείες, και εφόσον συμφωνηθεί με τον ασφαλιζόμενο, η ασφαλιστική αποζημίωση, αντί να καταβάλλεται σε μετρητά, να πραγματοποιείται με μεταβίβαση μεριδίων.

Παρέχεται η ευχέρεια στις Α.Ε. Διαχείρισης να δέχονται κινητές αξίες, ανταλλάσσοντας αυτές με μερίδια των Αμοιβαίων Κεφαλαίων τους. Η ευχέρεια αυτή απευθύνεται σε πιστωτικά ιδρύματα, ασφαλιστικές

εταιρείες, Ν.Π.Δ.Δ., Δημόσιους Οργανισμούς, ασφαλιστικούς τομείς και φορείς κοινωνικής ασφάλισης του άρθρου 12 του Ν. 1902/90.

Η ανταλλαγή αυτή απαλλάσσεται κάθε φόρου, με εξαιρεση τα δικαιώματα μεταβίβασης των ονομαστικών μετοχών.

Οι ασφαλιστικές εταιρείες, τα πιστωτικά ιδρύματα, οι συνεταιρισμοί, οι ασφαλιστικοί οργανισμοί και τα νομικά πρόσωπα έχουν την άδεια από τις αρμόδιες αρχές να κατέχουν απεριόριστο αριθμό μερίδια Αμοιβαίων Κεφαλαίων για σχηματισμό αποθεματικών, υποχρεωτικών ή όχι.

2.3 Ο Κώδικας Δεοντολογίας

Με σκοπό τη θέσπιση κανόνων, οι οποίοι θα καθορίζουν τον τρόπο λειτουργίας, τις σχέσεις και τη συμπεριφορά των Α.Ε.Δ.Α.Κ. και των καλυπτόμενων προσώπων (διαχειριστών, προέδρων, διευθυντικών στελεχών) κατά την άσκηση των δραστηριοτήτων τους, και με απώτερο σκοπό την προστασία των επενδυτών, τη διαφύλαξη της εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς και την ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ολοκλήρωσε, σε συνεργασία με την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, τον Κώδικα Δεοντολογίας των Α.Ε.Δ.Α.Κ. και των Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, ο οποίος δημοσιεύτηκε στο Φ.Ε.Κ. 615/18.6.98.

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 Α/Κ και οι Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου.

Ο Κώδικας είναι υποχρεωτικής εφαρμογής για τις Α.Ε.Δ.Α.Κ. και τις Ε.Ε.Χ. καθώς και για τα καλυπτόμενα πρόσωπα. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ελέγχει την εφαρμογή του κώδικα και επιβάλλει κυρώσεις.

2.3.1 Παρουσίαση των Αρχών του Κώδικα

Εάν εξεταστούν στην ουσία τους οι πιο κάτω αρχές γίνεται εύκολα φανερό ότι εστιάζονται σε δυο βασικές περιοχές. Η μια αφορά στη διαχείριση της πληροφορίας από και προς το Α/Κ, από και προς τον μεριδιούχο. Η άλλη αφορά είναι στις ελάχιστες κατά την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, απαραίτητες διαδικασίες που πρέπει να ακολουθούνται για τη διασφάλιση των συμφερόντων των επενδυτών.

1. Εξειδίκευση πρώτης αρχής

Οι Εταιρείες οφείλουν να αποτρέπουν τη χρησιμοποίηση εμπιστευτικών πληροφοριών από τα πρόσωπα που έχουν πρόσβαση σ' αυτές (διαχειριστές, διευθυντικά στελέχη κτλ.), για ίδιο όφελος, και να 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 (Α/Κ και επενδυτικές) οφείλουν να διασφαλίζουν την αυτονομία της διαχείρισης και τον εμπιστευτικό χαρακτήρα των επενδυτικών αποφάσεων, ιδίως στο εσωτερικό του ομίλου. Για την εφαρμογή της αρχής αυτής, οι εταιρείες λαμβάνουν τα κατάλληλα μέτρα όπως : οι πράξεις διαχείρισης να διενεργούνται αποκλειστικά από τις εταιρείες και οι διαχειριστές να μην μπορούν να είναι μέλη διοικητικού συμβουλίου, χρηματιστηριακοί εκπρόσωποι, αντικρυστές, εσωτερικοί

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

Για το λόγο αυτό, υποβάλλουν στην Ε.Κ. 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 (Α/Κ 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.

Θα πρέπει, δηλαδή, για παράδειγμα, 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. Σε κάθε περίπτωση, πάντως, θα πρέπει να αποφεύγονται ενέργειες που συνιστούν κατάχρηση δικαιωμάτων μειοψηφίας.

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 στο 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 γραμμάτοσειρά όμοια μ' 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 (απαγόρευση).

Τέτοιου είδους διαφημίσεις είναι ευνόητο ότι δεν βλάπτουν μόνο τη θιγόμενη εταιρεία αλλά και γενικότερα το θεσμό.

Επίσης απαγορεύεται η άμεση διαφήμιση (κατ' οίκον επίσκεψη, τηλέφωνο κτλ.) 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 ελέγχου».

Ο εσωτερικός κανονισμός της εταιρείας θα πρέπει να περιγράφει τα καθήκοντα και τις αρμοδιότητες κάθε τμήματος και να είναι έτοιμος σε τρόπο 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 επίσης 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».

Στο άρθρο αυτό ίση μεταχείριση νοείται η αντιμετώπιση των επενδυτών επί τη βάση των αντικειμενικών τους κριτηρίων. Παρέχεται όμως η δυνατότητα στις εταιρείες διαχωρισμού των επενδυτών ανάλογα με τα χαρακτηριστικά τους (οικονομική επιφάνεια, νομικά – φυσικά πρόσωπα κτλ).

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. Πρέπει τέλος να αναγράφονται στην αίτηση συμμετοχής τα ακριβή ποσοστά των προμηθειών για τη συμμετοχή και την εξαγορά του Α/Κ.

Επίσης, οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. οφείλουν να παρουσιάζουν με τρόπο σαφή τους επενδυτικούς κινδύνους της προσφερόμενης επένδυσης. Στο πλαίσιο αυτό, οφείλουν, 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.

Επίσης πρέπει να διασφαλίζουν ότι οι επενδυτές παραλαμβάνουν το αναλυτικό δελτίο του Α/Κ. 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 Α/Κ, τη σωστή επιλογή των ατόμων με τα οποία συνεργάζονται καθώς και για τη διασφάλιση της οργάνωσης του δικτύου διάθεσης μεριδίων των Α/Κ 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.

Ενότητα 2^η

Κατηγορίες - πλεονεκτήματα - μειονεκτήματα και η πορεία της αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Εισαγωγή

Οι πελάτες αγοράζουν για να ικανοποιήσουν τις ανάγκες τους. Οι τράπεζες στοχεύουν στην ικανοποίηση των αναγκών της πελατείας. Οι ανάγκες βεβαίως από άνθρωπο σε άνθρωπο διαφέρουν. Έτσι, κάθε πελάτης αναζητά στην αγορά εκείνο το προϊόν που είναι μοναδικό και κατάλληλο για την ικανοποίηση των δικών του αναγκών. Αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο η τραπεζική αγορά προσφέρει ποικιλία προϊόντων.

Σήμερα, υπάρχουν πολλά προϊόντα αμοιβαίου κεφαλαίου προσαρμοσμένα στις κάθε είδους επενδυτικές ανάγκες της πελατείας. Στη χώρα μας λειτουργούν τριάντα δυο (32) Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων, οι οποίες διαχειρίζονται 238 περίπου αμοιβαία κεφάλαια. Το πρόβλημα είναι πως ο επενδυτής θα επιλέξει εκείνο το αμοιβαίο που τον ικανοποιεί. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, στην προσπάθειά της να διευκολύνει τον επενδυτή επέβαλε μια καταρχήν ομαδοποίηση των προϊόντων αμοιβαίου κεφαλαίου με κριτήριο την επενδυτική πολιτική τους.

Έτσι, για λόγους αξιοπιστίας, σεβασμού και διευκόλυνσης του επενδυτή τα προϊόντα αμοιβαίου κεφαλαίου ομαδοποιούνται σε βασικές κατηγορίες και υποκατηγορίες.

Η κατηγοριοποίηση βασίζεται στο επενδυτικό μέσο, στο οποίο επενδύεται το ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Ο πωλητής αμοιβαίων κεφαλαίων προκειμένου να βοηθήσει αποτελεσματικά τον επενδυτή στην επιλογή του, πρέπει καταρχήν να γνωρίζει :

- Την κατηγοριοποίηση των προϊόντων και τα βασικά χαρακτηριστικά κάθε κατηγορίας.
- Τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα κάθε προϊόντος.

- Τα ουσιαστικά οφέλη που το κάθε προϊόν προσφέρει στον επενδυτή.
- Τα σημεία ως προς τα οποία μια μορφή ενός προϊόντος αμοιβαίου κεφαλαίου υπερτερεί έναντι άλλων μορφών του ίδιου προϊόντος και σε γενικότερο επίπεδο έναντι άλλων επενδυτικών προϊόντων.

Στην ενότητα αυτή επιχειρείται μια παρουσίαση των βασικών κατηγοριών και υποκατηγοριών αμοιβαίων κεφαλαίων καθώς επίσης και των πλεονεκτημάτων και μειονεκτημάτων της επένδυσης σε μερίδια αμοιβαίου κεφαλαίου. Παράλληλα, παρουσιάζεται η εξέλιξη του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων σε παγκόσμιο και ευρωπαϊκό επίπεδο. Η εξέλιξη αυτή απεικονίζεται σε πίνακες, διαγράμματα και απολογιστικά στοιχεία που αντλήθηκαν από επίσημες πηγές, όπως είναι η Federation des Fonds et Societes d' Investissements (F.E.F.S.I.).

Επίσης, παρουσιάζεται η εξέλιξη του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων στη χώρα μας καθώς και τα προϊόντα αμοιβαίου κεφαλαίου που ήδη υπάρχουν στην αγορά αλλά και τα νέα προϊόντα που δημιουργούνται, ακολουθώντας την πορεία της ευρωπαϊκής και διεθνούς αγοράς. Επιχειρείται ακόμη μια αναφορά στην ένταξη της χώρας μας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση και στις αλλαγές που θα επέλθουν με τη χρήση του ενιαίου νομίσματος Ευρώ.

Κεφάλαιο 1°

Κατηγοριοποίηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Το κεφάλαιο αυτό περιλαμβάνει τα πιο κάτω υποκεφάλαια :

1.1. Οι κατηγορίες των αμοιβαίων κεφαλαίων και η επενδυτική πολιτική τους.

1.1.1. Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισης διαθεσίμων

1.1.2. Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια

1.1.3. Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια

1.1.4. Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια

1.1.5. Ειδικού τύπου Αμοιβαία Κεφάλαια

1.1 Οι κατηγορίες των αμοιβαίων κεφαλαίων και η επενδυτική πολιτική τους

Έχουμε ήδη αναφέρει ότι η εταιρεία διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων συγκεντρώνει τα χρήματα των επενδυτών και τα επενδύει σε μετοχές, ομόλογα, τραπεζικά προϊόντα και γενικά σε κινητές αξίες και τίτλους από την εγχώρια και τις διεθνείς χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές.

Οι επενδυτές αμοιβαίων κεφαλαίων μοιράζονται σε αναλογική βάση τα κέρδη, τις ζημιές, τα εισοδήματα και τα έξοδα. Με τη συλλογική διαχείριση των χρημάτων των επενδυτών επιτυγχάνονται σημαντικές οικονομίες κλίμακας που απορρέουν από :

- τη μείωση του κόστους των συναλλαγών,
- την αποτελεσματική συμμετοχή σε δημόσιες εγγραφές νεοεισηγμένων εταιρειών στο Χ.Α.Α.,
- την πρόσβαση σε εγχώριες και διεθνείς αγορές,
- τη διασπορά των κινδύνων της επένδυσης.

Όμως, με τον ενιαίο και συλλογικό τρόπο διαχείρισης των κεφαλαίων παραβιάζεται ένας καθοριστικός παράγοντας στις επενδύσεις που είναι οι ανάγκες και οι προτιμήσεις του επενδυτή.

Όπως γνωρίζουμε, υπάρχουν επενδυτές συντηρητικοί και άλλοι ριψοκίνδυνοι. Κάποιοι επενδυτές ενδιαφέρονται να εξασφαλίσουν ένα σίγουρο και ικανοποιητικό εισόδημα και άλλοι μια μεγάλη, έστω και με κίνδυνο, απόδοση. Άλλοι θέλουν να επενδύσουν τα κεφάλαιά τους για σχετικά μικρό χρονικό διάστημα ενώ άλλοι για πολύ μεγαλύτερο.

Για να αντιμετωπιστεί αυτή η αδυναμία της ενιαίας και συλλογικής διαχείρισης, οι Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.), παρουσιάζουν στην αγορά περισσότερο από ένα αμοιβαία κεφάλαια, κάθε ένα από τα οποία έχει τη δική του φιλοσοφία και προσπαθεί να ικανοποιεί τις επιθυμίες και τις ανάγκες μιας συγκεκριμένης ομάδας επενδυτών.

Το κριτήριο για τη διάκριση των διαφόρων αμοιβαίων κεφαλαίων σε κατηγορίες και υποκατηγορίες είναι η επενδυτική πολιτική που αυτό ακολουθεί. Η επενδυτική πολιτική καθορίζει την τοποθέτηση των κεφαλαίων σε διαφόρων ειδών κινητές αξίες, δηλαδή καθορίζει τον τρόπο με τον οποίο θα διαρθρωθεί το χαρτοφυλάκιο κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου.

Η ακολουθούμενη επενδυτική πολιτική είναι συνάρτηση των στόχων κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου. Και όταν μιλούμε για στόχους εννοούμε ειδικότερα :

- **εισόδημα** : δημιουργία μιας σχετικά σταθερής ροής ρευστών προς τους μεριδιούχους μέσω της καταβολής των μερισμάτων,
- **κεφαλαιακά κέρδη** : αύξηση της αξίας του ενεργητικού, που επιτυγχάνεται με την αύξηση της αξίας των κινητών αξιών που περιλαμβάνουν το Α/Κ στο χαρτοφυλάκιο τους,
- **εισόδημα και κεφαλαιακά κέρδη** : συνδυασμός των παραπάνω στόχων.

Κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο έχει πλήρη αυτονομία και ανεξαρτησία, ακόμη και αν η εταιρία που το διαχειρίζεται είναι η ίδια που

διαχειρίζεται και άλλα αμοιβαία κεφάλαια. Η αυτονομία κάθε προϊόντος βασίζεται στο επενδυτικό μέσο, στο οποίο επενδύει η εταιρεία διαχείρισης το ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, με την απόφαση 6037/9.7.1996 :

- Κατατάσσει τα αμοιβαία κεφάλαια σε κατηγορίες, έτσι ώστε να υπάρχει αντιστοιχία της ονομασίας του αμοιβαίου κεφαλαίου προς το σκοπό που αναφέρεται στον κανονισμό του και τη σύνθεση του ενεργητικού του.

Η έκφραση «κυρίως» αντιπροσωπεύει τουλάχιστον 65% του συνολικού ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου, το οποίο ισχύει κατά μέσο όρο τριμηνίας και θα πρέπει να είναι επενδυμένο στην αντίστοιχη κατηγορία τίτλων.

- Σε περίπτωση παρέκκλισης από το ποσοστό αυτό σε δυο συνεχή τρίμηνα, η Α.Ε.Δ.Α.Κ. υποχρεούται να εξηγήσει τους λόγους παρέκκλισης στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η οποία κατά την κρίση της είναι δυνατόν να ζητήσει αλλαγή του σκοπού ή της ονομασίας του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Συμπληρωματικά και διευκρινιστικά, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με την απόφασή της 129/14.4.98 διευκρινίζει τα εξής :

- Σε περίπτωση κατά την οποία οποιαδήποτε ημέρα σημειωθεί παρέκκλιση από τα προβλεπόμενα από την κατηγορία του αμοιβαίου κεφαλαίου ποσοστά, παρέκκλιση η οποία θα υπερβαίνει το 20% των εν λόγω ποσοστών, η Α.Ε.Δ.Α.Κ. υποχρεούται να γνωστοποιήσει το γεγονός στην Επιτροπή, η οποία μπορεί να θέσει την Α.Ε.Δ.Α.Κ. υπό επιτήρηση και να της ζητήσει να υποβάλλει σε ημερήσια βάση τη διάρθρωση του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου μέχρι την προσαρμογή του προς τα προβλεπόμενα.
- Σε περίπτωση κατά την οποία σημειωθεί παρέκκλιση από τα προβλεπόμενα από την κατηγορία του αμοιβαίου κεφαλαίου

ποσοστά σε μέσο όρο τριμηνίας, παρέκκλιση που θα υπερβαίνει το 10% των εν λόγω ποσοστών, η Α.Ε.Δ.Α.Κ. υποχρεούται εντός δέκα (10) ημερών από τη λήξη του τριμήνου να προβεί σε ειδική ενημέρωση των μεριδιούχων, εξηγώντας τους λόγους της παρέκκλισης και τα μέτρα που προτίθεται να λάβει, με κοινοποίηση στην Επιτροπή.

- Για την παρακολούθηση της ορθής τήρησης της παρούσας απόφασης, οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. υποβάλλουν στην Επιτροπή εντός δεκαημέρου από τη λήξη του τριμήνου την ποσοστιαία σύνθεση των αμοιβαίων κεφαλαίων που διαχειρίζονται σε μέσο όρο τριμηνίας.

Για την ενημέρωση του επενδυτή, οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. υποχρεούνται να προμηθεύουν τα δίκτυα πωλήσεως τους ανά τρίμηνο με ενημερωτικά έντυπα, στα οποία εμφανίζεται η ποσοστιαία σύνθεση του ενεργητικού κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου κατά κατηγορία.

Με τις πιο πάνω αποφάσεις η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς παρέχει στους επενδυτές τη δυνατότητα :

- να συγκρίνουν αμοιβαία κεφάλαια που παρουσιάζουν τα ίδια επενδυτικά χαρακτηριστικά,
- να επιλέξουν, μεταξύ αυτών, εκείνο το προϊόν που ικανοποιεί τις ανάγκες τους,
- να παρακολουθούν την πορεία του αμοιβαίου κεφαλαίου που επέλεξαν,
- να γνωρίζουν και να παρακολουθούν τις ενέργειες των διαχειριστών της περιουσίας τους.

Στη συνέχεια της ενότητας και κατά την παρουσίαση των κατηγοριών αμοιβαίου κεφαλαίου θα δούμε αναλυτικά αυτούς τους περιορισμούς και ελέγχους που αναφέραμε και που επιβάλλονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Σύμφωνα με τις παραπάνω αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, οι βασικές κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων είναι :

- **διαχείρισης διαθεσίμων** (επενδύουν κυρίως σε προϊόντα της χρηματαγοράς, δευτερευόντως σε τίτλους στάθερού εισοδήματος και όχι πάνω από 10% σε μετοχές),
- **ομολογιακά** (επενδύουν κυρίως σε μακροχρόνιους τίτλους, όπως ομόλογα και ομολογίες, και όχι πάνω από 10% σε μετοχές),
- **μετοχικά** (επενδύουν κυρίως σε μετοχές),
- **μικτά** (συνδυασμός επενδύσεων των προηγούμενων κατηγοριών, όχι όμως σε ποσοστό που να φτάνει το 65% κάποιου από αυτά, διότι, τότε, θα ενέπιπταν σε άλλη κατηγορία),
- **ειδικού τύπου** (επενδύουν κυρίως σε ειδικού τύπου κινητές αξίες).

Επίσης, οι βασικές κατηγορίες των αμοιβαίων κεφαλαίων διακρίνονται σε υποκατηγορίες, κοινές για όλες τις κατηγορίες. Οι υποκατηγορίες αυτές εξαρτώνται από την αγορά, στην οποία επιλέγει το αμοιβαίο κεφάλαιο να επενδύσει, και είναι :

- **αμοιβαία κεφάλαια εσωτερικού** (επενδύουν σε κινητές αξίες εσωτερικού),
- **αμοιβαία κεφάλαια εξωτερικού** (επενδύουν σε κινητές αξίες εξωτερικού),
- **αμοιβαία κεφάλαια διεθνή** (επενδύουν σε κινητές αξίες εσωτερικού – εξωτερικού).

Η μεταβολή αμοιβαίου κεφαλαίου προϋποθέτει τροποποίηση του κανονισμού του σύμφωνα με τη διαδικασία που προβλέπει η νομοθεσία των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Ακολουθεί αναλυτική παρουσίαση των βασικών κατηγοριών αμοιβαίων κεφαλαίων.

1.1.1 Διαχείρισης διαθεσίμων

Πρόκειται για αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν κυρίως σε προϊόντα χρηματαγοράς (τουλάχιστον το 65% του συνολικού ενεργητικού τους), σε κάποιο μικρό ποσοστό σε ομόλογα και όχι πάνω από 10% σε μετοχές.

Απευθύνονται κυρίως σε επενδυτές που επιθυμούν βραχυπρόθεσμη επένδυση. Οι αποδόσεις των αμοιβαίων αυτών κεφαλαίων είναι συγκρίσιμες με τις αποδόσεις των καταθετικών προϊόντων.

Επενδύουν σε υψηλής ποιότητας χρεόγραφα, τα οποία εκδίδονται από οργανισμούς που παρουσιάζουν υψηλή αξιοπιστία (ελληνικό δημόσιο, οργανισμοί ξένων χωρών κτλ.).

Θεωρούνται ασφαλή αμοιβαία κεφάλαια – χαμηλού επενδυτικού κινδύνου. Τούτο οφείλεται στην ικανοποιητική διαφοροποίηση που επιτυγχάνουν, επενδύοντας σε πολλά και διαφορετικού εκδότη χρεόγραφα.

Επιθυμητή διάρκεια επένδυσης 1 – 6 μήνες.

Τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων επενδύουν συνήθως σε :

- Έντοκα γραμμάτια του ελληνικού δημοσίου.
- Δραχμικές τραπεζικές καταθέσεις (προθεσμίας και όψεως).
- Καταθέσεις repos.
- Καταθέσεις σε synthetic swaps.
- Καταθέσεις σε ξένο νόμισμα (προθεσμίας και όψεως).
- Ομόλογα ελληνικού δημοσίου (με ή χωρίς τοκομερίδια).
- Ομόλογα της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων.
- Ομολογίες δανείων σε ξένο νόμισμα.
- Μετοχές (σε ποσοστό όχι πάνω από 10%).

Συμπερασματικά στα όσα αναφέρθηκαν παραπάνω :

Τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθέσιμων επενδύουν κυρίως σε προϊόντα χρηματαγοράς και δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος. Επιτρέπεται η επένδυση ενός ποσοστού (έως 10% του ενεργητικού τους) σε μετοχές και τούτο σημαίνει ανάληψη κινδύνου σε κάποιο ποσοστό από το αμοιβαίο κεφάλαιο και αντίστοιχα από τον επενδυτή.

1.1.2 Ομολογιακά

Πρόκειται για αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν κυρίως σε μακροχρόνιους τίτλους σταθερού εισοδήματος, ομόλογα και ομολογίες (τουλάχιστον το 65% του ενεργητικού τους) και όχι πάνω από 10% σε μετοχές.

Απευθύνονται κυρίως σε επενδυτές που επιθυμούν να έχουν κάποιο σταθερό εισόδημα, αποτελούν μεσο-μακροπρόθεσμη επένδυση και εξασφαλίζουν μια σχετικά σταθερή ροή εισοδήματος στους κατόχους των μεριδίων.

Επενδύουν σε χρεόγραφα, τα οποία εκδίδονται από οργανισμούς και επιχειρήσεις που παρουσιάζουν υψηλή αξιοπιστία (ελληνικό δημόσιο, ιδιωτικές επιχειρήσεις, κρατικοί οργανισμοί ξένων χωρών κτλ.).

Θεωρούνται αμοιβαία κεφάλαια περιορισμένου κινδύνου.

Επιθυμητή διάρκεια επένδυσης 1-3 χρόνια.

Η διακύμανση των αποδόσεων των ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων είναι αποτέλεσμα του κινδύνου φερεγγυότητας και της διακύμανσης των επιτοκίων (αναλύονται παρακάτω).

Τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια επενδύουν συνήθως σε :

- Ομόλογα ελληνικού δημοσίου (συνήθως μακράς διάρκειας).
- Ομόλογα κρατικών οργανισμών.
- Ομολογίες ιδιωτικών επιχειρήσεων (ελληνικών και ξένων).
- Ομολογίες εταιρειών.
- Ομόλογα κρατικών οργανισμών άλλων χωρών.

- Προϊόντα χρηματαγοράς (περιορισμένο ποσοστό από την ελληνική και διεθνή χρηματαγορά).
- Μετοχές (σε ποσοστό όχι πάνω από 10%).

Συμπερασματικά στα όσα αναφέρθηκαν παραπάνω:

Τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια επενδύουν κυρίως σε ομόλογα. Παράλληλα επιτρέπεται να επενδύουν και μέχρι 10% του ενεργητικού τους σε μετοχές.

Διακρίνονται σε αμοιβαία κεφάλαια εσωτερικού, εξωτερικού και διεθνή. Όσοι επενδύουν σε αυτή την κατηγορία αναλαμβάνουν μικρότερο κίνδυνο, σε σχέση με τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια, ενώ αντίστοιχα και οι αποδόσεις τις οποίες απολαμβάνουν είναι μικρότερες. Τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια, που κάνουν χρήση της ευχέρειας να επενδύουν μέχρι 10% του ενεργητικού τους σε μετοχές, μπορούν να προσφέρουν αυξημένες αποδόσεις αλλά και το αντίθετο, ανάλογα με την πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς.

