

ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΣΟΓΕΙΑΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ



Γεωργία Γεωργοπούλου Α.Μ 12093

Σοφία Δερμιτζάκη Α.Μ 12063

..

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Η ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Επιβλέπων καθηγητής : Γαβριλάκης Νεκτάριος

Ηράκλειο 2019

Περιεχόμενα

Περίληψη	5
Εισαγωγή	6
Κεφάλαιο 1 ^ο	8
Ο θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων	8
1.1 Τα αμοιβαία κεφάλαια: ορισμός και χαρακτηριστικά	8
1.1.1 Ο ορισμός ενός αμοιβαίου κεφαλαίου	8
1.1.2 Τα δημόσια αμοιβαία κεφάλαια	9
1.1.3 Τα Ιδιωτικά Αμοιβαία Κεφάλαια	10
1.2 Ιστορική αναδρομή	11
1.3 Τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελλάδα	15
1.4 Η έννοια της απόδοσης στα Αμοιβαία Κεφάλαια	17
Κεφάλαιο 2 ^ο	21
Η λειτουργία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων	21
2.1 Η λειτουργία ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου	21
2.1.1 Η Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων	22
2.1.2 Ο ρόλος του θεματοφύλακα	23
2.1.3 Το Ενεργητικό ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου	24
2.1.4 Προμήθειες και κόστη των Α.Κ.	26
2.1.5 Η εξαγορά και η έξοδος από ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο	29
2.2 Οι θεσμικοί επενδυτές & η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών	31
2.2.1 Οι θεσμικοί επενδυτές	31
2.2.2 Η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών	35

2.3 Η ενημέρωση του κοινού	37
2.4 Το φορολογικό πλαίσιο.....	38
Κεφάλαιο 3°	40
Οι διάφοροι τύποι Αμοιβαίων Κεφαλαίων	40
3.1 Οι διάφορες κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων	40
3.2 Τα Α.Κ. ενεργητικής ή παθητικής διαχείρισης.....	41
3.3 Τα Α.Κ. βάσει τη μορφή του χαρτοφυλακίου τους	42
3.4 Τα Α.Κ. βάσει του τρόπου επένδυσης	45
3.5 Τα Αμοιβαία ανοικτού και κλειστού τύπου	45
3.6 Τα Α.Κ. βάσει του γεωγραφικού προορισμού	47
3.7 Τα Αμοιβαία Κεφάλαια τύπου Hedge Funds.....	48
3.8 Τα Αμοιβαία Κεφάλαια που επενδύουν σε άλλα Α.Κ.	50
3.9 (LF) Funds of Funds –ESG focus	51
3.10 Τα Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια (ETFs)	53
3.11 Τα Αμοιβαία Κεφάλαια Εμπορευμάτων	55
Κεφάλαιο 4°	58
Τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων	58
4.1 Τα πλεονεκτήματα που έχουν τα Α.Κ.	58
4.2 Τα μειονεκτήματα των Αμοιβαίων επενδυτικών Κεφαλαίων	60
Κεφάλαιο 5	62
Οι κίνδυνοι μιας επένδυσης σε Αμοιβαία Κεφάλαια.....	64
5.1 Η σχέση αποδοτικότητας και κινδύνου	64
5.2 Η έννοια του κινδύνου	67
5.3 Τα διάφορα είδη κινδύνων.....	68
5.4 Οι κίνδυνοι στα μετοχικά Α.Κ.	70
5.5 Οι κίνδυνοι στα Α.Κ. χρηματοοικονομικών προϊόντων	71
Κεφάλαιο 6°	73

Τα αμοιβαία την εποχή των Capital Controls	73
6.1 Η επιβολή των Capital Controls	73
6.2 Τα Α.Κ. κατά την έναρξη των περιορισμών κίνησης κεφαλαίων	75
6.3 Οι αποδόσεις των αμοιβαίων τη περίοδο των Capital Controls	77
Συμπεράσματα	86
Βιβλιογραφία	88
Παραρτήματα.....	93

Περίληψη

Ο θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων παρουσιάζει τα τελευταία χρόνια στη χώρα μας εντυπωσιακούς ρυθμούς εξέλιξης, ανάλογη με αυτήν που ξεκίνησε και είχε η Δυτική Ευρώπη τη δεκαετία του 70. Παρά τα διάφορα χρηματοπιστωτικά συμβάντα, όπως η κάμψη του χρηματιστηρίου και η οικονομική κρίση που ταλαιπώρησε και συνέχισε να ταλαιπωρεί τη χώρα μέχρι σήμερα, ο θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων παραμένει ζωντανός και συνεχίζει να παρουσιάζει ανάλογο ενδιαφέρον. Ο θεσμός των Αμοιβαίων Επενδυτικών Κεφαλαίων έχει πλέον καθιερωθεί στα συναλλακτικά ήθη, με πολλούς μικροεπενδυτές αλλά και μεγάλους επενδυτές οι οποίοι έχουν συνήθως και περισσότερες επιλογές στη διάθεση τους.

Το θέμα της εργασίας είναι ο ρόλος των Α.Κ. τη περίοδο των περιορισμών κίνησης κεφαλαίων. Απαραίτητη προϋπόθεση για να καταλάβει κάποιος την επενδυτική φιλοσοφία που ακολουθούν τα Α.Κ. είναι να εξοικειωθεί με κάποιες βασικές έννοιες και ρόλους. Οι γνώσεις αυτές μαζί με τις απαραίτητες πληροφορίες θα μας επιτρέψουν να καταλάβουμε ποιες είναι οι επιλογές που χρησιμοποιήθηκαν το 2015, στη περίοδο των περιορισμών κίνησης κεφαλαίων, ώστε να παρακαμφθούν οι απαγορεύσεις και να εξαχθούν κεφάλαια στο εξωτερικό διασφαλίζοντας τα σε περίπτωση που θα συνέβαιναν ακραία πιστοληπτικά συμβάντα.

Το θέμα αυτό έχει τη σημασία του καθώς παρόμοιες αδυναμίες του χρηματοπιστωτικού συστήματος υπονομεύουν εξ αρχής τους στόχους που οι πολιτικές συγκράτησης της ροής κεφαλαίων θέτουν και μάλιστα υπηρετούν τα συμφέροντα των ολίγων εκείνων που έχουν τη δυνατότητα να τις χρησιμοποιήσουν για όφελος τους.

ΛΕΞΕΙΣ-ΚΛΕΙΔΙΑ : CapitalControls, ΑΕΔΑΚ, απόδοση αμοιβαίου, επενδυτικός κίνδυνος, μερίδια, θεματοφύλακας

Εισαγωγή

Τις τελευταίες δεκαετίες, η παγκόσμια οικονομία έχει υποστεί σοβαρές αλλαγές και αναταραχές που έχουν σημαντική επίδραση στις αποδόσεις της διαχείρισης προσωπικών ή θεσμικών χαρτοφυλακίων. Γεγονότα όπως, η κατάρρευση του ανατολικού μπλοκ και η δύσκολη μετάβαση της Ρωσίας στην οικονομία της αγοράς, , το σταδιακό άνοιγμα της Κίνας και η ενοποίηση της οικονομικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι φυσικό να επηρεάζει έντονα τις αποφάσεις των επενδυτών για το πώς θα επενδύσουν τα διαθέσιμα κεφάλαια τους. Παράλληλα, σε όλες σχεδόν τις χώρες έχει δημιουργηθεί ένας συνδυασμός αρκετών φαινομένων όπως η γήρανση του πληθυσμού, η σημαντική πτώση των επιτοκίων που καθιστούν, μαζί με τον πληθωρισμό, τις καταθέσεις λιγότερο ελκυστικές, η ολοένα αυξανόμενη ανησυχία των ατόμων για το μέλλον τους και η επιθυμία τους να δημιουργήσουν περιουσιακά στοιχεία ικανά να τους εξασφαλίσουν, μαζί με την συνταξιοδότησή τους, ένα κοινωνικό δίκτυ ασφαλείας.

Όλοι αυτοί οι παράγοντες συνδυάζονται, αυξάνοντας την ανάγκη για ενεργή διαχείριση, συμπεριλαμβανομένης της διαφοροποίησης τους, των προσωπικών επενδύσεων τους. Η τάση αυτή ακολουθήθηκε και στην Ελλάδα, αν και στη περίπτωση της χώρας μας η καθίζηση που έγινε στον δείκτη του ΧΑΑ, στις αρχές του 21^{ου} αιώνα, ‘‘πάγωσε’’ κατά κάποιο τρόπο τις χρηματιστηριακές συναλλαγές. Παρά το γεγονός αυτό όμως ο θεσμός των Αμοιβαίων Επενδυτικών Κεφαλαίων έχει καθιερωθεί στα συναλλακτικά ήθη, με πολλούς μικροεπενδυτές αλλά και μεγάλους επενδυτές οι οποίοι έχουν συνήθως και περισσότερες επιλογές στη διάθεση τους καθώς για μια μεγάλη μερίδα επενδυτών οι επενδύσεις σε μερίδια Αμοιβαίων Κεφαλαίων αποτελούν τον πλέον αποτελεσματικό τρόπο, μείωσης του επενδυτικού κινδύνου.

Οι εταιρείες διαχείρισης των αμοιβαίων κεφαλαίων που υπάρχουν ακολουθούν μια παγιωμένη τακτική λήψης των επενδυτικών αποφάσεων τους η οποία περιλαμβάνει τα εξής τέσσερα στάδια:

- ανάλυση των οικονομικών εξελίξεων,

- παρακολούθηση των αγορών,
- έρευνα και ανάλυση των στοιχείων του Α.Κ. και ,
- τελική απόφαση για την επιλογή των στοιχείων που θα αγορασθούν ή θα πουληθούν.

Η εργασία έχει για στόχο την εξοικείωση με το θεσμό των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, τα χαρακτηριστικά και τις ιδιαιτερότητες τους, ενώ στο τελευταίο κομμάτι της διερευνά κατά πόσο ο θεσμός των Α.Κ. έγινε γέφυρα που επέτρεψε σε κάποιους να σπάσουν την απαγόρευση της κίνησης κεφαλαίων κατά τη περίοδο των Capitals Controls.

Στο πρώτο κεφάλαιο περιγράφεται ο θεσμός των Α.Κ., τι εξυπηρετούν, ποιά είναι η στρατηγική που ακολουθούν, πως εξελίχθηκαν, και πως προσδιορίζεται η απόδοση τους.

Στο 2^ο κεφάλαιο αναφέρονται και δίνονται παραδείγματα από τους διάφορους τεχνικούς όρους που χρησιμοποιούνται στα Α.Κ., περιγράφονται οι ρόλοι των διαφόρων παραγόντων της αγοράς Α.Κ., και οι διάφορες οντότητες που συμμετέχουν και δραστηριοποιούνται στις συναλλαγές.

Στο 3^ο κεφάλαιο περιγράφονται τα χαρακτηριστικά των διαφόρων αμοιβαίων κεφαλαίων που κυκλοφορούν και οι ομαδοποιήσεις που γίνονται.

Στο 4^ο κεφάλαιο περιγράφονται τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των Α.Κ.

Το 5^ο κεφάλαιο είναι αφιερωμένο στη σχέση που υπάρχει μεταξύ της απόδοσης ενός Α.Κ. και της έννοιας του κινδύνου που ενυπάρχει πάντοτε.

Στο 6^ο κεφάλαιο περιγράφεται ο ρόλος των Α.Κ. στη περίοδο των περιορισμών διακίνησης κεφαλαίων και οι λεπτές διαφορές που επέτρεπαν αν υπάρχει διαφοροποίηση στο αποτέλεσμα των κινήσεων για την αποφυγή των CapitalControls.

Η εργασία ολοκληρώνεται με τα συμπεράσματα που προκύπτουν και τις βιβλιογραφικές αναφορές για τις πηγές που χρησιμοποιήθηκαν.

Κεφάλαιο 1^ο

Ο θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων

1.1 Τα αμοιβαία κεφάλαια: ορισμός και χαρακτηριστικά

1.1.1 Ο ορισμός ενός αμοιβαίου κεφαλαίου

Ένα **αμοιβαίο κεφάλαιο** (Α.Κ. στη συνέχεια) είναι ένα επενδυτικό σχήμα που μαζεύει κεφάλαια από πολλούς μη συνδεδεμένους επενδυτές και τα επενδύει σύμφωνα με τους προκαθορισμένους στόχους του (Lendasse, 2003). Ο τρόπος αυτός συγκέντρωσης των κεφαλαίων τους επιτρέπει να μοιράζονται το κόστος και να επωφελούνται από τα οφέλη της επένδυσης μεγαλύτερων στη πραγματικότητα χρηματικών ποσών. Οι διαχειριστές των αμοιβαίων λαμβάνουν στο όνομα εκείνων που επενδύουν στα αμοιβαία, αποφάσεις για να αγοράσουν ή να πωλήσουν μετοχές, συνάλλαγμα ή ομολογίες. Ως εκ τούτου το αμοιβαίο κεφάλαιο είναι ένα εργαλείο εξαιρετικά χρήσιμο για τον μέσο επενδυτή καθώς του επιτρέπει να συνδυάσει τη διασπορά των κεφαλαίων του, καθώς και μια θεματική επιλογή των επενδύσεων που θα κάνει. Ο στόχος του είναι να έχει πάντοτε θετικές αποδόσεις στις επενδύσεις που συμμετέχει. Καθώς ένα Α.Κ. μπορεί να έχει 50 έως και 100 διαφορετικές τοποθετήσεις προσφέρει ένα βαθμό διασποράς που ο επενδυτής ατομικά δεν θα μπορούσε ποτέ να το κάνει.

Η επενδυτική στρατηγική που δηλώνει ότι ακολουθεί ένα Α.Κ. είναι μια βασική παράμετρος πληροφόρησης για το επενδυτικό κοινό, ώστε να αποφασίσει να επιλέξει ανάμεσα στα Α.Κ. που διατίθενται. Πολλές φορές όμως συμβαίνει ο διαχειριστής του Α.Κ. να αποφασίζει να διαφοροποιηθεί από τη στρατηγική που έχει δηλωθεί ότι ακολουθεί το Α.Κ., όπως για παράδειγμα όταν ακολουθεί μια στρατηγική επιλογή

χαμηλού ρίσκου για να διασφαλίσει θετικές αποδόσεις σε ασταθείς χρονικές περιόδους. Αυτό όμως δημιουργεί προβλήματα στους επενδυτές, οι οποίοι πλέον δεν θα ξέρουν κατά πόσο θα μπορούν να εμπιστευθούν το Α.Κ. ως προς τη στρατηγική που ακολουθεί.

1.1.2 Τα δημόσια αμοιβαία κεφάλαια

Τα αμοιβαία κεφάλαια μπορούν να είναι είτε δημόσια είτε ιδιωτικά. Και οι δύο τύποι αμοιβαίων κεφαλαίων έχουν τις δικές τους αδυναμίες και περιπλοκές αλλά και οφέλη.

Τα δημόσια αμοιβαία κεφάλαια, όπως υποδηλώνει εξάλλου και το όνομά τους, είναι ανοικτά στο κοινό για να επενδύσει σε αυτά. Τα διαχειρίζονται επαγγελματίες διαχειριστές κεφαλαίων που επενδύουν ενεργά σε διάφορες αξίες και χρεόγραφα για να πετύχουν τους στόχους των αμοιβαίων κεφαλαίων που μπορεί να είναι η αύξηση της εσωτερικής αξίας τους ή η παροχή ενός αναμενόμενου εισοδήματος. Στις ΗΠΑ, οι εταιρείες επενδύσεων που διαχειρίζονται αμοιβαία κεφάλαια που απευθύνονται στο κοινό, είναι εγγεγραμμένες και παρακολουθούνται για τις απαραίτητες ρυθμίσεις που χρειάζονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ. Ένα δημόσιο αμοιβαίο κεφάλαιο μπορεί να είναι ένα indexfund, ένα μετοχικό αμοιβαίο, ένα ομολογιακό ή ένα αμοιβαίο συναλλάγματος.

Οι επενδυτές αγοράζουν τα μερίδια ενός δημόσιου αμοιβαίου κεφαλαίου είτε από την ίδια την εταιρεία επενδύσεων που το εκδίδει είτε από έναν από τους μεσίτες της. Οι μετοχές αμοιβαίων κεφαλαίων δεν μπορούν να αγοραστούν ή να πωληθούν σε δευτερογενείς αγορές, όπως είναι τα κατά τόπους Χρηματιστήρια. Όταν οι επενδυτές αγοράζουν μερίδια Α.Κ., πληρώνουν την καθαρή αξία ενεργητικού ανά μερίδιο. Αρκετά, αλλά όχι όλα, τα αμοιβαία κεφάλαια χρεώνουν επίσης ένα αντίτιμο, ως μια εισφορά για την αποδοχή της επένδυσης στο αμοιβαίο κεφάλαιο. Τα δημόσια αμοιβαία κεφάλαια είναι εξαγοράσιμα, πράγμα που σημαίνει ότι όταν οι επενδυτές θέλουν να πουλήσουν τα μερίδια τους, πρέπει να τα πουλήσουν στην εταιρεία επενδύσεων ή στον μεσίτη της έναντι της καθαρής αξίας του ενεργητικού τους ανά μερίδιο, μείον οποιαδήποτε προμήθεια ή άλλα πρόσθετα τέλη.

Οι επενδυτές δεν χρειάζεται να έχουν εξειδικευμένες γνώσεις για να επενδύσουν σε δημόσια αμοιβαία κεφάλαια. Τα αμοιβαία κεφάλαια αυτού του τύπου διαχέουν τον

κίνδυνο των επενδύσεων επειδή συνδυάζουν κεφάλαια από πολλούς διαφορετικούς επενδυτές και γενικά διαφοροποιούνται με μια μεγάλη ποικιλία επενδύσεων. Διαφέρουν ως προς τον επενδυτικό συνδυασμό και τους στόχους τους και μπορούν να φιλοξενήσουν όλους από το συντηρητικό επενδυτή που επιδιώκει σταθερό εισόδημα στον επενδυτή που αναλαμβάνει την ανάληψη κινδύνου για την μεγέθυνση του ενεργητικού του A.K (Infosino, 2017).

1.1.3 Τα Ιδιωτικά Αμοιβαία Κεφάλαια

Τα ιδιωτικά αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν αποκλειστική επένδυση που αφορά περιορισμένο αριθμό επενδυτών. Η ελάχιστη επένδυση για ένα μερίδιο ενός ιδιωτικού αμοιβαίου κεφαλαίου είναι πολύ υψηλότερη από εκείνη ενός δημόσιου αμοιβαίου κεφαλαίου. Ανάλογα με τον αριθμό των επενδυτών σε ένα ιδιωτικό αμοιβαίο κεφάλαιο, υπάρχει ελάχιστη ή ακόμη και καμία ρύθμιση από το κράτος. Τα ιδιωτικά αμοιβαία κεφάλαια, συμπεριλαμβανομένων των αμοιβαίων κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνου, τείνουν να έχουν μεγαλύτερη μόχλευση από τα δημόσια αμοιβαία κεφάλαια. Είναι συνηθισμένο τα ιδιωτικά αμοιβαία κεφάλαια να χρησιμοποιούν χρηματοοικονομικά παράγωγα, συμφωνίες επαναγοράς και πρόσθετες μεθόδους δανεισμού. Τα ιδιωτικά αμοιβαία κεφάλαια υπόκεινται στους κανόνες των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων του κράτους υποδοχής που αφορούν τα ιδιωτικά αμοιβαία κεφάλαια.

Αν κάποιος είναι αρκετά πλούσιος για να επενδύσει σε ένα ιδιωτικό Α.Κ., ένα από τα βασικά οφέλη είναι η συγκριτικά ολοκληρωτική έλλειψη ρύθμισης. Η λιγότερη ρύθμιση συνεπάγεται μεγαλύτερους επενδυτικούς κινδύνους, αλλά και τη δυνατότητα μεγαλύτερων επενδυτικών ανταμοιβών. Τα ιδιωτικά αμοιβαία κεφάλαια σε ορισμένα έθνη μπορούν να είναι φορολογικοί οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων. Κάθε έθνος προσφέρει συγκεκριμένα οφέλη για ιδιωτικά αμοιβαία κεφάλαια. Στη Santa Lucia, για παράδειγμα, ένα ιδιωτικό αμοιβαίο κεφάλαιο μπορεί να συσταθεί πολύ γρήγορα, σε λιγότερο από 15 μέρες από την υποβολή των απαιτούμενων εγγράφων. Δεν απαιτείται διαχειριστής ούτε ετήσιοι έλεγχοι, πράγμα που αποτελεί όφελος για τους επενδυτές που είναι κουρασμένοι από τις απαιτήσεις των ρυθμίσεων (Infosino, 2017).

1.2 Ιστορική αναδρομή

Η ιστορική αναδρομή των αμοιβαίων κεφαλαίων εξετάζει την εξέλιξη αυτού του επενδυτικού σχήματος, από τις αρχές του στο ξεκίνημα του 19ου αιώνα, στη Βορειοδυτική Ευρώπη, έως σήμερα που αυτή η μορφή επένδυσης αποτελεί μια συνεχώς αναπτυσσόμενη διεθνή βιομηχανία με κεφάλαια που αντιπροσωπεύουν τρισεκατομμύρια δολάρια σε όλο τον κόσμο (McWhinney, 2018).

Ο θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων γεννήθηκε ύστερα από μια οικονομική κρίση που συγκλόνισε την Ευρώπη στις αρχές της δεκαετίας του 1770. Η ‘Βρετανική Εταιρεία “Ανατολικής Ινδίας” ήταν ιδιαίτερα χρεωμένη εξαιτίας των δανείων που είχε συνάψει κατά τα προηγούμενα χρόνια της ευημερίας για να στηρίξει τα φιλόδοξα αποικιακά της συμφέροντα, ιδίως στη Βόρεια Αμερική, όπου η πολιτική αναταραχή έφθασε στην επανάσταση λίγα χρόνια αργότερα. Αντιμέτωπη με αυξημένα έξοδα και υποχρεώσεις και μειωμένα έσοδα από αποικιακές περιπέτειες, η Εταιρεία στράφηκε, το 1772, στο Βρετανικό Υπουργείο Οικονομικών για οικονομική βοήθεια. Από αυτήν καθιερώθηκε ο όρος η «μεγάλη επιχείρηση για να αποτύχει» και οι συνέπειες που η αναζήτηση βοήθειας είχε, έγιναν αισθητές σε ολόκληρη την Ευρώπη και τον τότε γνωστό κόσμο.