Ακολουθεί μια σύντομη αναφορά για την ανάλυση των κινδύνων

Ο κίνδυνος φερεγγυότητας μετρά την πιθανότητα αθέτησης της υπόσχεσης του εκδότη (ότι θα πραγματοποιεί τις περιοδικές πληρωμές που απαιτούνται και στη λήξη του χρεογράφου θα αποπληρώσει την ονομαστική αξία) και ποικίλλει ανάλογα με το ποιος είναι ο εκδότης. Για την εκτίμηση του κινδύνου φερεγγυότητας που ενέχουν οι διάφορες ομολογίες, οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων βασίζονται στην ανάλυση και την αξιολόγηση που γίνεται από ιδιωτικές εταιρείες διαβάθμισης του κινδύνου, όπως είναι η Standard & Poor, η Moody's κ.ά.

Η διακύμανση των επιτοκίων επιδρά στην απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων, νέα, υψηλότερα επιτόκια πιθανόν να οδηγήσουν σε μείωση της τιμής των παλαιών ομολόγων και αντίστροφα. Όσο μεγαλύτερη είναι η διάρκεια μέχρι τη λήξη μιας ομολογίας τόσο πιο

έντονη θα είναι η μεταβολή της αξίας της, όταν μεταβληθούν τα επιτόκια και αντίστροφα.

1.1.3 Μετοχικά

Πρόκειται για αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν κυρίως σε μετοχές διαφόρων εταιρειών, συνήθως εισηγμένων σε χρηματιστηριακές αγορές.

Απευθύνονται κυρίως σε επενδυτές, οι οποίοι επιθυμούν υψηλότερες αποδόσεις από αυτές των ομολογιακών αμοιβαίων και είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν υψηλό κίνδυνο.

Επενδύουν σε μετοχές διαφόρων εταιρειών, τουλάχιστον το 65% του ενεργητικού τους.

Θεωρούνται κεφάλαια υψηλού κινδύνου.

Επιθυμητή διάρκεια επένδυσης 3-5 χρόνια.

Η καθαρή αξία του ενεργητικού και των μεριδίων μετοχικών κεφαλαίων παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα από άλλες κατηγορίες αμοιβαίων. Τούτο οφείλεται στο ότι καθημερινά οι μετοχές διαμορφώνουν τιμή, αφού διαπραγματεύονται σε χρηματιστηριακές αγορές.

Η κατηγορία αυτή των αμοιβαίων κεφαλαίων μπορεί να χωριστεί σε μια σειρά από επί μέρους κατηγορίες, κάθε μια από τις οποίες έχει διαφορετική πολιτική από την άλλη και επενδύει σε διαφορετικού είδους μετοχές. Πιο αναλυτικά, τα επιμέρους είδη αμοιβαίων κεφαλαίων που περιλαμβάνονται στην κατηγορία των μετοχικών είναι :

- **Επιθετικά υπεραξίας (aggressive growth funds).** Επενδύουν σε μετοχές εταιρειών, οι οποίες επιτυγχάνουν σταθερά και για μεγάλα χρονικά διαστήματα υψηλούς ρυθμούς αύξησης των εσόδων και των κερδών τους. Είναι Α/Κ κατάλληλα για επενδυτές που έχουν τη δυνατότητα να επενδύσουν για μεγάλο χρονικό διάστημα και είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν υψηλό κίνδυνο.
- **Υπεραξίας ή αναπτυξιακά (growth funds).** Επενδύουν σε μετοχές που κυριαρχούν στον κλάδο τους και μπορούν να επιτύχουν

υψηλές αποδόσεις. Είναι Α/Κ κατάλληλα για επενδυτές που εμπιστεύονται τις συγκεκριμένες εταιρείες και αναζητούν σταθερές αποδόσεις.

- **Εισοδήματος (income funds).** Επενδύουν σε μετοχές με καλές προοπτικές και εξασφαλίζουν στον επενδυτή ένα εισόδημα. Συχνά, τα χαρτοφυλάκια τους περιλαμβάνουν και μετατρέψιμες ομολογίες.
- **Υπεραξίας και εισοδήματος (growth and income funds).** Επενδύουν σε μετοχές εταιρειών που έχουν καλές προοπτικές και σε μετοχές εταιρειών που δίνουν μέρισμα. Είναι Α/Κ κατάλληλα για τους επενδυτές που επιθυμούν να έχουν κάποιο εισόδημα με χαμηλό κίνδυνο.
- **Κλαδικά (sector funds).** Επενδύουν σε συγκεκριμένους τομείς της οικονομίας και σε περισσότερες από μια επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου με στόχο να μειώσουν τον κίνδυνο. Εάν ο συγκεκριμένος κλάδος που επενδύουν πάει καλά επιτυγχάνουν ικανοποιητικές αποδόσεις.
- **Δεικτοποιημένα (index funds).** Επενδύουν σε μετοχές εταιρειών που μετέχουν στη διαμόρφωση χρηματιστηριακών δεικτών. Είναι Α/Κ σχεδιασμένα για να ακολουθούν συγκεκριμένο δείκτη και επιτρέπουν στον επενδυτή με τα διαθέσιμα κεφάλαιά του να επενδύσει στη χρηματιστηριακή αγορά και να απολαμβάνει ικανοποιητικές αποδόσεις, όταν η χρηματιστηριακή αγορά κινείται ανοδικά.

Συμπερασματικά στα όσα αναφέρθηκαν παραπάνω :

Τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια επενδύουν κυρίως σε μετοχές. Τα μετοχικά εσωτερικού επενδύουν κυρίως στο ελληνικό χρηματιστήριο, ενώ τα μετοχικά εξωτερικού επενδύουν κυρίως σε ξένα χρηματιστήρια.

Σε ορισμένες περιπτώσεις το ποσοστό του ενεργητικού των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων, το οποίο επενδύεται σε μετοχές, είναι δυνατό να υποχωρήσει κάτω από το 65%, αλλά ο μέσος όρος κάθε ημερολογιακού τριμήνου πρέπει να υπερβαίνει αυτό το όριο.

Εάν, ο μέσος όρος τριμήνου, το ποσοστό του ενεργητικού των μετοχικών Α/Κ υποχωρήσει κάτω από το 58,5%, οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. πρέπει να το γνωστοποιήσουν στους μεριδιούχους τους.

Επίσης, αν οποιαδήποτε ημέρα το ως άνω ποσοστό υποχωρήσει κάτω από το 52%, πρέπει να ανακοινωθεί αμέσως στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Με τις παραπάνω αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς επιτυγχάνεται να διατηρείται η ίδια μορφή του αμοιβαίου κεφαλαίου με αυτή που είχε αρχικά επιλέξει ο επενδυτής.

Επισημαίνεται ότι όσοι επενδύουν σε μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια πρέπει να γνωρίζουν ότι αναλαμβάνουν σημαντικό κίνδυνο, ανεξάρτητα από την ικανότητα των διαχειριστών.

Ο κίνδυνος είναι ανάλογος προς το συντηρητικό ή επιθετικό χαρακτήρα που έχει το αμοιβαίο κεφάλαιο στο οποίο γίνεται η επένδυση. Βεβαίως, ανάλογα με τον κίνδυνο που επιθυμούν να αναλάβουν οι επενδυτές είναι και η προσδοκώμενη απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου, η οποία μπορεί να είναι σημαντική σε περιόδους ανοδικής πορείας των αγορών ή το αντίθετο σε περιόδους πτωτικής πορείας.

1.1.4 Μικτά

Πρόκειται για αμοιβαία κεφάλαια με μεγάλη ευελιξία στις επενδύσεις. Στόχος τους είναι η εξασφάλιση ενός ικανοποιητικού

εισοδήματος για τους μεριδιούχους και επιδιώκεται η πραγματοποίηση κεφαλαιακών κερδών (ποσοστό έως 65% σε μετοχές).

Απευθύνονται κυρίως σε επενδυτές που επιθυμούν υψηλότερες αποδόσεις από αυτές των ομολογιακών αμοιβαίων, χωρίς σημαντικές διακυμάνσεις. Είναι κατάλληλα για μεσοπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα (2 με 3 έτη).

Επενδύουν σε μετοχές εταιρειών, ομόλογα, ομολογίες και τίτλους της χρηματαγοράς.

Επιτυγχάνουν ικανοποιητική διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου τους και γι' αυτό οι αποδόσεις τους παρουσιάζουν συνήθως μικρότερες διακυμάνσεις από αυτές των μετοχικών αλλά μεγαλύτερες από αυτές των ομολογιακών.

Επιθυμητή διάρκεια επένδυσης τα 2-3 χρόνια.

Τα αμοιβαία κεφάλαια μικτού τύπου επενδύουν κυρίως σε :

- Μετοχές εταιρειών (κοινές και προνομιούχες).
- Ομόλογα (διαφόρων εκδοτών και χρονικής διάρκειας).
- Ομολογίες (με ή χωρίς δυνατότητα μετατροπής σε προνομιούχες μετοχές).
- Χρηματαγορές (Ελλάδα και Εξωτερικό).

Συμπερασματικά στα όσα αναφέρθηκαν παραπάνω :

Τα μικτά αμοιβαία κεφάλαια επενδύουν σε όλες τις κατηγορίες επενδύσεων, αλλά σε ποσοστό μικρότερο του 65% για κάθε μια από αυτές. Οι μεριδιούχοι της κατηγορίας αυτής αναλαμβάνουν μικρότερο κίνδυνο σε σχέση με τα αμιγώς μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια, αλλά μεγαλύτερο κίνδυνο σε σχέση με τα αμιγώς ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια.

1.1.5 Ειδικού τύπου

Πρόκειται για αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν κυρίως σε ειδικού τύπου επενδυτικά προϊόντα εσωτερικού - εξωτερικού και τουλάχιστον 10% σε τίτλους σταθερού εισοδήματος.

Επισημαίνεται ότι η ανάπτυξη των αγορών χρήματος και κεφαλαίου προσφέρει πολλές ευκαιρίες στους επενδυτές, ενώ η λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς παραγώγων βοήθησε στη δημιουργία νέων προϊόντων που επενδύουν σε δείκτες, δικαιώματα (options) κτλ.

Ενδεικτικά αναφέρουμε τα :

- Τα κλαδικά αμοιβαία κεφάλαια (sector funds). Επενδύουν σε συγκεκριμένους τομείς της οικονομίας και σε περισσότερες από μια επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου με στόχο την απομείωση του επενδυτικού κινδύνου. Η σύνθεση του ενεργητικού τους είναι αυτή που προβλέπεται από τη συγκεκριμένη κατηγορία αμοιβαίου κεφαλαίου (επενδύουν τουλάχιστον 10% σε τίτλους σταθερού εισοδήματος).
- Τα αμοιβαία κεφάλαια δεικτών (index funds, options - income funds). Επενδύουν σε μετοχές εταιρειών που μετέχουν στη διαμόρφωση χρηματιστηριακών δεικτών. Είναι σχεδιασμένα για να ακολουθούν συγκεκριμένο δείκτη και επιτρέπουν στον επενδυτή με τα διαθέσιμα κεφάλαια του να επενδύσει στη χρηματιστηριακή αγορά και να απολαμβάνει ικανοποιητικές αποδόσεις όταν αυτή κινείται ανοδικά. Τα χαρτοφυλάκια των αμοιβαίων κεφαλαίων περιλαμβάνουν επενδύσεις σε δικαιώματα. Με την αγοραπωλησία δικαιωμάτων επιτυγχάνεται περιορισμός του κινδύνου. Τα αμοιβαία κεφάλαια δεικτών, για να ανήκουν στην κατηγορία των ειδικού τύπου αμοιβαίων, πρέπει να επενδύουν σε τίτλους σταθερού εισοδήματος κατά ποσοστό τουλάχιστον 10% του ενεργητικού τους.
- Τα αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν σε άλλα αμοιβαία (fund of funds). Επενδύουν σε μερίδια άλλων αμοιβαίων. Τα αμοιβαία κεφάλαια αυτής της μορφής επιτυγχάνουν μεγάλη διαφοροποίηση, ενώ παράλληλα δημιουργείται μια δευτερογενής αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων. Δίνεται δηλαδή η δυνατότητα στο μεριδιούχο να επενδύσει σε προϊόντα της ελληνικής και παγκόσμιας χρηματαγοράς και κεφαλαιαγοράς, καθορίζοντας το επενδυτικό του προϊόν ως ποσοστό συμμετοχής σε άλλα αμοιβαία κεφάλαια.

Τα αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν σε άλλα αμοιβαία, για να ανήκουν στην κατηγορία των ειδικού τύπου αμοιβαίων, πρέπει να επενδύουν σε τίτλους σταθερού εισοδήματος κατά ποσοστό τουλάχιστον 10% του ενεργητικού τους.

Η επιλογή της κατηγορίας αμοιβαίου κεφαλαίου γίνεται βάσει :

- του διαθέσιμου ποσού,
- του χρονικού ορίζοντα της επένδυσης,
- του βαθμού κινδύνου που είναι διατεθειμένος να αναλάβει ο επενδυτής,
- της προσδοκώμενης απόδοσης.

Στο θέμα της επιλογής αμοιβαίου με βάση τις προσδοκίες του επενδυτή θα αναφερθούμε αναλυτικά σε επόμενη ενότητα.

Υστερα από όσα ήδη αναφέραμε για τις κατηγορίες των αμοιβαίων κεφαλαίων στην ενότητα αυτή, κατανοούμε ότι η κατηγοριοποίηση των αμοιβαίων κεφαλαίων :

- παρέχει στους επενδυτές τη δυνατότητα να συγκρίνουν προϊόντα που παρουσιάζουν τα ίδια επενδυτικά χαρακτηριστικά και να επιλέγουν μεταξύ αυτών, εκείνο που ικανοποιεί τις ανάγκες τους,
- επιτρέπει στους πωλητές των προϊόντων να γνωρίζουν τη σύνθεση του ενεργητικού του αμοιβαίου και να προσφέρουν στον επενδυτή το προϊόν εκείνο, το οποίο ικανοποιεί τις προσδοκίες του.

Στη σελίδα αυτή παραθέτουμε τον πίνακα με την ονοματολογική κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων, σύμφωνα με τις αποφάσεις 6037/9.7.96 και 129/14.4.98 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Η ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

	ΜΕΤΟΧΙΚΟ	ΟΜΟΛΟΓΙΚΟ	ΔΙΑΦΕΣΙΜΩΝ	ΜΙΚΤΟ	ΕΙΔΙΚΟΥ ΤΥΠΟΥ
ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	Επενδύει κυρίως σε μετοχές.	Επενδύει κυρίως σε μακροχρόνιους τίτλους σταθερού εισοδήματος και όχι άνω του 10% σε μετοχές.	Επενδύει κυρίως σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρηματαγοράς δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος και όχι άνω του 10% σε μετοχές.	Επενδύει κυρίως επενδύσεων προηγούμενων κατηγοριών. Ποσοστό έως 65% σε μετοχές.	Επενδύει κυρίως σε ειδικού τύπου επενδυτικά προϊόντα και τουλάχιστον 10% σε τίτλους σταθερού εισοδήματος, και 5% σε παράγωγα.
ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	Επενδύει κυρίως σε μετοχές εκωτερικού.	Επενδύει κυρίως σε μακροχρόνιους τίτλους σταθερού εισοδήματος εκωτερικού.	Επενδύει κυρίως σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρηματαγοράς δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος εκωτερικού.	Επενδύει κατά το ενεργητικό του κύριο λόγο στο εκωτερικό.	Επενδύει κυρίως σε επενδυτικά προϊόντα εκωτερικού.
ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	Επενδύει κυρίως σε μετοχές εξωτερικού.	Επενδύει κυρίως σε μακροχρόνιους τίτλους σταθερού εισοδήματος εξωτερικού.	Επενδύει κυρίως σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρηματαγοράς δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος εξωτερικού.	Επενδύει το ενεργητικό του κατά κύριο λόγο στο εξωτερικό.	Επενδύει κυρίως σε επενδυτικά προϊόντα εξωτερικού.
ΔΙΕΘΝΗ	Επενδύει κυρίως σε μετοχές εκωτερικού / εξωτερικού.	Επενδύει κυρίως σε μακροχρόνιους τίτλους σταθερού εισοδήματος εκωτερικού / εξωτερικού.	Επενδύει κυρίως σε προϊόντα χρηματαγοράς δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος εκωτερικού / εξωτερικού.	Επενδύει το ενεργητικό τους κατά κύριο λόγο στο εκωτερικό / εξωτερικό.	Επενδύει κυρίως σε επενδυτικά προϊόντα ειδικού τύπου εκωτερικού / εξωτερικού.

Κεφάλαιο 2°

Η Αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων – Νέα προϊόντα

2.1 Η πορεία των αμοιβαίων κεφαλαίων στην ευρωπαϊκή και παγκόσμια αγορά.

Η αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων, παγκοσμίως, σημείωσε ραγδαία ανάπτυξη κατά τα τελευταία (20) χρόνια, γεγονός που οφείλεται στην :

- Ανάπτυξη της μεταφοράς κεφαλαίων.
- Πολιτική των ιδιωτικοποιήσεων.
- Μεταφορά πόρων από το δημόσιο προς τον ιδιωτικό τομέα.
- Παγκοσμιοποίηση.
- Ανάπτυξη των αγορών χρήματος και κεφαλαίου.

Σύμφωνα με τα στοιχεία της European Federation of Investment Funds, η παγκόσμια αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων ανήλθε στις 30/9/1999 σε 10,3 τρις \$ και ο συνολικός αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων σε 43.770.-

Παρατηρώντας από τους πίνακες της European Federation of Investment Funds την εξελικτική πορεία των αμοιβαίων κεφαλαίων από το 1994 έως τις 30/9/99, σημειώνουμε τα εξής :

- **Πρωταγωνιστής του θεσμού** των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι η αγορά των **ΗΠΑ** με τα 7.791 αμοιβαία κεφάλαια που διέθετε στις 30.9.1999, συνολικού ενεργητικού 6.846 δις \$.

Η πορεία των αμοιβαίων κεφαλαίων στις ΗΠΑ είναι σταθερά ανοδική. Ο θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων βρίσκεται σε ωριμότητα. Τούτο σημαίνει ότι σταδιακά σημαντικά κεφάλαια επενδύονται σε μερίδια Α/Κ χωρίς να αυξηθούν ιδιαίτερα τα νέα προϊόντα αμοιβαίου που διαθέτει η αγορά. Υπάρχουν, δηλαδή, στην αγορά των ΗΠΑ αμοιβαία κεφάλαια που ικανοποιούν τις επενδυτικές ανάγκες της πελατείας και δεν υπάρχει λόγος για δημιουργία νέων προϊόντων.

Γι' αυτό το λόγο διαχρονικά δε μεταβάλλεται ιδιαίτερα ο αριθμός τους. Οι επενδυτές προτιμούν τα γνωστά και παραδοσιακά προϊόντα και έτσι έχουμε αύξηση του ενεργητικού των ήδη υπαρχόντων αμοιβαίων κεφαλαίων.

- Η πορεία των αμοιβαίων κεφαλαίων στην ~~Ιαπωνία~~ δείχνει ότι παρουσίασε μια κάμψη στην αγορά κατά τη διετία 1997 - 1998, ενώ στις 30.9.1999 η αγορά της διέθετε 3.686 αμοιβαία κεφάλαια συνολικού ενεργητικού 472.235 εκατ. \$.

Το ενδιαφέρον των Ευρωπαίων επενδυτών για το θεσμό των αμοιβαίων κεφαλαίων οφείλεται κατά κύριο λόγο στην ωρίμανση των ευρωπαϊκών χρηματιστηριακών αγορών.

Παράλληλα η πορεία προς την οικονομική και νομισματική ενοποίηση, η πτώση των επιτοκίων και η συγκράτηση του πληθωρισμού επηρέασαν θετικά το θεσμό.

- Η πορεία των αμοιβαίων κεφαλαίων στην **Γαλλία** είναι ανοδική, εάν εξαιρέσουμε μια μικρή κάμψη της αγοράς το 1997. Με στοιχεία της 30.9.99 η αγορά της διαθέτει 6.439 αμοιβαία κεφάλαια, συνολικού ενεργητικού 700,836 εκατ. \$. Τα στοιχεία αυτά μας δείχνουν τη σημαντική θέση της Γαλλίας στην παγκόσμια αγορά αμοιβαίων.

Ο μεγάλος αριθμός αμοιβαίων κεφαλαίων που διαθέτει η ως άνω χώρα επιβεβαιώνει την αλματώδη ανάπτυξη της αγοράς της, η οποία με τα νέα προϊόντα που δημιουργεί προσελκύει νέα επενδυτικά κεφάλαια.

- Η πορεία των αμοιβαίων κεφαλαίων στην **Ιταλία** είναι ανοδική και η αγορά της κατέχει σημαντική θέση στην παγκόσμια αγορά. Σύμφωνα με τα στοιχεία της European Federation of Investment Funds στις 30.9.1999 η αγορά της διέθετε 791 αμοιβαία κεφάλαια συνολικού ενεργητικού 485.850 εκατ. \$.

Ο μικρός αριθμός αμοιβαίων σε σχέση με τα επενδεδυμένα κεφάλαια δείχνει την ωριμότητα του επενδυτικού κοινού και την ποιότητα των προσφερόμενων προϊόντων, η οποία φαίνεται να ικανοποιεί τις προσδοκίες των επενδυτών.

Άλλες σημαντικές αγορές της Ευρώπης αποτελούν το Λουξεμβούργο, το Ηνωμένο Βασίλειο, η Ισπανία και η Γερμανία.

2.2 Σύγχρονες τάσεις στην ευρωπαϊκή και διεθνή αγορά

Μια νέα πνοή στη διεθνή αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων έδωσε η διείσδυση των τραπεζών στο χώρο των ασφαλιστικών εργασιών (κυρίως στην πώληση ασφαλιστικών προϊόντων). Με τον όρο *bancassurance* δεν αναφερόμαστε σε ασφαλιστικό προϊόν, αλλά σε μια διεθνώς δόκιμη πρακτική προώθησης συνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών.

Οι κυριότεροι λόγοι που ευνοούν την ανάπτυξη **bancassurance** στον ευρωπαϊκό χώρο είναι :

- η απελευθέρωση της ευρωπαϊκής αγοράς χρηματοοικονομικών υπηρεσιών,
- οι μεγάλες ανακατατάξεις που συντελούνται στον ασφαλιστικό τομέα,
- ο έντονος ανταγωνισμός στις χρηματοοικονομικές αγορές, ο οποίος περιορίσε τα περιθώρια κέρδους από παραδοσιακά τραπεζικά προϊόντα και οδήγησε στη διεύρυνση των αγορών και στη δημιουργία νέων προϊόντων και υπηρεσιών,
- η στροφή του επενδυτικού κοινού σε συνδυασμένες μορφές επενδύσεων,
- η σύγχρονη τάση δημιουργίας ομίλων που περιλαμβάνουν τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες, χρηματιστηριακές εταιρείες κτλ.,
- η εφαρμογή *cross selling* (διασταυρούμενες πωλήσεις) και η αξιοποίηση του πελατολογίου των τραπεζών,
- η προσπάθεια των τραπεζικών και ασφαλιστικών εταιρειών να μειώσουν το κόστος, αυξάνοντας παράλληλα το μερίδιό τους στην αγορά.

Προϊόντα bancassurance :

Οι Bancassurance, πέραν των παραδοσιακών ασφαλιστικών προϊόντων, ανέπτυξαν μια ειδική σειρά προϊόντων, με στόχο την κάλυψη των αναγκών που προκύπτουν από συγκεκριμένες τραπεζικές συναλλαγές. Τα προϊόντα αυτά κατατάσσονται στις εξής κατηγορίες :

- **Προϊόντα αποπληρωμής τραπεζικών διευκολύνσεων.** Ανταποκρίνονται στην ανάγκη οργανισμών που παραχωρούν δάνεια ή πιστώσεις σε ιδιώτες για να διασφαλίσουν ότι στις περιπτώσεις θανάτου, αναπηρίας ή μόνιμης ανικανότητας του δανειολήπτη το ποσό του δανείου θα αποπληρωθεί (δανειοασφάλιση).
- **Προϊόντα καταθέσεων.** Τα γνωστά καταθετικά προϊόντα συνδυάζονται με ασφαλιστικές καλύψεις προσαρμοσμένες στις απαιτήσεις κάθε ατόμου.
- **Τυποποιημένα πακέτα.** Πρόκειται για ασφάλειες που απευθύνονται σε εξειδικευμένες ομάδες πελατών της τράπεζας και περιλαμβάνουν ασφαλιστικές αποζημιώσεις σε περιπτώσεις ατυχημάτων.

Το bancassurance έχει καταρχήν επικεντρωθεί στην προώθηση ασφαλιστικών προϊόντων του κλάδου ζωής, σε συνδυασμό με παραδοσιακά τραπεζικά προϊόντα.

Η επένδυση σε προϊόντα bancassurance ωφελεί πολλαπλά τον καταναλωτή λόγω των φορολογικών ελαφρύνσεων, του χαμηλού κόστους αλλά και της αυξημένης απόδοσης λόγω της επένδυσης των συγκεντρωμένων κεφαλαίων σε αμοιβαία κεφάλαια.

Σύμφωνα με τα υπάρχοντα στοιχεία, στον ευρωπαϊκό χώρο οι τράπεζες έχουν σημειώσει μεγάλη επιτυχία στην προώθηση ασφαλιστικών και επενδυτικών προϊόντων. Τα προϊόντα αυτά τα προσφέρει είτε ασφαλιστής που βρίσκεται μέσα στο τραπεζικό κατάστημα είτε τραπεζικό στέλεχος που είναι κατάλληλα εκπαιδευμένο και διαθέτει σε βάθος γνώση των προϊόντων αυτών καθώς και των λειτουργικών χαρακτηριστικών τους.

Ιδιαίτερη ανάπτυξη στις διεθνείς αγορές παρουσιάζουν, επίσης, τα αμοιβαία κεφάλαια ειδικού τύπου. Ειδικότερα έχουμε :

- **κλαδικά αμοιβαία κεφάλαια** (επενδύουν σε συγκεκριμένους τομείς της οικονομίας και σε περισσότερες από μια επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου).
- Τα **αμοιβαία κεφάλαια δεικτών** (επενδύουν σε μετοχές εταιρειών που μετέχουν στη διαμόρφωση χρηματιστηριακών δεικτών).
- Τα **αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν σε άλλα αμοιβαία** (επενδύουν σε μερίδια άλλων αμοιβαίων, επιτυγχάνοντας μεγάλη διαφοροποίηση).

Το πιο γνωστό διεθνώς fund of fund είναι το Vanguard Star που ιδρύθηκε το 1985 και επενδύει σε έξι διαφορετικά ομολογιακά, διαθεσίμων και μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια.

Ικανοποιητικό μερίδιο της διεθνούς αγοράς κατέχουν ακόμη τα εξειδικευμένα αμοιβαία κεφάλαια. Με τον όρο αυτό -εννοούμε μια περιουσία αποταμιευτικών κεφαλαίων, τα οποία επενδύουν σε :

- τίτλους ή άλλα προϊόντα συγκεκριμένων παραγωγικών κλάδων και επικεντρώνουν το ενδιαφέρον τους σε αυτούς τους τομείς της οικονομίας.
- Μετοχές εταιρειών ευαισθητοποιημένων στο περιβάλλον και τα προβλήματα των οικολογικών καταστροφών.
- Τίτλους επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε συγκεκριμένες γεωγραφικές περιοχές και εξυπηρετούν τοπικά συμφέροντα.

Ένα σημαντικό θέμα, που αποτελεί αντικείμενο προβληματισμού παγκοσμίως, είναι αυτό της σύνταξης. Στη διεθνή και ευρωπαϊκή αγορά τα αμοιβαία κεφάλαια ανέπτυξαν με επιτυχία από ετών μακροπρόθεσμα επενδυτικά προγράμματα συνταξιοδότησης. Η αγορά αυτή έχει περιθώρια ανάπτυξης και, όπως θα δούμε στη συνέχεια, προσφέρει σημαντικά πλεονεκτήματα στο μεριδιούχο - επενδυτή.

2.3 Η πορεία της ελληνικής αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων

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 να λειτουργεί στα τέλη του 1972 ήταν το Ερμής Δυναμικό από την Εμπορική Τράπεζα και ακολουθεί στις αρχές του 1973 το Δήλος Μικτό από την Εθνική Τράπεζα.

Για τα επόμενα χρόνια η αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων περιοριζόταν στα δυο αυτά προϊόντα, καθώς την ίδρυση των δυο πρώτων αμοιβαίων κεφαλαίων ακολουθεί μια μεγάλη περίοδος αδράνειας.

Μερικοί από τους λόγους για τους οποίους δεν υπήρχε αγοραστικό ενδιαφέρον στην αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων ήταν :

- Η έλλειψη ποικιλίας προϊόντων.
- Η έλλειψη οργανωμένης αγοράς.
- Η έλλειψη κανόνων λειτουργίας της χρηματιστηριακής αγοράς.
- Η οικονομική και νομισματική πολιτική.
- Η πορεία του Χ.Α.Α.

Ουσιαστικά, η εν λόγω αγορά στον τόπο μας ξεκινά να λειτουργεί από το 1988. το 1989 έχουμε ένα νέο προϊόν από την Interamerican και το 1990 έχουμε τέσσερα νέα προϊόντα στην αγορά. Ο θεσμός, ωστόσο, είναι ακόμη άγνωστος στο επενδυτικό κοινό.

Τα πρώτα αμοιβαία ήταν μετοχικά και προσέφεραν στους πελάτες τη δυνατότητα διαφοροποίησης του κινδύνου από επενδύσεις σε τίτλους εισηγμένους στο Χ.Α.Α.

Το 1991 εισάγονται στην ελληνική αγορά τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων και τα εισοδήματος (αυτά που σήμερα ανήκουν στη κατηγορία των ομολογιακών). Το επενδυτικό κοινό δέχτηκε πρόθυμα τα νέα αυτά προϊόντα και σε λιγότερο από ένα χρόνο τα εν λόγω αμοιβαία κεφάλαια (διαχείρισης διαθεσίμων και εισοδήματος) προσέλκυσαν το 49% των κεφαλαίων των επενδυτών. Το αντίστοιχο ποσοστό για το 1996 ήταν 95% και για το 1997 87%.

Συμπερασματικά για την περίοδο 1992 έως 1997, θα μπορούσαμε να πούμε ότι η αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων γνωρίζει σημαντική ανάπτυξη. Το ενδιαφέρον του επενδυτικού κοινού μονοπωλούν τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων και τα εισοδήματος. Η οικονομική και πολιτική κατάσταση της χώρας μας, διευκολύνει την ανάπτυξη της αγοράς αυτής. Στην περίοδο αυτή, βέβαια, έχουμε και την κρίση του Μαΐου του 1994.

Στην κρίση του 1994 η συμπεριφορά των αμοιβαίων ήταν καλή και προσέφεραν ρευστότητα στην αγορά. Ας θυμηθούμε όμως τα γεγονότα.

Στις αρχές Μαΐου 1994 και ιδιαίτερα τη δεύτερη εβδομάδα του Μαΐου, η δραχμή δέχτηκε σημαντική πίεση λόγω της επικείμενης απελευθέρωσης συναλλάγματος. Η Τράπεζα της Ελλάδος είχε διαθέσιμα σημαντικό τμήμα από τα συναλλαγματικά της διαθέσιμα για τη στήριξη της ισοτιμίας της δραχμής με άλλα νομίσματα, ενώ παράλληλα και μέσω του τραπεζικού συστήματος ώθησε τα βραχυπρόθεσμα έπιτόκια σε... ύψη.

Στην κρίση αυτή τα αμοιβαία κεφάλαια λειτούργησαν ικανοποιητικά ως ενδιάμεση επενδυτική επιλογή. Προσέφεραν ρευστότητα στην αγορά και τη δυνατότητα στους μεριδιούχους να διεκδικήσουν από μόνοι τους μεγαλύτερες αποδόσεις μέσω βραχυπρόθεσμων επενδύσεων και γeros (ρευστοποιώντας τα μερίδια A/K που είχαν στην κατοχή τους).

Γενικά, τα αμοιβαία παρουσίασαν ευελιξία στις όποιες κρίσεις και επιβεβαίωσαν τις προσδοκίες των επενδυτών.

Ας δούμε στη συνέχεια τις τάσεις που αναπτύχθηκαν στην ελληνική αγορά αμοιβαίων.

Οι αποταμιευτές που για πολλά χρόνια κατέθεταν τις οικονομίες τους και απολάμβαναν τη σιγουριά του τραπεζικού συστήματος και τον τόκο, αρχίζουν να επενδύουν σε έντοκα γραμμάτια του ελληνικού δημοσίου. Αυτό τους ικανοποιεί, επειδή εισπράττουν μεγαλύτερες

αποδόσεις από ότι οι τραπεζικές καταθέσεις, χωρίς να αναλαμβάνουν ιδιαίτερο κίνδυνο.

Σταδιακά, οι αποταμιευτές γίνονται επενδυτές, αναζητούν καλύτερες αποδόσεις, γνωρίζουν το θεσμό των αμοιβαίων κεφαλαίων και επενδύουν σε προϊόντα αμοιβαίου που τους εξασφαλίζουν ακόμη καλύτερες αποδόσεις από αυτές των τίτλων ελληνικού δημοσίου (ΕΓΕΔ), ενώ παράλληλα αισθάνονται ασφάλεια και σιγουριά.

Τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων και εισοδήματος προσελκύουν καταρχήν τους παραδοσιακούς αποταμιευτές και έχουν σε μεγάλο ποσοστό υποκαταστήσει τις τραπεζικές καταθέσεις. Οι τράπεζες είναι ικανοποιημένες, δεδομένου ότι μέσω των αμοιβαίων κεφαλαίων τα κεφάλαια των επενδυτών επιστρέφουν σε αυτές. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι περισσότερες τράπεζες έχουν ήδη δημιουργήσει Α.Ε.Δ.Α.Κ. ως θυγατρικές εταιρείες.

Ακολουθεί η σταδιακή μείωση των επιτοκίων και η απελευθέρωση της κεφαλαιαγοράς. Οι τράπεζες αρχίζουν να προσφέρουν στην πελατεία πολλές διαφορετικές υπηρεσίες και επενδυτικές επιλογές, κατανοώντας ότι αυξάνει ο ανταγωνισμός και ο επενδυτής έχει πλέον πολλές δυνατότητες που του προσφέρονται από τον ευρύτερο χρηματοπιστωτικό τομέα. Τα Α/Κ προσελκύουν κεφάλαια επιχειρήσεων, ταμείων, οργανισμών και προσφέρουν ικανοποιητικές αποδόσεις για μικρές χρονικές διάρκειες, ενώ από το 1998 ξεκινά και η ανάπτυξη των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων. Οι επενδυτές στρέφονται προς αυτά με αποτέλεσμα τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια να καταλαμβάνουν την 31.12.1998 το 32% της συνολικής αγοράς.

Οι λόγοι που οδήγησαν τους επενδυτές στη στροφή αυτή, δηλαδή από τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων και τα ομολογιακά προς τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια είναι :

- Η ανάπτυξη της χρηματιστηριακής αγοράς.
- Η απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος.
- Ο έντονος ανταγωνισμός.
- Η πτωτική πορεία των επιτοκίων.
- Η πτώση του πληθωρισμού.

- Η πορεία προς τη σύγκλιση, την οικονομική και νομισματική ένωση.
- Η οικονομική και νομισματική πολιτική.

Το 1999 υπήρξε ένα ιδιαίτερα σημαντικό έτος όσον αφορά τη σύγκλιση της ελληνικής οικονομίας προς αυτές των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης αλλά και μια εξαιρετική χρονιά για το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών παρουσίασε σε ετήσια βάση άνοδο κατά 102,19%. Τη μεγαλύτερη απόδοση παρουσίασε ο κλάδος της παράλληλης αγοράς και ακολούθησαν οι κλάδοι των κατασκευών και των εταιρειών leasing. Η ανοδική πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς οφειλόταν :

- Στη βελτίωση των μακροοικονομικών μεγεθών.
- Στην προεξόφληση της ένταξης μας στην ΟΝΕ.
- Στην προσδοκία προσαρμογής των επιτοκίων σε εκείνα των ευρωπαϊκών αγορών.
- Στην αυξημένη ζήτηση στην αγορά.
- Στον εκσυγχρονισμό και την αναβάθμιση του θεσμικού πλαισίου λειτουργίας του Χ.Α.Α.
- Στη λειτουργία του νέου συστήματος διαπραγμάτευσης μετοχών στο Χ.Α.Α., του Ολοκληρωμένου Αυτόματου Συστήματος Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (Ο.Α.Σ.Η.Σ.).
- Στις δημόσιες εγγραφές (Underwriting), που ήταν διπλάσιες από αυτές του 1998.
- Στις αυξήσεις Μετοχικών Κεφαλαίων (Α.Μ.Κ.) των ήδη εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.
- Στην ανοδική πορεία των διεθνών χρηματιστηριακών αγορών.

2.4 Προοπτικές ανάπτυξης νέων μορφών αμοιβαίων κεφαλαίων στην ελληνική αγορά

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, εν προκειμένω, 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 τα :

Επενδυτικά – Ασφαλιστικά προγράμματα (Unit Linked & Unit Trust Linked)

Τα προϊόντα αυτά καλύπτουν τη νέα τάση στην αγορά των αμοιβαίων 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 απολύτως 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 ασφαλιζόμενων 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 να 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 διάθεση 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.

Πέραν των ατομικών ανησυχιών, είναι αντικείμενο προβληματισμού και της ελληνικής πραγματικότητας η συνταξιοδότηση και η εξασφάλιση εισοδήματος ικανού να καλύψει τις μελλοντικές ανάγκες, είναι πρόβλημα της εποχής μας. 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 :

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 από ετών δοκιμασμένη, επίτυχημένη 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.

Με την ανάπτυξη της ελληνικής κτηματαγοράς δημιουργούνται νέες μορφές αμοιβαίων κεφαλαίων.

Αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν σε ακίνητα (Real estate funds)

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%.

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 διασφαλιστεί έναντι κινδύνων (hedging),
- να εκμεταλλευτεί τις ευκαιρίες των αγορών,
- να κερδίσει προβλέποντας την ανοδική ή καθοδική πορεία της αγοράς.

Έτσι αναμένεται η ανάπτυξη των 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
- Μεριδία 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.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΕΝΩΣΗ ΚΑΙ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

3.1 Η πορεία προς την Οικονομική και Νομισματική Ένωση

Από τα σημαντικότερα γεγονότα του αιώνα μας είναι η Οικονομική και Νομισματική Ένωση και η υιοθέτηση του ενιαίου νομίσματος Ευρώ. Η πορεία προς την ΟΝΕ ακολουθεί τρία στάδια.

Το πρώτο στάδιο εξελίχτηκε από τον Ιούλιο του 1990 έως το Δεκέμβριο του 1993. Το δεύτερο στάδιο άρχισε από τον Ιανουάριο του 1994 και ολοκληρώθηκε το Δεκέμβριο του 1998. Το τρίτο στάδιο, το οποίο διανύουμε, άρχισε τον Ιανουάριο του 1999 και ολοκληρώθηκε τον Ιούλιο του 2002. Κατά τη διάρκεια του 2002 το ενιαίο νόμισμα ευρώ χρησιμοποιείται στις συναλλαγές όλων των Ευρωπαίων πολιτών.

Είναι πολλά τα οφέλη από την ύπαρξη ενός ενιαίου νόμίσματος για τα κράτη μέλη της Ένωσης. Ενδεικτικά αναφέρουμε :

- Μείωση δαπανών για συνάλλαγμα.
- Άμεση πρόσβαση στις ευρωπαϊκές αγορές.
- Εξάλειψη συναλλαγματικού κινδύνου.
- Χαμηλότερο κόστος δανεισμού.
- Βελτίωση της ανταγωνιστικότητας στο εσωτερικό της Ευρωπαϊκής Ένωσης.
- Βελτίωση της ανταγωνιστικότητας στο εξωτερικό λόγω της Ευρωπαϊκής Ένωσης.
- Μείωση κόστους διακίνησης εμπορευμάτων.

Σημαντικό γεγονός για τη χώρα μας αποτελεί η ένταξη μας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση και η συμμετοχή μας στη ζώνη του ευρώ από την 1^η Ιανουαρίου του 2001.

3.2 Οι συνέπειες για το τραπεζικό σύστημα από την εισαγωγή του ευρώ

Από την 1^η Ιανουαρίου του 2001 και μέχρι την 31^η Δεκεμβρίου του 2001 το ευρώ καθίσταται το επίσημο νόμισμα της Ελλάδας. Υφίσταται μόνο σε λογιστική μορφή και συνδέεται με τη δραχμή με μια σταθερή και αμετάκλητη ισοτιμία. Η δραχμή θα εξακολουθεί να αποτελεί νόμιμο χρήμα, με αναγκαστική όμως κυκλοφορία μόνο εντός των εθνικών ορίων.

Την 1^η Ιανουαρίου του 2002 εισήχθη το ευρώ σε φυσική μορφή, ενώ η δραχμή αποσύρθηκε.

Από όλους τους οικονομικούς φορείς συνεκτιμάται ότι οι τράπεζες επηρεάστηκαν από την εισαγωγή του ευρώ περισσότερο από κάθε άλλη κατηγορία επιχειρήσεων.

Αναφέρουμε, στη συνέχεια, τις συνέπειες για το τραπεζικό σύστημα από την εισαγωγή του ευρώ :

- Ο τομέας χρηματοδότησης και παροχής υπηρεσιών σε μεγάλες επιχειρήσεις επηρεάζεται από την εισαγωγή του ευρώ.
- Το φάσμα των υπηρεσιών που προσφέρουν οι τράπεζες διευρύνθηκε σημαντικά και εντάθηκε ο ανταγωνισμός.
- Η αγορά των εταιρικών ομολόγων αναπτύχθηκε ιδιαίτερα, καθώς οι επιχειρήσεις αντλούν κεφάλαια απευθείας από τις κεφαλαιαγορές με χαμηλότερο κόστος.
- Τα συστήματα πληρωμών εναρμονίζονται με τους κανόνες λειτουργίας της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και διεκπεραιώνουν διασυννοριακές πληρωμές για λογαριασμό των πελατών τους.
- Το κόστος που συνεπάγονται οι υποχρεωτικές καταθέσεις στην Τράπεζα της Ελλάδος (ορίστηκε από το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών σε 2%) είναι μικρότερο, (από 12% που είναι σήμερα θα μειωθεί στο 2%), και αυτό είναι ένα σημαντικό όφελος για το τραπεζικό σύστημα και τη ρευστότητα του.
- Το κόστος από απώλεια εσόδων, λόγω της κατάργησης ορισμένων παραδοσιακών εργασιών, είναι σημαντικό.

- Το κόστος απόσυρσης των εθνικών χαρτονομισμάτων και τραπεζογραμμάτων είναι μεγάλο και επιβαρύνει σημαντικά τον προϋπολογισμό των τραπεζών.
- Οι επιχειρήσεις αναζητούν κεφάλαια με χαμηλό κόστος και απευθύνονται σε τράπεζες με πανευρωπαϊκή παρουσία. Τούτο σημαίνει για την ελληνική τραπεζική αγορά έντονη ανταγωνιστικότητα.
- Οι αγορές χρήματος και κεφαλαίου εναρμονίστηκαν προς την ευρωπαϊκή αγορά. Υπάρχουν ομοιόμορφοι κανόνες λειτουργίας (ημέρες λειτουργίας αγορών, επίσημες αργίες, υπολογισμός τόκων, valeurs).
- Το ελληνικό δημόσιο χρέος μετετράπη σε ευρώ, και την 1^η Ιανουαρίου του 2001 όλοι οι δευτερογενώς διαπραγματεύσιμοι τίτλοι του ελληνικού δημοσίου μετατράπηκαν σε ευρώ.
- Οι νέες εκδόσεις κρατικών τίτλων από την 1^η Ιανουαρίου γίνονται μόνο σε ευρώ.
- Το σύστημα συναλλαγών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών από την 1^η Ιανουαρίου του 2001 δέχεται τιμές μετοχών σε ευρώ, ενώ παράλληλα μετατρέπει σε ευρώ το υφιστάμενο απόθεμα μετοχών. Οι χρηματιστηριακοί δείκτες αποτυπώνονται σε ευρώ και είναι συγκρίσιμοι προς τους δείκτες της ευρωπαϊκής αγοράς.

Σήμερα, το τραπεζικό σύστημα έχει σημειώσει προόδους ενόψει του εντεινόμενου ανταγωνισμού που συνεπάγεται η ολοκλήρωση του ενιαίου χρηματοοικονομικού χώρου. Έχει προχωρήσει σε τεχνικές προσαρμογές και έχει δημιουργήσει την υποδομή που απαιτείται, προκειμένου να λειτουργήσει από 1^η Ιανουαρίου του 2001 στο νέο περιβάλλον ευρώ.

Σημαντικές αλλαγές και προσαρμογές έχουμε και στο χώρο των χρηματοοικονομικών αγορών και, βέβαια, η αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων έχει επηρεαστεί σημαντικά από το ευρώ. Στο νέο περιβάλλον της ευρωπαϊκής αγοράς, η ελληνική αγορά αμοιβαίων θα πρέπει να λειτουργεί ανταγωνιστικά και εναρμονισμένη προς τα ευρωπαϊκά πρότυπα.

3.3 Ευρώ και αμοιβαία κεφάλαια

Ένας από τους λόγους δημιουργίας των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι η κοινή αντιμετώπιση των κινδύνων στο επενδυτικό περιβάλλον. Για την κάλυψη του συναλλαγματικού κινδύνου η αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων προσέφερε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων τοποθετημένα σε διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου.

Η Οικονομική και Νομισματική ένωση και η αντικατάσταση των εθνικών νομισμάτων των κρατών - μελών με το ευρώ αλλάζει ριζικά το περιβάλλον για τους επενδυτές. Συγκεκριμένα, θα συμπύξει όλες τις επιλογές για τα διάφορα ευρωπαϊκά νομίσματα κάτω από την επιλογή για επένδυση σε ευρώ. Παράλληλα, βέβαια, θα υπάρχει η επιλογή των μη ευρωπαϊκών νομισμάτων, όπως το δολάριο, γιεν κ.τ.λ.

Η χρήση του ενιαίου νομίσματος και η ενωμένη ευρωπαϊκή αγορά επιφέρουν αλλαγές στην ελληνική αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων. Αναφέρουμε ενδεικτικά :

- Δεν μετατρέπονται οι επενδυτικοί στόχοι των διεθνών αμοιβαίων κεφαλαίων. Τα αμοιβαία κεφάλαια ευρωπαϊκών ομολογιών που επενδύουν σε ομολογίες των κρατών - μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης συνεχίζουν να επενδύουν στις ίδιες ομολογίες. Η διαφορά έγκειται στο ότι οι αξίες είναι εκφρασμένες σε ευρώ και η αξία των μεριδίων στην Ελλάδα βασίζεται στην ισοτιμία με την οποία μετατρέπονται οι αξίες ευρώ σε δραχμικές αξίες.
- Τα αμοιβαία κεφάλαια ευρωπαϊκών μετοχών που επενδύουν σε επιλεγμένες μετοχές από την ευρωπαϊκή αγορά συνεχίζουν να επενδύουν στις αξίες αυτές. Η διαφορά έγκειται στο ότι τώρα οι μεταβολές στις αποδόσεις που επιτυγχάνουν οι συγκεκριμένες μετοχές στην ευρωπαϊκή χρηματιστηριακή αγορά και όχι στις μεταβολές της ισοτιμίας των νομισμάτων.
- Τα διεθνή και ευρωπαϊκά αμοιβαία κεφάλαια προσελκύουν μεριδιούχους μέχρι τότε προσανατολισμένους σε κλασικές ελληνικές επενδυτικές επιλογές. Τούτο θα οφείλεται αφενός μεν στην σταδιακή απόσυρση της δραχμής και στη χρήση του νέου

νομίσματος ευρώ, αφετέρου στη μείωση των δραχμικών επιτοκίων. Ως φυσιολογική εξέλιξη στην αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι η μεταφορά των επενδυμένων κεφαλαίων από βραχυπρόθεσμες τοποθετήσεις στην ελληνική αγορά σε μεσομακροπρόθεσμες τοποθετήσεις στην ενιαία ευρωπαϊκή αγορά.

- Τα ελληνικά αμοιβαία κεφάλαια, αντίστοιχα, προσελκύουν κεφάλαια ευρωπαίων και άλλων επενδυτών και αυξάνουν το μερίδιό τους στην ευρωπαϊκή αγορά.

Θα μπορούσαμε λοιπόν να πούμε ότι τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν τον καλύτερο και φθηνότερο τρόπο επένδυσης στις ευρωπαϊκές και διεθνείς αγορές. Έλληνες και ξένοι επενδυτές έχουν τη δυνατότητα μέσω των αμοιβαίων κεφαλαίων να τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους σε τίτλους των ευρωπαϊκών και διεθνών αγορών κάτι που από μόνοι τους δεν θα είχαν τη δυνατότητα να πράξουν.

Η βελτίωση των οικονομικών συνθηκών στη χώρα μας, η σύγκλιση της οικονομίας, η σταθεροποίηση του πληθωρισμού και η πτώση των επιτοκίων αποτελούν προϋποθέσεις εισροής νέων κεφαλαίων στην ελληνική αγορά αμοιβαίων.

Παράλληλα, οι Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων, εκμεταλλευόμενες τις τάσεις των διεθνών αγορών, την προοπτική ανάπτυξης της ευρωπαϊκής αγοράς και τη σχέση του ενιαίου νομίσματος ευρώ με τα υπόλοιπα νομίσματα, θα δημιουργήσουν νέα προϊόντα, και η αγορά δείχνει ότι θα υπάρχει ζήτηση και περιθώρια ανάπτυξης.

Στο νέο περιβάλλον του ευρώ που διαμορφώνεται ο θεσμός, ειδικότερα, των αμοιβαίων κεφαλαίων ακινήτων (Real Estate Funds) και τα συνταξιοδοτικά προγράμματα έχουν μεγάλα περιθώρια ανάπτυξης.

Τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν τον οικονομικότερο, αλλά και τον αποτελεσματικότερο τρόπο επένδυσης στις ξένες κεφαλαιαγορές και τούτο διότι :

Η ολοκλήρωση της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης και η είσοδος της δραχμής στο ευρώ σηματοδότησε νέες συνθήκες ανταγωνισμού στις χρηματοπιστωτικές αγορές της Ευρώπης. Η απάλειψη των διαφορετικών νομισμάτων καταρρίπτει και το τελευταίο εμπόδιο για την ελεύθερη μετακίνηση κεφαλαίων, καθιστώντας κάθε μια αγορά τμήμα του συνόλου. Επειδή το βιοτικό επίπεδο των πολιτών δεν εξαρτάται μόνον από τις οικονομικές συνθήκες που επικρατούν στη χώρα που ζει αλλά και από τις οικονομικές συνθήκες των υπολοίπων χωρών, ο επενδυτής καλείται να επενδύσει κατά πολύ μεγαλύτερο βαθμό σε τίτλους οικονομικών μονάδων των άλλων χωρών, για να προστατεύσει καλύτερα το βιοτικό του επίπεδο.