Την ίδια περίπου εποχή και άλλες χώρες είχαν ανάλογα προβλήματα. Για παράδειγμα, όπως και η Αγγλία, οι Κάτω Χώρες αναπτύσσουν εκστρατείες για εξερευνήσεις σε απομακρυσμένες περιοχές χωρίς να έχουν ένα συγκεκριμένο στόχο. Στο πλαίσιο αυτό, ο ολλανδός έμπορος, Adriaan van Ketwich, είχε την επιτυχημένη ιδέα να συγκεντρώσει τα χρήματα πολλών επενδυτών για να σχηματίσει ένα επενδυτικό καταπίστευμα το 1774, που θα χρησιμοποιούσε για να χρηματοδοτήσει τέτοιες αποστολές διαφορετικών κρατών (www.ific.ca). Έτσι γεννήθηκε το πρώτο αμοιβαίο κεφάλαιο τοποθέτησης κεφαλαίων στον κόσμο. Μέσα από τη διαφοροποίηση των προορισμών, ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος των επενδυτών, κυρίως μικρών αποταμιευτών, χωρίστηκε, μεταξύ αρκετών ευρωπαϊκών χωρών που οργάνωναν τέτοιου είδους αποστολές και μεταξύ προορισμών, όπως οι αμερικανικές αποικίες, όπου οι επενδύσεις ήταν εγγυημένες από έσοδα φυτειών και άγνωστων προορισμών, όπου το ρίσκο ήταν μεγαλύτερο. Αυτού του είδους τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν παράλληλα και την πρώιμη μορφή των σημερινών πιστώσεων που υποστηρίζονται από υποθήκες ακινήτων.

Ο Van Ketwich προσέφερε στο κοινό την ευκαιρία να συμμετάσχει σε ένα κλειστό αμοιβαίο κεφάλαιο, το οποίο ονόμασε "Eendragt Maakt Magt" (ένωση σημαίνει δύναμη), διανέμοντας για να αγοραστούν 2.000 κουπόνια. Μετά από την αρχική περίοδο, ο μόνος τρόπος συμμετοχής στην ένωση ήταν η αγορά μετοχών απευθείας από τους μετόχους στην ελεύθερη αγορά. Το ενημερωτικό δελτίο της ένωσης, το οποίο οι επενδυτές θα μπορούσαν να λάβουν κατόπιν αιτήματος τους, παρουσίαζε κάθε χρόνο τους ετήσιους λογαριασμούς της ένωσης. Σχεδόν αμέσως, στις αρχές του 19^{ου} αι. δύο άλλες ενώσεις δημιουργήθηκαν στις Κάτω Χώρες και επικεντρώθηκαν στη διαφοροποίηση των επιλογών τους για τη μείωση του κινδύνου, καθιστώντας τα πιο ελκυστικά για τους επενδυτές με περιορισμένα κεφάλαια. Το επόμενο μεγάλο κύμα αμοιβαίων κεφαλαίων περιλάμβανε ένα επενδυτικό trust που ξεκίνησε στην Ελβετία το 1849, ακολουθούμενο από παρόμοια επενδυτικά σχήματα που δημιουργήθηκαν στη Σκωτία το 1880 (McWhinney, 2018). Η ένωση του Van Ketwich επέζησε μέχρι το 1824, αλλά το επενδυτικό μέσο που αυτός δημιούργησε παρέμεινε χαρακτηριστικό μέσο προσωπικής επένδυσης για περισσότερο από δύο αιώνες, μέχρι σήμερα.

Η ιδέα της συγκέντρωσης πόρων και της εξάπλωσης του κινδύνου με επενδύσεις κλειστού τύπου σύντομα ριζώθηκε στη Μεγάλη Βρετανία και τη Γαλλία, και βρήκε το δρόμο της προς τις Ηνωμένες Πολιτείες τη δεκαετία του 1890. Το Boston Personal Property Trust, το οποίο ιδρύθηκε το 1893, ήταν το πρώτο κλειστό επενδυτικό σχήμα στην Αμερική. Η δημιουργία του Alexander Fund στη Φιλαδέλφεια το 1907 ήταν ένα σημαντικό βήμα στην εξέλιξη προς αυτό που σήμερα ονομάζουμε σύγχρονο αμοιβαίο κεφάλαιο. Το Alexander Fund προχωρούσε σε εξαμηνιαίες συμπληρωματικές εκδόσεις και επέτρεπε στους επενδυτές να κάνουν αναλήψεις ύστερα από τη διατύπωση σχετικού αιτήματος (McWhinney, 2018).

Το πρώτο σύγχρονο αμοιβαίο κεφάλαιο, ήταν το Massachusetts Investors Trust, που δημιουργήθηκε στις 21 Μαρτίου 1924. Ήταν το πρώτο αμοιβαίο κεφάλαιο ανοικτού τύπου που επέτρεπε δηλαδή τη συνεχή έκδοση και αποπληρωμή μετοχών από την εταιρεία επενδύσεων. Μέσα σε ένα χρόνο, τα περιουσιακά στοιχεία του ταμείου αυξήθηκαν από \$ 50.000 σε \$ 392.000, το 1928 το ταμείο απευθύνθηκε πλέον στο ευρύ κοινό και πλέον είναι γνωστό μέχρι σήμερα ως MFS Investment Management (www.ific.ca).

Το State Street Investors Trust ήταν ο θεματοφύλακας του 'Massachusetts Trust Investors'. Αργότερα, το State Street ξεκίνησε το δικό του σχήμα το 1924 ενώ ένα σημαντικό έτος στην ιστορία των αμοιβαίων κεφαλαίων, είναι το 1928 όταν ξεκίνησε το Wellington Fund, το οποίο ήταν το πρώτο αμοιβαίο κεφάλαιο που συμπεριλάμβανε μετοχές και ομόλογα, που αγόραζε σε αντίθεση με την κρατούσα μέχρι τότε λογική των άμεσων επενδύσεων σε επιχειρήσεις κεφαλαίων που χορηγούσε μια επενδυτική τράπεζα (McWhinney, 2018).

Μέχρι το 1929, είχαν δημιουργηθεί 19 αμοιβαία κεφάλαια ανοικτού τύπου που ανταγωνίζονταν περίπου 700 κεφάλαια κλειστού τύπου. Με το χρηματιστηριακό κραχ και την οικονομική κρίση του 1929, η δυναμική άρχισε να αλλάζει, καθώς η μεγάλη πλειοψηφία από τα επενδυμένα κεφάλαια σε κλειστά σχήματα μεγάλης μόχλευσης εξαφανίστηκαν ενώ αντίθετα τα μικρά ανοικτά αμοιβαία κεφάλαια κατάφεραν να επιβιώσουν.

Οι κυβερνητικές ρυθμιστικές αρχές άρχισαν επίσης να παρακολουθούν τη νέα αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων που δημιουργήθηκε. Η δημιουργία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (SEC), η ψήφιση του νόμου περί κινητών αξιών του 1933 και η θέσπιση του νόμου περί ανταλλαγής κινητών αξιών το 1934 έθεσαν σε εφαρμογή πρόσθετες διασφαλίσεις για την προστασία των επενδυτών: Τα αμοιβαία κεφάλαια έπρεπε να εγγραφούν στην SEC και να παρέχουν γνωστοποίηση με τη μορφή ενημερωτικού δελτίου. Ο νόμος περί εταιρειών επενδύσεων του 1940 θέσπισε πρόσθετους κανονισμούς που απαιτούσαν περισσότερες πληροφορίες και προσπάθησαν να ελαχιστοποιήσουν τις συγκρούσεις συμφερόντων (Levitt, 2014).

Η αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων συνέχισε να μεγαλώνει. Στις αρχές της δεκαετίας του 1950, ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων ανοικτού τύπου στις ΗΠΑ έφτασε τα 100. Το 1954, οι χρηματοπιστωτικές αγορές ξεπέρασαν την κρίση του 1929 και η βιομηχανία αμοιβαίων κεφαλαίων άρχισε να αναπτύσσεται με έντονους ρυθμούς, προσθέτοντας μέχρι το 1960 περίπου 50 νέα αμοιβαία κεφάλαια. Η δεκαετία του 1960 χαρακτηρίζεται από την άνοδο των επενδυτικών σχημάτων επιθετικής ανάπτυξης (υψηλού ρίσκου), με περισσότερα από 100 νέα αμοιβαία κεφάλαια αυτού του τύπου και δισεκατομμύρια δολάρια σε νέες εισροές στο ενεργητικό τους (McWhinney, 2018).

Στη δεκαετία του 60 εκατοντάδες νέα αμοιβαία κεφάλαια ξεκίνησαν έως ότου το 1969 η αγορά ξεκίνησε τη πτωτική της πορεία του 1969 και περιόρισε τις εισροές σε νέα μερίδια αμοιβαίων και οι επενδυτές άρχισαν να αποσύρουν τα κεφάλαια τους από τα αμοιβαία κεφάλαια όσο πιο γρήγορα μπορούσαν αν εξαγοράσουν τα μερίδια τους. Οι επενδυτές μπορούσαν να εξαγοράσουν τις μετοχές τους.

Η ανάπτυξη του κλάδου των αμοιβαίων πολύ γρήγορα συνεχίστηκε. Το 1971, οι William Fouse και John McQuown της Wells Fargo δημιούργησαν το πρώτο αμοιβαίο που παρακολουθεί ένα συγκεκριμένο δείκτη (index fund) μια ιδέα που John Bogle θα χρησιμοποιήσει ως θεμέλιο για τη δημιουργία του The Vanguard Group, μιας εταιρείας αμοιβαίας κεφαλαιουχικής δύναμης φημισμένης για χαμηλού κόστους index funds με πρώτο αμοιβαίο αυτού του τύπου, το The First Index Investment Trust που ακολουθούσε τον S&P 500 Index. Στη δεκαετία του 1970 παρατηρήθηκε επίσης η άνοδος μιας νέας κατηγορίας αμοιβαίων χωρίς προμήθεια αγοράς (no load funds). Αυτός ο νέος τρόπος άσκησης επενδυτικών δραστηριοτήτων είχε τεράστιο αντίκτυπο στη διάδοση και την επιτυχία του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων (Levitt, 2014).

Οι δεκαετίες του 80 και του '90 χαρακτηρίζονται από τη χρηματιστηριακή άνοδο, όπου όλος ο κόσμος έψαχνε με μανία για να επενδύσει και όλοι οι έως τότε άγνωστοι διαχειριστές κεφαλαίων έγιναν σουπερ σταρ, ενώ δαπανήθηκε ένας πολύ μεγάλος όγκος κεφαλαίων για επενδύσεις σε εταιρείες λιανικής και νέας τεχνολογίας. Η έκρηξη της τεχνολογικής φούσκας το 1997 και μια σειρά από σκάνδαλα που περιλάμβαναν μεγάλα ονόματα εταιρειών στον κλάδο σκίασαν μεγάλο μέρος της λάμψης και της φήμης του κλάδου. Ήρθε στη συνέχεια, η μεγάλη ύφεση του 2008 φόβησε πολλούς από τους επενδυτές που έφυγαν από τον κλάδο των αμοιβαίων για άλλη μια φορά. Για ένα μεγάλο μέρος της περιόδου 2008-2009, ολόκληρος ο κόσμος βρισκόταν σε οικονομική κρίση και πανικό. Οι σκιερές συναλλαγές που παρατηρήθηκαν σε μεγάλες εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων έδειξαν καθαρά ότι τα αμοιβαία κεφάλαια δεν είναι πάντα φιλανθρωπικά σχήματα που διευθύνονται από ανθρώπους που έχουν στο μυαλό τους αποκλειστικά τα συμφέροντα των μετόχων τους (McWhinney, 2018).

Παρά τα σκάνδαλα της περιόδου 2002-2003 στα οποία εμπλέκονταν μεγάλες επιχειρήσεις και την παγκόσμια οικονομική κρίση της περιόδου 2008-2009, η ιστορία των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν έχει τελειώσει και στη πραγματικότητα, ο κλάδος

εξακολουθεί να αναπτύσσεται. Μόνο στις Η.Π.Α. υπήρχαν το 2013 περισσότερα από 10.000 αμοιβαία κεφάλαια, ενώ αν προστεθούν όλες οι επενδύσεις κεφαλαίων αυτού του τύπου, οι συμμετοχές σε κεφάλαια υπολογίζονται σε 27,86τρισεκατομμύρια δολάρια (www.ific.ca).

1.3 Τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελλάδα

Στην Ελλάδα το πρώτο αμοιβαίο κεφάλαιο δημιουργήθηκε το 1972. Ήταν το αμοιβαίο κεφάλαιο "Αμοιβαίο Κεφάλαιο Ερμής Δυναμικό" που παρουσιάστηκε από την Εμπορική Τράπεζα. Στις αρχές του 1973, η Εθνική Τράπεζα παρουσιάζει στην αγορά το "Αμοιβαίο Κεφάλαιο Δήλος Μικτό" το οποίο εξακολουθεί να υπάρχει και σήμερα.

Από τότε μέχρι σήμερα όμως ο θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων έχει εμπλουτισθεί με νέου τύπου προϊόντα, έχει περάσει περιόδους ανόδου και περιόδους πτώσης, ενώ ως επενδυτικό εργαλείο έχει γνωρίσει μεγάλη διάδοση στη χώρα μας.

Για τα επόμενα 16 χρόνια όμως, ολόκληρη η αγορά απαρτιζόταν από αυτά τα δυο αμοιβαία κεφάλαια καθώς δεν ιδρύθηκε κανένα άλλο αμοιβαίο κεφάλαιο καθώς το υπάρχον, τη περίοδο εκείνη, κανονιστικό σύστημα και η καθυστέρηση της ανάπτυξης της κεφαλαιαγοράς δεν επέτρεψαν τον εμπλουτισμό του θεσμού με άλλου είδους επενδυτικές μορφές, όπως τα ομόλογα και τα χρηματοοικονομικά εργαλεία και οι μόνες επιλογές που υπήρχαν ήταν τα μετοχικά αμοιβαία.

Στα τέλη της δεκαετίας του 80 και τις αρχές της δεκαετίας του 90 ξεκίνησε η άνθηση του θεσμού των αμοιβαίων καθώς τη περίοδο αυτή δημιουργούνται 17 νέες ΑΕΔΑΚ και εμφανίζονται 89 νέα αμοιβαία κεφάλαια ενώ παράλληλα τίθενται οι βάσεις για την περεταίρω ανάπτυξη της αγοράς. Στο τέλος του 89 η θυγατρική της Interamerican, ΑΕΔΑΚ INTERTRUST δημιουργεί ένα νέο αμοιβαίο με θεματοφύλακα την Εθνική Τράπεζα. Την ίδια εποχή δημιουργούνται τέσσερα νέα Α.Κ. από την Alpha Πίστewος και δύο από ασφαλιστικές εταιρείες Ασπίς Πρόνοια και Ευρωπαϊκή Πίστη. Στην άνθηση αυτή είχε μεγάλη συμμετοχή η θέσπιση στις αρχές της δεκαετίας του 80 μιας σειράς μέτρων και κανονιστικών διατάξεων για το Χρηματιστήριο. Κυριότερη αλλαγή ήταν ο νόμος 1969/91 με τον οποίο θεσπίζονται δύο νέες μορφές συλλογικών επενδύσεων σε ακίνητα, το αμοιβαίο κεφάλαιο

ακίνητης περιουσίας (Κεφάλαιο Α') και η εταιρεία, σκοπός της οποίας είναι οι επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία (Κεφάλαιο Β').

Και στη συνέχεια της δεκαετίας συνεχίσθηκε η ραγδαία αύξηση των αμοιβαίων κεφαλαίων έτσι ώστε το 2004 να υπάρχουν συνολικά 262 Α.Κ. όλων των κατηγοριών με ένα συνολικό ενεργητικό 31,6 δις ευρώ. Ο επενδυτής είχε στη διάθεση του όλες τις επιλογές τοποθέτησης των κεφαλαίων του σε κάθε τύπου αμοιβαία κεφάλαια (Γουλιελμάκης, 2005).

Το 2004 ο νόμος 3283/2004 αναπροσάρμοσε τις διατάξεις του νόμου 1969/91 ενσωματώνοντας στην ελληνική νομοθεσία την Οδηγία 2001/107/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21ης Ιανουαρίου 2002 για την τροποποίηση των Οδηγίας 85/611/ΕΟΚ του Συμβουλίου για το συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (Ο.Σ.Ε.Κ.Α).

Ιδιαίτερα σημαντικό γεγονός της συγκεκριμένης περιόδου αποτελεί η έναρξη λειτουργίας της Α.Ε.Δ.Α.Κ. των ασφαλιστικών οργανισμών (τέλη του Σεπτεμβρίου 2000) ενώ στις 19/11/2002 δημιουργείται και το πρώτο Αμοιβαίο Κεφάλαιο του μεγαλύτερου εγχώριου ασφαλιστικού φορέα, του Ι.Κ.Α. με την ονομασία Αμοιβαία Κεφάλαια Ασφαλιστικών Οργανισμών (Χριστοφύλη & Ματσaniώτης, 2015).

Η περίοδος 2003-2008 θεωρείται μια περίοδος στασιμότητας για το θεσμό των Α.Κ. παρά την έντονη άνοδο του Γενικού Δείκτη στο ΧΑΑ. Δεν υπάρχει ενδιαφέρον για νέες αγορές μεριδίων ενώ αντίθετα εκδηλώνονται συνεχείς τάσεις εξαγορών ιδιαίτερα εξαιτίας της οικονομικής στενότητας των νοικοκυριών. Πολλοί όμως είναι αυτοί που συνεχίζουν να επενδύουν αλλά όχι μέσα από τις Ελληνικές ομάδες των Α.Κ. παρά έχοντας στραφεί στις διεθνείς χρηματαγορές (Χριστοφύλη & Ματσaniώτης, 2015)

Στο τέλος του 2013 το ενεργητικό των εγχώριων αμοιβαίων κεφαλαίων διαμορφώθηκε στα 6,34 δις. ευρώ σημειώνοντας αύξηση 4,7% σε σχέση με το τέλος του 2012. Στο τέλος Φεβρουαρίου 2019, το ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων ανερχόταν σε 6,30 δις. ευρώ. Ενώ όμως μέχρι σήμερα η αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων παρέμεινε στάσιμη έχει αλλάξει η κατανομή του ενεργητικού για τα διάφορα είδη αμοιβαίων κεφαλαίων. Στο τέλος του 2013 το ενεργητικό εμφανίζεται ισομερώς κατανομημένο με τη σειρά κατάταξης λόγω μεγέθους ενεργητικού πρώτα τη κατηγορία των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων (26% επί του συνόλου), και στη

συνέχεια τις κατηγορίες των ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων (20% επί του συνόλου) των μικτών αμοιβαίων κεφαλαίων (19% επί του συνόλου) και των αμοιβαίων κεφαλαίων χρηματαγοράς (15% επί του συνόλου). Τον Φεβρουάριο του 2019 η σειρά κατάταξης έχει αλλάξει με τα ομολογιακά Α.Κ. στη πρώτη θέση με 28% επί του συνόλου, τα μικτά Α.Κ. με 22,3% επί του συνόλου, τα Funds of Funds με 20,1%, τα μετοχικά με 14,6% και τα διαθέσιμων με 11,7% (www.euro2day.gr). Οι αλλαγές δίνουν μια σαφή εικόνα για μια πιο συντηρητική προσέγγιση των Ελλήνων για επενδύσεις σε Αμοιβαία Κεφάλαια.

Στο γράφημα που ακολουθεί εμφανίζεται η κατάσταση στο χώρο των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, όσον αφορά τα μερίδια αγοράς το 2017 που κατέχουν οι μεγαλύτερες εταιρείες Α.Κ.



Εικόνα 1.1 οι εταιρείες Α.Κ. και τα μερίδια αγοράς που έχουν (πηγή: Καθημερινή, 2017)

1.4 Η έννοια της απόδοσης στα Αμοιβαία Κεφάλαια

Όταν κάποιος επενδύει, το κάνει γιατί θέλει να τοποθετήσει τα διαθέσιμα κεφάλαια του σε κάτι που είτε θα του αποφέρει περιοδικά ένα σταθερό εισόδημα, η με τη προοπτική να τα αυξήσει μέσα σε ένα συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα.

Αυτός είναι και ο λόγος που όταν μιλάμε για αποδόσεις στα αμοιβαία κεφάλαια χρειάζεται να προσδιορίζουμε πάντοτε τι είναι ακριβώς οι αποδόσεις αυτές.

Η απόδοση ορίζεται ως η μεταβολή που έχει το κεφάλαιο που επενδύθηκε σε βάθος χρόνου. Για να μπορεί κάποιος κάθε φορά να υπολογίζει την απόδοση ενός

Αμοιβαίου Κεφαλαίου χρειάζεται κάθε φορά να γνωρίζει την αρχική τιμή αγοράς των μεριδίων του Α.Κ., τη τελική τιμή επαναδιάθεσης τους και τα ενδιάμεσα εισοδήματα που αυτό το Α.Κ. τυχόν απέφερε στο διάστημα που αναφερόμαστε.

Η απόδοση ενός αμοιβαίου υπολογίζεται από τον ακόλουθο τύπο

$$\text{Απόδοση} = \frac{\text{τελική αξία} - \text{αρχική αξία} + \text{πρόσθετα εισοδήματα}}{\text{αρχική αξία}}$$

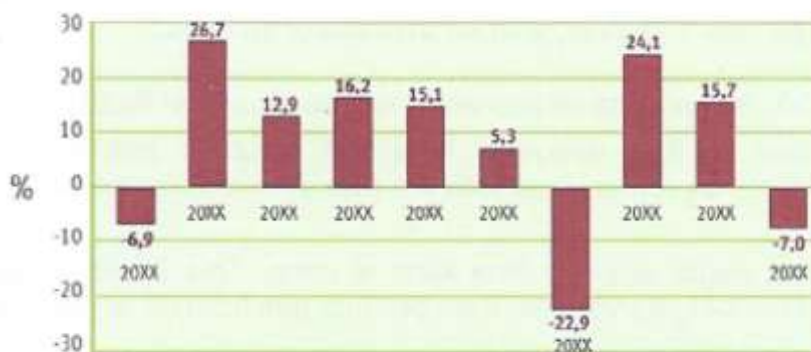
Τα πρόσθετα εισοδήματα συνήθως προέρχονται από τους τόκους ή τα μερίσματα που αφορούν τις αξίες που απαρτίζουν το Α.Κ. και εκφράζονται συνήθως σε ετήσια βάση, ως ποσοστό επί τη βάσει του κόστους αγοράς των μεριδίων του αμοιβαίου, ή επί της τρέχουσας αγοραίας αξίας των μεριδίων. Ο όρος $\frac{\text{τελική αξία} - \text{αρχική αξία}}{\text{αρχική αξία}}$ υπολογίζει τη **κεφαλαιακή απόδοση ενός Α.Κ.** ενώ ο όρος $\frac{\text{πρόσθετα εισοδήματα}}{\text{αρχική αξία}}$ δίνει τη **μερισματική απόδοση ενός Α.Κ.**,

Τα Α.Κ. που εστιάζουν αποκλειστικά στη διανομή εισοδήματος επιλέγουν συνήθως να διατηρήσουν το αρχικό κεφάλαιο και να το διαμορφώσουν με τέτοιο τρόπο ώστε να παράγει έσοδα. Για αυτού του είδους τα Α.Κ. η ανάπτυξη είναι συχνά δευτερεύουσα επιλογή. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα για τα σχήματα σταθερού εισοδήματος, όπως τα CD, τα ομόλογα και τα ρέπος.