Με την Οικονομική και Νομισματική Ένωση τα αμοιβαία κεφάλαια:

- προσφέρουν τα προϊόντα τους σε οποιαδήποτε χώρα της Ένωσης,
- διαχειρίζονται τα διαθέσιμα των συνταξιοδοτικών ταμείων,
- αυξάνουν τα ενεργητικά των μακροπρόθεσμων προϊόντων τους σε βάρος των βραχυπρόθεσμων,
- αναπτύσσουν νέα προϊόντα ασφαλιστικά, συνταξιοδοτικά, αξιοποίησης ακινήτων,
- αυξάνουν τις επενδύσεις τους στη διεθνή και ευρωπαϊκή αγορά,
- εκμεταλλεύονται σε όφελος του επενδυτή τις δυνατότητες του χρηματιστηρίου παραγώγων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο

Πλεονεκτήματα – Μειονεκτήματα Αμοιβαίων Κεφαλαίων

4.1 Πλεονεκτήματα επένδυσης σε Α/Κ

- ✓ **Ασφάλεια** : Τα αμοιβαία κεφάλαια πωλούνται από μεγάλους τραπεζικούς ή ασφαλιστικούς οργανισμούς, κάτω από αυστηρά ελεγχόμενες διαδικασίες. Είναι τίτλοι ονομαστικοί. Ως εκ τούτου, δεν έχουν τον κίνδυνο της κλοπής ή της απώλειας. Επίσης, παρέχουν ασφάλεια ως προς τα περιουσιακά στοιχεία, δεδομένου ότι αυτά βρίσκονται υπό την εποπτεία του θεματοφύλακα.
- ✓ **Διαφάνεια** : Η αξία των επενδύσεων δημοσιοποιείται, καθώς καθημερινά δημοσιεύονται στον τύπο οι αξίες των μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων. Επίσης, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς υποχρεώνει τις εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων να ενημερώνουν τους επενδυτές ανά τακτά χρονικά διαστήματα.
- ✓ **Άμεση ρευστοποίηση, δυνατότητα ενεχυρίασης** : Μια αδυναμία πολλών άλλων μορφών επενδύσεων, έγκειται στο ότι δεν μπορούν να ρευστοποιηθούν σε μικρό χρονικό διάστημα, προκειμένου να καλύψουν ενδεχόμενες έκτακτες ανάγκες του επενδυτή. Αντίθετα, τα αμοιβαία κεφάλαια μπορούν να ρευστοποιηθούν αμέσως και να ενεχυριαστούν για εξασφάλιση απαιτήσεων.
- ✓ **Απλές διαδικασίες** : Σε αντίθεση προς άλλες μορφές επενδύσεων, οι διαδικασίες για να επενδύσει κάποιος σε αμοιβαία κεφάλαια έχουν απλοποιηθεί σημαντικά. Οι αγορές ή οι πωλήσεις μεριδίων διενεργούνται μέσω του τραπεζικού λογαριασμού του πελάτη. Η ενημέρωση παρέχεται με τη μορφή statements, τα οποία ταχυδρομούνται στη διεύθυνση επικοινωνίας του πελάτη. Φυσικά κάθε ενδιαφερόμενος μπορεί να ενημερωθεί για την τιμή των μεριδίων, καθημερινά, από τον ημερήσιο τύπο.
- ✓ **Επαγγελματική διαχείριση** : Είναι σαφές ότι το μυστικό για μια επιτυχημένη επένδυση είναι ο συνδυασμός πληροφόρησης και εμπειρίας, στοιχεία τα οποία διαθέτουν και μπορούν εκ των

πραγμάτων να προσφέρουν οι επαγγελματίες χρηματιστές ή οι διαχειριστές διαθεσίμων. Οι μεριδιούχοι των αμοιβαίων κεφαλαίων θα απολαύουν των υπηρεσιών των καλύτερων χρηματιστών της αγοράς. Η ενιαία οικονομική δύναμη ενός αμοιβαίου κεφαλαίου παρέχει τη δυνατότητα στους χρηματιστές να πραγματοποιούν επενδύσεις που είναι δύσκολες, αδύνατες και ακριβές για ένα μεμονωμένο επενδυτή, όπως π.χ. επενδύσεις σε συνάλλαγμα ή σε τίτλους από τη διεθνή αγορά, μεγαλύτερη διαπραγματευτική δύναμη και καλύτερες ευκαιρίες από αυτές του μεμονωμένου επενδυτή.

- ✓ **Χαμηλό ύψος αρχικής επένδυσης, λογικές προμήθειες :** τα περισσότερα αμοιβαία κεφάλαια έχουν πολύ χαμηλό όριο αρχικής κατάθεσης. Οι προμήθειες διάθεσης και εξαγοράς κυμαίνονται από 0-4%. Ως εκ τούτου, ο μεριδιούχος έχει τη δυνατότητα να μετέχει σε διεθνείς και εγχώριες αγορές με μικρό επενδυτικό κεφάλαιο.
- ✓ **Διασπορά κινδύνων :** Ένα αμοιβαίο κεφάλαιο, ακόμη και υψηλού κινδύνου, ποτέ δεν επενδύει σε μια μοναδική μετοχή. Τα κεφάλαια επενδύονται σε μεγάλο αριθμό τίτλων. Αυτή η διασπορά ελαχιστοποιεί τον κίνδυνο.
- ✓ **Επανεπένδυση μεριδίων :** Σε αντίθεση προς τα μερίσματα των μετοχών, τα οποία μέχρι σήμερα πληρώνονται σε μετρητά και απαιτούν από το μέτοχο να πάει στην εταιρεία για να τα εισπράξει, στα αμοιβαία κεφάλαια ισχύει η δυνατότητα είτε της αυτόματης και άμεσης επανεπένδυσης σε μερίδια του ίδιου αμοιβαίου κεφαλαίου, είτε της πίστωσης στον τραπεζικό λογαριασμό του επενδυτή.
- ✓ **Ανταγωνιστικές αποδόσεις :** Η μέχρι σήμερα εμπειρία έδειξε ότι ανάλογα με την κατηγορία του αμοιβαίου κεφαλαίου έχουμε αποδόσεις ανταγωνιστικές ως προς τους τίτλους του ελληνικού δημοσίου και γενικά τις παραδοσιακές τραπεζικές καταθέσεις. Επίσης, έχει αποδειχθεί ότι σε περιόδους οικονομικών κρίσεων τα αμοιβαία κεφάλαια προσφέρουν καταφύγιο στους επενδυτές που έχουν μεγαλύτερη επιβάρυνση έναντι άλλων επενδυτικών επιλογών των χρηματοοικονομικών αγορών.

- ✓ **Επένδυση σε ατομική μορφή ή σε μορφή κοινού διαζευκτικού λογαριασμού :** Η επένδυση, ανάλογα με την επιθυμία του μεριδιούχου, μπορεί να είναι ατομική ή σε κοινό λογαριασμό, όπως ακριβώς ισχύει για μια τραπεζική πρακτική.
- ✓ **Πρόβλεψη σε ειδικές περιπτώσεις :** Ο μεριδιούχος γνωρίζει με την αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων τι θα συμβεί σε περίπτωση θανάτου του, πως θα αντιμετωπιστεί το θέμα κληρονομικά. Οι διαδικασίες είναι απλές και διασφαλίζουν τα συμφέροντά τους.
- ✓ **Συμβουλευτικός - εκπαιδευτικός ρόλος :** Τα αμοιβαία κεφάλαια πέραν του ότι αποτελούν ένα είδος επένδυσης, ασκούν και ρόλο συμβουλευτικό - εκπαιδευτικό. Σε αναπτυγμένες αγορές, δηλαδή, συμβουλεύουν τους επενδυτές πως να προγραμματίσουν τις επενδύσεις τους.

Μια ματιά στο ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων που λειτουργούν σήμερα στην ελληνική αγορά καταδεικνύει ότι υπάρχουν μικρά και μεγάλα αμοιβαία κεφάλαια. Κριτήριο για το χαρακτηρισμό ενός αμοιβαίου κεφαλαίου ως μικρού ή μεγάλου αποτελεί η συνολική αξία του ενεργητικού του. Κάθε κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων έχει τα συγκριτικά πλεονεκτήματά της.

Τα πλεονεκτήματα των αμοιβαίων κεφαλαίων μικρού μεγέθους, έναντι των αντίστοιχων μεγάλου μεγέθους είναι τα ακόλουθα :

- εύκολη διαχείριση, ακριβώς λόγω του μικρού μεγέθους τους,
- ευελιξία στη λήψη αποφάσεων,
- διαχείριση με γνώμονα το συμφέρον των επενδυτών,
- ευχέρεια άμεσης αξιοποίησης των ευκαιριών των αγορών,
- δυνατότητα επίτευξης ζηλευτών ανταγωνιστικών αποδόσεων.

Τα αμοιβαία κεφάλαια μεγάλου μεγέθους παρουσιάζουν τα ακόλουθα θετικά χαρακτηριστικά :

- χαμηλό δείκτη εξόδων,
- καλύτερες αποδόσεις,

- καλύτερες τιμές αγοράς χρεογράφων στις χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές, χαμηλότερες προμήθειες διάθεσης και εξαγοράς μεριδίων,
- μεγάλα διαθέσιμα κεφάλαια για αξιοποίηση ευκαιριών αγορών,
- δυνατότητα επιλογής ικανών αναλυτών – διαχειριστών, διότι τα μεγάλου μεγέθους αμοιβαία κεφάλαια, έχοντας την οικονομική δύναμη στα χέρια τους, μπορούν να απασχολούν έμπειρους και δοκιμασμένους διαχειριστές.

Υστερα, απ' όσα ήδη αναφέραμε διαπιστώνεται ότι τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν μια απλή, κατανοητή σε όλους επενδυτική επιλογή. Είναι εύκολη η συμμετοχή και η παρακολούθηση της επένδυσης. Η ανώνυμη εταιρεία διαχείρισης αμοιβαίου και το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας της αγοράς διασφαλίζουν τα συμφέροντα των επενδυτών.

Όμως κάθε τι στην οικονομία έχει δυο όψεις. Κάθε επενδυτική επιλογή έχει τη θετική και την αρνητική της πλευρά, τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της.

4.2 Μειονεκτήματα επένδυσης σε αμοιβαία κεφάλαια

Επιχειρούμε, εδώ, μια παράθεση των μειονεκτημάτων επένδυσης σε αμοιβαία κεφάλαια :

- **Επένδυση μόνο σε μια κατηγορία χρεογράφων :** Ο επενδυτής γνωρίζει ότι για κάθε ανάγκη του υπάρχουν στην αγορά πολλά ανταγωνιστικά προϊόντα ικανά να την ικανοποιήσουν. Είναι δική του απόφαση να επιλέξει το ένα ή το άλλο προϊόν. Η τελική απόφαση του στηρίζεται στις γνώσεις του, την τυχόν εμπειρία και βέβαια τη σωστή πληροφόρηση. Αυτή η μοναδικότητα της επιλογής δεν επιτυγχάνεται μέσω των αμοιβαίων κεφαλαίων και αυτό αποτελεί ένα βασικό μειονέκτημα της επένδυσης. Δεν μπορεί, δηλαδή, το οποιοδήποτε αμοιβαίο κεφάλαιο να ικανοποιήσει συγκεκριμένη επιθυμία επένδυσης του πελάτη του.

- **Εμπειρία και ικανότητα των διαχειριστών :** τα χαρτοφυλάκια των αμοιβαίων κεφαλαίων περιλαμβάνουν πολλές διαφορετικές κατηγορίες τίτλων, με στόχο τη διασπορά των κινδύνων. Οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων αποφασίζουν για το είδος και την ποσότητα των αξιών που θα συμπεριλαμβάνει ένα χαρτοφυλάκιο. Οι διαχειριστές είναι πεπειραμένα και ικανά άτομα που έχουν την ευθύνη της επιλογής αξιών. Ο κάθε μεμονωμένος επενδυτής δεν μπορεί να υποδείξει ή να επιλέξει αξίες. Η εμπειρία και η ικανότητα των διαχειριστών μπορεί να οδηγήσει ένα αμοιβαίο κεφάλαιο σε ικανοποιητικές αποδόσεις, χωρίς όμως να αποκλείεται και το αντίθετο.
- **Εξειδικευμένες οικονομικές ανάγκες :** Στην αγορά υπάρχουν πολλά και διαφορετικά αμοιβαία κεφάλαια. Η σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους ποικίλλει ανάλογα με το σκοπό του αμοιβαίου και τις οικονομικές ανάγκες που αυτό εξυπηρετεί. Υπάρχουν όμως επενδυτές, οι οικονομικές ανάγκες των οποίων δεν μπορούν να καλυφθούν από τα υπάρχοντα αμοιβαία κεφάλαια. Θέλουν κάτι ιδιαίτερο και ξεχωριστό. Κάποιοι επενδυτές επιθυμούν επενδύσεις μόνο σε χρεόγραφα του ελληνικού δημοσίου και κάποιοι άλλοι επιθυμούν να επενδύσουν όλα τα κεφάλαιά τους σε μια συγκεκριμένη μετοχή. Τα αμοιβαία κεφάλαια δεν μπορούν να τους ικανοποιήσουν τις συγκεκριμένες επιθυμίες. Τούτο αποτελεί μειονέκτημα επένδυσης σε αμοιβαία κεφάλαια για συγκεκριμένη κατηγορία πελατών.

Θα μπορούσαμε συνοψίζοντας όσα ήδη έχουν αναφερθεί στην ενότητα αυτή, να πούμε ότι ο υποψήφιος επενδυτής θα πρέπει να λάβει υπόψη του τρία βασικά θέματα :

- Τα αμοιβαία κεφάλαια, παρά την πολύ καλή διασπορά του χαρτοφυλακίου τους, δεν θεωρούνται επενδυτικά προϊόντα δίχως κίνδυνο.
- Με την αγορά μεριδίων θέτουμε τα χρήματά μας στη διάθεση των διαχειριστών, οι οποίοι θα τα επενδύσουν με βάση τα δικά τους κριτήρια.
- Όλες οι δημοσιεύσεις που αναφέρονται στις αποδόσεις αμοιβαίων κεφαλαίων παρουσιάζουν στοιχεία του παρελθόντος, είναι όμως ενδεικτικές για το μέλλον, δεδομένου ότι τα αμοιβαία κεφάλαια δεν έχουν εγγυημένη απόδοση.

4.3 Η σπουδαιότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων ως επενδυτικών εργαλείων

Ένας από τους βασικούς λόγους που οδηγεί τους επενδυτές στην αγορά μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων είναι η άγνοια από μέρους τους όσον αφορά τις επενδύσεις και η έλλειψη πληροφόρησης που αυτή συνεπάγεται. Με την αγορά μεριδίων αμοιβαίου κεφαλαίου με μια απλή συναλλαγή εξουσιοδοτούνται οι διαχειριστές να εφαρμόσουν τις επαγγελματικές τους γνώσεις και να ενεργοποιήσουν την κρίση τους, ώστε να μεγιστοποιηθεί η ωφέλεια από την επένδυση.

Η **πληροφόρηση** που έχουν οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων, σε σχέση με την πληροφόρηση που μπορεί να έχει ένας επενδυτής, είναι πολύ μεγαλύτερη και εύκολα αξιοποιήσιμη. Προσδοκούν, λοιπόν, όλοι μεγαλύτερες αποδόσεις και ενίοτε το επιτυγχάνουν.

Οι επενδυτές επιθυμούν πάντοτε μείωση του κόστους και αύξηση της απόδοσης της επένδυσης. Τα αμοιβαία κεφάλαια πρέπει να κινηθούν προς την κατεύθυνση αυτή. Σε μια έντονα ανταγωνιστική αγορά η μείωση του κόστους φέρνει καλύτερα αποτελέσματα.

Είναι γεγονός ότι τα αμοιβαία κεφάλαια είναι επενδυτικά προϊόντα με πολλά συγκριτικά πλεονεκτήματα, όταν ο επενδυτής κατανοήσει τα πλεονεκτήματα αυτά, αυτονόητο είναι ότι θα εμπιστευτεί αυτά τα προϊόντα.

Τα όσα ήδη αναφέραμε στο κεφάλαιο αυτό σας επιτρέπουν να γνωρίζετε τις κατηγορίες των αμοιβαίων κεφαλαίων καθώς και τα πλεονεκτήματα της επένδυσης σε αμοιβαία κεφάλαια.

Για κάθε επενδυτικό προϊόν, υπάρχουν στην αγορά πολλά άλλα αντίστοιχα ανταγωνιστικά επενδυτικά προϊόντα, τα οποία ενδέχεται να ικανοποιούν καλύτερα τις συγκεκριμένες ανάγκες του επενδυτή.

Ενότητα 3^η

Αξιολόγηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων και επενδυτικές τακτικές

Εισαγωγή

Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο είναι μια μορφή επένδυσης που ενσωματώνει κίνδυνο, παρέχοντας, όμως, παράλληλα στον επενδυτή τη δυνατότητα πραγματοποίησης υψηλών αποδόσεων. Όλα τα Αμοιβαία Κεφάλαια ίδιας κατηγορίας επενδύουν στα ίδια αξιόγραφα, έχουν, όμως, διαφορετικές αποδόσεις. Οι επενδυτές που επενδύουν στα Α/Κ δεν έχουν τις ίδιες αποδόσεις με αυτά. Γιατί συμβαίνουν αυτά ;

Οι απαντήσεις στα ερωτήματα αυτά περιστρέφονται γύρω από δυο σημαντικές έννοιες : την **απόδοση** και τον **κίνδυνο**. Ο τρόπος με τον οποίο ο διαχειριστής ενός Α/Κ τιθασει τον κίνδυνο στο χαρτοφυλάκιο του και ανιχνεύει τις επενδύσεις που θα αποφέρουν κέρδη είναι αυτός που τον διαφοροποιεί στην αγορά.

Στην πώληση του Α/Κ έχουμε τρεις βασικούς παράγοντες :

1. Τον πελάτη επενδυτή
2. Τα Α/Κ που διατίθενται
3. Τον πωλητή των Α/Κ.

Κεφάλαιο 1^ο

Αξιολόγηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων

1.1 Βασικές έννοιες

Απόδοση επένδυσης : εννοείται η διαφορά μεταξύ της αξίας της αρχικής τοποθέτησης του επενδυτή και της τελικής απολαβής του από την επένδυση αυτή.

Κίνδυνος επένδυσης : εννοείται η απόκλιση της πραγματοποιηθείσας απόδοσης από την αντίστοιχη αναμενόμενη από τον επενδυτή.

1.2 Απόδοση Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Η πρώτη βασική συνισταμένη για την αξιολόγηση ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι η μέτρηση της απόδοσης που αυτό πέτυχε στο παρελθόν. Η απόδοση ενός Α/Κ περιλαμβάνει :

- A) τα κεφαλαιακά κέρδη / ζημιές και
- B) το διανεμόμενο μέρισμα.

Η σωστή μέτρηση δεν περιορίζεται μόνον στην απόδοση του τελευταίου έτους, αλλά οφείλει να εξετάζει και τις αποδόσεις του Αμοιβαίου Κεφαλαίου τουλάχιστον κατά τα τρία ή πέντε τελευταία έτη.

Με αυτό τον τρόπο καταδεικνύεται η σταθερή ικανότητα των διαχειριστών του Α/Κ να πετυχαίνουν καλές αποδόσεις σε βάθος χρόνου και όχι σε μια μόνο χρονιά, κατά την οποία λόγω συγκυριών, έκτακτων γεγονότων ή συνολικής εικόνας της Αγοράς το Α/Κ μπορεί να παρουσιάζει πολύ καλή ή, αντιθέτως, πολύ χαμηλή απόδοση.

1.2.1 Ετήσια Απόδοση Α/Κ

Θέλοντας να μετρήσουμε την ονομαστική απόδοση ενός Α/Κ για περίοδο ενός έτους χρησιμοποιούμε τον ακόλουθο τύπο :

$$\text{Ετήσια ονομαστική απόδοση} = \frac{\text{Τελική Τιμή} - \text{Αρχική Τιμή}}{\text{Αρχική Τιμή}} \times 100$$

T1

Όπου :

Τελική Τιμή : Είναι η καθαρή τιμή, στην οποία έκλεισε το Α/Κ στο τέλος της ετήσιας χρονικής περιόδου. Σε αυτήν συμπεριλαμβάνεται και το τυχόν μέρισμα που η Α.Ε.Δ.Α.Κ. αποφάσισε τότε να διανείμει για το συγκεκριμένο Α/Κ.

Αρχική Τιμή : Η καθαρή τιμή που είχε το Α/Κ στην αρχή της χρονικής περιόδου.

Εστω ότι πελάτης Α αγόρασε στις 4.1.1999 μερίδια Α/Κ, το οποίο εκείνη την ημέρα είχε τις εξής τιμές :

Καθαρή τιμή : 3.357,32

Τιμή διάθεσης : 3.491,61

Τιμή εξαγοράς : 3.323,75

Και πούλησε τα μερίδια του στις 29.12.1999, ημέρα κατά την οποία οι τιμές διαμορφώθηκαν ως εξής :

Καθαρή τιμή : 8.244,00

Τιμή διάθεσης : 8.573,76

Τιμή εξαγοράς : 8.161,56

Η ονομαστική απόδοση της επένδυσης του πελάτη Α κατ' αυτή τη χρονική περίοδο ήταν :

$$\frac{8.161,56 - 3.491,61}{3.491,61} \times 100 = 133,75$$

Εστω ότι πελάτης Β είχε αγοράσει μέσα στο 1998 μερίδια του ιδίου Α/Κ, τα οποία όμως δεν ρευστοποίησε μέσα στο 1999. Η απόδοση που είχε η επένδυση του αποκλειστικά και μόνο στο 1999 ήταν :

$$\frac{8.161,56 - 3.323,75}{3.323,75} \times 100 = 145,55$$

Αν θέλουμε να προσδιορίσουμε την πραγματική απόδοση της επένδυσης σε μια χρονιά, τότε αφαιρούμε από την πραγματοποιηθείσα ονομαστική απόδοση το ρυθμό πληθωρισμού της συγκεκριμένης χρονιάς, δηλαδή :

$$\text{Πραγματική απόδοση} = \text{Ονομαστική απόδοση} - \text{Ρυθμός πληθωρισμού}$$

T2

Στα παραπάνω παραδείγματα μας η πραγματική απόδοση με ρυθμό πληθωρισμού για το 1999 2,7% ήταν για τον

Πελάτη Α : $133,75 - 2,7 = 131,05\%$ και για τον

Πελάτη Β : $145,55 - 2,7 = 142,85\%$.

Ετήσια Απόδοση Α/Κ

Έστω ότι ένας πελάτης επένδυσε με χρονικό ορίζοντα διετίας σε ένα Α/Κ, η τιμή διάθεσης μεριδίου του οποίου στην αρχή της περιόδου ήταν 10 ευρώ, στο τέλος του πρώτου έτους η τιμή εξαγοράς ήταν 13 ευρώ, στο τέλος του δεύτερου έτους η τιμή εξαγοράς ήταν 14 ευρώ, ενώ εισπράχτηκε μέρισμα στο τέλος της μεν πρώτης περιόδου 1 ευρώ της δε δεύτερης 30 λεπτά.

Η σωρευτική απόδοση υπολογίζεται ως εξής :

- Υπολογίζουμε τη απόδοση του πρώτου έτους

$$\text{Απόδοση α' έτους (E.A}_1) = \frac{(13-10)+1}{10} \times 100 = 40\%$$

T3

1.2.2 Απόδοση A/K για περίοδο μεγαλύτερη του έτους

- Υπολογίζουμε την απόδοση του δεύτερου έτους

$$\text{Απόδοση } \beta \text{ 'έτους (EA}_2\text{)} = \frac{(14-13)+0,30}{13} \times 100 = 10\%$$

T4

- υπολογίζουμε την απόδοση του μερίσματος του πρώτου χρόνου, που επανεπενδύθηκε στο δεύτερο χρόνο.

Απόδοση μερίσματος α' έτους : $1 \times 0,10 = 10$ λεπτά

Άρα η επανεπένδυση του μερίσματος στο β' έτος έχει αυξήσει την τελική αξία του στα 1,1 ευρώ ($1 + 0,10$).

- Υπολογίζουμε τη συνολική αξία του μεριδίου αθροίζοντας την τιμή εξαγοράς που έχει το μερίδιο στο τέλος του δεύτερου έτους
(+) την τιμή του μερίσματος του β' έτους
(+) την τελική αξία του επαναπενδυμένου μερίσματος του α' έτους

δηλ.

$$14 + 0,30 + 1,1 + 15,4 \text{ ευρώ}$$

- Υπολογίζουμε τη **σωρευτική απόδοση** με τον παραπάνω τύπο και διαπιστώνουμε ότι :

$$\text{Σωρευτική απόδοση διετίας} = \frac{15,40-10}{10} \times 100 = 54\%$$

T5

Δηλ.

$$1400 + 30 + 110 = 1540 \text{ δρχ.}$$

- Υπολογίζουμε τη σωρευτική απόδοση με τον παραπάνω τύπο και διαπιστώνουμε ότι :

Σωρευτική απόδοση διετίας =

$$\text{Σωρευτική απόδοση διετίας} = \frac{1540-1000}{1000} \times 100 = 54\%$$

T5

ii) Μέση ετήσια απόδοση (Μ.Ε.Α.)

Η μέση ετήσια απόδοση είναι ο λόγος του αθροίσματος των ετήσιων αποδόσεων δια του πλήθους των χρονικών περιόδων που εξετάζουμε .

Προκύπτει από τον τύπο :

$$M.E.A. = \frac{EA_1 + EA_2 + \dots + EA_n}{n} \times 100$$

T6

Όπου :

EA_1, EA_2, \dots : οι ετήσιες αποδόσεις του κάθε έτους (π.χ. 1^{ου}, 2^{ου} έτους)

n : ο αριθμός των ετών

Ακολουθώντας τα στοιχεία της παραπάνω περίπτωσης - παραδείγματος, η μέση ετήσια απόδοση υπολογίζεται ως εξής :

- Υπολογίζουμε την απόδοση του πρώτου έτους.
Σύμφωνα με τα στοιχεία του παραπάνω τύπου T3, η απόδοση του πρώτου έτους ήταν 40%.
- Υπολογίζουμε την απόδοση του δεύτερου έτους.
Σύμφωνα με τα στοιχεία του παραπάνω τύπου T3, η απόδοση του δεύτερου έτους ήταν 10%.
- Υπολογίζουμε τη μέση ετήσια απόδοση ως εξής :

$$M.E.A. = \frac{0,40 + 0,10}{2} \times 100 = 25\%$$

T7

Προσοχή !!!