Τα Α.Κ. που περιλαμβάνουν επιλογές μετοχών ή ομολόγων εταιρειών που πληρώνουν υψηλά μερίσματα έχουν γίνει ένα δημοφιλές μέσο λόγω των αποδόσεων τους, που σε πολλές περιπτώσεις είναι υψηλότερες από μια τυπική επένδυση σταθερού εισοδήματος.

Όπως αναφέρουν ευκρινώς όλα τα Α.Κ., δεν παρέχουν εγγυημένες αποδόσεις, ούτε τα κέρδη της μιας χρονιάς παρέχουν κάποια ένδειξη για τη πορεία στο μέλλον και είναι καθαρή ευθύνη του επενδυτή να πάρει κάποια απόφαση, σταθμίζοντας τους κινδύνους. Συνήθως οι αποφάσεις λαμβάνονται εστιάζοντας στη πορεία της οικονομίας και τις εξελίξεις στον κλάδο. Μερικές φορές υπάρχουν όμως και κάποιοι τρόποι πληροφόρησης που εφαρμόζονται κατά περίπτωση.

Η ανάγνωση του περιγραφικού εντύπου που το συνοδεύει πληροφορεί τον επενδυτή για : τη κατανομή των τοποθετήσεων του Α.Κ. σε διάφορες αξίες, τον κίνδυνο από τη τοποθέτηση του σε αυτό το αμοιβαίο, το κόστος της τοποθέτησης, διατήρησης και διάθεσης του Α.Κ. και τις αποδόσεις του Α.Κ. για μια δεκαετία τουλάχιστον.



Εικόνα 1.2 η παρουσίαση των εικονικών αποδόσεων ενός Α.Κ. (πηγή:CVMO)

Πρέπει βέβαια να επισημανθεί ότι η ανάγνωση αυτών των πληροφοριών(ετήσιες αποδόσεις και οι μεταβολές τους χρόνο με τον χρόνο) μπορούν να βοηθήσουν στην αξιολόγηση των κινδύνων και των δυνατοτήτων που παρουσίαζε το Α.Κ. στο παρελθόν αλλά σε καμία περίπτωση δεν μπορούν να προδικάσουν τις μελλοντικές αποδόσεις ακόμη και στο άμεσο μέλλον. Το βασικό όφελος επομένως είναι ότι δίνει μια ιδέα του πως συμπεριφέρθηκε το συγκεκριμένο Α.Κ. σε μια διακριτή κατάσταση της αγοράς, που σημαίνει ότι υπάρχουν πολλές πιθανότητες να συμπεριφερθεί ανάλογα και σε μια παρόμοια κατάσταση στο μέλλον.

Ένας δεύτερος τρόπος είναι η σύγκριση του συγκεκριμένου αμοιβαίου με άλλα παρόμοιου τύπου αμοιβαία κεφάλαια ή με ένα επιλεγμένο δείκτη αναφοράς, όπως για παράδειγμα ο S&P 500. Στη περίπτωση αυτή ο υπολογισμός της απόδοσης δίνει μια ιδέα για την ικανότητα των διαχειριστών του αμοιβαίου να προλαβαίνουν αποτελεσματικά τις εξελίξεις στην χρηματοοικονομική αγορά.

Η ανάγνωση της πληροφορίας για τα πάγια κυρίως έξοδα που έχει κάθε Α.Κ. είναι έμμεσα ένα εργαλείο που επιτρέπει στον επενδυτή να εκτιμήσει αν το συγκεκριμένο αμοιβαίο ανταποκρίνεται στις επενδυτικές του πολιτικές. Καθώς οι επαναλαμβανόμενες αποδόσεις των διαφόρων Α.Κ. έχουν τις περισσότερες φορές μικρές μόνο αποκλίσεις μεταξύ τους, τα χαμηλά έξοδα διαχείρισης του αμοιβαίου δημιουργούν ένα πρόσθετο όφελος που δικαιολογεί την απόκτηση μεριδίων του.

Όλες οι μέχρι αυτό το σημείο παρατηρήσεις αφορούσαν την ονομαστική απόδοση η οποία εν γένει διαφέρει από τη πραγματική απόδοση, καθώς δεν έχει λάβει υπ' όψιν τη μεταβολή της αξίας του χρήματος. Η πιο πιθανή αιτία για να υπάρχει διαφοροποίηση είναι ο πληθωρισμός. Όταν ο πληθωρισμός είναι χαμηλός, όπως τα τελευταία χρόνια οι διαφορές δεν είναι μεγάλες, αλλά όταν ο πληθωρισμός είναι υψηλός, τότε μόνο οι πραγματικές αποδόσεις έχουν νόημα για να διαπιστώσει κάποιος αν η επένδυση του σε Α.Κ. αξίζει. Επιπλέον, δεδομένου ότι ακόμη και τα χαμηλά ποσοστά πληθωρισμού μπορούν, σε ένα μεγάλο χρονικό διάστημα να δημιουργούν μεγάλες διαφορές αξίζει να υπολογίζεται πάντοτε η πραγματική απόδοση, και για τον υπολογισμό της να χρησιμοποιείται η φόρμουλα (Rogers, 2017)

$$\text{πραγμ. απόδοση} = [(1 + \text{ονομ. απόδοση}) \div (1 + \text{πληθωρισμός})] - 1.$$

Η σύνθετη κεφαλαιοποίηση αναφέρεται στο αποτέλεσμα που παράγεται με τη συσσώρευση μαζί με το αρχικό κεφάλαιο τόκων ή άλλων μορφών επιστροφής κεφαλαίου. Αν για παράδειγμα η απόδοση είναι + 10% σε διάστημα ενός έτους, στο τέλος του έτους, μια επένδυση \$ 100 γίνεται \$ 110, και επομένως στην αρχή του 2ου έτους, η επένδυση είναι \$ 110. Αν στο τέλος του 2ου έτους υπάρχει πάλι κέρδος 7% στις αρχές του 3ου έτους, το ποσό έχει φθάσει \$ 117,7 και με απόδοση 8% στο τέλος του 2ου έτους το συνολικό ποσό θα είναι \$ 127,2. Όπως παρατηρούμε, σε κάθε περίοδο, το βασικό ποσό αυξάνεται, και αυτό ανεβάζει χρόνο με τον χρόνο τη μέση απόδοση σε σύγκριση με τις βασικές επιμέρους τοποθετήσεις.

Ο μέσος ετήσιος συντελεστής σύνθεσης σε έναν αριθμό ετών είναι ίσος με το ονομαστικό ετήσιο ποσοστό απόδοσης που εφαρμόζεται σε κάθε μία από τις περιόδους στις οποίες γίνεται κεφαλαιοποίηση των κερδών.

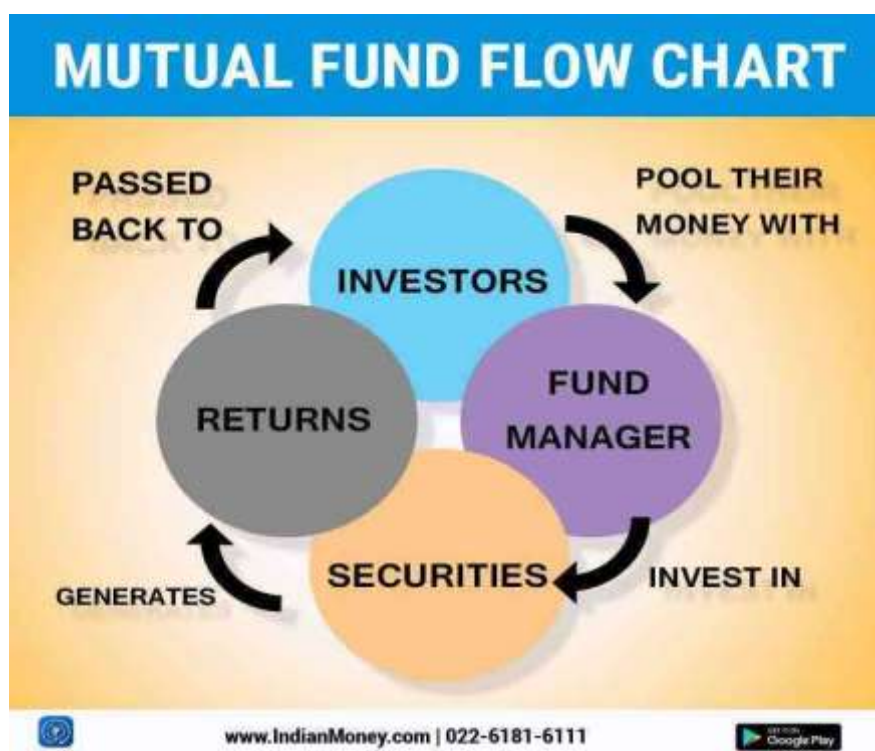
Κεφάλαιο 2^ο

Η λειτουργία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

2.1 Η λειτουργία ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Σύμφωνα με το νομικό πλαίσιο που ισχύει, όχι μόνος την Ελλάδα αλλά, με μικρές μόνο παραλλαγές, σε όλες τις χώρες του κόσμου, τα Αμοιβαία Κεφάλαια ορίζονται ως μια κοινή ομάδα περιουσιακών στοιχείων που είναι κυρίως μετρητά και κινητές αξίες. Τα επιμέρους στοιχεία της ομάδας αυτής ανήκουν σε περισσότερα από ένα φυσικά ή νομικά πρόσωπα .

Για να γίνουν κατανοητές κάποιες από τις έννοιες που ακολουθούν παρατίθεται μια εικόνα που παριστά τη ροή των διαδικασιών που καθορίζουν τη λειτουργία ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου



Εικόνα 2.1 το διάγραμμα ροής που ακολουθεί η λειτουργία ενός Α.Κ. (πηγή: GooglePlay)

Περιγράφονται στη συνέχεια οι κυριότεροι συντελεστές των Αμοιβαίων Κεφαλαίων που είναι:

2.1.1 Η Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Μια ΑΕΔΑΚ είναι μια εξειδικευμένη εταιρεία που διαχειρίζεται ένα ή περισσότερα αμοιβαία κεφάλαια. Πρόκειται για μια οργανωμένη μορφή διαχειριστή ενός χαρτοφυλακίου κεφαλαίων που συγκεντρώθηκαν και ελέγχει τη λειτουργία ενός ή περισσοτέρων Α.Κ. με παρόμοιους ή τελείως διακριτούς ρόλους, ενώ παράλληλα εκπροσωπεί δικαστικώς ή εξωδίκως τους μεριδιούχους, καθώς το κάθε Αμοιβαίο Κεφάλαιο δεν έχει νομική προσωπικότητα.

Η κάθε ΑΕΔΑΚ διαθέτει έναν τουλάχιστον επαγγελματία διαχειριστή κεφαλαίων. Γενικότερα, ένας διαχειριστής χαρτοφυλακίου είναι ένα άτομο που αναπτύσσει και εφαρμόζει επενδυτικές στρατηγικές για ιδιώτες ή θεσμικούς επενδυτές. Στη περίπτωση των Α.Κ. ο διαχειριστής κεφαλαίων αγοράζει και πωλεί αξίες και τίτλους προσπαθώντας πάντοτε να ακολουθεί τον αναφερόμενο κεντρικό στόχο του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

Σχηματικά, μια ΑΕΔΑΚ συγκεντρώνει ουσιαστικά τα χρήματα από τους επενδυτές και δημιουργεί μια δεξαμενή κεφαλαίων. Τα κεφάλαια αυτά μπορεί να είναι μερικά εκατομμύρια ευρώ ή μπορεί να είναι και πολλά δισεκατομμύρια ευρώ, όπως συμβαίνει σε κάποιες Αμερικανικές κυρίως ΑΕΔΑΚ. Έτσι, ανάλογα με την επενδυτική πολιτική τους διαμορφώνουν κάθε φορά μια εντολή επέμβασης (Mandate) για να επενδύσουν τα συγκεντρωμένα κεφάλαια των πελατών σε διάφορα χρεόγραφα. Τα χρεόγραφα αυτά μπορεί να συναποτελέσουν τελικά και ένα μοναδικό Αμοιβαίο Κεφάλαιο, να υπάρξει δηλαδή ΑΕΔΑΚ που θα έχει μόνο ένα Α.Κ. Ο επενδυτής επιλέγει κάθε φορά να κατευθύνει τα κεφάλαια του σε κάποιο συγκεκριμένο Α.Κ. που έχει δημιουργηθεί, ενδεχομένως αποσύροντας τα από ένα άλλο Α.Κ. Ο διαχειριστής χαρτοφυλακίου κατευθύνει τα συγκεντρωμένα κεφάλαια σε διάφορες αξίες που θα περιλαμβάνονται στο εν λόγω Α.Κ.

Οι ΑΕΔΑΚ επιλέγουν να κερδίζουν χρήματα, χρεώνοντας ένα ποσοστό του συνολικού κεφαλαίου που διαχειρίζονται ως αμοιβή διαχείρισης. Για παράδειγμα, αν το ενεργητικό του Α.Κ. είναι 100 εκατομμύρια ευρώ, και το τέλος διαχείρισης είναι περίπου 2% - 3% του συνολικού ενεργητικού το συνολικό όφελος για την ΑΕΔΑΚ θα είναι 2-3 εκατ. ευρώ. Αυτός είναι ο τρόπος με τον οποίο οι εταιρείες διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων αμείβονται και είναι παράλληλα αυτός που διαμορφώνει και

την ουσιαστική αμοιβή που λαμβάνει ο διαχειριστής που διαχειρίζεται τις επενδύσεις και αποφασίζει για τις επενδυτικές κινήσεις που θα κάνει.

Κάθε ΑΕΔΑΚ οφείλει να ετοιμάζει το έντυπο «Βασικές πληροφορίες για τους επενδυτές» και ενημερωτικό δελτίο για κάθε Αμοιβαίο Κεφάλαιο που διαχειρίζεται.

2.1.2 Ο ρόλος του θεματοφύλακα

Στις χρηματοπιστωτικές αγορές ο **θεματοφύλακας** είναι κάθε επιχειρηματική οντότητα που κατέχει τα περιουσιακά στοιχεία που έχει ένας επενδυτής-πελάτης για να τα προστατεύσει.

Οι κανονισμοί σε όλες τις χώρες ορίζουν ότι ο σύμβουλος επενδύσεων, ο διαχειριστής του ταμείου και τα περιουσιακά στοιχεία του ταμείου παραμένουν χωριστά για προστασία. Αυτός είναι και ο λόγος για τον οποίο ο ρόλος που έχει ο θεματοφύλακας είναι κρίσιμος. Ως ένας εξωτερικός τρίτος παράγοντας, ο ρόλος του θεματοφύλακα είναι να παρακολουθεί και να προστατεύει τα περιουσιακά στοιχεία του αμοιβαίου κεφαλαίου. Αυτή η κατανομή αρμοδιοτήτων εξαλείφει τη δυνατότητα των διαχειριστών κεφαλαίων να αποκτήσουν υπερβολική δύναμη.

Η παρακολούθηση των περιουσιακών στοιχείων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, των συναλλαγών που γίνονται σε αυτό (πωλήσεις και αγορές), και της ταυτότητας των μετόχων που συναλλάσσονται είναι τα κύρια καθήκοντα των θεματοφυλάκων Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Η παρακολούθηση και η καταγραφή των συναλλαγών από τους επενδυτές είναι ζωτικής σημασίας για τη δημιουργία λεπτομερών αρχείων. Η μέτρηση, και η παρακολούθηση των περιουσιακών στοιχείων των μετόχων, ανάλογα με το μέγεθος της επένδυσής τους, είναι καθοριστικής σημασίας για την εξάλειψη ακόμη και της υπόθεσης απάτης ή παρατυπίας από τρίτα μη νόμιμα μέλη. Οι θεματοφύλακες μπορούν επίσης να συλλέγουν και να διανέμουν τους τόκους και τα μερίσματα που εκδίδονται στους μετόχους και συνήθως επεξεργάζονται την εξόφληση των επενδυτών, τις αγορές και τις πωλήσεις μετοχών αμοιβαίων κεφαλαίων.(Καλαμπούκα ,2015).

Ο θεματοφύλακας επομένως, είναι εκείνος που ετοιμάζει την επίσημη καταγραφή των συναλλαγών Αμοιβαίων Κεφαλαίων, παρακολουθεί τη διαφύλαξη των περιουσιακών

στοιχείων του Α.Κ. και τη διαμόρφωση των αξιών των μεριδιούχων παρέχοντας στη λειτουργία του Α.Κ. τους απαραίτητους «ελέγχους και ισορροπίες».

Σχεδόν στο σύνολο των περιπτώσεων ο ρόλος του θεματοφύλακα ανήκει σε τράπεζες ή σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, ενώ είναι λίγες οι φορές που τον ρόλο αυτό έχουν άλλες εταιρείες χρεογράφων. Καθώς όλοι αυτοί ακολουθούν το ρυθμιστικό πλαίσιο που έχει διαμορφωθεί από τη κυβέρνηση και τη Κεντρική Τράπεζα είναι άριστες, ασφαλείς και αξιόπιστες επιλογές για να ενεργούν ως θεματοφύλακες αμοιβαίων κεφαλαίων.

Οι επενδυτές που αγοράζουν και πωλούν μερίδια Αμοιβαίων Κεφαλαίων δεν το κάνουν μέσω των διαχειριστών κεφαλαίων που είναι εν γένει άγνωστοι σε αυτούς. Οι συναλλαγές γίνονται από τους εντεταλμένους πράκτορες συναλλαγών που έχουν την άμεση ευθύνη για τις αγορές και τις πωλήσεις μεριδίων Α.Κ. Στη συνέχεια ο θεματοφύλακας καταγράφει αυτές τις συναλλαγές χωρίς εμπλοκή του διαχειριστή κεφαλαίων και αναφέρει αυτές τις συναλλαγές στους διαχειριστές κεφαλαίων, ώστε να μεριμνήσουν και να συνεχίσουν να κρατούν τα περιουσιακά στοιχεία του ταμείου και τα χρηματικά του αποθέματα υγιή. Ο θεματοφύλακας ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου οφείλει επομένως:

- Να συμμετέχει (συνυπογράφει) τον κανονισμό του κάθε Αμοιβαίου Κεφαλαίου
- Να διασφαλίζει ότι η διάθεση, η έκδοση, η εξαγορά, η καταβολή και η αποτίμηση της καθαρής αξίας διενεργείται σύμφωνα με τη νομοθεσία και τον Κανονισμό
- Να διασφαλίζει ότι το τίμημα από τις συναλλαγές καταβάλλεται εντός των προθεσμιών

Ο νόμος περί εταιρειών επενδύσεων του 1940 ρυθμίζει την επιμέλεια των περιουσιακών στοιχείων του αμοιβαίου κεφαλαίου. Σύμφωνα με το νόμο, όπως τα αμοιβαία κεφάλαια έτσι και οι θεματοφύλακες πρέπει να εγγραφούν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, να είναι δηλαδή πιστωτικά ιδρύματα.

2.1.3 Το Ενεργητικό ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Το **Ενεργητικό ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου** (mutual funds net assets) αποτυπώνει την αξία που έχουν όλες οι συμμετοχές του Α.Κ. στο τέλος της ημέρας. Δηλαδή, καθημερινά υπολογίζονται η αξία των μετοχών, οι τιμές των ομολόγων, οι τόκοι που καταβάλλονται, τα μετρητά που υπάρχουν και το διαθέσιμο συνάλλαγμα και προστίθενται, το αποτέλεσμα δε είναι το ενεργητικό. Ανάλογα με το μέγεθος του ενεργητικού καθορίζεται και το μέγεθος του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Η επιλογή του τέλους της ημέρας γίνεται για να συνυπολογισθούν και οι αξίες που θα εκκαθαριστούν στο τέλος της ημέρας.

Το ενεργητικό ενός Α.Κ. έχει διπλή σημασία για τον επενδυτή. Από τη μια πλευρά το μεγάλο ενεργητικό που παρουσιάζει ένα Α.Κ. μπορεί να δίνει μια ένδειξη της δημοφιλίας του και αυτή ενδεχομένως να συνδέεται με τη διαχείριση του και τις αποδόσεις του. Όμως, ένα μεγαλύτερης αξίας ενεργητικό μπορεί να μεταβάλλει την απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, καθώς είναι πιο δύσκολη και αργή η διαχείριση του. Μερικές φορές επίσης το μέγεθος του ενεργητικού επηρεάζει και την επενδυτική πολιτική που ακολουθεί ο διαχειριστής κεφαλαίων για το Α.Κ. καθώς μερικές φορές αναγκάζεται μέχρι να αλλάξει κατηγορία. Για παράδειγμα ένα μετοχικό Α.Κ. Small Cup (σε εταιρείες μικρής κεφαλαιοποίησης) με μεγάλο ενεργητικό για να παραμείνει στη κατηγορία του θα πρέπει να αγοράζει και να πωλεί μεγάλες ποσότητες μετοχών από εταιρείες μικρής κεφαλαιοποίησης κάτι που θα του κοστίσει σε απόδοση και χρόνο. Αυτό είναι πολύ εύκολο να γίνει από ένα Α.Κ. Small Cup με μικρό ενεργητικό. Το μεγάλο Α.Κ. ή θα πρέπει να παραμείνει αδρανές ή θα πρέπει να αγοράσει μετοχές εταιρειών μεγαλύτερης κεφαλαιοποίησης με κίνδυνο να αλλάξει κατηγορία. Η κατάσταση αυτή ονομάζεται style drift.

Το Ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου διαιρείται σε **μερίδια ίσης αξίας**, που διανέμονται στους μεριδιούχους που γίνονται κάτοχοι ενός αριθμού μεριδίων ανάλογα με το ποσόν που έχουν επενδύσει. Ο αριθμός των μεριδίων καθορίζεται από τη διαίρεση του ποσού που διαθέτει ο επενδυτής με τη καθαρή τιμή του μεριδίου την ημέρα εκείνη. Η τιμή του κάθε μεριδίου αποτιμάται σε τρέχουσες τιμές που μεταβάλλονται καθημερινά λόγω μεταβολών στην αξία του ενεργητικού. Αν στον υπολογισμό χρησιμοποιήσουμε τη καθαρή αξία του Ενεργητικού, δηλαδή τη συνολική αξία μείον τις αμοιβές διαχείρισης, τις αμοιβές θεματοφύλακα, τις δαπάνες, και τα κέρδη που διανέμονται τότε προσδιορίζουμε τη **καθαρή τιμή των μεριδίων**. (Γουρνάκης 2013)

2.1.4 Προμήθειες και κόστη των Α.Κ.

Η πληροφόρηση για το κόστος μιας επένδυσης σε Αμοιβαία Κεφάλαια είναι αναγκαίο να υπάρχει καθώς είναι πολλές φορές καθοριστική καθώς οι προμήθειες που χρεώνονται παίζουν σημαντικό ρόλο στη τελική απόδοση του Α.Κ.

Με τον όρο «κόστος» περιλαμβάνουμε όλες τις προμήθειες που η ΑΕΔΑΚ χρεώνει τον επενδυτή είτε κατά την αγορά των μεριδίων του Α.Κ. είτε κατά την έξοδο του από αυτό και τη πώληση των μεριδίων του.

Αρχικά, υπάρχουν οι αμοιβές που ορισμένα Αμοιβαία Κεφάλαια χρεώνουν ως προμήθειες όταν κάποιος αγοράζει ή πουλάει μερίδια από ένα Α.Κ. Αυτές οι προμήθειες ονομάζονται «βάρη» και υπολογίζονται ως ποσοστό του συνολικού ποσού αγοράς ή πώλησης. Ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο μπορεί να είναι:

- Α.Κ. αρχικών βαρών(front-load fund) , που σημαίνει ότι από το συνολικό ποσό της επένδυσης αφαιρείται ένα ποσό ως προμήθεια εισόδου στο Α.Κ.
- Α.Κ. τελικών βαρών(back-load fund), που σημαίνει ότι όταν κάποιος ρευστοποιεί τα μερίδια του από το ποσό που του αναλογεί αφαιρείται ένα ποσοστό ως προμήθεια.
- Α.Κ. σταθερού βάρους(constant-load fund) που ζητάει από τον επενδυτή περιοδικές πληρωμές προμηθειών , ή
- Α.Κ. χωρίς βάρη (no-load fund) που σημαίνει ότι δεν ζητάει να υπάρχουν προμήθειες.

Προφανώς όσο μεγαλύτερος είναι ο χρονικός ορίζοντας της τοποθέτησης τόσο λιγότερο επηρεάζεται η απόδοση από τις προμήθειες και τα κρυφά έξοδα, όσο μεγάλα και να είναι αυτά. Για κάποια Α.Κ. μάλιστα το ύψος των προμηθειών είναι τόσο μεγάλο που καθορίζει το χρόνο παραμονής των επενδυτών στο Αμοιβαίο.

Ενώ αρχικά ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο μπορεί να είναι ελκυστικό από την άποψη των παρελθουσών επενδυτικών επιδόσεων, της φιλοσοφίας επενδύσεων ή της φήμης του, είναι αναγκαίο να γνωρίζει κάποιος ακριβώς πόσα είναι τα έξοδα και οι προμήθειες πριν πάρει τη τελική απόφαση για να επενδύσει.

Οι προμήθειες «εισόδου/εξόδου» από ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο ποικίλλουν ανάλογα με το είδος του Α.Κ. Εν γένει τα Αμοιβαία Κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων χρεώνουν τη μικρότερη προμήθεια και ακολουθούν τα ομολογιακά, τα μεικτά και τα μετοχικά αμοιβαία, τα οποία χρεώνουν τις υψηλότερες προμήθειες. Το μέσο ύψος

της συνολικής προμήθειας στα Αμοιβαία Κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων ανέρχεται το πολύ στο 0,5% περίπου και στα ομολογιακά Αμοιβαία μέχρι 1% περίπου. Στα πιο "ακριβά" μετοχικά και μεικτά αμοιβαία κεφάλαια το μέσο ύψος προμήθειας κυμαίνεται από 2,0% μέχρι και 4%(Κοτέλη, 2014).

Εκτός όμως από τις προμήθειες υπάρχει και μια σειρά άλλων εξόδων που χρεώνονται στους επενδυτές συνήθως σε ετήσια βάση. Τα έξοδα αυτά αναφέρονται ως « Δείκτης Εξόδων (Fund Expense Ratio)». Όλα τα Αμοιβαία Κεφάλαια πρέπει, σύμφωνα με το νόμο και με τον τρόπο που καθορίζει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, να γνωστοποιούν το Δείκτη Εξόδων στους υφιστάμενους και τους υποψήφιους επενδυτές (Kennon, 2017).

Ο τυπικός Δείκτης Εξόδων για ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο συνήθως περιλαμβάνει πολλές δαπάνες, τις οποίες μπορούμε να κατατάξουμε σε τρεις κατηγορίες:

Έξοδα Διαχείρισης: πρόκειται για την αμοιβή που καταβάλλεται στην εταιρεία διαχείρισης χαρτοφυλακίου που είναι υπεύθυνη για την επένδυση των συγκεντρωμένων κεφαλαίων. Καταβάλλεται σύμφωνα με εντολή που καθορίζεται από το διοικητικό συμβούλιο του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Το τέλος διαχείρισης είναι συχνά η μεγαλύτερη συνιστώσα του κόστους στον Δείκτη Εξόδων των αμοιβαίων κεφαλαίων. Ένα τυπικό τέλος διαχείρισης μπορεί να κυμανθεί από 0,50% έως και 2,00% (Kennon, 2017).

Οι εταιρείες Αμοιβαίων Κεφαλαίων χρεώνουν περισσότερο ορισμένους τύπους Α.Κ. Για παράδειγμα ένα παγκόσμιο ή διεθνές Αμοιβαίο Κεφάλαιο θα είναι δαπανηρότερο από ένα εγχώριο Αμοιβαίο Κεφάλαιο, αλλά το υψηλότερο κόστος είναι στη περίπτωση αυτή δικαιολογημένο.

Έξοδα συναλλαγών: Ένα Α.Κ. πληρώνει για τις συναλλαγές που κάνει προμήθειες στους ενδιάμεσους των χρηματιστηριακών γραφείων (brokers). Όσο περισσότερες συναλλαγές, όπως είναι τα Α.Κ. που έχουν υψηλό κύκλο εργασιών, δηλαδή, πάντοτε επενδύουν σε αγορές και πωλήσεις τόσο υψηλότερο είναι το κόστος συναλλαγών αυξάνοντας τον Δείκτη Εξόδων Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

Κόστος Θεματοφυλακής: Οι εταιρείες Αμοιβαίων Κεφαλαίων οφείλουν να έχουν τις επενδύσεις τους σε μια τράπεζα θεματοφύλακα που όπως είπαμε είναι υπεύθυνη για τη καταγραφή των μετοχών, των ομολόγων και των άλλων συναλλαγών. Για όλες

τις υπηρεσίες που προσφέρουν πληρώνονται αλλά τα έξοδα θεματοφυλακής είναι σχετικά μικρά ως ποσοστό του Δείκτη Εξόδων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

12B-1 Αμοιβές μάρκετινγκ: Αυτές οι ετήσιες αμοιβές μάρκετινγκ και διαφήμισης προέρχονται από τους μετόχους των ταμείων και χρησιμοποιούνται για την προώθηση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου με σκοπό την άντληση περισσότερων κεφαλαίων. Όσο περισσότερα χρήματα έχει το ταμείο, τόσο περισσότερα χρήματα κερδίζουν οι διαχειριστές χαρτοφυλακίου από το τέλος διαχείρισης.

Νομικά Έξοδα: Τα Αμοιβαία Κεφάλαια πρέπει να διακινούν έγγραφα με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και άλλες ρυθμιστικές αρχές, να ετοιμάζουν άλλα έγγραφα για την τακτοποίηση των αρχείων συναλλαγών, να λάβουν ορισμένες άδειες και πολλές άλλες υποχρεώσεις που απαιτούν νομική εμπειρογγνωμοσύνη. Για τα περισσότερα Αμοιβαία Κεφάλαια, τα δικαστικά έξοδα αποτελούν ένα μικρό μέρος του Δείκτη Εξόδων

Τέλη πράκτορα μεταβίβασης: Όταν ένας μέτοχος ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου αγοράζει ή πωλεί μέρος της επένδυσης του στο Α.Κ. , ο πράκτορας μεταβίβασης πρέπει να ασχοληθεί για να ετοιμάσει τα χαρτιά, τα χρήματα και τις δηλώσεις λογαριασμού. Οι πράκτορες μεταφορών χειρίζονται την καθημερινή εργασία της τήρησης αρχείων για τους μετόχους που συμμετέχουν στο Α.Κ., την επεξεργασία των αιτήσεων αγοράς και εξαγοράς και άλλες ενέργειες που είναι ζωτικής σημασίας για τη λειτουργία των κεφαλαιαγορών.

Το συμπέρασμα σε όλες αυτές τις κατηγορίες εξόδων είναι ότι οι επενδυτές χρειάζεται να προσέχουν τη σχέση των εξόδων Α.Κ. με την απόδοση του Α.Κ. Αντιπροσωπεύει πραγματικά χρήματα που προέρχονται απευθείας από τους επενδυτές και είναι επαναλαμβανόμενη κάτι που δεν ισχύει για τις αποδόσεις. Κάποιες φορές αν το σκεφθεί κάποιος προσεκτικά, μπορεί να αποφασίσει να επενδύσει σε ένα χαμηλού κόστους Αμοιβαίο τύπου Index λόγω του χαμηλού λόγου δαπανών που το χαρακτηρίζει.

2.1.5 Η εξαγορά και η έξοδος από ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο

Η εξαγορά των μεριδίων, που κατέχει κάποιος, ή η έξοδος από ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο, γίνεται είτε επειδή κάποιος χρειάζεται πίσω τα κεφάλαια του ή επειδή δεν είναι ευχαριστημένος με τις αποδόσεις που έχει το Α.Κ. και επιδιώκει να επενδύσει κάπου καλύτερα. Η πρώτη περίπτωση δεν αφορά την επενδυτική στρατηγική και επομένως δεν εξετάζεται.

Αν όμως το Αμοιβαίο Κεφάλαιο αποφέρει χαμηλότερη απόδοση από ό, τι αναμενόταν, ενδέχεται ο επενδυτής να αποφασίσει να εξαργυρώσει τα μερίδια του Α.Κ. και να επενδύσει τα κεφάλαια σε άλλο Α.Κ. όπου ο ρυθμός απόδοσης μπορεί να φαίνεται δελεαστικός. Όμως κατά την εξαγορά των μεριδίων των Α.Κ. υπάρχουν πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα ακόμη και στις περιπτώσεις που οι προμήθειες εισόδου/εξόδου είναι μηδενικές. Σε αυτές τις περιπτώσεις συνήθως υπάρχει δέσμευση για τη μη ρευστοποίηση των μεριδίων για ορισμένο χρονικό διάστημα.

Σε κάθε περίπτωση ο στόχος του Α.Κ. είναι μακροπρόθεσμα να αποφέρει κέρδη αλλά και αυτό ακόμα δεν σημαίνει ότι πρέπει κάποιος να παραμένει πάση θυσία σε ένα Α.Κ. Σε αυτή την ενότητα εξετάζουμε τις συνθήκες υπό τις οποίες η ρευστοποίηση των μεριδίων από τα Αμοιβαία Κεφάλαια θα ήταν η βέλτιστη και τότε η ρευστοποίηση θα μπορούσε να έχει αρνητικές συνέπειες.

Το πρώτο πράγμα που πρέπει να έχει κάποιος στο μυαλό του είναι ότι τα Αμοιβαία Κεφάλαια δεν είναι ίδιο πράγμα με τις μετοχές στο Χρηματιστήριο. Για το λόγο αυτό σε μια χρηματιστηριακή κρίση δεν σημαίνει απαραίτητα ότι πρέπει κάποιος να αποεπενδυθεί από τα Αμοιβαία Κεφάλαια που έχει.

Οι μετοχές είναι μεμονωμένες οντότητες με ποσοστά απόδοσης που συνδέονται άμεσα με τη κατάσταση που επικρατεί στη χρηματαγορά. Στα Α.Κ. αυτό συμβαίνει μόνο, και μάλιστα όχι ολοκληρωτικά, στα επιθετικά μετοχικά Α.Κ. Σε όλες τις περιπτώσεις τα Αμοιβαία Κεφάλαια είναι χαρτοφυλάκια χρηματοπιστωτικών μέσων, όπως μετοχές και ομόλογα, τα οποία επιλέγει ο διαχειριστής κεφαλαίων σύμφωνα με τη στρατηγική του Α.Κ.. Ένα πλεονέκτημα αυτού του χαρτοφυλακίου περιουσιακών στοιχείων είναι η διαφοροποίηση. Υπάρχουν πολλοί τύποι αμοιβαίων κεφαλαίων και οι βαθμοί διαφοροποίησης ποικίλλουν. Για παράδειγμα τα Α.Κ. που επενδύουν σε ένα μόνο κλάδο, θα έχουν τη μικρότερη διαφοροποίηση, ενώ όσα επενδύουν

ισόρροπα σε όλους τους κλάδους θα έχουν τη μέγιστη διαφοροποίηση. Εντούτοις, σε όλα τα αμοιβαία κεφάλαια, η μείωση μιας ή περισσότερων μετοχών μπορεί άμεσα, μέσω του διαχειριστή κεφαλαίων, να αντισταθμιστεί από άλλα περιουσιακά στοιχεία του χαρτοφυλακίου τα οποία είτε διατηρούν σταθερή είτε αυξάνουν την αξία τους.

Η δεύτερη παρατήρηση είναι ότι επειδή τα Αμοιβαία Κεφάλαια προσανατολίζονται προς μακροπρόθεσμες αποδόσεις, αν το ποσοστό απόδοσης είναι χαμηλότερο από το αναμενόμενο κατά τη διάρκεια του πρώτου έτους δεν είναι απαραίτητα ένα σημάδι πώλησης των μεριδίων.

Το ποσοστό των προμηθειών του Α.Κ. είναι από μόνο του, αν είναι απαγορευτικά υψηλό και επηρεάζει τις αποδόσεις, ένας λόγος για την εξαγορά των μεριδίων που κάποιος κατέχει και την αναζήτηση ενός άλλου Α.Κ. με καλύτερες χρεώσεις.

Ο σκοπός ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι να αυξήσει μια συγκεκριμένη επένδυση με την πάροδο του χρόνου, όχι να αποδείξει την πίστη του σε συγκεκριμένο κλάδο ή τύπο αξιών ή ακόμη λιγότερο σε συγκεκριμένο διαχειριστή κεφαλαίων. Ως εκ τούτου μπορεί η ΑΕΔΑΚ να αποφασίσει να αλλάξει τη στρατηγική της, ή το όνομα του αμοιβαίου για να προσελκύσει νέες εγγραφές κεφαλαίων. Κάποιες φορές οι αλλαγές αυτές συνεπάγονται και αλλαγές στρατηγικής με τις οποίες ο επενδυτής μπορεί να μην συμφωνεί. Στη περίπτωση αυτή η επιλογή που έχει να αλλάξει Α.Κ. αξίζει να εξετασθεί.

Η αλλαγή του διαχειριστή κεφαλαίων είναι επίσης μια περίπτωση που μπορεί να οδηγήσει τον επενδυτή να αποεπενδυθεί από το Α.Κ. καθώς όταν κάποιος βάζει τα κεφάλαια του σε ένα Α.Κ. επιλέγει μεν το συγκεκριμένο Α.Κ. αλλά στη πραγματικότητα επιλέγει το διαχειριστή του Αμοιβαίου.

Η συνεχής χαμηλή απόδοση ενός Α.Κ. δεν είναι από μόνη της λόγος εξόδου από το Α.Κ. Αν η αναφορά γίνεται για κακές αποδόσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων σε διάστημα μικρότερο του ενός έτους μπορεί απλά οι συνθήκες να μην ευνοούν και το Α.Κ. μπορεί απλά να δέχεται κάποιες βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις. Αν η απόδοση του Α.Κ. εξακολουθεί να είναι κακή για δύο ή περισσότερα χρόνια, χρειάζεται η σύγκριση της απόδοσης του Αμοιβαίου με άλλα παρόμοια Αμοιβαία Κεφάλαια ή ένα κατάλληλο δείκτη αναφοράς. Η συνεχής χαμηλή συγκριτική απόδοση πρέπει να αποτελεί σήμα για την έξοδο από το συγκεκριμένο Α.Κ.

Ένας ακόμη συνήθης λόγος εξόδου από ένα Α.Κ. είναι όταν κάποιος έχει μια συγκεκριμένη επενδυτική στρατηγική η οποία προσδιορίζει συγκεκριμένες αναλογίες επενδυτικών ειδών στο συνολικό χαρτοφυλάκιο. Αν οι αποδόσεις των Α.Κ. έχουν αλλάξει, προς τη μια ή την άλλη κατεύθυνση τις αναλογίες τότε γίνεται μια αναδιάρθρωση του χαρτοφυλακίου με ότι αυτό συνεπάγεται.

2.2 Οι θεσμικοί επενδυτές & η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

2.2.1 Οι θεσμικοί επενδυτές

Με τον όρο «θεσμικοί επενδυτές» ορίζονται οι οργανισμοί που η συμμετοχή τους στις χρηματοοικονομικές αγορές πραγματοποιείται με σημαντικού ύψους κεφάλαια μέσα σε ένα θεσμοθετημένο πλαίσιο που οριοθετεί την οποιαδήποτε δράση ή ενέργεια τους. Οι θεσμικοί επενδυτές επενδύουν είτε για λογαριασμό τους είτε για λογαριασμό μεμονωμένων μικρών επενδυτών σημαντικά χρηματικά ποσά που προέρχονται από τη συνένωση κεφαλαίων που προέρχονται από διάφορες ομάδες ατόμων. Οι επενδύσεις που κάνουν μπορεί να είναι σε διαφορετικά μεταξύ τους χρηματιστηριακά προϊόντα ανάλογα με τις αποδόσεις και το ρίσκο που επιλέγουν να έχουν.

Θεσμικοί επενδυτές θεωρούνται τα Πιστωτικά Ιδρύματα (Τράπεζες), οι Ασφαλιστικές Εταιρίες, οι Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρίες (Α.Χ.Ε.), οι Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρίες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Α.Χ.Ε.Π.Ε.Υ), οι Ανώνυμες Εταιρίες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Α.Ε.Π.Υ.), οι Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (Ε.Ε.Χ.), οι Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ) και τα Ασφαλιστικά Ταμεία.

Σήμερα πλέον δεν ξεχωρίζουν οι θεσμικοί επενδυτές από τους απλούς επενδυτές επειδή είναι οργανωμένοι σε εταιρείες. Η σημαντικότερη διάκριση στον κόσμο των επενδύσεων χωρίζει τους επενδυτές σε εκείνους που έχουν την ικανότητα να λαμβάνουν αποφάσεις ενεργητικής διαχείρισης υψηλής ποιότητας από αυτούς τους επενδυτές που δεν έχουν εμπειρία ενεργής διαχείρισης. Στη πραγματικότητα είναι λίγα τα ιδρύματα και ακόμη λιγότερα τα άτομα που παρουσιάζουν την ικανότητα να διαχειρίζονται κεφάλαια και να παράγουν υψηλές αποδόσεις. Όμως και ανάμεσα

στους θεσμικούς επενδυτές υπάρχουν διαφοροποιήσεις καθώς υπάρχουν πολλοί διαχειριστές κεφαλαίων που υποθέτουν ότι, επειδή έχουν τη δυνατότητα να αντλούν κεφάλαια από μεγαλύτερες δεξαμενές κεφαλαίων, για να διαφοροποιηθούν χρειάζεται να δημιουργήσουν πολύπλοκες επενδυτικές στρατηγικές.

Για να καταλάβουμε τις πραγματικές διαφορές του θεσμικού από έναν απλό επενδυτή, ας δούμε λίγο τις βασικές αρχές που κατευθύνουν κάθε επενδυτική σκέψη.

Το πρώτο θέμα που εξετάζεται είναι το προφίλ κινδύνου που ο επενδυτής είναι διατεθειμένος να αποδεχθεί. Το προφίλ κάθε επενδυτή έχει σχέση με τις ανάγκες του σε ρευστότητα καθώς και την προθυμία, και την ικανότητα του να αναλάβει κινδύνους.

Το δεύτερο είναι να κατανοήσει τη σημασία του χρονικού ορίζοντα που θα έχει η επένδυση του και στη συνέχεια να επιλέξει τον χρονικό ορίζοντα για τις επενδυτικές αποφάσεις που θα λάβει.

Στη συνέχεια, κάθε επενδυτής χρειάζεται να βεβαιωθεί ότι έχει επενδύσει με τρόπο που δεν ταιριάζει μόνο με τους στόχους του, αλλά και την προσωπικότητα του, τα εισοδήματα του, τους χρονικούς περιορισμούς και την κατανόηση των αγορών που απευθύνεται.

Ενώ όμως οι βασικές αυτές αρχές είναι ίδιες, και η φιλοσοφία δεν αλλάζει, η στρατηγική σίγουρα θα είναι διαφορετική ανάλογα με το άτομο ή το ίδρυμα που την επιλέγει. Από αυτή τη παρατήρηση ξεκινάνε οι διαφορές που αντιμετωπίζονται μεταξύ του θεσμικού και του μεμονωμένου επενδυτή. Πιο αναλυτικά κάποιες από αυτές είναι (Lee, 2005):

Η διαδικασία λήψης αποφάσεων. Η μεγαλύτερη διαφορά μεταξύ θεσμικών και μεμονωμένων επενδυτών είναι το γεγονός ότι οι επενδυτικές εταιρείες εποπτεύονται από επιτροπές. Σχηματικά, αυτό σημαίνει ότι υπάρχει ο διαχειριστής κεφαλαίων, που αποφασίζει σαν ένας απλός επενδυτής, ο οποίος όμως ελέγχεται για τις αποφάσεις του από ένα ολόκληρο διοικητικό συμβούλιο που επιβλέπει τον διαχειριστή ή την ομάδα επενδύσεων που διαχειρίζεται το χαρτοφυλάκιο. Η επικοινωνία, η εφαρμογή του σωστού επενδυτικού σχεδίου και ο καθορισμός των ορθών προσδοκιών είναι πολύ σημαντικές σε αυτό το πλαίσιο. Ενώ λοιπόν η απόφαση ενός απλού επενδυτή μπορεί να είναι ιδιαίτερα δύσκολη όταν υπάρχουν ανταγωνιστικές προτάσεις, ιδέες

και άτομα που επηρεάζουν για τις εταιρείες επενδύσεων είναι μια απλή εφαρμογή της πολιτικής που ακολουθείται.