Η μέση ετήσια απόδοση χρησιμοποιείται με επιτυχία για τον προσδιορισμό της κεντρικής τιμής μόνον όταν οι επιμέρους τιμές δεν παρουσιάζουν μεγάλες αποκλίσεις.

iii) Γεωμετρικός Βαθμός Επένδυσης (.B.E.).

Η συγκεκριμένη μέθοδος θεωρείται η πλέον αποδεκτή και ακριβής μέθοδος υπολογισμού της μέσης απόδοσης.

Προκύπτει από τον ακόλουθο τύπο :

$$Γ.Β.Ε. = \sqrt{(1 + EA_1) \times (1 + EA_2) \times \dots \times (1 + EA_n)} - 1$$

T8

Εάν εφαρμόσουμε τη μέθοδο αυτή, στην περίπτωση - παράδειγμά μας έχουμε το ακόλουθο αποτέλεσμα :

$$Γ.Β.Ε. = \sqrt{(1 + 0,40) \times (1 + 0,10)} - 1 = 0,2410 \text{ ή } 24,10\%$$

T9

Ο γεωμετρικός μέσος παρουσιάζει τα εξής χαρακτηριστικά σε σχέση με τον αριθμητικό μέσο :

- Είναι πάντοτε μικρότερος του αριθμητικού μέσου. Έχει παρατηρηθεί ότι όσο πιο μεγάλη είναι η διασπορά των τιμών των μετοχών τόσο μικρότερος εμφανίζεται ο γεωμετρικός μέσος.
- Είναι ευαίσθητος στις ακραίες τιμές της μεταβλητής.
- Αντικατοπτρίζει ακριβέστερα τις αλλαγές της περιουσιακής θέσης στο παρελθόν κατά τη διάρκεια περισσότερών του ενός χρονικών διαστημάτων.

1.3 Κίνδυνοι

Η δεύτερη βασική συνισταμένη για την αξιολόγηση ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι η μέτρηση του κινδύνου που εμπεριέχει. Η έννοια της λέξης «κίνδυνος» σημαίνει πολλά πράγματα. Διαφορετικοί άνθρωποι, με διαφορετικό ρόλο στην Αγορά αξιολογούν ορισμένες μόνο πλευρές του κινδύνου. Ο ιδιώτης επενδυτής έχει άμεσο ενδιαφέρον για την τρέχουσα και την αναμενόμενη συμπεριφορά της τιμής που έχει η μετοχή της επιχείρησης. Τα στελέχη όμως της ίδιας της επιχείρησης όπως ο χρηματοοικονομικός διαχειριστής της (Corporate treasurer),

ενδιαφέρονται για τις τιμές και την διαθεσιμότητα των πρώτων υλών, την τιμή δανεισμού της επιχείρησης κτλ.). Ο υπεύθυνος υγιεινής του γαλακτοκομικού εργοστασίου ενδιαφέρεται κυρίως για την καθαριότητα του χώρου επεξεργασίας, αποθήκευσης και μεταφοράς τόσο των πρώτων υλών όσο και των τελικών προϊόντων.

Όλοι οι προαναφερθέντες ερμηνεύουν την έννοια του κινδύνου διαφορετικά, στην ουσία, όμως, προσδιορίζουν μια μια όλες τις πηγές κινδύνου.

Όσο κι αν ο κίνδυνος πηγάζει από διαφορετικές πηγές, τα αποτελέσματα είναι αλληλένδετα μεταξύ τους. Η αντίδραση για παράδειγμα των χρηματοοικονομικών διαχειριστών της επιχείρησης σε μια άνοδο των τιμών των πρώτων υλών έχει αλυσιδωτές συνέπειες, που φτάνουν μέχρι τον ιδιώτη επενδυτή. Αν η αντίδραση του χρηματοοικονομικού διαχειριστή σε μια τέτοια περίπτωση είναι να περιμένει να εκδηλωθεί αυτή η αύξηση της τιμής των πρώτων υλών και να αποφασίσει να την μετακυλήσει στην τιμή του τελικού προϊόντος της επιχείρησης, τότε είναι πολύ πιθανό να υπάρξουν οι ακόλουθες συνέπειες :

- μείωση των πωλήσεων άρα
- διατήρηση ή μείωση των κερδών της επιχείρησης
- μείωση του ενδιαφέροντος του ιδιώτη επενδυτή να κρατήσει ή να αγοράσει μετοχές της επιχείρησης, επιλογή που θα οδηγήσει :
 - στην πτώση της τιμής της επιχείρησης άρα και
 - στη μείωση της συνολικής αξίας της επιχείρησης.

Αν η αντίδραση του χρηματοοικονομικού διαχειριστή στην ως άνω περίπτωση είναι να προλάβει, πριν εκδηλωθεί η αύξηση της τιμής των πρώτων υλών, να παραγγείλει την αναγκαία ποσότητα πρώτων υλών στα παρόντα επίπεδα τιμών, τότε θα κρατήσει σταθερή την τιμή του τελικού προϊόντος και πολύ πιθανά θα κερδίσει πρόσθετο μερίδιο στην αγορά :

- ανεβάζοντας τα κέρδη και επομένως
- στρέφοντας τον ιδιώτη επενδυτή να αγοράσει νέες μετοχές της επιχείρησης,

επιλογή που με την σειρά της θα οδηγήσει σε :

- άνοδο της τιμής της μετοχής και επομένως
- άνοδο της αξίας της επιχείρησης.

Ανεξάρτητα από το διαφορετικό ρόλο που διαδραματίζουν στην οικονομία διαφορετικοί άνθρωποι, όλοι επηρεάζονται από τους ίδιους τύπους κινδύνου που-προέρχονται-από-τις-ίδιες-πηγές-κινδύνου.

1.3.1 Τύποι κινδύνων

Οι βασικοί τύποι κινδύνων είναι δυο :

- Ο μη συστηματικός ή ειδικός κίνδυνος (specific risk).
- Ο συστηματικός κίνδυνος ή κίνδυνος αγοράς (market risk).

1.3.1.1 Μη συστηματικός ή ειδικός κίνδυνος (specific risk)

Μελέτη περίπτωσης

Η γαλακτοβιομηχανία Χ είναι μια μεγάλη επιχείρηση στον τομέα παραγωγής γαλακτοκομικών προϊόντων με αξιόλογη θέση στην αγορά. Διαθέτει ένα μεγάλο εργοστάσιο επεξεργασίας γάλακτος, στο οποίο παράγεται όλη η γκάμα των προϊόντων της. Εμφανίζει σημαντικούς ρυθμούς ανάπτυξης κατά την τελευταία πενταετία, έχει φιλόδοξο επενδυτικό πρόγραμμα για την επόμενη τριετία και είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο, όπου η συμπεριφορά της μετοχής της έχει προσφέρει σημαντικά κέρδη στους πιστούς μέτοχους της. Η γαλακτοβιομηχανία Χ είχε ξεκινήσει τη διάθεση ομολογιών, ενώ βρισκόταν σε διαπραγμάτευση με μεγάλη Τράπεζα για τη χρηματοδότηση μέρους του επενδυτικού της προγράμματος, με πολύ ευνοϊκούς γι' αυτήν όρους.

Σε έλεγχο της Υγειονομικής επιτροπής στο εργοστάσιο της διαπιστώθηκε η ύπαρξη μικροβίου στα μηχανήματα επεξεργασίας του γάλακτος, το οποίο και ευθυνόταν για ορισμένα κρούσματα γαστρεντερίτιδας που είχαν παρουσιαστεί πρόσφατα σε καταναλωτές προϊόντων της. Το προσωρινό κλείσιμο του εργοστασίου για εργασίες απολύμανσης προκάλεσε κάθετη πτώση των πωλήσεων της επιχείρησης, μειώνοντας κατακόρυφα τα αναμενόμενα κέρδη.

Άμεση ήταν η επίδραση του γεγονότος στην τιμή της μετοχής της, η οποία κατά την περίοδο πριν από την αρνητική είδηση παρουσίαζε εκρηκτική άνοδο, αφού η αγορά προεξοφλούσε τα αποτελέσματα των θετικών ειδήσεων που η γαλακτοβιομηχανία είχε εξαγγείλει.

Η διάθεση των ομολογιών επηρεάστηκε αρνητικά, αφού η απόδοση της ομολογίας που η επιχείρηση είχε υποσχεθεί στους ομολογιούχους κρίθηκε από την αγορά ότι δύσκολα θα μπορούσε να επιτευχθεί, μετά από τις δυσάρεστες για την επιχείρηση εξελίξεις. Η αγορά δέχτηκε ένα καταγισμό διαφημιστικών μηνυμάτων από μέρους των άλλων ανταγωνιστριών του είδους επιχειρήσεων, όσον αφορά την ποιότητα των δικών τους προϊόντων. Τα μερίδια στην αγορά γάλακτος σύντομα άλλαξαν υπέρ των ανταγωνιστριών αυτών εταιρειών, οι οποίες με τη σειρά τους εισέπραξαν το θετικό αντίκτυπο του γεγονότος τόσο στα αποτελέσματά τους όσο και στις τιμές των μετοχών τους.

Η Τράπεζα, με την οποία η γαλακτοβιομηχανία Χ είχε συνάψει δάνειο, αναπροσάρμοσε τους όρους δανεισμού, προκαλώντας έντονο προβληματισμό στην επιχείρηση, όσον αφορά τα περιθώρια κέρδους που διαμορφώνονταν πια από την υλοποίηση του επενδυτικού της σχεδίου.

Ο τύπος του κινδύνου που περιγράφηκε παραπάνω ονομάζεται

Μη συστηματικός κίνδυνος (specific risk) και αναφέρεται στον κίνδυνο που συνδέεται με το συγκεκριμένο χρηματοπιστωτικό εργαλείο (στο παράδειγμά μας με τη μετοχή της γαλακτοβιομηχανίας Χ).

1.3.1.2 Συστηματικός ή κίνδυνος αγοράς (market risk)

Μελέτη περίπτωσης

Στο τραγικό δυστύχημα στον πυρηνικό σταθμό του Τσερνομπίλ την άνοιξη του 1986 σημαντική ποσότητα ραδιενέργειας διέφυγε στην ατμόσφαιρα και πέρασε στην τροφική αλυσίδα. Από μετρήσεις εκείνης της περιόδου παρατηρήθηκε εντυπωσιακή συγκέντρωση ραδιενεργού υλικού μεταξύ άλλων τροφών και στο γάλα. Από τους αρμόδιους

οργανισμούς παρέχονταν συνεχώς οδηγίες προς όλες τις πλευρές (παραγωγούς και καταναλωτές) για αποφυγή χρήσης γάλακτος και γαλακτοκομικών προϊόντων, μέχρι να υποχωρήσουν οι τιμές ραδιενεργών υλικών στα φυσιολογικά επίπεδα.

Το πρωτοφανές για τα ευρωπαϊκά αλλά και παγκόσμια δεδομένα αυτό ατύχημα δημιούργησε κλίμα πανικού στους ευρωπαϊκούς λαούς, και η κατανάλωση των επικίνδυνων για την υγεία γαλακτοκομικών προϊόντων έπεσε κατακόρυφα επί μακρό χρονικό διάστημα. Το δυστύχημα κλόνισε την εμπιστοσύνη του κοινού στην ποιότητα αυτών των προϊόντων και υπέστησαν ζημιές όλες οι ευρωπαϊκές γαλακτοβιομηχανίες αλλά και όλο το σύστημα διακίνησης τροφίμων (π.χ. εμπορικά καταστήματα).

Η καταστροφή στην κτηνοτροφία επέβαλε την παροχή αποζημιώσεων προς τους πληγέντες παραγωγούς. Οι αποζημιώσεις οδήγησαν σε αναπροσαρμογή επί το δυσμενές των δαπανών των κρατικών προϋπολογισμών, και σε χώρες, όπως η Ελλάδα, με μικρές έως ελάχιστες οικονομικές εφεδρείες οι συνέπειες ήταν χειρότερες.

Ο τύπος του κινδύνου που περιγράφηκε παραπάνω ονομάζεται :

Συστηματικός ή κίνδυνος αγοράς (market risk) και αναφέρεται στον κίνδυνο που συνδέεται με το περιβάλλον, στο οποίο λειτουργούν τα χρηματοπιστωτικά εργαλεία.

Η παγκοσμιοποίηση της οικονομίας και η απελευθέρωση των Αγορών έχει αυξήσει τους κινδύνους. Για την αντιμετώπιση των κινδύνων και τη διαχείριση τους επιβάλλεται ο προσδιορισμός των πηγών κινδύνων.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια είναι ένα καλάθι από χρηματοοικονομικά εργαλεία όπως καταθέσεις σε διάφορα νομίσματα, ομόλογα με εκδότες κράτη ή επιχειρήσεις και μετοχές. Το περιεχόμενο αυτού του καλάθιού μεταβάλλεται καθημερινά μέσω των συναλλαγών αγοραπωλησίας των παραπάνω χρηματοοικονομικών εργαλείων μέσα από το μηχανισμό της Χρηματαγοράς και της Κεφαλαιαγοράς. Οι συναλλαγές διεκπεραιώνονται

μέσα από το τραπεζικό σύστημα. Επομένως, όσες πηγές κινδύνων αφορούν στον τραπεζικό τομέα ισχύουν και για τα Αμοιβαία Κεφάλαια.

Σήμερα, η διαχείριση των κινδύνων επιτυγχάνεται στις χρηματοοικονομικές αγορές στο πλαίσιο ενός πλέγματος διεθνών κανονισμών και λειτουργιών, που εκπορεύονται, κυρίως, από την Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών, η οποία εδρεύει στη Βασιλεία της Ελβετίας και συνεχώς διευρύνεται και εξειδικεύεται.

1.3.2 Πηγές Κινδύνου

Οι σημαντικότερες πηγές κινδύνου είναι :

- Πιστωτικός Κίνδυνος (Credit Risk).
- Κίνδυνος Αγοράς ή Θέσης (Market / Position Risk).
- Κίνδυνος Ρευστότητας (Liquidity Risk).
- Κίνδυνος Διακανονισμού (Settlement Risk).
- Λειτουργικός Κίνδυνος (Operational Risk).
- Επιχειρηματικός Κίνδυνος (Business Risk).

1.3.2.1 Πιστωτικός Κίνδυνος (Credit Risk)

Με τον όρο «πιστωτικός κίνδυνος» δηλώνεται η πιθανότητα ο δανειζόμενος να μην μπορεί να ανταποκριθεί στην υποχρέωση της αποπληρωμής του δανείου του.

Παράδειγμα 1

Μια Τράπεζα έχει δανείσει σε μια επιχείρηση για την κατασκευή ενός νέου εργοστασίου κατασκευής ηλεκτρικών συσκευών σε χώρα του Εξωτερικού. Το εργοστάσιο καταστράφηκε από εμπρησμό, ενώ δεν υπάρχει περίπτωση καταβολής ασφαλιστρών. Η επιχείρηση αδυνατεί να επιστρέψει το δάνειο στην Τράπεζα.

Ο συγκεκριμένος κίνδυνος ονομάζεται άμεσος πιστωτικός κίνδυνος (Direct Credit Risk).

Παράδειγμα 2

Ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο ομολογιακό έχει αγοράσει μέρος από ομολογιακό δάνειο κάποιας επιχείρησης. Η πιθανότητα μη επιστροφής από την επιχείρηση του κεφαλαίου πλέον των τόκων συνιστά πιστωτικό κίνδυνο.

Στην προκειμένη περίπτωση, επειδή ο δανεισμός είχε γίνει με έκδοση τίτλου χαρακτηρίζεται ως κίνδυνος εκδότη τίτλου (Security Issuer Risk).

1.3.2.2 Κίνδυνος Αγοράς ή Θέσης (Market / Position Risk)

Είναι ο κίνδυνος καταγραφής ζημιών σε χαρτοφυλάκιο κατά συγκεκριμένη χρονική περίοδο, συνέπεια κινήσεως των τιμών της αγοράς προς κατεύθυνση αντίθετη από την επιθυμητή για το χαρτοφυλάκιο.

Διακρίνεται σε :

- **κίνδυνο τίτλων (Bond / Equity Risk)**, αν η ανεπιθύμητη μεταβολή τιμών αφορά σε τιμές διαπραγμάτευσης τίτλων που διαθέτει το χαρτοφυλάκιο του επενδυτή.
- **Κίνδυνο επιτοκίου (Interest Rate Risk)**, αν η ανεπιθύμητη μεταβολή τιμών αφορά σε δανεισμούς ή τοποθετήσεις κεφαλαίων που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο του επενδυτή.
- **Κίνδυνο νομίσματος (Currency Risk)**, αν η ανεπιθύμητη μεταβολή αφορά σε τιμές ανταλλαγής νομισμάτων που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο του επενδυτή.
- **Κίνδυνο εμπορευμάτων (Commodity Risk)**, αν η ανεπιθύμητη μεταβολή αφορά σε τιμές αγοραπωλησίας εμπορευμάτων (καφέ, ζάχαρης, σταριού κ.α.) που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο του επενδυτή.

Παράδειγμα

Μεγάλο Αμοιβαίο Κεφάλαιο ομολογιακό διαθέτει σε μεγάλο ποσοστό κρατικούς τίτλους. Οι συνθήκες της οικονομίας της χώρας επιβάλλουν άνοδο των επιτοκίων διάθεσης των κρατικών τίτλων που πρόκειται να εκδοθούν από τη στιγμή αυτή και στο μέλλον, κάνοντας φανερό πως πέρασε μάλλον οριστικά η περίοδος χαμηλών επιτοκίων. Η εξέλιξη αυτή οδηγεί σε σημαντική πτώση στη Δευτερογενή Αγορά Τίτλων των τιμών αγοραπωλησίας των τίτλων παλαιότερης έκδοσης, που είχαν εκδοθεί με χαμηλότερα επιτόκια από αυτά της τρέχουσας περιόδου.

1.3.2.3 Κίνδυνος Ρευστότητας (Liquidity Risk)

Είναι η αδυναμία συγκέντρωσης επαρκών κεφαλαίων, προκειμένου να πληρωθούν εμπρόθεσμα τρέχουσες υποχρεώσεις πληρωμής της επιχείρησης. Η αδυναμία αυτή δεν είναι μόνιμη και εκλείπει σε κάποια χρονική στιγμή.

Παράδειγμα

Στις 5 Μαρτίου του 1989 η First National Bank of Browning της πολιτείας Montana των Η.Π.Α. δεν κατάφερε να ανταποκριθεί στις ανάγκες πληρωμών της ημέρας εκείνης. Στον έλεγχο που έγινε από τις Ομοσπονδιακές αρχές διαπιστώθηκε ότι αιτία αυτής της κρίσης ρευστότητας ήταν η επιτυχία του τοπικού Γυμνασίου της περιοχής, των Browning Indians, να μπουν στον τελικό του πρωταθλήματος basketball της Πολιτείας. Ο τελικός αυτός θα διεξαγόταν στο Missouri, 200 μίλια νοτιότερα του Browning. Για να μπορέσουν να παρακολουθήσουν τον τελικό οι εργαζόμενοι που δούλευαν στις επιχειρήσεις της γύρω περιοχής και οι οποίοι ήταν οι περισσότεροι από τους 1700 κάτοικους της πόλης, οι επιχειρήσεις εξέδωσαν νωρίτερα τις εβδομαδιαίες επιταγές μισθοδοσίας, ώστε οι εργαζόμενοι να μπορέσουν να αγοράσουν τα εισιτήρια μεταφοράς στο Missouri και του τελικού. Οι κάτοικοι του Browning προσήλθαν στο μοναδικό Κατάστημα της πόλης, δηλαδή στη First National Bank of Browning καθώς και σε δυο τοπικά μαγαζιά, τα

...οποία αγόραζαν επιταγές. Στις 2.10 μ.μ. έγινε φανερό ότι δεν υπήρχε ρευστό στην Τράπεζα, για να αγοραστούν όλες αυτές οι επιταγές. Παράλληλα, το πρόβλημα διευρύνθηκε, όταν η Τράπεζα αδυνατούσε να δανείσει χρήματα στα Καταστήματα της πόλης για τις ανάγκες τους.

Από αυτή την πραγματική ιστορία που συνέβη σε μια μικρή απομονωμένη πόλη της Montana καταγράφηκε σε μικρογραφία το καθημερινό πρόβλημα των τραπεζών να διαθέτουν επαρκή ρευστότητα, ώστε να ανταποκρίνονται στις υποχρεώσεις τους. Στη συγκεκριμένη περίπτωση της Montana, η Τράπεζα δεν είχε ειδοποιηθεί από τους εργοδότες της περιοχής για την αλλαγή στο πρόγραμμα καταβολής μισθοδοσίας, ώστε να έχει φροντίσει να εφοδιαστεί έγκαιρα με επαρκές ρευστό.

1.3.2.4 Κίνδυνος Διακανονισμού (Settlement Risk)

Είναι ο κίνδυνος να μη γίνει ο διακανονισμός της κίνησης κεφαλαίων όπως αναμενόταν. Γενικά, αυτό συμβαίνει, γιατί ένα μέρος αθετεί τις υποχρεώσεις μεταφοράς κεφαλαίων σε έναν ή και περισσότερους αντισυμβαλλόμενους¹. Ο κίνδυνος διακανονισμού περιλαμβάνει και πιστωτικό και κίνδυνο ρευστότητας. Ιστορικά, τα μεγαλύτερα προβλήματα σε διακανονισμό έχουν συμβεί στην αγορά νομισμάτων.

Το πιο γνωστό παράδειγμα κινδύνου διακανονισμού είναι η πτώχευση της μικρής γερμανικής τράπεζας Bankhaus Herstatt το 1974. Στις 26 Ιουνίου του 1974 αφαιρέθηκε η άδεια λειτουργίας της Τράπεζας και διατάχτηκε η εκκαθάριση των στοιχείων της μετά το κλείσιμο του γερμανικού διατραπεζικού συστήματος πληρωμών (στις 3 : 30 μ.μ. τοπική ώρα).

Μερικοί αντισυμβαλλόμενοι της τράπεζας Herstatt, υλοποιώντας τις υποχρεώσεις που προέκυπταν από διατραπεζικές πράξεις, είχαν ήδη

¹ Αντισυμβαλλόμενος ορίζεται η τράπεζα με την οποία επέλθει συμφωνία για αμοιβαία κίνηση κεφαλαίων μετά από κάποια πράξη στη διατραπεζική αγορά χρήματος μέσω των διαπραγματευτών (dealers) των δυο τραπεζών

αμετάκλητα πληρώσει γερμανικά μάρκα στη συγκεκριμένη Τράπεζα λίγο πριν την αφαίρεση της άδειας λειτουργίας της.

Οι αντισυμβαλλόμενες τράπεζες είχαν προχωρήσει σε αυτή την κίνηση, ενεργώντας με καλή πίστη και πιστεύοντας ότι θα παραλάβουν αργότερα, μέσα στην ημέρα, δολάρια στους λογαριασμούς τους στη Νέα Υόρκη. Όμως, ήταν μόλις 10 : 30 π.μ. στη Ν. Υόρκη, όταν τερματίστηκε η τραπεζική δραστηριότητα της Herstatt.

Η ανταποκρίτρια τράπεζα της Herstatt στη Ν. Υόρκη σταμάτησε όλες τις εξερχόμενες πληρωμές δολαρίων από το λογαριασμό της Herstatt σε αυτήν, αφήνοντας τους αντισυμβαλλόμενους της Herstatt πλήρως εκτεθειμένους, όσον αφορά την αξία των γερμανικών μάρκων που είχαν ήδη πληρώσει στη γερμανική Τράπεζα νωρίτερα την ίδια ημέρα. Αυτός ο τύπος κινδύνου διακανονισμού, όπου το ένα μέρος σε μια πράξη αγοραπωλησίας ξένου νομίσματος πληρώνει το νόμισμα που πούλησε, αλλά δεν λαμβάνει το νόμισμα που αγόρασε, ονομάζεται και κίνδυνος Herstatt (Herstatt risk) ή διανομισματικός κίνδυνος διακανονισμού (cross – currency settlement risk).

1.3.2.5 Λειτουργικός Κίνδυνος (Operational Risk)

Είναι ο κίνδυνος μη αναμενόμενων ζημιών που προέκυψαν από ανεπάρκειες στα συστήματα και τις διαδικασίες διαχείρισης πληροφόρησης της Τράπεζας.

Ο λειτουργικός κίνδυνος διακρίνεται σε :

- **κίνδυνο συναλλαγών (transaction risk)** που πηγάζει από λάθη κατά την εκτέλεση των συναλλαγών (χρέωση ή πίστωση λάθους λογαριασμού, λάθος ερμηνεία των οδηγιών πληρωμής κ.α.).
- **κίνδυνο λειτουργικού ελέγχου (operational control risk)** που πηγάζει από πλημμελή έλεγχο των ορίων που υπάρχουν με τον κάθε αντισυμβαλλόμενο, πλημμελή έλεγχο σε περίπτωση ξεπλύματος χρήματος ή απάτης κενών στις λειτουργικές διαδικασίες της τράπεζας.

- **Κίνδυνο μηχανογραφικών συστημάτων (Systems Risk)** που πηγάζει από την πιθανότητα προγραμματιστικού λάθους στα μηχανογραφικά συστήματα διακανονισμού της τράπεζας, πτώσης λειτουργίας των μηχανογραφικών συστημάτων της τράπεζας, τηλεπικοινωνιακής διακοπής κ.α.

1.3.2.6 Επιχειρηματικός Κίνδυνος (Business Risk)

Είναι η πιθανότητα να επέλθουν ζημιές, συνεπεία δυσμενών συνθηκών λειτουργίας της επιχείρησης. Ο επιχειρηματικός κίνδυνος διακρίνεται σε εξωτερικό και εσωτερικό.