Η πληροφόρηση και η πρόσβαση σε αυτή. Οι επενδυτικές εταιρείες μπορούν να προσλάβουν επαγγελματίες του χρηματοπιστωτικού τομέα για να επιβλέπουν σχεδόν όλες τις πτυχές της καθημερινής διαχείρισης του χαρτοφυλακίου τους, ενώ παράλληλα μπορούν να απευθύνονται σε εξειδικευμένους εμπειρογνώμονες, οι οποίοι μπορούν να προσφέρουν σε αυτές μια μεγάλη ποικιλία υπηρεσιών. Οι ιδιώτες επενδυτές είναι μόνοι τους, αν και σήμερα το Διαδίκτυο έχει πολλαπλασιάσει τις πηγές όσον αφορά την έρευνα, τη διαθεσιμότητα δεδομένων και την ανάλυση των αγορών.

Η φορολογική μεταχείριση. Τα συνταξιοδοτικά ή τα ασφαλιστικά ταμεία, και άλλες μη κερδοσκοπικές εταιρίες δεν καταβάλλουν φόρους. Αυτό είναι ένα τεράστιο πλεονέκτημα για τα κεφάλαια που διαθέτουν από την άποψη των τύπων στρατηγικών που μπορούν να χρησιμοποιήσουν επειδή διαφορετικά το κράτος μπορεί να πάρει ένα τεράστιο κομμάτι από τα οφέλη που μια ενεργητική στρατηγική μπορεί να έχει. Το πρόβλημα, που πιθανόν να υπάρχει στο θέμα αυτό, είναι ότι πολλές από αυτές τις εταιρείες εκμεταλλεύονται τη δυνατότητα αυτή για να αλλάζουν διαρκώς την επενδυτική τους στάση, πολιτική η οποία έχει το δικό της κόστος. Για τους ιδιώτες, η φορολογική μεταχείριση μπορεί να είναι ένα τεράστιο μειονέκτημα, καθώς οι φόροι επηρεάζουν την απόδοση των επενδύσεων τους, ανεξάρτητα από το πόσο αποτελεσματική είναι η στρατηγική που ακολουθούν.

Η δυνατότητα συγκριτικής αξιολόγησης. Οι θεσμικοί επενδυτές είναι πολύ προσανατολισμένοι προς τις επιδόσεις των επενδύσεων τους. Παρακολουθούν κάθε μεμονωμένο διαχειριστή, κατηγορία περιουσιακών στοιχείων και το συνολικό χαρτοφυλάκιο σε ένα συγκεκριμένο δείκτη ή σύνθετο σημείο αναφοράς. Τα θεσμικά όργανα ξοδεύουν επίσης πάρα πολύ χρόνο για να παρακολουθούν τις επιδόσεις των ανταγωνιστών τους. Κάποιες φορές μάλιστα, πολλές από τις εταιρείες επενδύσεων ασχολούνται τόσο πολύ με τις συγκρίσεις των επιδόσεων τους που ξεχνούν τους δικούς τους στόχους όταν διαμορφώνουν μια απόφαση όσον αφορά τον τρόπο με τον οποίο το χαρτοφυλάκιο τους θα επενδύσει στη συνέχεια. Αντίθετα, οι πιο ενημερωμένοι από τους απλούς επενδυτές μπορούν μόνο να παρακολουθήσουν και να κατανοήσουν ένα μόνο σημαντικό κριτήριο αναφοράς για το αν είναι σε καλό δρόμο για να επιτύχουν τους στόχους που έχουν θέσει.

Τα κόστη συναλλαγών. Λόγω του μεγέθους τους, οι θεσμικοί επενδυτές έχουν τη δυνατότητα να διαπραγματεύονται χαμηλότερες προμήθειες από τις τράπεζες, τους διαχειριστές επενδύσεων και τις πλατφόρμες συναλλαγών. Δυστυχώς, πολλοί σπαταλούν αυτή τη δυνατότητα με την ελπίδα να πετύχουν καλύτερα αποτελέσματα. Η εμφάνιση των ETF και οι βελτιώσεις στην τεχνολογία συναλλαγών στο χρηματοοικονομικό τομέα έχουν χαμηλώσει τη σημασία του παράγοντα αυτού καθώς σήμερα και οι απλοί επενδυτές μπορούν τώρα να επενδύσουν με χαμηλό κόστος σε έναν συνεχώς αυξανόμενο συνδυασμό επενδυτικών προϊόντων.

Η διαθεσιμότητα των προϊόντων. Υπάρχουν πάντοτε κάποιες επενδυτικές επιλογές και προϊόντα που διακρίνουν οι θεσμικοί επενδυτές πριν από οποιονδήποτε άλλον επειδή έχουν μπορούν και διαθέτουν υψηλά κεφάλαια. Μέχρι να φθάσουν τα επίπεδα λιανικής διάθεσης υπηρεσίες και προϊόντα όπως τα HedgeFunds, τα ιδιωτικά κεφάλαια ή τα αμοιβαία FundsofFunds έχουν ήδη χρησιμοποιηθεί από τους θεσμικούς επενδυτές

Ενώ όμως οι θεσμικοί επενδυτές έχουν πολλά πλεονεκτήματα σε σχέση με τον απλό επενδυτή συχνά σπαταλούν τις δυνατότητες που έχουν καθώς είτε διαμορφώνουν μια εξαιρετικά πολύπλοκη επενδυτική στάση ή έχουν υπερβολικά βραχυπρόθεσμη σκέψη. Για το λόγο αυτό, οι μεμονωμένοι επενδυτές έχουν πολλά πλεονεκτήματα έναντι κάποιων από τους θεσμικούς, όπως για παράδειγμα:

- Έχουν τη δυνατότητα να σκέφτονται και να ενεργούν μακροπρόθεσμα χωρίς βραχυπρόθεσμη πίεση από τρίτους,
- Δεν υπάρχει κίνδυνος καριέρας να ανησυχείτε.
- Μπορούν να ανησυχούν αποκλειστικά για τη δική τους οικονομική κατάσταση και να αγνοούν τυχόν εξωτερικές παρεμβάσεις.
- Κανείς δεν θα κρίνει τον τρόπο με τον οποίο επενδύουν, καθώς δεν υπάρχει κανένας που να χρειάζεται να εντυπωσιασθεί από τον τρόπο που επενδύουν .
- Δεν χρειάζεται να ανησυχούν για το τι κάνουν οι άλλοι για την πορεία της κεφαλαιαγοράς.

Μια ακόμη βασική διαφορά που προέρχεται από το νομικό καθεστώς που αντιμετωπίζουν οι θεσμικοί επενδυτές είναι η έννοια της σύνεσης. Οι διάφοροι τύποι θεσμικών επενδυτών επηρεάζονται σε διαφορετικό βαθμό βέβαια ο καθένας τους από

τους περιορισμούς σύνεσης, αλλά όλοι υπόκεινται σε περιορισμούς πολύ πέραν των όσων υφίστανται για τους απλούς επενδυτές (Del Guercio, 1996)

2.2.2 Η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Όλες οι κατηγορίες των θεσμικών επενδυτών δημιούργησαν στη πορεία την «Ένωση Θεσμικών Επενδυτών» ή, όπως είναι η πλήρης ονομασία της «Ένωση Ελληνικών Εταιρειών Επενδύσεων και Εταιρειών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων». Πρόκειται για μια μη κερδοσκοπική εταιρεία, που είναι νομικό πρόσωπο ιδιωτικού δικαίου, που ιδρύθηκε το 1985, όπου σύμφωνα με το καταστατικό της μπορούν να εγγραφούν ως μέλη:

- Οι ΑΕΔΑΚ που υπάγονται στο πεδίο εφαρμογής των νόμων 3283/2004 και 2778/1999. Οι νόμοι αυτοί αφορούν ο μεν πρώτος τις εταιρείες διαχείρισης Α.Κ. και ο δεύτερος τις εταιρείες διαχείρισης Α.Κ. που επενδύουν σε ακίνητη περιουσία.
- Οι ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων που υπάγονται στο πεδίο εφαρμογής του νόμου 3371/2005 (περί επενδύσεων χαρτοφυλακίου) και 2778/1999.
- Οι εταιρείες παροχής επενδυτικών Υπηρεσιών του νόμου 2396/1996 που ο σκοπός τους είναι η διαχείριση ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων πελατών τους.

Τα μέλη της Ε.Θ.Ε διακρίνονται σε τακτικά και συνδεδεμένα.

Στην ΕΘΕ μπορούν επίσης να εγγραφούν ως μέλη Εταιρείες διαχείρισης Α.Κ. και άλλων οργανισμών συλλογικών επιδόσεων, που έχουν μεν την έδρα τους στο εξωτερικό αλλά διαθέτουν προϊόντα στην Ελλάδα.

Επίσης, συνδεδεμένα μέλη της Ε.Θ.Ε μπορούν να είναι ασφαλιστικά ταμεία, επαγγελματικά ταμεία και άλλοι φορείς κοινωνικής ασφάλισης, ασφαλιστικές επιχειρήσεις, πιστωτικά ιδρύματα και επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στο χρηματοοικονομικό τομέα (www.ethe.org.gr).

Η Ε.Θ.Ε έχει ως στόχο της να καθορίσει τους κανόνες που πρέπει να καθορίζουν τις σχέσεις και τη συμπεριφορά μεταξύ των μελών της κατά την άσκηση των δραστηριοτήτων τους και την εφαρμογή της υπάρχουσας νομοθεσίας και των αποφάσεων των εξουσιοδοτημένων εποπτικών αρχών.

Με τους κανόνες αυτούς:

- Καθορίζονται τα πλαίσια της άσκησης ευπρεπούς ανταγωνισμού και οι οριοθετούνται οι μεταξύ των μελών σχέσεις
- Εξασφαλίζεται η προστασία των διαφόρων πελατών, ιδιωτών ή θεσμικών επενδυτών
- Διασφαλίζεται η αντικειμενική και πλήρης ενημέρωση των επενδυτών
- Προστατεύεται η αγορά από ενέργειες που αποτελούν κατάχρηση των ρυθμιστικών αρχών που την καθορίζουν
- Προάγεται ο θεσμός των συλλογικών επενδύσεων και των υπηρεσιών διαχείρισης ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων

Για την επίτευξη των στόχων αυτών έχει δημιουργηθεί, από την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, ένας αριθμός Επιτροπών στις οποίες συμμετέχουν εκπρόσωποι από όλες τις ομάδες εταιρειών που είναι μέλη της. Οι επιτροπές αυτές είναι:

- Η Επιτροπή Δεοντολογίας
- Η Επιτροπή Νομικών Θεμάτων
- Η Επιτροπή Ι.Τ. & Στατιστικών Θεμάτων ,
- Η Επιτροπή Φορολογικών και Λογιστικών Θεμάτων
- Η Επιτροπή Risk Management & Compliance
- Η Επιτροπή Marketing και Εκπαιδευτικών Θεμάτων

Η Ε.Θ.Ε εκπροσωπείται επίσης σε άλλους φορείς και επιτροπές των χρηματιστηριακών αγορών, όπως (www.ethe.org.gr)

- Το διοικητικό συμβούλιο Μεσολαβητή Τραπεζικών Επενδυτικών Υπηρεσιών
- Το διοικητικό συμβούλιο EFAMA (European Fund and Asset Management Association)
- Τη διοικούσα επιτροπή Χρηματιστηριακών Αγορών
- Τη συμβουλευτική επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
- Την επιτροπή δεικτών XAA και δεικτών FTSE/XA
- Την επιτροπή Κινδύνου (ETEK)
- Την επιτροπή τροποποίησης κανονισμών Χ.Α και ETEK

2.3 Η ενημέρωση του κοινού

Σύμφωνα με το νόμο, κάθε Αμοιβαίο Κεφάλαιο υποχρεούται να καταθέτει ενημερωτικό δελτίο και τακτικές εκθέσεις στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Αυτά βρίσκονται επίσης στη διάθεση των μεριδιούχων και χρησιμεύουν για την ενημέρωση τους τόσο κατά τη στιγμή της εγγραφής τους σε ένα Α.Κ. όσο και στη πορεία για το διάστημα που ακόμη διαθέτουν μερίδια από ένα Α.Κ.

Ένα ενημερωτικό δελτίο Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι ένα φυλλάδιο που παρέχει πληροφορίες για το Αμοιβαίο Κεφάλαιο. Οι εταιρείες Α.Κ. πρέπει να παρέχουν στους πιθανούς επενδυτές ένα ενημερωτικό δελτίο, δωρεάν, προτού επενδύσουν έτσι ώστε αφού το διαβάσουν προσεκτικά να μπορούν να αξιολογήσουν προσεκτικά τους στόχους, τους κινδύνους, τα τέλη και τα έξοδα του Α.Κ. και να βεβαιωθούν ότι το Α.Κ. λειτουργεί σύμφωνα με τις δικές τους ανάγκες, επενδυτικούς στόχους και ανοχή για τον κίνδυνο.

Συγκεκριμένα, το ενημερωτικό δελτίο

- περιλαμβάνει πληροφορίες σχετικά με τους στόχους και τις πρακτικές του διαχειριστή του ταμείου,
- αναφέρει τα ελάχιστα ποσά επένδυσης και τον ελάχιστο χρόνο διακράτησης,
- περιγράφει το είδος των τίτλων που κατέχει το Αμοιβαίο Κεφάλαιο,
- αναφέρει το είδος των συναλλαγών που κάνει το Α.Κ. και πόσο συχνά αυτές γίνονται
- ενημερώνει για τα έξοδα και τις προμήθειες που χρεώνει κατά τις αγορές ή τις εξαγορές των μεριδίων και τυχόν τέλη για την επανεπένδυση και τις διάφορες άλλες συναλλαγές που μπορεί να χρεωθούν
- αναφέρει τα έξοδα διαχείρισης και διανομής (τέλη 12β-1) τα τέλη που καταβάλλονται
- αναφέρει τα βασικά ιστορικά στοιχεία για τις αποδόσεις συνήθως της τελευταίας 10ετίας, τις ακραίες τιμές των μεριδίων, το ιστορικό τυχόν συγχωνεύσεων, κλπ.

Κάθε χρόνο το κάθε Α.Κ. δημοσιεύει την ετήσια έκθεση του, η οποία υπογράφεται από διαπιστευμένους ορκωτούς λογιστές. Στην έκθεση αυτή, περιλαμβάνονται η τρέχουσα κατάσταση χρηματοοικονομικής θέσης(ο ετήσιος ισολογισμός), η

κατάσταση με την εξέλιξη των καθαρών περιουσιακών στοιχείων της περιόδου , και όσες πληροφορίες αφορούν το Α.Κ. και θεωρούνται σημαντικές. Οι ορκωτοί λογιστές που υπογράφουν εκφράζουν τη τελική εκτίμηση τους για τα αποτελέσματα βάσει γνώσης των ελεγκτικών τεκμηρίων που τους έχουν δοθεί.

Η ετήσια έκθεση του Α.Κ. βρίσκεται στη διάθεση των ενδιαφερομένων επενδυτών και αποτελεί συμπλήρωμα του φυλλαδίου πληροφόρησης που διατίθεται.

2.4 Το φορολογικό πλαίσιο

Ενώ τα κέρδη από τη ρευστοποίηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι αφορολόγητα, τα ίδια τα Αμοιβαία Κεφάλαια επιβαρύνονται με φόρο επί του ενεργητικού τους και αυτός ο φόρος επηρεάζει τελικά την καθαρή αξία των μεριδίων, άρα και το ποσό της ρευστοποίησης που αναλογεί στους μεριδιούχους.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια υπόκεινται σε φορολόγηση σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 103 του Ν.4099/2012, όπως αυτές τροποποιήθηκαν με βάση το άρθρο 48 του Ν. 4389/2016 και τέθηκαν σε ισχύ από 01.06.2016 (Άρθρο 49, Ν. 4389/2016). Συγκεκριμένα, ισχύουν τα κάτωθι:

Η πράξη σύστασης Αμοιβαίου Κεφαλαίου, η εισφορά κεφαλαίου σε Αμοιβαίο Κεφάλαιο η διάθεση και η εξαγορά των μεριδίων απαλλάσσονται από κάθε φόρο, τέλος, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, δικαίωμα ή οποιαδήποτε άλλη επιβάρυνση υπέρ του Δημοσίου, νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου και γενικώς τρίτων, εξαιρουμένων των τελών και εισφορών προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Όλες αυτές οι κατηγορίες θεωρούνται ότι είναι μερίσματα για τα οποία έχουν εφαρμογή οι ειδικότερες διατάξεις της παραγράφου 5 του άρθρου 103 του ν.4099/2012, οι οποίες δεν έχουν καταργηθεί με το ν.4172/2013 και με τις οποίες ορίζεται ότι αυτά απαλλάσσονται από το φόρο εισοδήματος. (βλ. την πολ. 1042/26-1-2015)

Ως προς το Φ.Π.Α. εφαρμόζονται οι διατάξεις του Κώδικα Φ.Π.Α. (Ν. 2859/2000)

Η ΑΕΔΑΚ οφείλει για κάθε Αμοιβαίο Κεφάλαιο που διακινεί να καταβάλλει φόρο, ο οποίος υπολογίζεται καθημερινά βάσει του εξαμηνιαίου μέσου όρου του καθαρού ενεργητικού του Α.Κ. Με την καταβολή του φόρου εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και των μεριδιούχων του.

Ο οφειλόμενος φόρος κάθε εξαμήνου δεν μπορεί να είναι μικρότερος:

- του 0,025% του εξαμηνιαίου μέσου όρου του καθαρού ενεργητικού προκειμένου για ΟΣΕΚΑ χρηματαγοράς,
- του 0,175% του εξαμηνιαίου μέσου όρου του καθαρού ενεργητικού προκειμένου για ομολογιακούς ΟΣΕΚΑ,
- του 0,25% του εξαμηνιαίου μέσου όρου του καθαρού ενεργητικού προκειμένου για μικτούς ΟΣΕΚΑ
- του 0,375% του εξαμηνιαίου μέσου όρου του καθαρού ενεργητικού προκειμένου για μετοχικούς και λοιπούς ΟΣΕΚΑ

Ο φόρος αποδίδεται στην αρμόδια Δημόσια Οικονομική Υπηρεσία με δήλωση που υποβάλλεται μέσα στο πρώτο δεκαπενθήμερο των μηνών Ιουλίου και Ιανουαρίου του επόμενου εξαμήνου από τον υπολογισμό του. Σε περίπτωση μεταβολής του Επιτοκίου Αναφοράς ή της κατάταξης του ΟΣΕΚΑ, η προκύπτουσα νέα βάση υπολογισμού του φόρου ισχύει από την πρώτη ημέρα του επόμενου της μεταβολής μήνα.

Από τον φόρο που οφείλεται με βάση τη δήλωση της παραγράφου 3 του παρόντος, εκπίπτουν τα ακόλουθα ποσά

- τυχόν φόρος που αποδεδειγμένα καταβλήθηκε στην αλλοδαπή
- τυχόν φόρος που αναλογεί, σύμφωνα με την παράγραφο 2, και έχει καταβληθεί από άλλους ΟΣΕΚΑ ή άλλους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων στα μερίδια των οποίων έχει επενδύσει το Αμοιβαίο Κεφάλαιο.
- τυχόν πιστωτικό υπόλοιπο εκ των ανωτέρω περιπτώσεων, μεταφέρεται για έκπτωση εκ του φόρου που οφείλεται με τις επόμενες δηλώσεις.

Οι διατάξεις του Ν. 4173/2013 εφαρμόζονται ανάλογα και για τον φόρο που οφείλεται με βάση τις διατάξεις του άρθρου αυτού.

Βάσει των διατάξεων της ΠΟΛ. 1074/07.06.2016 τυχόν πιστωτικό υπόλοιπο φόρου που είχε σχηματιστεί, μέχρι την έναρξη ισχύος του Ν. 4389/2016 με βάση τις διατάξεις της παραγράφου 4 του άρθρου 103, όπως ίσχυαν πριν την τροποποίησή τους με το άρθρο 48 του Ν. 4389/2016, μεταφέρεται για έκπτωση εκ του φόρου ενεργητικού που οφείλεται με τις επόμενες δηλώσεις (Κοτέλη 2014)

Κεφάλαιο 3^ο

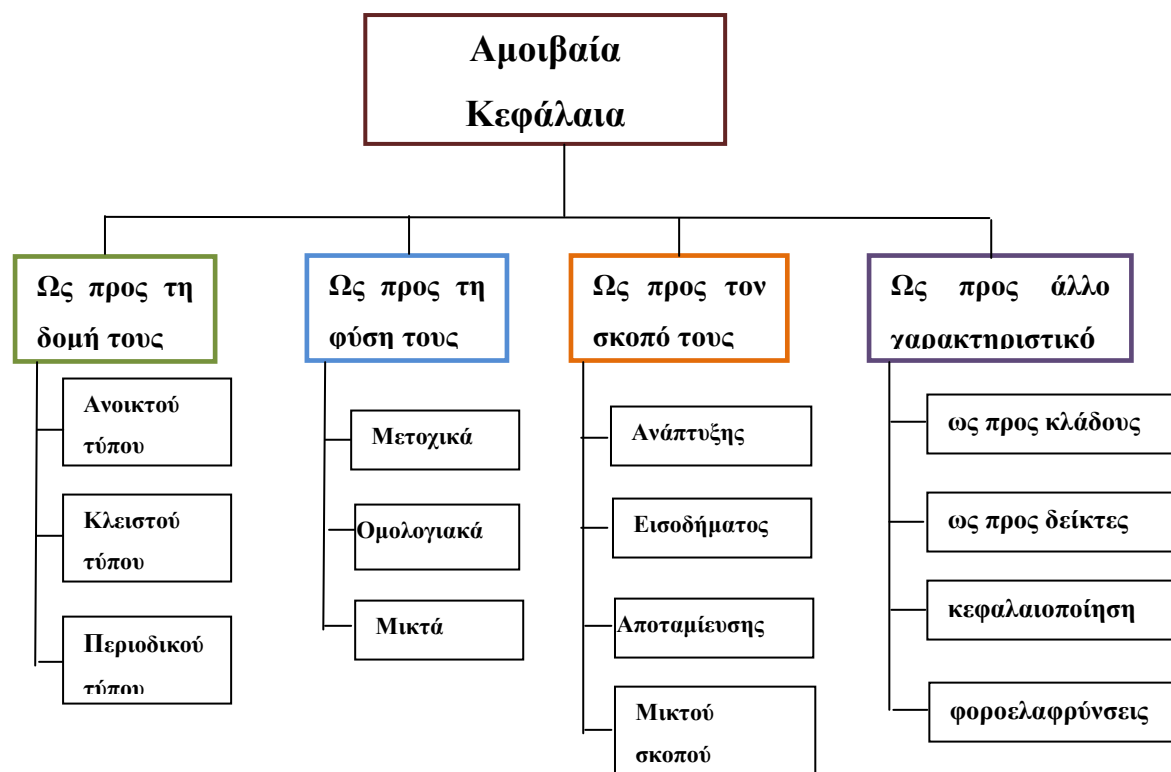
Οι διάφοροι τύποι Αμοιβαίων Κεφαλαίων

3.1 Οι διάφορες κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός αμοιβαίων κεφαλαίων ώστε ο κάθε επενδυτής να μπορεί να επιλέξει το είδος εκείνο του Αμοιβαίου Κεφαλαίου που του ταιριάζει καλύτερα. Πολλά από αυτά είναι παρόμοια μεταξύ τους ή διαφέρουν ελάχιστα το ένα από το άλλο αλλά κάποια άλλα έχουν τελείως διαφορετικά χαρακτηριστικά που αποδίδονται στον τρόπο της δημιουργίας τους.

Ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο μπορεί να οριστεί βάσει του τύπου του χαρτοφυλακίου που το απαρτίζει, το μέγεθος των συμμετοχών του (ή της κεφαλαιοποίησης της αγοράς), της γεωγραφικής αγοράς στην οποία απευθύνεται, του τρόπου διαχείρισης του και του υποκειμένου επενδυτικού του στυλ. Μια ενδεικτική ταξινόμηση των Α.Κ. είναι:

Εικόνα 3.1 οι διάφορες κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων



(πηγή: www.klaqqarwal.com)

Κάθε Αμοιβαίο Κεφάλαιο μπορεί να κατηγοριοποιηθεί σε διαφορετικές ομάδες ανάλογα με το κύριο χαρακτηριστικό που επιλέγουμε για να το καθορίσουμε. Για παράδειγμα ένα μετοχικό Α.Κ. μπορεί να είναι ένα Α.Κ. ενεργητικής διαχείρισης και Α.Κ. εταιρειών μεγάλης κεφαλαιοποίησης. Για το λόγο αυτό η ταξινόμηση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων μπορεί να γίνει σε διαφορετικά σχήματα, κάποια από τα οποία παρατίθενται στα παραρτήματα Γ1 και Γ2.

3.2 Τα Α.Κ. ενεργητικής ή παθητικής διαχείρισης

Μια σημαντική διαφορά στα Αμοιβαία Κεφάλαια είναι ο τρόπος με τον οποίο γίνονται οι επιλογές για τη δημιουργία του χαρτοφυλακίου τους. **Ένα Α.Κ. με ενεργή διαχείριση** υποδηλώνει ότι υπάρχει ένας ή και ομάδα διαχειριστής χαρτοφυλακίου που διερευνά και αξιολογεί ενεργά τρέχουσες και νέες συμμετοχές αναπροσαρμόζοντας ανάλογα το χαρτοφυλάκιο του αμοιβαίου κεφαλαίου. Οι αποφάσεις λαμβάνονται πάντοτε με βάση την έρευνα και την ανάλυση του διαχειριστή.

Ένα Α.Κ. που έχει παθητική διαχείριση ρυθμίζεται ώστε να αντιστοιχεί στην απόδοση μιας συνολικής αγοράς, ενός συγκεκριμένου κλάδου ή ενός δείκτη αναφοράς. Στη περίπτωση αυτή, αντί της προσωπικής έρευνας, οι παθητικοί διαχειριστές κεφαλαίων βασίζονται σε αναλύσεις βάσει μοντέλων υπολογιστών που επιλέγουν τις συμμετοχές κρατώντας τις ίδιες αναλογίες με το δείκτη αναφοράς τον οποίο προσπαθεί να ακολουθήσει το Α.Κ.

Η ενεργή διαχείριση έχει το πλεονέκτημα ότι μπορεί να βοηθήσει τους επενδυτές να επωφεληθούν περισσότερο από τις αναποτελεσματικότητες της αγοράς που ενδέχεται να μην είναι άμεσα εμφανείς ή, να μην είναι εύκολο να παρακολουθήσει ένα παθητικό στυλ διαχείρισης. Για παράδειγμα, ένα εξαιρετικό στυλ διαχείρισης μιας εταιρείας δεν μπορεί να μετρηθεί ποσοτικά, ενώ, αντίστοιχα μια εταιρεία μπορεί να φαίνεται καλή στα βασικά μεγέθη της, αλλά να υπάρχει μια εικόνα χάους ή έλλειψης αξιοπιστίας που μπορεί να πείσει έναν διαχειριστή χαρτοφυλακίου που ασχολείται ότι η τοποθέτηση στην εταιρεία αυτή δεν είναι μια καλή επένδυση.

Οι διαχειριστές των χαρτοφυλακίων για τα διάφορα Α.Κ. ενδέχεται να έχουν διαφορετικές στρατηγικές επενδύσεων ή να χρησιμοποιούν διαφορετικούς τρόπους προσέγγισης για την επίτευξη των επενδυτικών στόχων για κάθε Αμοιβαίο Κεφάλαιο. Επιλέγοντας παράλληλα διαφορετικούς τύπους επενδύσεων, μπορεί κάποιος να διαφοροποιήσει τη τελική επιλογή του κάτι που μπορεί στη πραγματικότητα να βοηθήσει σε μείωση του επενδυτικού κινδύνου. Εν γένει, υπάρχουν 4 τρόποι προσέγγισης για να κάνει ένας διαχειριστής την επιλογή του.

Η προσέγγιση από πάνω προς τα κάτω. Σε αυτή τη περίπτωση ο διαχειριστής εξετάζει τη μεγάλη οικονομική εικόνα και στη συνέχεια βρίσκει κλάδους ή χώρες που δείχνουν να είναι ελκυστικές και επενδύουν σε συγκεκριμένες εταιρείες μέσα στον επιλεγμένο κλάδο ή χώρα.

Η προσέγγιση από κάτω προς τα πάνω. Ο διαχειριστής, σε αυτή τη περίπτωση, εστιάζει στην επιλογή συγκεκριμένων εταιρειών που έχουν καλά αποτελέσματα και παρουσιάζουν δυναμική, ανεξάρτητα από τις προοπτικές για τον κλάδο τους ή την οικονομία της χώρας.

Ένας συνδυασμός προσέγγισης από πάνω προς τη βάση και από τη βάση προς τα επάνω. Στη περίπτωση αυτή ένας διαχειριστής χαρτοφυλακίου μπορεί να αποφασίσει ποιες χώρες θα προτιμήσει βάσει μιας ανάλυσης από την κορυφή προς τη βάση, αλλά θα χτίσει το χαρτοφυλάκιο των μετοχών σε κάθε χώρα βάσει ανάλυσης από κάτω προς τα πάνω.

Με τη βοήθεια της τεχνική ανάλυσης. Ο διαχειριστής προσπαθεί να προβλέψει την κατεύθυνση των τιμών των επενδύσεων μελετώντας τα ιστορικά στοιχεία της αγοράς και του κλάδου.

3.3 Τα Α.Κ. βάσει τη μορφή του χαρτοφυλακίου τους

Οι διαχειριστές των Αμοιβαίων Κεφαλαίων δραστηριοποιούνται για την επίτευξη ενός συγκεκριμένου επενδυτικού στόχου για το συγκεκριμένο Α.Κ., εστιάζοντας σε συγκεκριμένους τύπους συμμετοχών στο χαρτοφυλάκιο. Υπάρχουν τρεις βασικοί τύποι χαρτοφυλακίων των αμοιβαίων κεφαλαίων:

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια που επενδύουν σε μετοχές εταιρειών, που είναι **τα μετοχικά Α.Κ.** Τα περισσότερα μετοχικά Α.Κ. επιλέγουν μια συγκεκριμένη γεωγραφική περιοχή και κατηγορία κεφαλαιοποίησης για την επίτευξη των επενδυτικών τους στόχων. Υπάρχουν όμως και τα μετοχικά Α.Κ. που επενδύουν σε μετοχές εταιρειών που παρουσιάζουν ανάπτυξη (οι οποίες συνήθως δεν καταβάλλουν μερίσματα), Α.Κ. που επενδύουν σε μετοχές εταιρειών που πληρώνουν μεγάλα μερίσματα, Α.Κ. που επενδύουν σε μετοχές εταιρειών με υψηλή/ μέση/ μικρή κεφαλαιοποίηση ή ακόμη και σε συνδυασμούς αυτών. Τα μετοχικά Α.Κ. συνήθως συνεπάγονται υψηλότερους κινδύνους. Ταιριάζουν γενικά καλύτερα σε μακροπρόθεσμους επενδυτές που έχοντας επενδύσει μακροπρόθεσμα μπορούν να ξεπεράσουν τυχόν παροδικές διακυμάνσεις της αγοράς.

Τα **ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια** που εκδίδονται είτε από διάφορες χώρες που αναζητούν ξένα κεφάλαια ή από άλλους οργανισμούς ή εταιρείες που επιθυμούν να δανειστούν χρήματα από τους διάφορους επενδυτές. Τα ομόλογα παρουσιάζουν συνήθως μικρότερη αστάθεια από τις μετοχές και απευθύνονται σε άτομα που αναζητούν επενδύσεις που παρουσιάζουν μικρότερες διακυμάνσεις.

Τα **Αμοιβαία Κεφάλαια χρηματαγορών** που επενδύουν σε βραχυπρόθεσμες οφειλές όπως τα γραμμάτια του Δημοσίου, τα πιστοποιητικά καταθέσεων τα εμπορικά χρεόγραφα και συνάλλαγμα. Ένα Α.Κ. χρηματαγοράς έχει ως στόχο να διατηρήσει την αξία του επενδυμένου κεφαλαίου και να έχει μια απόδοση τουλάχιστον ίδια με τις αποδόσεις των επιτοκίων καταθέσεων και των άλλων μέσων της χρηματαγοράς σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα. Έχει τον χαμηλότερο κίνδυνο από όλους τους τύπους Αμοιβαίων Κεφαλαίων και, προφανώς, και τη χαμηλότερη απόδοση.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια Διαθεσίμων. Ένα αμοιβαίο κεφάλαιο Διαθεσίμων, συχνά αναφερόμενο και ως «ταμείο χρηματαγοράς», είναι μια επένδυση χαμηλού κινδύνου με στόχο την απόκτηση επενδυτικού ενδιαφέροντος, **ενώ παράλληλα παρέχει ρευστότητα.** Για το λόγο αυτό η κατηγορία των Α.Κ. Διαθεσίμων είναι η κατηγορία που έχει τις μικρότερες πάντοτε μεταβολές στο ενεργητικό της καθώς δεν υπάρχουν αποσύρσεις σε περιόδους οικονομικών αναταραχών.

Τα Α.Κ. Διαθεσίμων μπορούν να κατηγοριοποιηθούν, ανάλογα με το πού επενδύουν, σε τρεις ομάδες: Prime, Government και Tax-free. Τα κεφάλαια της κύριας χρηματαγοράς επενδύουν συνήθως σε βραχυπρόθεσμους χρεωστικούς τίτλους

επιχειρήσεων και τραπεζών. Τα κρατικά ταμεία χρηματαγοράς έχουν επενδύσει τουλάχιστον 99,5% σε κυβερνητικούς τίτλους, καθιστώντας τις εξαιρετικά ασφαλείς επενδύσεις. Τέλος, τα μη φορολογούμενα αμοιβαία κεφάλαια της αγοράς χρήματος (θεσμός που ευδοκimei στο εξωτερικό) επενδύουν κυρίως σε χρεωστικούς τίτλους που εκδίδονται από δήμους ή άλλες οντότητες των οποίων τα έσοδα είναι ομοσπονδιακά απαλλαγμένα από φόρους.

Τα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς μπορούν να είναι αποτελεσματικές προσθήκες σε χαρτοφυλάκια επενδύσεων που χρειάζονται υψηλή ρευστότητα με χαμηλή ανοχή για ζημιές. Η ρευστότητα αναφέρεται απλά στο πόσο εύκολο είναι να μετατρέψει την επένδυση σε μετρητά.

Τα αμοιβαία κεφάλαια Διαθεσίμων προσφέρουν υψηλή ρευστότητα σε σύγκριση με άλλα Α.Κ. χρηματαγοράς με παρόμοιες αναμενόμενες αποδόσεις, όπως τα CD και τα κρατικά ομόλογα, ενώ εξακολουθούν να είναι Α.Κ. σχετικά χαμηλού κινδύνου. Συνήθως πρέπει Ο επενδυτής να διατηρεί ένα CD μέχρι την πλήρη λήξη του για να αποφύγει την καταβολή ποινής πρόωρης απόσυρσης. Τα έντοκα γραμμάτια έχουν επίσης συγκεκριμένες ημερομηνίες λήξης. Ωστόσο, τα αμοιβαία κεφάλαια Διαθεσίμων δεν έχουν καθορισμένη διάρκεια ζωής και μπορούν να ρευστοποιηθούν κατά απαίτηση όταν χρειάζονται τα μετρητά.

Αυτό κάνει αμοιβαία κεφάλαια χρηματαγοράς καλό μέρος για να κρατήσει μετρητά και να κερδίσει κάποιο οικονομικό όφελος κάτι που χρειάζεται ιδιαίτερα όταν είναι προγραμματισμένη μια επερχόμενη μεγάλη αγορά και χρειάζεται να έχει κάποιος άμεσα διαθέσιμα μετρητά, εξ' ου και η ονομασία.

Τα **μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια** αυτά επενδύουν σε ένα μείγμα μετοχών και τίτλων σταθερού εισοδήματος. Προσπαθούν να εξισορροπήσουν τον στόχο της επίτευξης υψηλότερων αποδόσεων έναντι του κινδύνου απώλειας χρημάτων. Τείνουν επομένως να παρουσιάζουν μεγαλύτερο κίνδυνο από τα κεφάλαια σταθερού εισοδήματος, αλλά λιγότερους κινδύνους από τα καθαρά μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια. Τα περισσότερα από αυτά τα κεφάλαια ακολουθούν μια φόρμουλα για να χωρίσουν χρήματα μεταξύ των διαφόρων τύπων επενδύσεων. Τα επιθετικά μικτά Α.Κ. κατέχουν περισσότερες μετοχές και λιγότερα ομόλογα, ενώ τα συντηρητικά έχουν στο χαρτοφυλάκιο τους λιγότερες μετοχές σε σχέση με τα ομόλογα.

3.4 Τα Α.Κ. βάσει του τρόπου επένδυσης

Κάθε εταιρεία αμοιβαίων κεφαλαίων δημιουργεί ένα Α.Κ. που έχει ένα συγκεκριμένο επενδυτικό στόχο ή "στυλ", που συχνά αναφέρεται στο ίδιο το όνομα του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Ο επενδυτικός τρόπος ενός Α.Κ. μπορεί να είναι σημαντικός για την επίτευξη συγκεκριμένων στόχων για κάποιον που ακολουθεί μια προσωπική επενδυτική στρατηγική επιλέγοντας μια συγκεκριμένη κατηγορία επενδυτικών στόχων. Ενδεικτικά κάποιες περιπτώσεις ειδικού στυλ Α.Κ. είναι :

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια ανάπτυξης που επικεντρώνονται σε εταιρείες με σημαντικά κέρδη ή που παρουσιάζουν μια δυναμική ανάπτυξης εσόδων.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια αξίας επενδύουν σε εταιρείες που θεωρούνται για κάποιους λόγους και συγκυριακά υποτιμημένες.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια που επενδύουν σε νεοφυείς εταιρείες

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια Blend που επενδύουν σε ένα μείγμα εταιρειών μελλοντικής ανάπτυξης και αξίας.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια σταθερού εισοδήματος που αγοράζουν προϊόντα που καταβάλλουν σταθερό επιτόκιο, όπως τα κρατικά ομόλογα, τα εταιρικά ομόλογα επενδυτικής ποιότητας και τα εταιρικά ομόλογα υψηλών αποδόσεων. Στόχος τους είναι να έχουν τα χρήματα που εισέρχονται στο ταμείο σε τακτική βάση, κυρίως μέσω του επιτοκίου που καταβάλλεται. Τα Α.Κ. με μεγάλη αναλογία εταιρικών ομολόγων υψηλής απόδοσης παρουσιάζουν γενικά, περισσότερους κινδύνους από τα Α.Κ. που έχουν επενδύσει σε κρατικά και επενδυτικά ομόλογα.

3.5 Τα Αμοιβαία ανοικτού και κλειστού τύπου

Πολλές φορές αυτές οι κατηγορίες αμοιβαίων ονομάζονται και Α.Κ. κλειστής ή, αντίστοιχα μεταβλητής κεφαλαιουχικής βάσης.

Τα **Α.Κ. ανοικτού τύπου** είναι τα αμοιβαία εκείνα στα οποία τα μερίδια είναι διαθέσιμα για εγγραφή καθ' όλη τη διάρκεια του έτους και δεν έχουν καθορισμένη περίοδο λήξης. Το συνολικό κεφάλαιο σε αυτού του τύπου τα αμοιβαία αποτελείται

από ένα αριθμό μεριδίων ίσης αξίας μεταξύ τους. Η αξία αυτών των μεριδίων αλλάζει ανάλογα με τις μεταβολές στην αξία του καθαρού ενεργητικού και επομένως αυτά μπορούν να αγοραστούν ή να πωληθούν εύκολα σε τιμές που καθορίζονται από την αξία του καθαρού ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε κάθε χρονική στιγμή. Όταν μπαίνουν νέοι επενδυτές η αξία του ενεργητικού μεγαλώνει, καθώς εισέρχονται νέα κεφάλαια και αυξάνει ο αριθμός των μεριδίων, καθώς εκδίδονται νέα μερίδια. Αντίθετα, όταν κάποιοι επενδυτές αποχωρούν, τα μερίδια τους εξαργυρώνονται, και το κεφάλαιο του αμοιβαίου μειώνεται. Με τη μέθοδο αυτή πάντα η αξία των μεριδίων παραμένει ανάλογη με την αξία του κεφαλαίου του ΟΣΕ (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς). Τα μερίδια ενός Α.Κ. ανοικτού τύπου είναι ονομαστικά και η εταιρεία που τα διαχειρίζεται δεν μπορεί να διαχειρίζεται περιουσιακά στοιχεία τρίτων.

Τα **Α.Κ. κλειστού τύπου** είναι τα αμοιβαία εκείνα που έχουν προκαθορισμένο κεφάλαιο και επομένως ένα συγκεκριμένο σταθερό αριθμό μεριδίων που προσφέρονται από μια επενδυτική εταιρεία στο επενδυτικό κοινό μέσω μιας αρχικής δημόσιας προσφοράς. Τα μερίδια αυτά έχουν προκαθορισμένη περίοδο λήξης και η διάρκεια τους δεν μπορεί να υπερβαίνει τα είκοσι (20) χρόνια. Στη συνέχεια, για τους κατόχους μεριδίων σε Α.Κ. κλειστού τύπου υπάρχει η δυνατότητα απευθείας διάθεσης των μεριδίων που κατέχουν είτε μέσω της πώλησής τους σε μια οργανωμένη αγορά ή μέσω της ίδιας της εταιρείας διαχείρισης του Α.Κ. μέσω του συστήματος περιοδικής επαναγοράς.

Όπως φαίνεται και από τους ορισμούς που έχουν δοθεί οι πρωταρχικές διαφορές μεταξύ αμοιβαίων κεφαλαίων κλειστού τύπου και αμοιβαίων κεφαλαίων ανοικτού τύπου αφορούν λιγότερο τον τρόπο με τον οποίο είναι δομημένα και περισσότερο το πώς αγοράζονται και πωλούνται από τους επενδυτές.

Όταν ένας επενδυτής αγοράζει/πουλάει μερίδια ενός Α.Κ. ανοικτού τύπου, ο αντισυμβαλλόμενος, εκείνος από τον οποίο αγοράζει τα μερίδια είναι πάντα η ίδια η εταιρεία αμοιβαίων κεφαλαίων. Θα αγοράσει ή θα πουλήσει μερίδια στην καθαρή αξία ενεργητικού τους (NAV) κατά το τέλος της ημέρας. Όσον αφορά τα Α.Κ. κλειστού τύπου, από την άλλη πλευρά, ο αντισυμβαλλόμενος δεν είναι πλέον η ίδια η εταιρεία κεφαλαίων, αλλά άλλοι επενδυτές που αγοράζουν ή πωλούν μερίδια κατά τη διάρκεια της ημέρας, είτε άμεσα είτε, όπως είναι και το πιο συνηθισμένο, μέσω χρηματιστηρίου (Steenwyk, 2015).

Όμως υπάρχει και μια διαφορά που αφορά τον τρόπο με τον οποίο γίνεται η διαπραγμάτευση τους. Για τα Α.Κ. ανοικτού τύπου η τιμή του μεριδίου καθορίζεται μια φορά την ημέρα στη καθαρή αξία του ενεργητικού τους, ενώ για τα Α.Κ. κλειστού τύπου οι τιμές των μεριδίων είναι διαπραγματεύσιμες στο Χρηματιστήριο και έχουν μεταβολές στη διάρκεια της ημέρας, όπως και οι τιμές των απλών μετοχών (Κορμπή, 2017).