Ο **εξωτερικός επιχειρηματικός κίνδυνος** προέρχεται από συνθήκες που επιβάλλονται στην επιχείρηση από εξωτερικές δυνάμεις της αγοράς που βρίσκονται πέρα από τον έλεγχο της επιχείρησης (π.χ. αλλαγές στο νομικό λειτουργίας της επιχείρησης, φυσικές καταστροφές, πόλεμος, κατάρρευση οικονομικών αγορών κ.α.).

Ο **εσωτερικός επιχειρηματικός κίνδυνος** αναφέρεται στην αποτελεσματικότητα λειτουργίας της επιχείρησης και σχετίζεται με την ικανότητα της διοίκησης, τη διαφοροποίηση των προϊόντων, την αποτελεσματικότητα των χρησιμοποιηθέντων κεφαλαίων κ.α.

1.3.3 Μέτρηση Κινδύνου

Ο προσδιορισμός των πηγών κινδύνου είναι σημαντικό στοιχείο στην προσπάθεια κατανόησης του πλαισίου μέσα στο οποίο κινείται και λειτουργεί κάθε χρηματοοικονομικό εργαλείο, στο οποίο βασίζεται η κάθε επένδυση. Υπάρχει όμως η ανάγκη μέτρησης και του βαθμού επίδρασης που έχουν αυτές οι πηγές κινδύνου πάνω στα χρηματοοικονομικά εργαλεία, στα οποία στηρίζονται οι διαχειριστές Α/Κ για την κατασκευή χαρτοφυλακίων αλλά και ο κάθε επενδυτής, όταν θέλει να δημιουργήσει το ατομικό του επενδυτικό χαρτοφυλάκιο.

Ο επενδυτής έχει να αντιμετωπίσει τόσο τον μη συστηματικό (ειδικό) κίνδυνο όσο και τον συστηματικό κίνδυνο. Ο συστηματικός κίνδυνος δεν

μπορεί να εξαλειφθεί, παρά τις όποιες επενδυτικές τακτικές που μπορεί να ακολουθήσει ο επενδυτής. Η αντιμετώπιση του ειδικού κινδύνου μπορεί να ελαχιστοποιηθεί με μια καλά μελετημένη διαφοροποίηση των χρηματοοικονομικών εργαλείων, στα οποία θα τοποθετηθεί το επενδυμένο κεφάλαιο. Η τακτική της διαφοροποίησης ακολουθεί τη σοφή λαϊκή συμβουλή «όχι όλα τα αυγά σ' ένα καλάθι».

Με ποια κριτήρια όμως μπορεί να γίνει αποτελεσματική διαφοροποίηση των επιλογών σ' ένα επενδυτικό χαρτοφυλάκιο ; Ας δούμε μερικά :

Οι διακυμάνσεις² απόδοσης των επί μέρους αξιόγραφων. Στην ίδια χρονική προσφέρονται συνήθως αρκετές επιλογές αξιόγραφων που παρουσιάζουν μεγαλύτερη ή μικρότερη διακύμανση στις τιμές τους.

- Ο αριθμός των διαφορετικών μετοχών που βρίσκονται στο χαρτοφυλάκιο.

Ο μεγάλος αριθμός μετοχών στο χαρτοφυλάκιο περιορίζει τον κίνδυνο, κυρίως τον ειδικό. Βέβαια, η συνεχής αύξηση του αριθμού των μετοχών από έναν αριθμό και μετά μειώνει, αλλά δεν εξαλείφει, τον κίνδυνο.

Από έρευνα σε γαλλικό χαρτοφυλάκιο προέκυψαν τα ακόλουθα στοιχεία :

Αρ. τίτλων	% μείωσης κινδύνου
1	0
2	34,6
3	51,4
10	85,7
20	98,2
30	98,4

- Τα ποσοστά συμμετοχής του κάθε αξιόγραφου στο χαρτοφυλάκιο.

² Με τον όρο διακύμανση απόδοσης εννοούμε την προοδευτική μεταβολή της τιμής του αξιόγραφου μέσα σε μια χρονική περίοδο γύρω από την κεντρική γραμμή τάσης τιμών αυτού του αξιόγραφου εκείνη τη χρονική περίοδο.

1.3.4 Δείκτες μέτρησης κινδύνου

Με βάση τα παραπάνω κριτήρια μέτρησης κινδύνου έχουν γίνει ευρέως αποδεκτοί οι παρακάτω δείκτες :

- Δείκτης διακύμανσης (variance).
- Δείκτης τυπικής απόκλισης (standard deviation).
- Δείκτης συνδιακύμανσης (covariance) και δείκτης συσχέτισης (correlation).
- Δείκτης συστηματικού κινδύνου beta...
- Άλλοι στατιστικοί δείκτες .

Οι δείκτες αυτοί μπορούν να χρησιμοποιηθούν τόσο για τη μέτρηση του κινδύνου όσο και για τη μέτρηση κινδύνου σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων ή επενδυτικών χαρτοφυλακίων πελατείας.

1.3.4.1 Δείκτης διακύμανσης (variance)

Ερμηνεία - Χρήση του δείκτη

Όσο μεγαλύτερη τιμή παίρνει ο δείκτης διακύμανσης μιας μετοχής τόσο περισσότερο καταδεικνύεται ότι η τιμή της μετοχής έχει μεγαλύτερη απόκλιση από τη μέση τιμή της μετοχής κατά την εξεταζόμενη περίοδο.

Μεγαλύτερη αξία έχει η χρήση αυτού του δείκτη, όταν συγκρίνονται μετοχές με παρόμοια απόδοση για την ίδια χρονική περίοδο.

Έστω ότι έχουμε δυο μετοχές που παρουσίασαν την ίδια απόδοση (έστω 20%) μέσα σε συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Η μετοχή Α είχε δείκτη διακύμανσης 0,0153, ενώ η μετοχή Β είχε δείκτη διακύμανσης 0,0201. Αυτό αποδεικνύει ότι η μετοχή Α πέτυχε την ίδια απόδοση με τη Β, χωρίς, όμως, να παρουσιάσει τις έντονες διακυμάνσεις, άρα τον κίνδυνο, που παρουσίασε η Β.

Αυτό σημαίνει ότι η μετοχή Α είναι προτιμητέα έναντι της Β ;

Όχι απαραίτητα

- Για τον επενδυτή ο οποίος δεν παρακολουθεί σε καθημερινή βάση την πορεία των μετοχών που διαθέτει στο χαρτοφυλάκιο του είναι προτιμητέα η μετοχή Α.
- Για τον επενδυτή ο οποίος παρακολουθεί σε καθημερινή βάση την πορεία των μετοχών που διαθέτει στο χαρτοφυλάκιο του είναι προτιμητέα η επιλογή της μετοχής Β.

Αυτό συμβαίνει διότι όταν στην διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου η τιμή της μετοχής βρίσκεται σημαντικά πάνω από τη μέση τιμή της περιόδου, θα μπορούσε να έχει ρευστοποιήσει έναν αριθμό μετοχών Β. Αντίστοιχα, όταν στη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου η τιμή της μετοχής βρίσκεται σημαντικά κάτω από τη μέση τιμή της περιόδου, θα μπορούσε να έχει αγοράσει έναν αριθμό μετοχών Β. Έτσι, η συνολική απόδοση που θα είχε αποκομίσει θα ήταν πάνω από την απόδοση της μετοχής κατά την εξεταζόμενη περίοδο.

1.3.4.2 Δείκτης τυπικής απόκλισης (standard deviation)

Ερμηνεία – Χρήση του δείκτη

Ο δείκτης αυτός εξετάζει τη διακύμανση της μετοχής ή του A/K ως προς τον ίδιο τον εαυτό τους κι όχι συγκριτικά σε σχέση με κάποιο στοιχείο αναφοράς. Όσο πιο μεγάλη είναι η τιμή της τυπικής απόκλισης τόσο πιο μεγάλη είναι η απόσταση που παίρνει η καθημερινή τιμή της μετοχής ή του A/K από τη μέση τιμή τάσης για τη συγκεκριμένη περίοδο. Έτσι, η μετοχή που φαίνεται στο Γράφημα 1 έχει μεγαλύτερη τυπική απόκλιση από το A/K που απεικονίζεται στο Γράφημα 2.

Εξετάζουμε δυο αμοιβαία κεφάλαια Α και Β, τα οποία για τη χρονιά που πέρασε είχαν την ίδια απόδοση αλλά το Β είχε μεγαλύτερη τυπική απόκλιση από το Α. Αυτό σημαίνει ότι το Α κατάφερε την ίδια απόδοση με το Β, αλλά με μικρότερες διακυμάνσεις στην τιμή του, άρα με μικρότερο κίνδυνο.

Σε μίαν αγορά, όπου οι τιμές των μετοχών έχουν φτάσει σε υψηλά επίπεδα, τα οποία δεν δικαιολογούνται από τα οικονομικά στοιχεία των

επιχειρήσεων, είναι προτιμότερο να διαθέτουμε στο χαρτοφυλάκιο μας μετοχές με μικρότερη τυπική απόκλιση, αφού σε πιθανότατη πτώση των τιμών αυτές θα σημειώσουν πιθανόν ομαλότερη πτώση τιμών έναντι εκείνων με μεγαλύτερη τυπική απόκλιση. Η ομαλότερη αυτή πτώση μπορεί να προσφέρει δυο δυνατότητες στον επενδυτή :

- είτε να αποχωρήσει από την αγορά, αποφεύγοντας τον εγκλωβισμό του σε απότομη πτώση της τιμής της μετοχής,
- είτε να αποφύγει δραματικές διακυμάνσεις της τιμής της μετοχής κατά την πώση οι οποίες ίσως τον οδηγήσουν σε λανθασμένες κινήσεις πώλησης και αγοράς της μετοχής αυτής.

Αντίθετα, σε μian αγορά, η οποία βρίσκεται σε αδικαιολόγητα χαμηλά επίπεδα, είναι προτιμότερο να διαθέτουμε στο χαρτοφυλάκιο μας μετοχές με μεγαλύτερη τυπική απόκλιση, αφού σε πιθανότατη άνοδο των τιμών, λογικά, οι μετοχές αυτές θα εμφανίζουν εντονότερη άνοδο, επιτρέποντας την αποκόμιση σημαντικότερων κερδών από αυτά που προσφέρει η μέση άνοδος τιμών των μετοχών της αγοράς.

Βέβαια, πρέπει να τονίσουμε πως σε κάθε περίπτωση, όταν αναφερόμαστε σε μετοχές, δεν εννοούμε τυχαία επιλεγμένες μετοχές, οι οποίες έχουν επιλεγεί από τον επενδυτή μετά από θεμελιώδη και τεχνική ανάλυση τους.

Επίσης, ο δείκτης τυπικής απόκλισης βασίζεται στην υπόθεση της κανονικής κατανομής, που σημαίνει ότι υπάρχουν ίσες διακυμάνσεις για κάθε πλευρά από το μέσο της. Η υπόθεση αυτή δεν είναι απόλυτα σωστή για τη χρηματιστηριακή αγορά, η οποία δείχνει μια γενικά μακροχρόνια ανοδική τάση.

Ο δείκτης τυπικής απόκλισης χρησιμοποιείται ευρύτατα από τους επαγγελματίες του χρηματοοικονομικού τομέα και μέχρι στιγμής είναι ο μοναδικός δείκτης μέτρησης κινδύνου που επιβάλλεται να ανακοινώνει η Α.Ε.Δ.Α.Κ. στην εξαμηνιαία ενημέρωση του ευρύτατου επενδυτικού κοινού για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο που διαχειρίζεται.

1.3.4.3 Δείκτης συσχέτισης

Ο συντελεστής συσχέτισης προκύπτει από τον τύπο :

$$\Delta\Sigma_{ΓΔΕ} = \frac{\text{Δείκτης συνδιακύμανσης } ΓΔΕ}{(\text{Τυπική απ όκλιση } ΓΔ) \times (\text{Τυπική από κλιση } Ε)}$$

T11

Για το παράδειγμα μας, ο συντελεστής συσχέτισης είναι :

$$\Delta\Sigma_{ΓΔΕ} = \frac{0,0101}{0,1180 \times 0,1054} = 81\%$$

T11

Χρήση των δεικτών

Μείωση του ειδικού κινδύνου επιτυγχάνεται σε σημαντικό βαθμό με διασπορά σε ορισμένο αριθμό μετοχών. Η διασπορά είναι επιτυχημένη, όταν η συμπεριφορά όσον αφορά τις τιμές των μετοχών που απαρτίζουν το χαρτοφυλάκιο είναι διαφορετική.

Ο δείκτης διακύμανσης και ακόμα καλύτερα ο συντελεστής συσχέτισης μας δείχνουν πόσο μεγάλη ή πόσο μικρή συσχέτιση έχουν μεταξύ τους μετοχές που απαρτίζουν το επενδυτικό χαρτοφυλάκιο.

Ο συντελεστής συσχέτισης μπορεί να πάρει από **- 1 έως και + 1**.

Όταν ο συντελεστής συσχέτισης πάρει τιμή +1

σημαίνει ότι η διακύμανση του χαρτοφυλακίου είναι ίδια με αυτή των μετοχών που το απαρτίζουν. Αυτό σημαίνει ότι η διαφοροποίηση δεν έχει μειώσει καθόλου τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου.

Όταν ο συντελεστής συσχέτισης πάρει τιμή 0

σημαίνει ότι έχουμε πετυχημένη διαφοροποίηση στο χαρτοφυλάκιο μας.

Όταν ο συντελεστής συσχέτισης πάρει τιμή -1

σημαίνει ότι έχει εξαφανιστεί ο κίνδυνος από το χαρτοφυλάκιο, αφού έχουμε τέλεια αρνητική συσχέτιση των μετοχών που το απαρτίζουν. Στο χώρο του χρηματιστηρίου είναι απίθανο να υπάρξει τέτοια κατάσταση.

1.3.4.4 Δείκτης συστηματικού κινδύνου beta

Ο συντελεστής beta προκύπτει από τον τύπο :

$$Beta = \frac{\text{Δείκτης συνδιακύμανσης λ.ε.}}{(\text{Δείκτης Διακύμανσης λ})}$$

T12

Όπου :

A = χαρτοφυλάκιο Αγοράς (συνήθως εκφράζεται με το Γενικό Δείκτη του ΧΑΑ).

E = μετοχή

Χρησιμοποιώντας στοιχεία του παραπάνω παραδείγματος, προκύπτει

$$Beta = \frac{0,0101}{0,0139} = 0,72$$

T12

Η συνήθης διεθνής πρακτική για τον προσδιορισμό του beta για Αμοιβαία Κεφάλαια είναι η χρησιμοποίηση μηνιαίων στοιχείων για μια περίοδο τριών ετών. Εξίσου όμως σωστή είναι η επιλογή μικρότερης περιόδου π.χ. ενός έτους, με αξιοποίηση στοιχείων μικρότερης χρονικής διάρκειας π.χ. εβδομαδιαία.

Χρήση του συντελεστή

Ο συντελεστής beta εκφράζει το συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου. Θεωρείται από τους πλέον αποδεκτούς δείκτες.

Όταν ο συντελεστής πάρει τιμή 0

σημαίνει ότι το καρτοφυλάκιο ή το αξιόγραφο έχουν μηδενικό κίνδυνο.

Όταν ο συντελεστής πάρει τιμή 1

σημαίνει ότι το καρτοφυλάκιο ή το αξιόγραφο έχουν κίνδυνο ίσο με τον κίνδυνο της Αγοράς. Το καρτοφυλάκιο της Αγοράς που θεωρείται ο Γενικός Δείκτης του Χ.Α.Α. έχει συντελεστή beta ίσο με τη μονάδα.

Όταν ο συντελεστής πάρει τιμή μεγαλύτερη του 1

σημαίνει ότι το καρτοφυλάκιο ή το αξιόγραφο έχουν μεγαλύτερο κίνδυνο από το καρτοφυλάκιο της Αγοράς.

Όταν ο συντελεστής πάρει τιμή μικρότερη του 1

σημαίνει ότι το καρτοφυλάκιο ή το αξιόγραφο έχουν μικρότερο κίνδυνο από το Χαρτοφυλάκιο της Αγοράς.

Σε μια αγορά, όπου οι τιμές των μετοχών έχουν φτάσει σε υψηλά επίπεδα, τα οποία δεν δικαιολογούνται από τα οικονομικά στοιχεία των επιχειρήσεων, είναι προτιμότερο να διαθέτουμε στο καρτοφυλάκιο μας μετοχές με μικρότερη τιμή συντελεστή beta, αφού σε πτώση των τιμών υπάρχει μεγαλύτερη πιθανότητα για μικρότερη πτώση των μετοχών αυτών.

Αντίθετα, σε μια αγορά, η οποία βρίσκεται σε αδικαιολόγητα χαμηλά επίπεδα, είναι προτιμότερο να διαθέτουμε στο καρτοφυλάκιο μας μετοχές με μεγαλύτερη τιμή συντελεστή beta, αφού σε άνοδο των τιμών υπάρχει μεγαλύτερη πιθανότητα για μεγαλύτερη άνοδο των τιμών αυτών.

Βέβαια, πρέπει να τονίσουμε και πάλι πως δεν μπορεί να γίνεται επιλογή μετοχής επί τη βάση ενός και μόνο στοιχείου, όπως εν προκειμένω του συντελεστή beta. Η τιμή του beta είναι ένα από τα στοιχεία που θα πρέπει να συνεκτιμηθούν από τον επενδυτή για την επιλογή μιας μετοχής.

Η αξιοπιστία του συντελεστή beta ως προς τις πληροφορίες που παρέχει είναι τόσο μεγαλύτερη όσο αντιπροσωπευτικότερο σε σχέση με το εξεταζόμενο Αμοιβαίο Κεφάλαιο είναι το Χαρτοφυλάκιο της Αγοράς. Για παράδειγμα, δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως χαρτοφυλάκιο αγοράς ο δείκτης του ΧΑΑ για τον προσδιορισμό του beta διεθνών μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

1.3.4.5 Άλλοι στατιστικοί δείκτες

- **Τυπικό σφάλμα του συντελεστή beta (S_b ...).**

Όσο μικρότερη τιμή παίρνει ο συγκεκριμένος δείκτης τόσο περισσότερο αξιόπιστη είναι η τιμή του beta.

- **Στατιστική t του Student.**

Προκύπτει από τη διαίρεση του beta δια του τυπικού του σφάλματος S_b . Όσο μεγαλύτερη τιμή παίρνει ο συγκεκριμένος δείκτης τόσο περισσότερο αξιόπιστη είναι η τιμή του beta.

- **Συντελεστής Προσδιορισμού R^2 (%).**

Ο συντελεστής αυτός λαμβάνει τιμές μεταξύ του μηδενός και της μονάδας. Ο R^2 (%) αποτελεί μέτρο τέλει διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου. Το τέλεια διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο θα συσχετίζεται απόλυτα με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς και αυτό θα εκφράζεται στον δείκτη αυτό, ο οποίος θα λαμβάνει τιμή 100%.

1.4 Αξιολόγηση απόδοσης σε σχέση με τον κίνδυνο

Είδαμε παραπάνω τις δυο βασικές συνισταμένες για την αξιολόγηση του A/K, την απόδοσή του και τον κίνδυνο που ενσωματώνει. Η αξιολόγηση ενός A/K δεν μπορεί να στηριχτεί μόνο στις αποδόσεις, χωρίς να λαμβάνει υπόψη σε τι κινδύνους εκτέθηκε το A/K για να τις πετύχει. Επιπρόσθετα, θα πρέπει να συγκρίνεται η απόδοση με κίνδυνο με την απόδοση της επένδυσης χωρίς ρίσκο, ώστε να φανεί αν η όλη επενδυτική διαχείριση που εκτέθηκε στους συγκεκριμένους κινδύνους

είχε συγκριτικά καλύτερα ή όχι αποτελέσματα σε σχέση με την απόδοση της επένδυσης χωρίς ρίσκο.

Ο γενικός κανόνας που πρέπει να ισχύει για την επιλογή ενός καρτοφυλακίου από μέρους του επενδυτή είναι :

A) να επιδιώκει να επιλέγει όλα εκείνα τα καρτοφυλακία που είτε έχουν τη μέγιστη δυνατή απόδοση για δεδομένο ύψος κινδύνου είτε έχουν τον ελάχιστο δυνατό κίνδυνο για δεδομένο ύψος απόδοσης. Τα καρτοφυλακία που πληρούν είτε τη μια είτε την άλλη προϋπόθεση ονομάζονται αποδοτικά (efficient).

B) από όλα τα αποδοτικά καρτοφυλακία να βρίσκει εκείνο που του ταιριάζει καλύτερα, σύμφωνα με την προσωπική του απάντηση στο ερώτημα πόσο ρίσκο είναι διατεθειμένος να αναλάβει ή να ανεχθεί για δεδομένη απόδοση.

1.4.1 Προσδιορισμός του άριστου καρτοφυλακίου για τον επενδυτή

Οι ενέργειες που πρέπει να γίνονται για την εξεύρεση του άριστου καρτοφυλακίου που θα ικανοποιεί τον επενδυτή θα μπορούσαν να ακολουθούν την παρακάτω σειρά :

1.4.1.1 Εύρεση των απαιτούμενων αποδόσεων όλων των εναλλακτικών καρτοφυλακίων

Ο τύπος που αποδίδει την απαιτούμενη απόδοση καρτοφυλακίων είναι :

$$AA_{A/K} = AE_{ΓΕΔ} + \frac{A_{ΓΔ} - AE_{ΓΕΔ}}{\sigma_{ΓΔ}} + \sigma_{A/K} \quad T13$$

Όπου :

$AE_{ΓΕΔ}$: η απόδοση ΕΓΕΔ (καρτοφυλακίου μηδενικής απόδοσης).

$A_{ΓΔ}$: η απόδοση ΓΔΧΑΑ (καρτοφυλακίου της Αγοράς).

$\sigma_{ΓΔ}$: η τυπική απόκλιση του ΓΔΧΑΑ (καρτοφυλακίου της Αγοράς).

$\sigma^{A/K}$: η τυπική απόκλιση του A/K.

Εδώ συμπληρωματικά μπορούμε να αναφέρουμε ότι υπάρχει ανάλογος τύπος που προσδιορίζει την απαιτούμενη απόδοση κάθε μεμονωμένης μετοχής. Αυτός μπορεί να χρησιμοποιηθεί από το διαχειριστή ή τον οποιοδήποτε επενδυτή, προκειμένου να ενσωματώσει στο επενδυτικό του χαρτοφυλάκιο μετοχές που πληρούν την επενδυτική του φιλοσοφία.

Ο τύπος που αποδίδει την απαιτούμενη απόδοση μετοχής είναι :

$$AA_T = AE_{ΓΕΔ} + (A_{ΓΔ} - AE_{ΓΕΔ}) \times \beta_T$$

T14

Όπου :

$AE_{ΓΕΔ}$: η απόδοση ΕΓΕΔ (χαρτοφυλακίου μηδενικής απόδοσης).

$A_{ΓΔ}$: η απόδοση του ΓΔΧΑΑ (χαρτοφυλακίου της Αγοράς).

β_T : ο συντελεστής beta του τίτλου.

1.4.1.2 Υπολογισμός της διαφοράς αναμενόμενης ή πραγματοποιηθείσας απόδοσης από την απαιτούμενη.

Ο τύπος που προσδιορίζει αυτή τη διαφορά είναι ο παρακάτω :

$$YA_{A/K} = PA_{A/K} - AA_{A/K}$$

T15

Όπου :

$YA_{A/K}$: η υπερβάλλουσα απόδοση του A/K.

$PA_{A/K}$: η πραγματοποιηθείσα ή αναμενόμενη απόδοση του A/K.

$AA_{A/K}$: η απαιτούμενη απόδοση του A/K.

Αν η διαφορά είναι θετική, τότε το συγκεκριμένο χαρτοφυλάκιο είναι ένα αποδοτικό χαρτοφυλάκιο και μπορεί να είναι μια από τις επιλογές του επενδυτή – διαχειριστή.

Αν η διαφορά είναι αρνητική, τότε το συγκεκριμένο χαρτοφυλάκιο δεν είναι ένα αποδοτικό χαρτοφυλάκιο και δεν μπορεί να είναι μια από τις επιλογές του επενδυτή – διαχειριστή.

1.4.1.3 Κατάταξη όλων των αποδοτικών χαρτοφυλακίων

Ταξινομούνται όλα τα αποδοτικά χαρτοφυλάκια σε σειρά, ξεκινώντας από εκείνο που εμφανίζει τη μεγαλύτερη υπερβάλλουσα απόδοση προς εκείνο με τη μικρότερη. Μια δεύτερη ταξινόμηση ξεκινά από το χαρτοφυλάκιο με το μικρότερο συνολικό κίνδυνο προς εκείνο με τον μεγαλύτερο.

Από αυτή την κατάταξη μπορεί να προκύψει το άριστο χαρτοφυλάκιο για τον κάθε επενδυτή. Βέβαια, η συγκεκριμένη κατάταξη μπορεί να διευρυνθεί με κριτήρια τις τιμές και άλλων δεικτών όπως beta, R^2 , κ.α.

1.4.2 Δείκτης Treynor

Ο Treynor επικεντρώνεται σε τρία στοιχεία :

- την πραγματοποιηθείσα απόδοση του A/K σε μια χρονική περίοδο ($A_{A/K}$)
- την απόδοση μιας επένδυσης μηδενικού ρίσκου της ίδιας περιόδου. Τέτοια επένδυση θεωρούνται τα κρατικά έντοκα γραμμάτια ($A_{ΕΓΕΔ}$)
- το συντελεστή beta του συγκεκριμένου A/K, που εκφράζει τον συστηματικό κίνδυνο του A/K ($\beta_{A/K}$).

Ο δείκτης του προσδιορίζεται με τον ακόλουθο τύπο :

$$\text{Δείκτης Treynor} = \frac{A_{A/K} - A_{ΕΓΕΔ}}{\beta_{A/K}}$$

Ο Treynor θεωρεί δεδομένο πως ένα χαρτοφυλάκιο έχει κάνει καλή διαφοροποίηση των επενδυτικών του επιλογών, με συνέπεια τον εξανεμισμό του μη συστηματικού (ειδικού) κινδύνου. Έτσι, το ενδιαφέρον του το επικεντρώνει στον συστηματικό κίνδυνο και γι' αυτό το λόγο επιλέγει το συντελεστή beta.

Όσο μεγαλύτερη τιμή λαμβάνει ο δείκτης Treynor τόσο μεγαλύτερη είναι η απόδοση ανά μονάδα κινδύνου.

Ο δείκτης δίνει αξιόπιστα αποτελέσματα μόνο σε χαρτοφυλάκια με πολύ καλά διαφοροποιημένες επενδύσεις.

Τι γίνεται όμως αν η διαφοροποίηση του διαχειριστή δεν οδηγεί στην εξάλειψη του μη συστηματικού κινδύνου ; Την απάντηση την έδωσε ο Sharpe με τη δημιουργία του δικού του δείκτη.

1.4.3 Δείκτης Sharpe

Ο Sharpe χρησιμοποίησε τον τύπο του Treynor, τροποποιώντας τον παρανομαστή. Στη θέση του beta έβαλε την τυπική απόκλιση $\sigma_{A/K}$ που εκφράζει το συνολικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου του A/K.

Ο δείκτης του προσδιορίζεται με τον ακόλουθο τύπο :

$$\text{Δείκτης Sharpe} = \frac{A_{A/K} - A_{ΕΓΓΛ}}{\sigma_{A/K}}$$

Όσο μεγαλύτερη τιμή λαμβάνει ο δείκτης Sharpe τόσο μεγαλύτερη είναι η απόδοση ανά μονάδα κινδύνου.

Σε χαρτοφυλάκια με πολύ καλά διαφοροποιημένες επενδύσεις οι δείκτες Sharpe και Treynor θα έχουν παρόμοια αποτελέσματα. Η τυχόν διαφωνία τους θα αποδεικνύει ότι το προς εξέταση χαρτοφυλάκιο δεν έχει κατάλληλη διαφοροποίηση.

1.4.4 Δείκτης Jensen

Ο δείκτης του προσδιορίζεται με τον ακόλουθο τύπο :

$$(A_{A/K} - A_{ΕΓΕΔ}) = \alpha_{A/K} + \beta_{A/K}(A_{ΓΔΧΑΑ} - A_{ΕΓΕΔ}) + \epsilon_{A/K}$$

Όπου :

$A_{A/K}$: η απόδοση του A/K στη συγκεκριμένη περίοδο.

$A_{ΕΓΕΔ}$: η απόδοση ΕΓΕΔ (χαρτοφυλακίου μηδενικής απόδοσης).

$A_{ΓΔΧΑΑ}$: η απόδοση του ΓΔΧΑΑ (χαρτοφυλακίου της Αγοράς).

$\alpha_{A/K}$: ο συντελεστής α του A/K.

$\beta_{A/K}$: ο συντελεστής β του A/K.

$\epsilon_{A/K}$: συμβολίζει τις αποκλίσεις που εμφανίζει η απόδοση από τη γραμμή παλινδρόμησης και έχει προσδοκώμενη τιμή ίση με το μηδέν.

Η μεγάλη σημασία του δείκτη Jensen έγκειται στην ικανότητα προσδιορισμού του συντελεστή α .

Ο συντελεστής αυτός μετρά την ικανότητα των διαχειριστών να επιτυγχάνουν αποδόσεις μεγαλύτερες των απαιτούμενων.

- Αν ο συντελεστής α έχει θετική τιμή, τότε ο διαχειριστής του A/K κατάφερε απόδοση για το χαρτοφυλάκιο μεγαλύτερη της απαιτούμενης. Όσο μεγαλύτερη θετική τιμή έχει ο συντελεστής α τόσο καλύτερη δουλειά έχει κάνει ο διαχειριστής.
- Αν ο συντελεστής α έχει αρνητική τιμή, τότε ο διαχειριστής του A/K κατάφερε απόδοση για το χαρτοφυλάκιο χειρότερη της απαιτούμενης.

Κεφάλαιο 2°

Επενδυτικές τεχνικές

2.1 Βασικές έννοιες

Είδη διαχείρισης : η βασική επενδυτική φιλοσοφία των επενδυμένων κεφαλαίων.

Θεμελιώδης Ανάλυση : η αξιολόγηση και πρόβλεψη της τιμής μιας μετοχής με βάση :

- τα οικονομικά στοιχεία της επιχείρησης (λογιστικούς και οικονομικούς δείκτες, στοιχεία ισολογισμών κτλ.) και του οικονομικού κλάδου στον οποίο ανήκει και
- τις επιχειρηματικές ειδήσεις της.

Τεχνική Ανάλυση : η αξιολόγηση και πρόβλεψη της πορείας της τιμής μιας μετοχής με βάση τα ιστορικά στοιχεία των τιμών της.

Αξία της μετοχής : η μετοχή που είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο έχει τέσσερις αξίες :

- **την ονομαστική αξία**, η οποία είναι η αξία της μετοχής κατά την ίδρυση της επιχείρησης. Το πλήθος των μετοχών που εκδόθηκαν επί την τιμή της ονομαστικής αξίας προσδιορίζει το μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης.
- **Τη λογιστική αξία**. Με την πάροδο των ετών και εφόσον η επιχείρηση πραγματοποιεί κέρδη, ένα μέρος αυτών παραμένει στην επιχείρηση ως αποθεματικό και το άλλο διανέμεται στους μετόχους ως μέρισμα. Αν διαιρέσουμε το σύνολο των Ιδίων Κεφαλαίων (μετοχικό και αποθεματικό) δια του πλήθους των μετοχών που εκδόθηκαν, θα προσδιορίσουμε τη λογιστική αξία της μετοχής.
- **Την εσωτερική αξία**. Είναι η σημαντικότερη και ουσιαστικότερη από τις αξίες μιας μετοχής. Προκύπτει από υποκειμενικούς

προσδιορισμούς που έχουν λάβει υπόψη το ενεργητικό της επιχείρησης, τα κέρδη, τα μερίσματα, τις προοπτικές της εταιρείας κ.α.

- Την τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία, η οποία είναι η τιμή που έχει η μετοχή στο Χρηματιστήριο και η οποία μεταβάλλεται σε κάθε σχεδόν συνεδρίαση ανάλογα με τη ζήτηση της μετοχής από τους επενδυτές.

2.2 Είδη διαχείρισης

Η επενδυτική τεχνική που επιθυμεί κάθε επενδυτής να εφαρμόσει είναι να αγοράζει μετοχές, ομόλογα, νομίσματα κτλ., όταν οι τιμές τους είναι χαμηλές, και να τα πωλεί, όταν οι τιμές τους είναι υψηλές. Μεγάλα προβλήματα όμως είναι :

- η αδυναμία συνεχούς και αλάνθαστης αναγνώρισης των λογικών επιπέδων των τιμών των μετοχών, των ομολόγων, των νομισμάτων, ώστε να γίνεται ακριβής προσδιορισμός των υψηλότερων και των χαμηλότερων επιπέδων των τιμών τους.
- διάχυση της πληροφόρησης για τα παραπάνω στοιχεία, εφόσον έχουν προσδιοριστεί με επιτυχία, προς όλους τους συμμετέχοντες στην Αγορά.
- Οι τακτικές μεγαλομετόχων και επενδυτικών παραγόντων διαχείρισης σημαντικών κεφαλαίων, οι οποίοι σε χρηματιστήρια, αγορές ανταλλαγής νομισμάτων, αγορές ομολόγων με μικρό μέγεθος κατευθύνουν τις τιμές έξω από τα φυσιολογικά επίπεδα, για αποκόμιση υπερκερδών.

Για το διαχειριστή Α/Κ υπάρχουν δυο βασικά είδη διαχείρισης του επενδυμένου κεφαλαίου :

- Η ενεργή διαχείριση (active management) και
- Η παθητική διαχείριση (passive management).

Ενεργή είναι η **διαχείριση** ενός καρτοφυλακίου, όπου ο διαχειριστής αναθεωρεί το καρτοφυλάκιο του με βάση δικές του εκτιμήσεις, αναλύσεις και επιλογές. Στόχος είναι η επίτευξη όσο το δυνατόν μεγαλύτερων αποδόσεων σε σχέση με αυτές της αγοράς. Η αγορά συνήθως ορίζεται με ένα δείκτη, όπως π.χ. με το Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών ή κάποιον άλλο ευρέως αποδεκτό δείκτη, ο οποίος επιλέγεται ανάλογα με το τμήμα της αγοράς, όπου επενδύει το συγκεκριμένο καρτοφυλάκιο.

Ο στόχος επιτυγχάνεται μετά της συνεχούς προσπάθειας του διαχειριστή να ανακαλύπτει, μετά από συνεχή ανάλυση, τις μετοχές (αν πρόκειται για μετοχικό αμοιβαίο κεφάλαιο) που θα του προσφέρουν τη μεγαλύτερη απόδοση και να προβαίνει σε συχνές αγοραπωλησίες, οι οποίες θα του αποφέρουν τα προσδοκώμενα κέρδη ή θα τον προστατεύουν από ζημιές. Απολογιστικά, θα πρέπει η απόδοση του καρτοφυλακίου που διαχειρίζεται ο διαχειριστής, μετά την αφαίρεση των διαχειριστικών εξόδων, να είναι μεγαλύτερη από την αντίστοιχη του δείκτη της ανάλογης αγοράς.

Παθητική είναι η **διαχείριση** ενός καρτοφυλακίου, όπου ο διαχειριστής δεν υποχρεώνεται να αναθεωρεί το καρτοφυλάκιο του με βάση δικές του εκτιμήσεις, αναλύσεις και επιλογές. Το καρτοφυλάκιο αυτό συνήθως δημιουργείται με συγκεκριμένους σκοπούς και κριτήρια, και ο διαχειριστής θα πρέπει να εξασφαλίζει τη συνεχή εξυπηρέτηση των σκοπών αυτών και να προβαίνει σε αναγκαίες οριακές αναθεωρήσεις του καρτοφυλακίου, ώστε να μην παραβιάζονται τα κριτήρια.

Παραδείγματα τέτοιων καρτοφυλακίων αποτελούν τα καρτοφυλάκια που ακολουθούν τις επιλογές των δεικτών, τα καρτοφυλάκια κλάδου, καρτοφυλάκια που απαρτίζονται από μετοχές χαμηλού κινδύνου κ.α.

Για τον ιδιώτη επενδυτή υπάρχουν, εκτός από τα παραπάνω είδη διαχείρισης του επενδυμένου κεφαλαίου, και πάγιες επενδυτικές τεχνικές διαχείρισης.

2.3 Πάγιες επενδυτικές τεχνικές διαχείρισης

Οι επενδυτικές τεχνικές διαχείρισης αυτής της μορφής είναι :

- ❖ Περιοδική καταβολή σταθερού ποσού για επένδυση (Dollar cost averaging).
- ❖ Διατήρηση σταθερής της αρχικής αξίας της επένδυσης.
- ❖ Διατήρηση σταθερής της αρχικής σχέσης μεταξύ δυο αμοιβαίων κεφαλαίων.
- ❖ Αύξηση της αξίας της επένδυσης κατά συγκεκριμένο ποσό, ανά τακτά χρονικά διαστήματα.
- ❖ Παρακολούθηση της πορείας του ενεργητικού του μετοχ. Α/Κ και διπλάσια αγοραπωλησία μεριδίων προς την κατεύθυνση της αύξησης ή μείωσης του ενεργητικού.

Όλες οι παραπάνω επενδυτικές τακτικές είναι πολύ πιο κερδοφόρες για τον επενδυτή, αν ξεκινούν σε περίοδο κατά την οποία οι τιμές των αξιόγραφων είναι σε χαμηλά επίπεδα, π.χ. όταν οι τιμές στο Χρηματιστήριο κρίνονται ότι βρίσκονται σε χαμηλά ή υποτιμημένα επίπεδα. Σε αντίθετη περίπτωση, δεν θα προσφέρουν τόσο ικανοποιητικά αποτελέσματα. Βέβαια, σε όλες αυτές τις επενδυτικές τακτικές μπορεί να υπάρχει διαφοροποίηση στα σημεία επανεξέτασης του χαρτοφυλακίου.

Έτσι, για παράδειγμα, αν η χρονική στιγμή ελέγχου συμπίπτει με υψηλές τιμές των μετοχών του Χρηματιστηρίου, τότε ο επενδυτής μπορεί να επιλέξει να συμμετέχει αγοράζοντας Α/Κ διαχείρισης διαθέσιμων κι όχι μετοχικά. Προς την αντίθετη κατεύθυνση θα κινηθεί, όταν η χρονική στιγμή ελέγχου συμπίπτει με χαμηλές τιμές των μετοχών του Χρηματιστηρίου.

2.3.1 Περιοδική καταβολή σταθερού ποσού για επένδυση (Dollar cost averaging)

Ο επενδυτής τοποθετεί για επενδυτικό σκοπό ένα σταθερό ποσό, αυτό που επιθυμεί ο ίδιος, σε ορισμένα χρονικά διαστήματα, συνήθως

στην αρχή κάθε τριμήνου. Αν υποθέσουμε ότι τοποθετεί το ποσό αυτό σε μερίδια μετοχικού αμοιβαίου κεφαλαίου τότε :

- Όταν η αρχή του τετραμήνου συμπίπτει με περίοδο κατά την οποία οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο είναι σε χαμηλά επίπεδα, τότε ο επενδυτής - μεριδιούχος με το σταθερό ποσό αγοράζει μεγαλύτερο αριθμό μεριδίων. Έτσι, σε μια επικείμενη άνοδο τιμών, θα έχει μεγαλύτερα κέρδη, αφού αγόρασε πολλά μερίδια σε χαμηλή τιμή.
- Όταν η αρχή του τετραμήνου συμπίπτει με περίοδο κατά την οποία οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο είναι σε πολύ υψηλά επίπεδα, τότε ο επενδυτής - μεριδιούχος με το σταθερό ποσό αγοράζει μικρότερο αριθμό μεριδίων. Έτσι, σε μια επικείμενη πώση των τιμών, θα έχει μικρότερες ζημιές, αφού αγόρασε λίγα μερίδια σε ακριβή τιμή.

2.3.2 Διατήρηση σταθερής της αρχικής αξίας επένδυσης

Ο επενδυτής αποφασίζει το ύψος του επενδυτικού κεφαλαίου, το οποίο επιθυμεί να διατηρεί σταθερό, και ορίζει ένα χρονικό διάστημα, οπότε θα ελέγχει το ύψος στο οποίο έχει ανέλθει το επενδυμένο κεφάλαιο του. Το διάστημα αυτό μπορεί να είναι τετράμηνο, εξάμηνο ή έτος.

- ❖ Αν στο τέλος π.χ. του εξαμήνου το επενδυμένο κεφάλαιο είναι μικρότερο από το κεφάλαιο που είχε αρχικά διαθέσει, τότε συμπληρώνει το αναγκαίο πρόσθετο ποσό, ώστε το κεφάλαιο να ξεκινήσει το επόμενο εξάμηνο από το ίδιο ύψος που είχε στην αρχική τοποθέτηση.

Αν το επενδυμένο κεφάλαιο είναι μικρότερο από το αρχικό, τούτο πολύ πιθανόν σημαίνει ότι βρισκόμαστε σε πιο φθηνή αγορά, άρα η προσθήκη του συμπληρωματικού ποσού θα γίνει με φθηνή τιμή αγοράς μεριδίων μετοχικού Α/Κ. Έτσι, σε επικείμενη άνοδο θα υπάρξουν κέρδη από τις εν λόγω φθηνές αγορές.

- ❖ Αν στο τέλος π.χ. του εξαμήνου το επενδυμένο κεφάλαιο είναι μεγαλύτερο από το κεφάλαιο που είχε αρχικά διαθέσει, τότε

ρευστοποιεί το αναγκαίο πρόσθετο ποσό, ώστε το κεφάλαιο να ξεκινήσει το επόμενο εξάμηνο από το ίδιο ύψος που είχε στην αρχική τοποθέτηση.

Αν το επενδυμένο κεφάλαιο είναι μεγαλύτερο από το αρχικό, τούτο πολύ πιθανόν σημαίνει ότι βρισκόμαστε σε πιο ακριβή αγορά, άρα η ρευστοποίηση του πλεονασματικού ποσού θα γίνει με ακριβή τιμή πώλησης μεριδίων μετοχικού Α/Κ. Έτσι, σε επικείμενη πώση θα έχουν ήδη αποκομιστεί τα κέρδη και δεν θα έχουν εξανεμιστεί.

2.3.3 Διατήρηση σταθερής της αρχικής σχέσης μεταξύ δυο αμοιβαίων κεφαλαίων

Ο επενδυτής αποφασίζει την αναλογία με την οποία θα επενδυθεί το κεφάλαιό του και ορίζει ένα χρονικό διάστημα κατά το οποίο θα ελέγχει τη διαφοροποίηση της αναλογίας από την αρχικά προσδιορισμένη.

Έστω ότι ο επενδυτής έχει επιλέξει να διαθέτει το 70% του επενδυμένου κεφαλαίου του σε μερίδια Α/Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων και το 30% σε μερίδια μετοχικού Α/Κ. Αν παρατηρήσει διαφοροποίηση κατά τη χρονική στιγμή του ελέγχου, θα επαναφέρει την αναλογία, μετατρέποντας ανάλογα τα μερίδια, ώστε να επανέλθει η επιθυμητή γι' αυτόν αναλογία.

- Εάν κατά τη χρονική στιγμή του ελέγχου έχει ανέβει το ποσοστό που είναι επενδυμένο σε μετοχικά Α/Κ, τούτο σημαίνει ότι οι τιμές των μετοχών βρίσκονται σε άνοδο. Έτσι, μετατρέποντας ορισμένα μερίδια από μετοχικά σε Διαχείρισης Διαθεσίμων στην ουσία ρευστοποιεί, άρα κατοχυρώνει, τα κέρδη του.
- Εάν κατά τη χρονική στιγμή του ελέγχου έχει μειωθεί το ποσοστό που είναι επενδυμένο σε μετοχικά Α/Κ, τούτο σημαίνει ότι οι τιμές των μετοχών βρίσκονται σε πτώση, άρα είναι φθηνότερες. Έτσι, μετατρέποντας ορισμένα μερίδια από Διαχείρισης Διαθεσίμων σε μετοχικά, δημιουργεί τις προϋποθέσεις, ώστε σε επικείμενη άνοδο να πραγματοποιήσει κέρδη.

2.3.4 Αύξηση της αξίας της επένδυσης κατά συγκεκριμένο ποσό ανά τακτά χρονικά διαστήματα

- ❖ Ο επενδυτής, έχοντας θέσει στόχο να συγκεντρώσει στο μέλλον κεφάλαιο συγκεκριμένου ύψους, έχει προσδιορίσει το ύψος στο οποίο θα πρέπει να βρίσκεται το υπό διαμόρφωση κεφάλαιό του στο τέλος κάθε χρονικής περιόδου, ώστε να καταστεί εφικτή η επίτευξη του στόχου του. Αν κατά τη χρονική στιγμή του ελέγχου το επενδυμένο κεφάλαιο είναι μικρότερο από αυτό του κεφαλαίου στόχου για τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή, τότε συμπληρώνει το αναγκαίο ποσό, ώστε το κεφάλαιο να ξεκινήσει το επόμενο εξάμηνο από το ύψος που είχε προσδιορίσει ο επενδυτής στον χρονοπρογραμματισμό του.

Αν το επενδυμένο κεφάλαιο είναι μικρότερο από το κεφάλαιο – στόχο, τούτο πολύ πιθανόν σημαίνει ότι βρισκόμαστε σε πιο φθηνή αγορά, άρα η προσθήκη του συμπληρωματικού ποσού θα γίνει με φθηνή τιμή αγοράς μεριδίων μετοχικού Α/Κ.

Έτσι, σε επικείμενη άνοδο θα υπάρξουν κέρδη από τις φθηνές εν λόγω αγορές.

- ❖ Αν κατά τη χρονική στιγμή του ελέγχου το επενδυμένο κεφάλαιο είναι μεγαλύτερο από αυτό του κεφαλαίου – στόχου για τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή, τότε ρευστοποιεί το αναγκαίο επιπλέον ποσό, ώστε το κεφάλαιο να ξεκινήσει το επόμενο εξάμηνο από το ύψος που είχε προσδιορίσει ο επενδυτής στον χρονοπρογραμματισμό του.

Αν το επενδυμένο κεφάλαιο είναι μεγαλύτερο από το κεφάλαιο – στόχος, τούτο πολύ πιθανόν σημαίνει ότι βρισκόμαστε σε πιο ακριβή αγορά, άρα η ρευστοποίηση του πρόσθετου ποσού θα γίνει με ακριβή τιμή πώλησης μεριδίων μετοχικού Α/Κ.

Έτσι, σε επικείμενη πτώση δεν θα κινδυνεύσουν τα αποκομισθέντα κέρδη.

2.3.5 Παρακολούθηση της πορείας του ενεργητικού του μετοχικού Α/Κ και διπλάσια αγοραπωλησία μεριδίων προς την κατεύθυνση της αύξησης ή της μείωσης του ενεργητικού.

Ο επενδυτής, ο οποίος έχει επενδύσει το κεφάλαιό του σε μετοχικό Α/Κ, ορίζει τα χρονικά διαστήματα στα οποία θα ελέγχει την πορεία του ενεργητικού³ του μετοχικού Α/Κ στο οποίο συμμετέχει.

- Εάν κατά τη χρονική στιγμή ελέγχου ο επενδυτής παρατηρεί μείωση κατά π.χ. 3% του ενεργητικού του μετοχικού Α/Κ, τότε αυτός ρευστοποιεί το διπλάσιο (στο παράδειγμα μας το 6%) του επενδυμένου κεφαλαίου του.
- Εάν κατά τη χρονική στιγμή ελέγχου ο επενδυτής παρατηρεί αύξηση κατά π.χ. 1% του ενεργητικού του μετοχικού Α/Κ, τότε αυτός επενδύει κατά το διπλάσιο (στο παράδειγμα μας το 2%), ενισχύοντας έτσι το επενδυμένο κεφάλαιό του.

5. Το ύψος του ενεργητικού μπορεί να το παρακολουθήσει από κάθε εφημερίδα. Είναι διαθέσιμο σε καθημερινή βάση.

2.4 Επενδυτικές τεχνικές ενεργής διαχείρισης

Οι επενδυτικές τεχνικές αυτής της μορφής διαχείρισης χρησιμοποιούν σε μεγάλο βαθμό ως επενδυτικά εργαλεία τη θεμελιώδη και την τεχνική ανάλυση. Στην ενεργή διαχείριση ο επενδυτής επανακαθορίζει συνεχώς τόσο τις μετοχές στις οποίες επενδύει όσο και τη χρονική στιγμή εισόδου ή αποχώρησης του από την κάθε μετοχή. Πρόκειται για ιδιαίτερα απαιτητική επενδυτική τεχνική, όσον αφορά, τη συγκέντρωση και την ανάλυση των στοιχείων, από τα οποία ο επενδυτής - διαχειριστής επιλέγει εκείνα που στη δεδομένη χρονική στιγμή έχουν αξία. Απαιτείται, ακόμη, η πρόβλεψη των εξελίξεων και η έγκαιρη δραστηριοποίηση από πλευράς του επενδυτή διαχειριστή.

³ Το ύψος του ενεργητικού μπορεί να το παρακολουθήσει από κάθε εφημερίδα. Είναι διαθέσιμο σε καθημερινή βάση.

2.4.1 Θεμελιώδης ανάλυση

Η θεμελιώδης ανάλυση παρακολουθεί (αναλύοντας ειδικούς δείκτες και ειδήσεις).

- το περιβάλλον μέσα στο οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση και ειδικότερα :
 - τη χώρα και την οικονομία της. Αν πρόκειται για πολυεθνική εταιρεία, παρακολουθεί και αναλύει και τα στοιχεία που αφορούν στην οικονομία και των άλλων χωρών, στις οποίες η εταιρεία αυτή παράλληλα δραστηριοποιείται.
 - Τον επιχειρηματικό κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση, αναλύοντας σχετικά με τις προοπτικές του κλάδου αυτού, τις κινήσεις των ανταγωνιστριών του είδους επιχειρήσεων κ.α.
- Την ίδια την επιχείρηση. Η παρακολούθηση στηρίζεται στην ανάλυση :
 - οποιασδήποτε είδησης έχει άμεσο ή έμμεσο αντίκτυπο στη λειτουργία της επιχείρησης. Π.χ. η αναγγελία εισαγωγής της μετοχής μιας κερδοφόρας θυγατρικής της επιχείρησης στο ΧΑΑ έχει σημασία. Η εισαγωγή της μετοχής της θυγατρικής στο ΧΑΑ και η αναμενόμενη ευνοϊκή υποδοχή της από την Αγορά θα αυξήσουν την τιμή της νεοεισερχόμενης μετοχής, άρα η μητρική επιχείρηση, που είναι κύριος μέτοχος, θα παρουσιάσει αύξηση των περιουσιακών της στοιχείων, βελτίωση των στοιχείων του ισολογισμού της, με λογική συνέπεια την άνοδο της τιμής και της δικής της μετοχής.
 - Στοιχείων των **ισολογισμών της επιχείρησης** σε βάθος χρόνου (συνήθως πέντε ετών). Η ανάλυση των ισολογισμών γίνεται με τη βοήθεια ενός μεγάλου αριθμού δεικτών που μετρούν :
 - Τη **Ρευστότητα**, δηλαδή, την ικανότητα μιας επιχείρησης να καλύπτει τις υποχρεώσεις της σε μετρητά ή σε

ρευστοποιήσιμα στο άμεσο μέλλον στοιχεία του ενεργητικού της,

- **Τη Δραστηριότητα**, δηλαδή, την αποτελεσματικότητα με την οποία διαχειρίζεται η επιχείρηση τα διαθέσιμα οικονομικά στοιχεία της,
- **Την Επιρροή**, δηλαδή, τη σχέση των οικονομικών απαιτήσεων της επιχείρησης από τους ιδιοκτήτες και τους κρεώστες της προς τις οικονομικές της υποχρεώσεις προς τους πιστωτές της,
- **Την Κέρδοφορία**, δηλαδή, την αποτελεσματικότητα των αποφάσεων και της πολιτικής της Διοίκησης της εταιρείας.