Τα Α.Κ. περιοδικού τύπου είναι κάποια ευέλικτα Α.Κ. που διαθέτουν ταυτόχρονα χαρακτηριστικά Α.Κ. τόσο ανοικτού όσο και κλειστού τύπου. Ένα Α.Κ. περιοδικού τύπου είναι ένας τύπος αμοιβαίων κεφαλαίων, των οποίων τα μερίδια μπορούν να αγοραστούν και να εξαγοραστούν μόνο σε χρονικά διαστήματα που καθορίζονται από το ίδιο το Α.Κ. Αυτά τα χρονικά διαστήματα μπορούν να είναι μηνιαία, τριμηνιαία, εξαμηνιαία ή ετήσια. Έτσι, μπορεί να θεωρηθεί ότι ένα αμοιβαίο κεφάλαιο περιοδικού τύπου αντιπροσωπεύει ένα συνδυασμό αμοιβαίων κεφαλαίων ανοικτού και κλειστού τύπου από πλευράς συμμετοχής και εξαργύρωσης. Τα Α.Κ. αυτού του τύπου δεν είναι ευέλικτα και ως εκ τούτου δεν βοηθάνε πολύ σε περίπτωση έκτακτης ανάγκης καθώς είναι εντελώς μη ρευστοποιήσιμα εφόσον δεν υπάρχουν δευτερογενείς αγορές όπου μπορούν να εξαργυρωθούν. Ακόμη και αν ένας επενδυτής είναι έτοιμος να πληρώσει το κόστος εξόδου, δεν μπορεί να βγει πριν ή μετά τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Πολύ λίγα συστήματα αμοιβαίων κεφαλαίων ξεκινούν ως Α.Κ. περιοδικού τύπου καθώς τα έξοδα διαχείρισης τους είναι υψηλότερα και τα πλεονεκτήματα στις αποδόσεις τους αμφιλεγόμενα (Thune, 2019).

3.6 Τα Α.Κ. βάσει του γεωγραφικού προορισμού

Διακρίνουμε τα αμοιβαία κεφάλαια εσωτερικού και εξωτερικού. Ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο χαρακτηρίζεται ως **Α.Κ. εσωτερικού** όταν τουλάχιστον το 65% του ενεργητικού του επενδύεται σε χρηματοοικονομικά προϊόντα που εκδίδονται από θεσμικά όργανα που έχουν την έδρα τους στην Ελλάδα. Αντίθετα, σε **ένα Α.Κ. εξωτερικού**, τουλάχιστον το 65% του ενεργητικού του επενδύεται σε χρηματοοικονομικά προϊόντα που εκδίδονται από θεσμικά όργανα που έχουν την έδρα τους εκτός Ελλάδος (Κορμπή, 2017).

Υπάρχουν ακόμη και τα Αμοιβαία Κεφάλαια που επενδύουν σε αγορές μόνο έξω από την Ελλάδα. Πρόκειται για τα Διεθνή Αμοιβαία Κεφάλαια που ακολουθούν ανάλογες στρατηγικές είτε για μια μόνο χώρα ή έχουν περισσότερες επιλογές για τοποθετήσεις σε όλες τις χώρες

3.7 Τα Αμοιβαία Κεφάλαια τύπου Hedge Funds

Με τον όρο Hedge Fund περιγράφεται ένα επενδυτικό σχήμα , χωρίς μεγάλες δεσμεύσεις από τους κανονισμούς του και χωρίς κανονιστικούς περιορισμούς, που μπορεί να χρησιμοποιήσει διάφορες επενδυτικές τεχνικές και μπορεί να επενδύσει σε μια πολύ μεγάλη ποικιλία περιουσιακών στοιχείων για να παράγει σε ένα καθορισμένο επίπεδο κινδύνου υψηλότερες αποδόσεις σε σύγκριση με τις συμβατικές επενδύσεις.

Τα χαρακτηριστικά ενός Hedge Fund είναι επομένως :

- Η μειωμένη ρυθμιστική εποπτεία καθώς δεν είναι υποχρεωτική η εγγραφή του σε κάποια από τις χρηματιστηριακές αρχές
- Τα HedgeFunds έχουν ιδιωτικό χαρακτήρα
- Συχνά ασκούν πιο επιθετικές επενδυτικές στρατηγικές
- Αξιολογούνται με βάση τις τιμές των απόλυτων αποδόσεων (absolutereturns) τους, δεν ακολουθούν δηλαδή ένα δείκτη αλλά προσπαθούν να μεγιστοποιήσουν την απόδοση τους όποια και να είναι η τάση της αγοράς (άνοδος ή πτώση).
- Επιτρέπονται οι ανοικτές πωλήσεις (shortselling). Με τον όρο «ανοικτή πώληση» εννοείται η πώληση δανεικών και όχι ιδιοκτητών μετοχών. Τα HedgeFunds συγκαταλέγονται στους πιο δραστήριους πωλητές τύπου short και χρησιμοποιούν συχνά βραχυπρόθεσμες θέσεις σε επιλεγμένα εμπορεύματα ή κλάδους για να αντισταθμίσουν τις long θέσεις που έχουν σε άλλες αξίες.
- Έχουν μεγαλύτερη επενδυτική ευελιξία
- Επιτρέπονται οι αμοιβές των διαχειριστών των HedgeFunds βάσει αποδόσεων (συνήθως το 20-50% των καθαρών κερδών), ενώ όπως σε όλα τα αμοιβαία υπάρχει και η αμοιβή διαχείρισης που είναι 1-2%.

- Υπάρχουν φορολογικά οφέλη, ανάλογα με τη δομή του αμοιβαίου.

Τα αμοιβαία αντισταθμιστικά αμοιβαία κεφάλαια κινδύνου είναι τόσο διαφορετικά όσο και οι διαχειριστές τους. Μπορούν να επενδύσουν ή εμπορεύονται διάφορα χρηματοπιστωτικά προϊόντα, συμπεριλαμβανομένων των μετοχών, των ομολόγων, των νομισμάτων, συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης, δικαιωμάτων προαίρεσης, άλλων τύπων παράγωγα και φυσικά προϊόντα.

Οι περισσότερες επενδυτικές στρατηγικές των Hedge Funds έχουν ως στόχο να επιτευχθεί μια θετική απόδοση ανεξάρτητα από την άνοδο ή πτώση των αγορών. Οι στρατηγικές των αμοιβαίων κεφαλαίων κινδύνου αποτελούν, μαζί με την ικανότητα του διαχειριστή του Hedge Fund να παράγει αποδόσεις για τους επενδυτές του, τον ακρογωνιαίο λίθο της επιτυχίας που αυτά έχουν στο χρηματιστηριακό τομέα. Τα αμοιβαία κεφάλαια κινδύνου είναι κερδοσκοπικά επενδυτικά μέσα σχεδιασμένα να εκμεταλλεύονται στο απώτατο σημείο κάθε ιδιαίτερη πληροφορία που κατέχουν οι διαχειριστές τους (Connor & Lasarte, 2004). Οι Fung και Hsieh (1997) ταξινομούν τη στρατηγική του κάθε hedge fund σύμφωνα με τις δύο παραμέτρους "Στυλ" και "Τοποθεσία". Εδώ, η έννοια του "Στυλ" αναφέρεται, στον τύπο θέσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου που επιλέγει ο διαχειριστής, όπως επιλογές short και long, στοίχημα σε συγκεκριμένο τύπο οικονομικής οντότητας ή την επιλογή μιας ουδέτερης αγοράς. Η παράμετρος "Τοποθεσία" αναφέρεται στη κατηγορία επενδύσεων όπου δραστηριοποιείται το κάθε hedge fund. Για παράδειγμα, αν πρόκειται για επενδύσεις σε σταθερό εισόδημα, σε μετοχές ή σε νομίσματα.

3.8 Τα Αμοιβαία Κεφάλαια που επενδύουν σε άλλα Α.Κ.

Ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο τύπου Fund of Funds (FoF), όπως υποδηλώνει και το όνομα, είναι ένας τύπος αμοιβαίων κεφαλαίων που επενδύει σε άλλους τύπους αμοιβαίων κεφαλαίων με τον ίδιο τρόπο που τα άλλα Α.Κ. επενδύουν σε μετοχές ή ομόλογα. Με τον τρόπο αυτό, αξιοποιούν τη διαφοροποίηση που προσφέρει η επένδυση απευθείας σε διάφορα Α.Κ. με διαφορετικά χαρακτηριστικά (Ντόκος, 2018).

Ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο τύπου Fund of Funds μπορεί να είναι εσωτερικού ή και εξωτερικού. Στην περίπτωση ενός στο εξωτερικό, ο διαχειριστής του αμοιβαίου κεφαλαίου επενδύει σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων στο εξωτερικό, αφού διασφαλίσει ότι η επενδυτική φιλοσοφία και το προφίλ κινδύνου του Α.Κ. ταιριάζει με εκείνο της στρατηγικής που έχει το Fund of Funds. Ο κύριος στόχος της στρατηγικής είναι πάντοτε να δημιουργείται πλούτος μακροπρόθεσμα.

Ένα FoF είναι μια καλή επιλογή για τους μικρούς επενδυτές που δεν επιθυμούν να αναλάβουν πολύ μεγάλο κίνδυνο, καθώς η διαφοροποίηση των αμοιβαίων κεφαλαίων συμβάλλει σε κάποιο βαθμό στη μείωση των κινδύνων. Ένα FoF μπορεί επίσης να αποτελέσει μια αποτελεσματική μορφή επένδυσης από τους επενδυτές εκείνους που είναι έτοιμοι να διαθέσουν κάθε μήνα ένα μικρό ποσόν χρημάτων και έχουν ένα επενδυτικό ορίζοντα 5 ετών και άνω, καθώς θα επωφεληθούν στη περίπτωση αυτή από τη διαχείριση της ομάδας στρατηγικής του Α.Κ. (Ντόκος, 2018)

Επιπλέον, η στρατηγική των αμοιβαίων κεφαλαίων τύπου FoF επιτρέπει στους διαχειριστές κεφαλαίων να χρησιμοποιούν διαφορετικές στρατηγικές διαχείρισης (multi-strategy fund), συνδυάζοντας με αυτό τον τρόπο είτε τη δημιουργία θέσεων long/short, το arbitrage των μετατρέψιμων ομολόγων, την επιδίωξη για στρατηγικές αρμπιτράζ συγχωνεύοντας 20 έως 30 διαφορετικά hedge funds, ή μια ενιαία στρατηγική διαχείρισης (ένα μόνο αμοιβαίο κεφάλαιο). Από την άλλη πλευρά, επειδή η στρατηγική είναι πολύ πολύπλοκη απαιτεί ένα πρόσθετο επίπεδο διαχείρισης, και επομένως συνεπάγεται υψηλότερα τέλη.

3.9 (LF) Funds of Funds –ESG focus

Τα τελευταία χρόνια έχει ενσωματωθεί ένας καινούργιος τρόπος επενδυτικής σκέψης και βασίζεται στον σεβασμό στο περιβάλλον, στην κοινωνία, και στην σωστή εταιρική διακυβέρνηση. Αυτός ο θεσμός μπορεί να επιτευχθεί επενδύοντας με ένα διαφορετικό σε επιχειρήσεις που εστιάζουν σε βιώσιμους τρόπους λειτουργίας.

Πάνω σε αυτήν την σκέψη δημιουργήθηκε το Αμοιβαίο κεφάλαιο (LF) Fund of Funds – ESG Focus και είναι ένα καινούργιο επενδυτικό προϊόν το οποίο έχει υιοθετηθεί από τον όμιλο Eurobank και διακρίνεται για την πρωτοποριακή επενδυτική φιλοσοφία που διαθέτει στα χαρακτηριστικά του . Τα βασικότερα κριτήρια του συγκεκριμένου Αμοιβαίου κεφαλαίου βασίζονται στο περιβάλλον στην κοινωνία και στην εταιρική διακυβέρνηση εξού και ο όρος ESG – Περιβαλλοντικών (Environmental), Κοινωνικών (Social) και Εταιρικής Διακυβέρνησης (Governance) παραγόντων. Εξαιτίας της ευαισθησίας του στους συγκεκριμένους θεσμούς, θεωρείται μια αυξανόμενη θετικά επενδυτική επιλογή.

Η καινούργια αυτή επενδυτική φιλοσοφία ESG ωθεί όχι μόνο τους επενδυτές αλλά και τους διαχειριστές των συγκεκριμένων ΑΚ, μαζί με την επενδυτική τους κουλτούρα να επενδύουν τα κεφάλαια τους σε οργανισμούς που δείχνουν έμπρακτα την υπευθυνότητα τους σε τρία βασικά ζητήματα:

1. Υπευθυνότητα και σεβασμός στο περιβάλλον. Ευαισθητοποίηση σε περιβαλλοντικά θέματα όπως είναι η μόλυνση του αέρα, του νερού, και οι κλιματικές αλλαγές.
2. Κοινωνικά και ανθρωπιστικά ζητήματα. Όπως είναι η εξάλειψη της κοινωνικής ανισότητας η διάκριση μεταξύ των δύο φύλων, καταπολέμηση της φτώχειας υγειονομική περίθαλψη και εργασιακή ασφάλιση.
3. Ορθή εταιρική διακυβέρνηση. Αναφέρεται στις σωστές εταιρικές αποφάσεις για την ίση και σωστή αντιμετώπιση όλων στελεχών σε μία εταιρία. Όπως είναι η επιχειρηματική ηθική, οι σωστές απολαβές, οι αποζημιώσεις κτλ.

Η Eurobank asset management εκτός από την υιοθέτηση των κριτηρίων ESG είναι πρώτη στην Ελλάδα που έχει υπογράψει το σύμφωνο «PRI Initiative (Principles for

Responsible Investment) για μία σωστή επιχειρηματική δραστηριότητα και έχει ενσωματώσει όλα τα κριτήρια ESG στην εταιρική της διακυβέρνηση.

Το συγκεκριμένο ΑΚ έχει θεματοφύλακα την Eurobank private bank Luxembourg S.A θεωρείται ένα υπό - αμοιβαίο κεφάλαιο του αμοιβαίου κεφαλαίου (LF) FUNDS OF FUNDS και επενδύει στην βιωσιμότητα. Η επένδυση σε ένα τέτοιου είδους χρηματοοικονομικό προϊόν, ξεφεύγει από τους παραδοσιακούς τρόπους επένδυσης καθώς εστιάζει στην στροφή των επενδυτών σε μια πιο ευαισθητοποιημένη επενδυτική φιλοσοφία. Το υπό-αμοιβαίο κεφάλαιο στοχεύει σε έναν μέσο-μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα και δεν συνίσταται για επενδυτές που θέλουν να επενδύσουν και να ρευστοποιήσουν τα μερίδια τους σε ένα διάστημα μικρότερο των τριών ετών. Επενδύει σε μέσα χρηματαγοράς και μπορεί να ελαχιστοποιήσει τον κίνδυνο της απόδοσης του χρησιμοποιώντας και παράγωγα προϊόντα. Χαρακτηρίζεται από μια επιλογή μέτριου έως υψηλού κινδύνου με επενδυτές που είναι πρόθυμοι να ρισκάρουν και να πετυχούν υψηλότερες αποδόσεις σε σχέση με άλλες πιο ασφαλείς επενδυτικές επιλογές. Έκτος από τους ενδεχομένους κινδύνους όπως είναι η αστάθεια της αγοράς που έχουν τέτοιου είδους επενδύσεις, οι μελλοντικές αποδόσεις είναι δύσκολο να προβλεφτούν καθώς υπάρχουν και πολλοί άλλοι λόγοι που μπορούν να επηρεάσουν την σχέση απόδοσης και κινδύνου, όπως είναι ένας απρόσμενος λειτουργικός κίνδυνος ή οι ασυνήθιστες μεγάλες εξαγορές που μπορεί να προκύψουν. Όταν οι αγορές για επενδύσεις υψηλού κινδύνου είναι θετικές τότε μπορεί να επενδύσει ένα μεγάλο μέρος του ενεργητικού του σε μετοχές , και αντίθετα όταν οι αγορές είναι περισσότερο ευμετάβλητες έχει την ικανότητα να επενδύσει σε πιο ασφαλείς επενδυτικές επιλογές. (www.eurobank.gr)

3.10 Τα Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια (ETFs)

Τα Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια ή Exchange Traded Funds (, όπως αναφέρονται στην ξένη βιβλιογραφία, είναι ένα παθητικό επενδυτικό προϊόν το οποίο έχει εισαχθεί σχετικά πρόσφατα στην παγκόσμια αγορά χρηματοοικονομικών προϊόντων και έχει μεγάλη διάδοση καθώς συνδυάζει τα οφέλη και την ευκολία της επένδυσης σε μετοχές με τα πλεονεκτήματα της επένδυσης αμοιβαίων κεφαλαίων. Για το λόγο αυτό έχουν γίνει αρκετά δημοφιλή, αν και στην Ελλάδα η διάδοση τους είναι ακόμη μικρή. Κάθε ETF παρακολουθεί ένα δείκτη ή ένα κλάδο ή ακόμη και κάποιο, άλλο συγκεκριμένο χρηματοοικονομικό προϊόν, που σημαίνει ότι ο αντικειμενικός σκοπός ενός ETF είναι η αναπαραγωγή της απόδοσης του δείκτη ή του χρηματοοικονομικού προϊόντος που παρακολουθείται. Αποτελούν πιστοποιητικά τίτλων ιδιοκτησίας και αντιπροσωπεύουν το δικαίωμα που έχει κάποιος σε ένα χαρτοφυλάκιο επενδυτικών και χρηματοοικονομικών προϊόντων, όπως μετοχές, ομόλογα, commodities. Κάποια από τα προϊόντα αυτά παρακολουθούνται τοπικά ενώ κάποια άλλα εστιάζουν στην εικόνα που παρουσιάζει ένας κλάδος ή ένα βασικό εμπόρευμα, όπως είναι η περίπτωση των πολύτιμων μετάλλων. Αποτελούν ένα είδος Αμοιβαίων Κεφαλαίων με την διαφορά ότι διαπραγματεύονται σε πραγματικό χρόνο (Ελευθεριάδου, 2014).

Τα ETFs προσομοιάζουν εξαιρετικά με τα Α.Κ. κλειστού τύπου. Όπως και τα μερίδια των αμοιβαίων κεφαλαίων κλειστού τύπου, έτσι και τα μερίδια των ETFs μπορούν να αγοραστούν και να πωληθούν σε χρηματιστήρια, όπως και κάθε άλλος τίτλος. Η κύρια διαφορά είναι ότι τα ETFs δεν υπόκεινται σε ενεργή διαχείριση όπως τα αμοιβαία κλειστού τύπου. Αντί για αυτό, σε ένα χαρτοφυλάκιο του ETF υπάρχει απλά ένα καλάθι τίτλων σχεδιασμένο να αναπαράγει ένα δείκτη με όσο το δυνατόν μεγαλύτερη ακρίβεια (Steenwyk, 2015).

Εκτός από το χαμηλότερο κόστος διαχείρισης ένα μεγάλο πλεονέκτημα των ETFs είναι ότι μπορεί ο επενδυτής να προχωρήσει σε shortselling, να δανεισθεί δηλαδή μερίδια ETFs, και να τα πωλήσει άμεσα, εκτιμώντας ότι στο τέλος του δανεισμού οι τιμές των μεριδίων θα είναι χαμηλότερες.

Τα χαρτοφυλάκια αμοιβαίων κεφαλαίων που ακολουθούν ένα συγκεκριμένο δείκτη προσπαθούν να αναπαράγουν όσο το δυνατόν πιο πιστά τα χαρακτηριστικά του

δείκτη., με αποτέλεσμα, συνήθως να είναι σχεδόν πλήρως επενδυμένα και να κατέχουν πολύ λίγα μετρητά στα χαρτοφυλάκιά τους. Αυτό λειτουργεί προς όφελός τους όταν οι αγορές ανεβαίνουν αλλά υπάρχει κίνδυνος αν οι αγορές αρχίζουν να πέφτουν. Τα ETFs δεν έχουν κανένα πρόβλημα σε οποιαδήποτε μορφή πάρει η αγορά καθώς δεν υπάρχουν εξαγορές αλλά μόνο κατευθείαν πωλήσεις μεριδίων (Ελευθεριάδου, 2014).

Σήμερα στις διεθνείς αγορές υπάρχει ένα ETF για σχεδόν κάθε χρηματοοικονομικό προϊόν. Στην Ελλάδα όμως αυτή η μορφή αμοιβαίων δεν είναι ακόμη πολύ διαδεδομένη. Ακολουθούν στη συνέχεια ορισμένοι από τους πιο συνηθισμένους, διεθνώς, τύπους ETFs:

- *ETF με θέσεις long.* Αυτού του τύπου τα ETFs παίρνουν μια "θέση long" στους υποκείμενους δείκτες τους. Συνήθως κατέχουν μετοχές εταιρειών ενός συγκεκριμένου δείκτη.
- *ETF με θέσεις short.* Πρόκειται για ακριβώς την αντίθετη περίπτωση, όπου τα ETFs παίρνουν μια "θέση short" στον υποκείμενο δείκτη. Σε αυτή τη περίπτωση οι τιμές των μετοχών κινούνται προς την αντίθετη κατεύθυνση από τις μετοχές των ETFs. *ETFs με υποκείμενο τον χρυσό.* Αυτά τα ETFs επενδύουν σε ένα αντιπροσωπευτικό δείγμα χρυσού ή έχουν εγγράψει απαιτήσεις σχετικά με χρυσές ράβδους, που κατέχονται από τους θεματοφύλακες. Τα ETFs αυτά συνήθως κινούνται στην ίδια κατεύθυνση με τις τιμές του χρυσού.
- *ETFs στον βιομηχανικό κλάδο.* Αυτά τα ETFs διαθέτουν ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών που αντιπροσωπεύουν ένα βιομηχανικό κλάδο, όπως η ενέργεια και το πετρέλαιο, η τεχνολογία, η εξόρυξη, οι μεταφορές, η υγειονομική περίθαλψη κ.ο.κ.
- *ETFs συγκεκριμένης χώρας.* Στη περίπτωση αυτή τα ETFs αγοράζουν μετοχές σε εταιρείες που αναπαριστούν την εικόνα της οικονομίας σε μια δεδομένη χώρα. Για παράδειγμα, μπορούν να κατέχουν μετοχές των μεγαλύτερων 50 εταιρειών που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο σε μια συγκεκριμένη χώρα, με βάση την κεφαλαιοποίηση της αγοράς. Υπάρχουν επίσης και περιφερειακά ETFs, τα οποία εστιάζουν σε ολόκληρες ηπείρους.
- *ETFs μόχλευσης.* Οι επενδύσεις αυτού του τύπου χρησιμοποιούν δανεισμένα χρήματα για να "πουσάρουν" τα χαρτοφυλάκιά τους, μεγιστοποιώντας τις

αποδόσεις, όμως στη περίπτωση αυτή μεγιστοποιούνται παράλληλα και οι κίνδυνοι που μπορεί να παρουσιασθούν. Για παράδειγμα, ένα S & P 500 ETF με μόχλευση θα επιδιώξει να διπλασιάσει κατά προσέγγιση τις αποδόσεις του δείκτη, μείον τους τόκους και τα έξοδα αλλά, σε περίπτωση ανατροπής, θα διπλασιάσει επίσης το μέγεθος των ζημιών που θα παρουσιασθούν.