Η παρουσίαση του μεγάλου αυτού αριθμού των δεικτών και η ανάλυσή τους ξεφεύγει από τους σκοπούς του παρόντος βιβλίου. Θα σταθούμε όμως σε ένα δημοφιλή δείκτη, που ανήκει στους δείκτες κερδοφορίας, τον δείκτη τιμή προς κέρδη ανά μέτοχη που συμβολίζεται με P/E

Όπου

P : από την λέξη **Price** = Τιμή και

E : από τη λέξη **Earnings** = Κέρδη.

2.4.1.1 Δείκτης P/E

Ο δείκτης αυτός εκφράζει το πόσες φορές το αποκομιζόμενο κέρδος από μια μετοχή περιέχεται μέσα στην τιμή της, προσδιορίζοντας χρονικά και την προσδοκία που έχει ο επενδυτής να ανακτήσει το κεφάλαιο που επένδυσε στη μετοχή αυτή.

Παρά την ευρεία χρήση και αποδοχή που έχει ο P/E, δεν αποτελεί ασφαλές μέσο για επιλογή μετοχών για δυο βασικούς λόγους :

- ο βαθμός ανάπτυξης μιας επιχείρησης και οι προσδοκίες όσον αφορά τους ρυθμούς ανάπτυξής της στο μέλλον συνιστούν σοβαρούς παράγοντες, οι οποίοι ανατρέπουν, σε πολλές

περιπτώσεις, τη στατική εικόνα που δίνει το P/E για την εταιρεία σε συγκεκριμένη χρονική περίοδο.

- Οι επιχειρήσεις έχουν τη δυνατότητα να κρύβουν την πραγματική εικόνα που εμφανίζεται στον ισολογισμό τους με μεταφορά μέρους των κερδών τους στις αποσβέσεις ή τα αποθέματα και με άλλες λογιστικές τεχνικές.

Μεγαλύτερη βοήθεια στην ανίχνευση των κερδών μιας επιχείρησης προσφέρει η εξέταση των χρηματοροών της επιχείρησης (**cash flow**).

Η εξέταση των χρηματοροών μας δίνει τη σχέση ανάμεσα στην τιμή της μετοχής και στο περιθώριο που έχει η συγκεκριμένη επιχείρηση να αυτοχρηματοδοτεί τις επενδύσεις της.

Από λογιστικής πλευράς, το cash flow είναι η διαφορά μεταξύ των συνολικών εσόδων και των δαπανών μιας χρήσης. Περιλαμβάνει τα καθαρά κέρδη της επιχείρησης, τις αποσβέσεις, τα αποθεματικά και τις προβλέψεις.

Ο επενδυτής που χρησιμοποιεί τη θεμελιώδη ανάλυση συγκρίνει την τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία της μετοχής με την υπολογισθείσα εσωτερική αξία της μετοχής. Αν η τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία της μετοχής είναι μικρότερη από την αντίστοιχη της εσωτερικής, τούτο σημαίνει ότι η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής αναμένεται να σημειώσει άνοδο. Αν η τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία της μετοχής είναι μεγαλύτερη από την αντίστοιχη της εσωτερικής, τούτο σημαίνει ότι η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής αναμένεται να σημειώσει πτώση.

2.4.2 Τεχνική ανάλυση

Ο τεχνικός αναλυτής επικεντρώνεται στα ιστορικά στοιχεία που αναφέρονται στις τιμές της μετοχής παρά στα οικονομικά στοιχεία της ίδιας της επιχείρησης. Ενδιαφέρεται για τον προσδιορισμό των πλέον κατάλληλων χρονικών στιγμών για αγορά ή πώληση, αυτό που είναι γνωστό με τον όρο *timing*. Η χρονική στιγμή αγοράς ή πώλησης μιας μετοχής και κατ' επέκταση και ενός μετοχικού αμοιβαίου κεφαλαίου

είναι κρίσιμο στοιχείο για την αποκόμιση του μεγαλύτερου δυνατού κέρδους με το μικρότερο δυνατό κίνδυνο.

Ακόμα κι αν η επένδυση γίνεται σε μετοχή επιχείρησης με εξαιρετική οικονομική ευρωστία και προοπτικές ή σε αμοιβαίο κεφάλαιο με αποδεδειγμένη εξαιρετική διαχειριστική ικανότητα στο παρελθόν, η χρονική στιγμή αγοράς ή πώλησης είναι καθοριστική για την αξιοποίηση των ευκαιριών που προσφέρουν οι προαναφερθείσες καλές επενδυτικές επιλογές.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η περίοδος Σεπτεμβρίου 1999 – Ιουλίου 2000. Οι επενδυτές που επένδυσαν σε μετοχές εταιρειών με εξαιρετικές προοπτικές ή A/K που είχαν εξαιρετική απόδοση κατά το προηγούμενο διάστημα, λόγω ορθών επενδυτικών επιλογών των διαχειριστών τους, βρέθηκαν με πολύ σημαντικές απώλειες, της τάξης του 40-50%. Αποδείχτηκε ότι η χρονική στιγμή που επέλεξαν να αγοράσουν μετοχές ήταν λάθος. Πως όμως μπορεί να ανιχνευθεί το timing ;

Η τεχνική ανάλυση έχει πληθώρα εργαλείων, η συνδυαστική χρήση των οποίων βοηθά στην ανάλυση της αγοράς και στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Στα εργαλεία ανήκουν τα ακόλουθα :

- Διαγραμματική ανάλυση.
- Δείκτες τάσης.
- Δείκτες όγκου.
- Δείκτες υπεραγορασμένων – υπερπωλημένων μετοχών.
- Άλλοι δείκτες.

2.4.2.1 Στήριξη – Αντίσταση

Η **τάση** είναι η κατεύθυνση της αγοράς. Απεικονίζεται με μια σειρά από **κορυφές** που ονομάζονται **αντιστάσεις** και **πυθμένες** που ονομάζονται **στηρίξεις**.

Οι έννοιες της αντίστασης και της στήριξης είναι πολύ χρήσιμες σε περιπτώσεις αντιστροφής. Αν σε ανοδική τάση η επόμενη κορυφή

αποτύχει να ξεπεράσει την προηγούμενη, τότε παρουσιάζεται μια πρώτη προειδοποίηση ότι η υπάρχουσα ανοδική τάση θα αντιστραφεί.

Όταν σε επίπεδο στήριξης ή αντίστασης διαπεραστεί κατά ένα σημαντικό ποσοστό, τότε αυτά αντιστρέφουν το ρόλο τους, δηλαδή το επίπεδο στήριξης γίνεται αντίστασης και το επίπεδο αντίστασης γίνεται στήριξης.

2.4.2.2 Κινητός Μέσος Όρος

Γνωρίζουμε πως ο μέσος όρος της τιμής των πέντε τελευταίων συνεδριάσεων είναι ο λόγος του αθροίσματος των τιμών της μετοχής δια του αριθμού των ημερών (στην περίπτωση μας δια του 5). Αν θελήσουμε να συνεχίζουμε να υπολογίζουμε το μέσο όρο της τιμής των τελευταίων 5 ημερών αυτής της μετοχής, τότε δεν θα λάβουμε υπόψη στους υπολογισμούς μας την τιμή της παλαιότερης ημερομηνίας, ενώ, αντίθετα, θα συμπεριλάβουμε στους υπολογισμούς μας την τιμή κλεισίματος της μετοχής κατά την τρέχουσα ημέρα.

Ο ΚΜΟ είναι δείκτης τάσης, παρακολουθεί, δηλαδή, την κατεύθυνση της τιμής της μετοχής.

Ο ΚΜΟ είναι ένα τέχνασμα που εξομαλύνει τις διακυμάνσεις της καμπύλης των τιμών.

Ο ΚΜΟ περισσότερων ημερών προκαλεί ακόμα μεγαλύτερη εξομάλυνση τιμών. Η γραμμή είναι πιο ευθύγραμμη από αυτή των τιμών της μετοχής και μας επιτρέπει να βλέπουμε καθαρότερα την τάση της αγοράς.

Ο ΚΜΟ επίσης χρησιμοποιείται για να δίνει σήματα αγορών και πωλήσεων.

Σήμα αγοράς έχουμε όταν η γραμμή τιμών της μετοχής ή του μεριδίου του Α/Κ, διασπάσει ανοδικά (από κάτω αριστερά προς τα πάνω δεξιά) την κατερχόμενη ή οριζόντια γραμμή τιμών του ΚΜΟ.

Σήμα πώλησης έχουμε όταν η γραμμή τιμών της μετοχής ή του μεριδίου του Α/Κ διασπάσει καθοδικά (από πάνω αριστερά προς τα κάτω δεξιά) την ανερχόμενη ή οριζόντια γραμμή τιμών του ΚΜΟ.

Δεν είναι όλα τα σήματα αγοράς ή πώλησης σωστά. Αυτό ισχύει για όλα τα προγνωστικά εργαλεία της τεχνικής ανάλυσης και όχι μόνο. Αποφυγή των περισσότερων, αλλά ποτέ όλων, των λανθασμένων σημάτων αγοράς ή πώλησης επιτυγχάνεται εφόσον συνδυάσουμε και άλλους δείκτες τεχνικής ανάλυσης.

Ο ΚΜΟ, λόγω της κατασκευής του, δείχνει σήματα αγοράς ή πώλησης μεταγενέστερα της ακριβούς στιγμής μεταστροφής της αγοράς. Δείχνει πιο αξιόπιστα σήματα αγοράς ή πώλησης, όταν η αγορά «έχει τάση», είναι δηλαδή είτε ανοδική είτε καθοδική.

Όταν η αγορά είναι «πλευρική», οι τιμές, δηλαδή, κινούνται με πολύ μικρό εύρος διακύμανσης μεταξύ ενός επιπέδου αντίστασης, τότε εμφανίζει τα περισσότερα λανθασμένα σήματα αγοράς - πώλησης.

2.4.2.3 Όγκοι συναλλαγών

Ο όγκος συναλλαγών δείχνει το συναλλακτικό ενδιαφέρον, δηλαδή την ποσότητα του χρήματος που εισέρχεται και εξέρχεται από τη χρηματιστηριακή αγορά ή από μια μετοχή. Είναι πολύ σημαντικό στοιχείο, το οποίο θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη του ο επενδυτής.

Ο συνδυασμός της πληροφόρησης όσον αφορά τον όγκο των συναλλαγών και τη μεταβολή των τιμών μας δίνει μια πιο ολοκληρωμένη εικόνα και μας επιτρέπει να προβλέψουμε τη μελλοντική εξέλιξη των τιμών της μετοχής ή της αγοράς.

Γενικά ισχύει ένας πολύ σημαντικός κανόνας, που απεικονίζεται στον παρακάτω πίνακα :

Τιμές	Όγκοι συναλλαγών	Πρόγνωση τιμών
↑	↑	↑
↑	↓	↓
↓	↑	↓
↓	↓	↑

Δηλαδή :

- Άνοδος τιμών με ταυτόχρονη αύξηση του όγκου των συναλλαγών αποτελεί ένδειξη περαιτέρω ανόδου τιμών. Στην περίπτωση που αυτό το φαινόμενο παρουσιαστεί 30% με 50% πάνω από τη βάση τιμών, από το σημείο δηλαδή που ξεκίνησε η άνοδος, ο εν λόγω συνδυασμός μπορεί να προειδοποιεί για πτώση. Στο τέλος του Αυγούστου και στις αρχές Σεπτεμβρίου του 2000 στο ΧΑΑ οι τιμές ανέβαιναν με πολύ σημαντικούς όγκους. Αμέσως μετά, ξεκίνησε η πτώση των τιμών.
- Άνοδος τιμών με ταυτόχρονη μείωση του όγκου των συναλλαγών αποτελεί προειδοποίηση ότι η αγορά δεν έχει μεγάλη δύναμη να συνεχίσει την άνοδο και είναι πιθανή η πτώση των τιμών.
- Κάθοδος τιμών με ταυτόχρονη αύξηση του όγκου των συναλλαγών δείχνει ότι η πτώση θα έχει συνέχεια.
- Κάθοδος τιμών με ταυτόχρονη πτώση του όγκου των συναλλαγών δείχνει ότι η πτώση πλησιάζει στο τέλος της, αφού σε αυτά τα επίπεδα τιμών λιγοστεύουν οι πωλητές που είναι διατεθειμένοι να πουλήσουν τις μετοχές τους.

Βλέπουμε ότι η άνοδος ή η πτώση των τιμών δεν συνιστούν, από μόνες τους, αξιόπιστα στοιχεία για την πορεία της αγοράς. Η τεχνική ανάλυση έχει μεγάλο αριθμό δεικτών που αναλύουν την πορεία του όγκου των συναλλαγών και τη συμπεριφορά του «έξυπνου χρήματος», δηλαδή των επενδυτών που είναι περισσότερο πληροφορημένοι ή καλύτερα διαβασμένοι όσον αφορά τη μελλοντική πορεία της αγοράς και προχωρούν σε κινήσεις αγοράς ή πώλησης κόντρα στο ρεύμα της αγοράς.

2.4.2.4 Δείκτης RSI (Relative Strenght Index)

Ο δείκτης αυτός ανήκει στους δείκτες που μας εμφανίζουν αν η τιμή μιας μετοχής ή ενός μεριδίου A/K είναι ακριβή (υπεραγορασμένη) ή φτηνή (υπεπουλημένη).

Ο τρόπος υπολογισμού του RSI προκύπτει από τον τύπο :

$$RSI_{10\%} = 100 \cdot \frac{100}{1 + \frac{\text{Σύνολο μονάδων που κερδήθηκαν κατά τις ανοδικές ημέρες του δεκαήμερου}}{\text{Σύνολο μονάδων που κερδήθηκαν κατά τις καθοδικές ημέρες του δεκαήμερου}}}$$

Οι τιμές που λαμβάνει ο δείκτης RSI είναι από 0 έως 100.

- Όταν ο δείκτης λαμβάνει τιμές από 0 έως 30, τότε συμπεραίνουμε ότι η τιμή της μετοχής ή του μεριδίου του A/K για εκείνη την περίοδο (στο παράδειγμά μας το δεκαήμερο) είναι φτηνή (υπερπουλημένο).
- Όταν ο δείκτης λαμβάνει τιμές από 30 έως 70, τότε συμπεραίνουμε ότι η τιμή της μετοχής ή του μεριδίου του A/K για εκείνη την περίοδο είναι κανονική.
- Όταν ο δείκτης λαμβάνει τιμές από 70 έως 100, τότε συμπεραίνουμε ότι η τιμή της μετοχής ή του μεριδίου του A/K για εκείνη την περίοδο (στο παράδειγμά μας το δεκαήμερο) είναι ακριβή (υπεραγορασμένο).

Ο πλέον δημοφιλής RSI είναι ο των 14 ημερών. Όσο μεγαλύτερη χρονική περίοδο εξετάζει αυτός ο δείκτης τόσο μικρότερες είναι οι διακυμάνσεις του.

Ο δείκτης αυτός δεν προσφέρει σημαντική αξιοπιστία κατά τη διάρκεια έναρξης της ανόδου ή της πτώσης της αγοράς. Όταν όμως μετά από μια παρατεταμένη άνοδο ή πτώση οι τιμές όλων των δεικτών RSI πολλών και διαφορετικών περιόδων είναι στα ακραία του σημεία (δηλ. 70 - 100 και 0 - 30), τότε τούτο αποτελεί σημαντική ένδειξη αντιστροφής της τάσης.

Περισσότερο χρήσιμος είναι αυτός ο δείκτης στις πλευρικές αγορές, εκεί δηλαδή που η αγορά δεν είναι ούτε ανοδική ούτε καθοδική, αλλά σχηματίζει «βάση» (επίπεδο από το οποίο θα ξεκινήσει η επόμενη άνοδος). Η παραμονή των τιμών όλων των δεικτών RSI πολλών και διαφορετικών περιόδων στα κάτω ακραία του σημεία (δηλ. 0 έως 30)

απεικονίζει αυτόν ακριβώς το σχηματισμό βάσης. Στο σημείο αυτό ο επενδυτής μπορεί να εισέλθει στην αγορά με μειωμένο για την επένδυση του κίνδυνο.

Κεφάλαιο 3°

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια και το Internet

Είναι γνωστό ότι όλες οι Τράπεζες καθώς και οι περισσότερες Α.Ε.Δ.Α.Κ. έχουν δημιουργήσει ειδικές διευθύνσεις (sites) στο Internet μέσα από τα οποία προβάλλουν την επιχείρησή τους, τα προϊόντα τους κτλ. στους πελάτες / επενδυτές ή οποιοδήποτε ενδιαφερόμενο ο οποίος «σερφάρει» στο Διαδίκτυο (internet).

Στο παρόν Κεφάλαιο γίνεται μια πολύ μικρή, ενδεικτική, παρουσίαση ορισμένων ιστοσελίδων του Internet που αφορούν μερικές από τις ελληνικές Α.Ε.Δ.Α.Κ. καθώς επίσης, και τι μπορεί να πληροφορηθεί ο μεριδιούχος από αυτές.

Απαραίτητη προϋπόθεση για την καλύτερη ενημέρωση των πελατών με τα πιο πρόσφατα στοιχεία των Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι η διαρκής (καθημερινή) ενημέρωση της ιστοσελίδας τους από τις αρμόδιες υπηρεσίες τους.

Ο νέος πελάτης ή ο υφιστάμενος μεριδιούχος που ενδιαφέρεται να αντλήσει στοιχεία για τα Α/Κ μιας Α.Ε.Δ.Α.Κ. πρέπει να ανοίξει απ' ευθείας τη σχετική ιστοσελίδα της (π.χ. [www. diethniki. gr](http://www.diethniki.gr)) ή να ανοίξει της σελίδα της μητρικής εταιρείας ή άλλης συνεργαζόμενης (π.χ. [www. bancocyprus. gr](http://www.bancocyprus.gr)) και στη συνέχεια να ανατρέξει στη σύνδεση (link) της θυγατρικής εταιρείας (π.χ. ΚΥΠΡΟΥ Α.Ε.Δ.Α.Κ.).

Τα στοιχεία για τα οποία μπορεί να αντλήσει πληροφορίες ο πελάτης ενδεικτικά είναι :

- Στοιχεία για την Α.Ε.Δ.Α.Κ. (έναρξη, ιστορική διαδρομή, σύνθεση Διοικητικού ή επιχειρηματικού Συμβουλίου κτλ.).
- Τους κανονισμούς των Α/Κ που διαχειρίζεται η Α.Ε.Δ.Α.Κ.
- Τα προϊόντα της (όλους τους τύπους των Α/Κ που διαθέτει από το Δίκτυο Πωλήσεων της).
- Τις τιμές κλεισίματος των μεριδίων των Α/Κ της προηγούμενης εργάσιμης ημέρας (για τα ελληνικά Α/Κ) καθώς και στοιχεία όπως το ύψος του ενεργητικού των Α/Κ, ο αριθμός των κυκλοφορούντων μεριδίων τους, οι καθαρές τιμές των μεριδίων κτλ.

- Τις αποδόσεις των Α/Κ της Α.Ε.Δ.Α.Κ. από την αρχή του ημερολογιακού έτους ή από οποιαδήποτε άλλη ημερομηνία επιθυμεί ο πελάτης.
- Το δίκτυο πωλήσεων της Α.Ε.Δ.Α.Κ.
- Διάφορες άλλες χρήσιμες πληροφορίες ή συνδέσεις με την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών (www.agii.gr), το ΧΑΑ (www.ase.gr) και άλλους φορείς.

Σύμφωνα όμως με τις ισχύουσες αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς δεν είναι δυνατόν οι επενδυτές να πραγματοποιήσουν πράξεις αγοράς ή εξαγοράς ή ανταλλαγής μεριδίων Α/Κ, μέσω internet, σε οποιαδήποτε Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Τα σημαντικότερα προβλήματα που παρουσιάστηκαν είναι ότι, αφ' ενός δεν υπάρχει σαφής ένδειξη παραλαβής του Κανονισμού του Α/Κ από τον πελάτη που κάνει την αίτηση και αφ' ετέρου δεν υπάρχει η πρωτότυπη υπογραφή του πελάτη στο έντυπο της αίτησης η οποία διαβιβάζεται ηλεκτρονικά.

Σε περίπτωση που ξεπεραστούν τα παραπάνω νομικά προβλήματα και αναπτυχθεί η σχετική τεχνολογία από τις Α.Ε.Δ.Α.Κ. και τις μητρικές εταιρείες τους, τις Τράπεζες, είναι ευνόητο ότι οι πελάτες θα πρέπει να έχουν ειδικούς κωδικούς συνεργασίας και πρόσβασης στα αρχεία, όπως φαίνεται στην επόμενη σελίδα για τη ΔΙΕΘΝΙΚΗ Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Ειδικότερα, ο μεριδιούχος με τη χρήση ειδικού κωδικού (password) μπορεί να ελέγξει το χαρτοφυλάκιο των Α/Κ που τηρεί στη συγκεκριμένη Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Πάντως το πιο σημαντικό είναι ότι η σύγχρονη τεχνολογία θα προσφέρει μελλοντικά ιδιαίτερη εξυπηρέτηση στους πελάτες των επενδυτικών προϊόντων, εκ των οποίων τα Αμοιβαία Κεφάλαια είναι πρωτοπόρα για την ελληνική οικονομία.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ

1. Αρχοντάκη Αντ., «Εισαγωγή στην Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά», Εκδόσεις ΕΤΕ, Αθήνα, 1997.
2. Δημοπούλου Δημ., «Τεχνική Ανάλυση - Ένα Πρακτικό Εγχειρίδιο», Εκδόσεις EuroCapital.
3. Dodge Mark, Kinata Chris, Stinson Craig. «Ο Οδηγός της Microsoft για το Ελληνικό Microsoft Excel 97», Εκδόσεις Κλειδάριθμος, Microsoft Press, 1997.
4. Καραθανάση Γ., Λυμπερόπουλου Γ., «Αμοιβαία Κεφάλαια», Εκδόσεις Ευγ. Μπένου, Αθήνα, 1998.
5. Καραπιστόλη Δ., «Διαχείριση Χαρτοφυλακίου», Εκδόσεις «Έλλην», Αθήνα 1994.
6. Κοτζαράνη Στ., «Ο Κόσμος των Επενδύσεων», Β' Έκδοση, Εκδόσεις Finance Invest, Απρίλιος 1998.
7. Μπένου Βασ., «Μεθοδολογία Αξιοποίησης των Αποτελεσμάτων της Δειγματοληψίας», Εκδόσεις Α. Σταμούλης, Πειραιάς 1985.
8. Μυλωνά Ν., «Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια Θεωρία και Πρακτική» Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, 1999.
9. Παυλοπούλου Π., «Μακροοικονομική Θεωρία», Νομικές εκδόσεις Α.Ν. Σάκκουλα, 1983.
10. Πειρουνάκη Ν., «Χρηματοοικονομική Διαχείριση», Β' Έκδοση, Εκδόσεις NUBIS, Αθήνα 1993.
11. Πετράκη - Κώττη, «Εισαγωγή στη Μακροοικονομική Θεωρία και Πολιτική», Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα, 1976.
12. Σαραντίδη Στ., «Ανάλυση Εθνικού Εισοδήματος και Εθνικών Λογαριασμών».
13. Σπηλιώτη Α. Μούζουλα Σπ., «Αμοιβαία Κεφάλαια», Έκδοση Κ.Ε.Κ.Χ., 1999.
14. Φιλιππα Ν., «Αμοιβαία Κεφάλαια και Χρηματιστηριακό Περιβάλλον», Εκδόσεις Globus Invest, Αθήνα, 1999.

ΞΕΝΗ

1. **Brooman**, ''F.S. Macroeconomics'', Allen and Unwin, London, 1970.
2. **Eales A. Brian**, ''Financial Risk Management'', McGRAW-HILL, Book Company Europe London, 1995.
3. **Fredman A. & Wiles R.**, ''How Mutual Funds Work''.
4. **Lipsey R.**, ''Economics'', Addison - Wesley, NY., 1998.
5. **Samuelson P.A.**, ''Macroeconomics'', WW. Norton NY., 1998.
6. **Sirkin G.**, ''Introduction to Macroeconomic Theory'', P.D. Irwin, Homewood, 1965.
7. **Sinkey F., Joseph Jr.**, ''Commercial Bank Financial Management'' Fifth Edition Prentice Hall New Jersey 1998.
8. **Thomsett Michael C.**, ''The Mathematics of Investing - A Complete Reference'' John Wiley & Sons New York 1989.

ΑΝΑΦΟΡΕΣ ΑΠΟ SITES ΣΤΟ INTERNET

1. [http : www.risk.ifci.ch](http://www.risk.ifci.ch)
2. [http : www.invest-fag.com/articles](http://www.invest-fag.com/articles)
3. [http : www.ici.org](http://www.ici.org)
4. [http : www.ugji.gr](http://www.ugji.gr)

Υλικό από σεμινάρια, περιοδικό τύπο κ.τ.λ.

- Επαγγελματικό Σύστημα Πωλήσεων PPSIII, Learning International, 2000.
- «Οικονομικός Ταχυδρόμος», σχετικά άρθρα.
- Ο Νόμος 1969/1991.
- Κανονισμοί των Α/Κ ΔΗΛΟΣ της Διεθνικής και της Nationale Nederlanden του ING Group.