- *ETFs σε ξένα νομίσματα.* Οι τίτλοι αυτοί προσπαθούν να αποτυπώνουν τις αποδόσεις των ξένων νομισμάτων στο μέλλον .
- *ETFs ομολόγων.* Αυτά είναι ακριβώς όπως και τα ETFs μετοχών, με τη διαφορά ότι αντί για μετοχές υπάρχουν ομόλογα.

3.11 Τα Αμοιβαία Κεφάλαια Εμπορευμάτων

Ένα βασικό εμπόρευμα είναι οποιοδήποτε αγαθό που μπορεί να γίνει ανταλλάξιμο με άλλα αγαθά που θεωρείται ότι κατέχουν παρόμοια αξία για να γίνει η ανταλλαγή. Σε όλο τον κόσμο, υπάρχουν διάφορα εμπορεύματα που διακινούνται καθημερινά και εκτιμώνται ιδιαίτερα για την εμπορική τους αξία και τη ζήτηση των καταναλωτών που κυμαίνεται από προϊόντα πετρελαίου, χρυσό και άλλα πολύτιμα μέταλλα και πέτρες, αγροτικά προϊόντα όπως καφέ και σιτηρά. Αυτά τα εμπορεύματα που διακινούνται στην εγχώρια και διεθνή αγορά προσφέρουν στους επενδυτές την ευκαιρία να πραγματοποιήσουν επενδύσεις σε χρηματοοικονομικά προϊόντα που βασίζονται σε αυτά.

Τα **αμοιβαία κεφάλαια βασικών εμπορευμάτων** δεν επενδύουν άμεσα σε εμπορεύματα, αλλά επενδύουν σε εταιρείες που εμπλέκονται στην εξόρυξη, συλλογή, διακίνηση και επεξεργασία των προϊόντων αυτών , όπως η εξερεύνηση ενέργειας ή η εξόρυξη. Τα εμπορεύματα που αποτελούν αντικείμενο συναλλαγών υπόκεινται στη ζήτηση και στις τιμές της αγοράς που διέπουν το εμπόριο αυτών των προϊόντων.

Το αποτέλεσμα είναι ότι η απόδοσή των αμοιβαίων δεν μπορεί να συσχετισθεί πλήρως με τις μεταβολές των τιμών των προϊόντων αυτών. Ενώ λοιπόν αυτά τα αμοιβαία κεφάλαια μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως αντιστάθμισμα του πληθωρισμού, μπορούν επίσης να είναι πολύ πιο ευμετάβλητα από τα περισσότερα αμοιβαία κλασσικού τύπου, όπως τα μετοχικά (Fidelity).

Ένα αμοιβαίο κεφάλαιο εμπορευμάτων είναι ένα αμοιβαίο κεφάλαιο που επενδύει στο εμπόριο ενός συγκεκριμένου αγαθού, επιτρέποντας έτσι στους επενδυτές την

ευκαιρία να αποκομίσουν κέρδη από τις επενδύσεις τους με βάση την απόδοση αυτού του αγαθού στην αγορά. Συνεπώς, αυτά τα Α.Κ. ειδικεύονται στην επένδυση σε ένα συγκεκριμένο είδος εμπορεύσιμου προϊόντος και οποιαδήποτε διακύμανση της τιμής του προαναφερθέντος προϊόντος στην αγορά θα έχει άμεση επίπτωση στις αποδόσεις που προκύπτουν από τη συναλλαγή ενός τέτοιου εμπορεύματος.

Υπάρχει μια μεγάλη ποικιλία εμπορευμάτων που αποτελούν αντικείμενο διαπραγματεύσεως σε παγκόσμιο επίπεδο σε καθημερινή βάση. Κατά συνέπεια, τα Αμοιβαία Κεφάλαια εμπορευμάτων κατηγοριοποιούνται ανάλογα με τη φύση του εμπορεύματος, τους σκοπούς που γίνεται η εμπορία του και των ανταλλαγών και των επενδύσεων. Μια ενδεικτική ταξινόμηση των Α.Κ. εμπορευμάτων μπορεί να διακρίνει τα βασικά Α.Κ. εμπορευμάτων που επενδύουν σε ένα συγκεκριμένο εμπόρευμα, όπως για παράδειγμα ο χρυσός ή κάποια μέταλλα, προϊόντα δηλαδή που έχουν φυσική υπόσταση και τα σύνθετα, όπου το υποκείμενο που παρακολουθείται μπορεί να είναι και υπηρεσία.

Η επένδυση στα κεφάλαια βασικών εμπορευμάτων απαιτεί την πλήρη κατανόηση των αγαθών και της αγοράς, καθώς είναι αρκετά περίπλοκη και επικίνδυνη. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια εμπορευμάτων μπορεί να υπόκεινται σε υψηλές διακυμάνσεις της αγοράς και ως εκ τούτου δεν υπάρχουν συγκεκριμένες παράμετροι που να οδηγούν σε σταθερές ή εγγυημένες αποδόσεις. Οι επενδυτές πρέπει να είναι προσεκτικοί σχετικά με τους κινδύνους που συνδέονται με την επένδυση σε τέτοια κεφάλαια βασικών προϊόντων. Η επένδυση σε αμοιβαία εμπορεύματα έχει τουλάχιστον τους ίδιους κινδύνους και πλεονεκτήματα, όπως και οι άλλες μορφές αμοιβαίων. Ως εκ τούτου απαιτεί την πλήρη κατανόηση των χαρακτηριστικών των εμπορευμάτων και της αγοράς τους, καθώς αυτή είναι αρκετά περίπλοκη και επικίνδυνη. Είναι πολύ σημαντικό για τους πιο πρώιμους επενδυτές να γνωρίζουν καλά τη λειτουργία των αγορών βασικών προϊόντων και τους κινδύνους και τα οφέλη από την επένδυση στα αμοιβαία κεφάλαια (Lioudis, 2019) .

Η ρεαλιστική ευθυγράμμιση των επενδυτικών στόχων με την αυστηρή πραγματικότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων βασικών εμπορευμάτων δεν πρέπει να ξεπερνά τις προσδοκίες και για να γίνει απαιτεί μια προσεκτικά αποφασισμένη επένδυση χρόνου και οικονομικών. Οι επενδυτές πρέπει να είναι πάντοτε πρόθυμοι να διαφοροποιήσουν τα χαρτοφυλάκιά τους ελαχιστοποιώντας έτσι τον κίνδυνο και

βελτιώνοντας τις πιθανότητες καλύτερων αποδόσεων ακόμη και όταν ορισμένα προϊόντα ενδέχεται να έχουν αρνητική επίδραση στην αγορά.

Κάτω από τη γενική ονομασία "αμοιβαία κεφάλαια εμπορευμάτων" περιλαμβάνονται πραγματικά διάφοροι τύποι επενδύσεων, όπως (Smith, 2009):

A.K. φυσικών αγαθών

Αυτά τα A.K. συνήθως ονομάζονται και αληθή αμοιβαία κεφάλαια βασικών προϊόντων, καθώς έχουν άμεσες συμμετοχές σε εμπορεύματα που ανταλλάσσονται. Για παράδειγμα, ένα A.K. χρυσού που κρατά χρυσές ράβδους θα είναι ένα αληθές A.K.

A.K. που περιέχουν συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης

Η κατοχή παραγώγων παράγωγων μέσων είναι μια πολύ πιο κοινή στρατηγική αμοιβαίων κεφαλαίων για επενδύσεις στις αγορές εμπορευμάτων. Οι περισσότεροι επενδυτές δεν έχουν καμία επιθυμία να παραλάβουν προϊόντα, όπως γουρούνια, το καλαμπόκι, το πετρέλαιο ή οποιοδήποτε άλλο εμπόρευμα, απλώς θέλουν να επωφεληθούν από τις μεταβολές των τιμών τους. Η αγορά συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης αποτελεί έναν τρόπο επίτευξης αυτού του στόχου.

A.K. βασισμένα σε Φυσικούς Πόρους

Πρόκειται για μια κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων που επενδύουν σε εταιρείες που ασχολούνται με επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε τομείς που σχετίζονται με προϊόντα, όπως η ενέργεια, η εξορυκτική βιομηχανία, οι πετρελαιοπηγές. Αν και συχνά δεν κατέχουν ούτε τα πραγματικά εμπορεύματα ούτε τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί εμπορευμάτων, παρέχουν έκθεση μέσω των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης για αγορές βασικών προϊόντων.

Συνδυαστικά A.K.

Ορισμένα κεφάλαια επενδύουν σε ένα συνδυασμό πραγματικών εμπορευμάτων και συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί εμπορευμάτων. Τα A.K. του χρυσού, για παράδειγμα, μπορεί να έχουν υποκείμενες συμμετοχές που περιλαμβάνουν τόσο συμβάσεις χρυσού όσο και συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης

Κεφάλαιο 4^ο

Τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Τα Αμοιβαία Επενδυτικά Κεφάλαια έχουν τόσο πλεονεκτήματα όσο και μειονεκτήματα τα οποία θα αναφέρουμε στη συνέχεια. Παρ' όλα αυτά η επιλογή ενός Α.Κ. από ένα επενδυτή εξαρτάται κυρίως από τις επιθυμίες του και το επενδυτικό προφίλ που διαθέτει και όχι μόνο από το ισοζύγιο των υπέρ και κατά του Αμοιβαίου που επέλεξε.

4.1 Τα πλεονεκτήματα που έχουν τα Α.Κ.

1. Η διαχείριση ενός Α.Κ. γίνεται από έμπειρους διαχειριστές

Το αμοιβαίο κεφάλαιο πλεονεκτεί επειδή δεν απαιτεί από τους επενδυτές να πραγματοποιούν έρευνα για το πώς θα κάνουν τη κατανομή των περιουσιακών στοιχείων που συμμετέχουν στο Α.Κ. Ένας διαχειριστής αμοιβαίων κεφαλαίων φροντίζει για όλα αυτά και λαμβάνει αποφάσεις σχετικά με το τι πρέπει να κάνει με την επένδυση που θα γίνει. Αποφασίζει, για παράδειγμα, αν θα επενδύσει σε μετοχές ή σε χρέη ή και στα δύο και σε ποια αναλογία. Ο διαχειριστής αποφασίζει επίσης αν θα κρατήσει αυτά που αγόρασε ή όχι και για πόσο καιρό θα τα κρατήσει.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια επομένως παρουσιάζουν ενδιαφέρον για εκείνους που επιθυμούν να επενδύσουν τα χρήματά τους, αλλά δεν γνωρίζουν πολλά, ή δεν έχουν τον απαιτούμενο χρόνο για να το κάνουν.

2. Τα Α.Κ. επιτρέπουν να υπάρχει ένα μοίρασμα των κινδύνων

Τα αμοιβαία κεφάλαια έχουν το δικό τους μερίδιο κινδύνων, καθώς η απόδοσή τους βασίζεται στις τάσεις που επικρατούν στις αγορές. Ως εκ τούτου, ο διαχειριστής του αμοιβαίου κεφαλαίου επενδύει πάντα σε περισσότερες από μία κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων (μετοχές, ομόλογα, νομίσματα κλπ.) έτσι ώστε να κατανείμει τους κινδύνους. Η ενέργεια αυτή ονομάζεται διαφοροποίηση. Με τη διαφοροποίηση ο επενδυτής φαίνεται ότι αγοράζει πολλά και διαφορετικά είδη αξιογράφων τα οποία εμφανίζονται μέσα σε ένα μερίδιο. Με αυτόν τον τρόπο, όταν μια κατηγορία

στοιχείων ενεργητικού υπολείπεται των αποδόσεων, ο διαχειριστής μπορεί να αντισταθμίσει αυτή τη κατάσταση επενδύοντας σε μια άλλη κατηγορία στοιχείων με υψηλότερες αποδόσεις για να αποφύγει τις απώλειες για τους επενδυτές. Το μεγάλο πλεονέκτημα αυτής της διαφοροποίησης είναι ακριβώς η μείωση των κινδύνων καθώς το Α.Κ. περιλαμβάνει διαφοροποιημένα στοιχεία αξιών και διάδοση σε διαφορετικούς τύπους τίτλων, χωρών και βιομηχανιών.

3. Τα Α.Κ. είναι προσβάσιμα σε μικρούς επενδυτές.

Λόγω της ύπαρξης των Α.Κ. , είναι εύκολο να επιτευχθεί ένα κλιμακωτό επενδυτικό χαρτοφυλάκιο που διαφορετικά θα ήταν δυνατό μόνο σε άτομα που έχουν πολύ μεγάλη περιουσία. Ως εκ τούτου ένα Α.Κ. προσφέρει μια δικαιότερη επενδυτική πολιτική καθώς είναι προσιτό σε όλους. (Κοτέλη 2014)

4. Η ρευστότητα των Α.Κ

Ένα άλλο πλεονέκτημα είναι η ευκολία με την οποία μπορεί κανείς να αγοράσει και να πουλήσει Αμοιβαία Κεφάλαια, εκτός και να έχει επιλέξει αμοιβαία κεφάλαια κλειστού τύπου. Μπορεί δηλαδή να πουλήσει αμέσως τα μερίδια του σε οποιοδήποτε σημείο βρίσκεται η αγορά (εν γένει βέβαια όταν η αγορά είναι υψηλή) και να αγοράσει αντίστοιχα διαθέτοντας άμεσα τα κεφάλαια του .

5. Η ευκολία στη παρακολούθηση της πορείας ενός Α.Κ.

Κάθε επενδυτής έχει την επιθυμία να παρακολουθεί συνεχώς, η έστω σε αρκετά συχνά διαστήματα, τη πορεία των επενδύσεων του. Ενώ όμως η παρακολούθηση της πορείας των περισσότερων οικονομικών στοιχείων και αξιογράφων είναι αρκετά σύνθετη η παρακολούθηση της πορείας των επενδύσεων σε Α/Κ είναι αρκετά απλή, καθώς για να γίνει δεν απαιτούνται ειδικές γνώσεις ή ιδιαίτερη προσπάθεια. Η καθαρή αξία των μεριδίων ενός Α.Κ. εμφανίζεται καθημερινά σε όλα τα μέσα πληροφόρησης και τα εξειδικευμένα sites ενισχύοντας τη διαφάνεια του θεσμού.

6. Τα Α.Κ. καλύπτουν όλους τους στόχους ενός επενδυτή.

Καθώς είδαμε, υπάρχουν διάφοροι τύποι αμοιβαίων κεφαλαίων που διατίθενται στην αγορά και εξυπηρετούν επενδυτές από όλα τα κοινωνικά στρώματα και με όλες τις επενδυτικές διαθέσεις που έχουν. Ανεξαρτήτως του εισοδήματος που κάποιος έχει, αν αποφασίσει να επενδύει, σε τακτικά διαστήματα, ένα μικρό ποσό χρημάτων, μπορεί να βρει πάντοτε κάτι που θα του ταιριάζει με τις επενδυτικές του διαθέσεις, να

ταιριάζει τελικά δηλαδή με το εισόδημα, τις δαπάνες, τους επενδυτικούς στόχους και την επιθυμία του να δεχθεί ενός βαθμού ανάληψη κινδύνου.

7. Μεταφορά των χρημάτων από το ένα Α.Κ. σε άλλο

Όπως αναφέρθηκε υπάρχουν πολλές οικογένειες και τύποι Αμοιβαίων Κεφαλαίων και ως εκ τούτου υπάρχει η δυνατότητα της προσφορά εναλλακτικών Α/Κ στον ίδιο επενδυτή, κάτι που του προσφέρει επιπλέον προοπτικές που είναι για παράδειγμα: να χρησιμοποιεί τις δύο οικογένειες των μετοχικών Α.Κ. (όταν οι αγορές είναι ανοδικές) και Α.Κ. διαθεσίμων όταν οι αγορές βυθίζονται, ή να επεκτείνει τις επιλογές του και σε άλλες κατηγορίες Α.Κ. έτσι ώστε να αυξήσει τη διαφοροποίηση της επένδυσης του (Γουλιελμάκης, 2005).

4.2 Τα μειονεκτήματα των Αμοιβαίων επενδυτικών Κεφαλαίων

Η επιλογή ενός Α.Κ. είναι πιο δύσκολη από την επιλογή για μια προθεσμιακή κατάθεση ή ενός εταιρικού ομολόγου καθώς στις περιπτώσεις αυτές υπάρχουν μόνο δύο επιλογές (θετική / αρνητική). Αντίθετα, στη περίπτωση των Α.Κ. υπάρχουν, όπως είδαμε, τόσες πολλές κατηγορίες και τύποι που δεν είναι εύκολο να αποφασίσει κάποιος ποιά θα είναι για αυτόν η καλύτερη επιλογή.

Οι αποδόσεις των Α.Κ. δεν είναι εγγυημένες και εξαρτώνται από τις συνθήκες της αγοράς. Επομένως όταν κάποιος τοποθετεί τα διαθέσιμα κεφάλαια του θα πρέπει να γνωρίζει ότι υπάρχει σοβαρό ενδεχόμενο να χάσει στο μέλλον ένα μέρος από αυτά. Ανεξάρτητα από την επαγγελματική διαχείριση που γίνεται υπάρχει πάντοτε η πιθανότητα να γίνει μια κακή επιλογή που μπορεί να οδηγήσει σε μεγάλες απώλειες. Για παράδειγμα, τα περισσότερα Α.Κ. που επένδυσαν στο Χ.Α.Α. είχαν τοποθετηθεί στην Folli-Follie, και να γράψουν μεγάλες απώλειες μετά τα τελευταία συμβάντα στην εταιρεία. Να σημειώσουμε βέβαια ότι σε αυτές τις περιπτώσεις φαίνεται και η ικανότητα των αναλυτών της κάθε ΑΕΔΑΚ καθώς θα μια πιο προσεκτική ανάλυση θα μπορούσε να φανερώσει κάποιες από τις αδυναμίες της εταιρείας (O'Reilly &Preisano, 2000).

Καθώς τα Α.Κ. περιέχουν συνήθως πολλούς τύπους αξιών, ο υπολογισμός της απόδοσης τους είναι αρκετά περίπλοκος, ενώ, επιπλέον εξαρτώνται πλήρως από τις ακριβείς ημερομηνίες των συναλλαγών.

Οι προμήθειες που συνοδεύουν ένα Α.Κ. για την αγορά ή την πώληση των μεριδίων του απαιτούν να γίνονται μακροπρόθεσμες επενδύσεις ώστε να μην υπάρχουν επιπλέον απώλειες σε τυχόν κινήσεις μας.

Ορισμένα Αμοιβαία Κεφάλαια υπολογίζουν επίσης μια χρέωση πώλησης των μεριδίων τους, που στα ενημερωτικά τους δελτία αναφέρεται ως "φορτίο". Επιπλέον, όλα τα Α.Κ. χρεώνουν ετήσιες δαπάνες, που εκφράζουν βασικά το κόστος της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Ο λόγος δαπανών εκφράζεται ως ποσοστό και είναι αυτό που πληρώνεται ετησίως ως μέρος της αξίας του Α.Κ.. Ο μέσος όρος των δαπανών για τα διαχειριζόμενα κεφάλαια είναι περίπου 1,5% (Adams, 2019).

Οι αναπροσαρμογές που γίνονται σε Α.Κ., όπως οι συγχωνεύσεις μεταξύ τους και οι αλλαγές πεδίου, αναγκάζουν τους επενδυτές να συμφωνήσουν ή να αποχωρήσουν αναζητώντας άλλες επιλογές.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια δεν είναι κατάλληλα για όσους επενδύοντας αναμένουν υψηλή απόδοση, ή θέλουν να κάνουν επικίνδυνες επενδύσεις, καθώς δεσμεύονται από μια επιλογή που γίνεται από άλλους.

Η απόδοση των Α.Κ., στις περισσότερες περιπτώσεις, είναι χαμηλότερη από την απόδοση του χρηματιστηριακού δείκτη στον οποίο αναφέρονται.

Ενώ από τη μια πλευρά η διαφοροποίηση περιορίζει εν γένει κατά μέσο όρο τους κινδύνους απωλειών, μπορεί επίσης να μειώσει και τα αναμενόμενα από την επένδυση κέρδη. Σε όσο περισσότερα Α.Κ. συμμετέχει κάποιος, τόσο λιγότερο πιθανό είναι να επιτύχει μεγάλες ατομικές επιδόσεις ανεξάρτητα του πόσο καλά θα πάει η χρηματιστηριακή αγορά. Αυτό σημαίνει ότι αν και ο κίνδυνος μειώνεται ανάλογη μείωση θα υπάρξει και στο δυναμικό κέρδους. Αν και αυτό μπορεί και πρέπει να είναι ένας αναμενόμενος συμβιβασμός, η υπερβολική διαφοροποίηση μπορεί να αναιρέσει τον λόγο για τον οποίο επιδιώκει κάποιος να επενδύσει σε Α.Κ. Ως εκ τούτου, δεν πρέπει να επενδύει κάποιος σε περισσότερα από 3-4 Αμοιβαία Κεφάλαια κάθε φορά.

Τα αμοιβαία κεφάλαια πρέπει να διατηρούν κάποια περιουσιακά στοιχεία σε μετρητά για να ικανοποιούν, αν χρειασθεί, τις αιτήσεις εξαγοράς μεριδίων των επενδυτών και

να διατηρούν την απαραίτητη ρευστότητα αν χρειασθεί να κάνουν αγορές. Στη περίπτωση αυτή, επειδή τα ετήσια έξοδα αξιολογούνται σε όλα τα περιουσιακά στοιχεία του Α.Κ., ανεξάρτητα από το αν αυτά επενδύονται ή όχι, οι επενδυτές εξακολουθούν να πληρώνουν για να έχουν κεφάλαια που δεν επενδύονται και παραμένουν σε μετρητά. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα ερευνών, η διατήρηση αυτής της ρευστότητας κοστίζει στους επενδυτές, σε ετήσια βάση, το 0,83% της αξίας του χαρτοφυλακίου τους (O'Reilly & Preisano, 2000).

Σε συνάρτηση με τη παραπάνω ενότητα μπορούμε να πούμε ότι η ανοιχτή δομή των Α/Κ επηρεάζει τη λογική που διέπει τη συμπεριφορά ενός διαχειριστή επενδύσεων ιδιαίτερα δε αυτό συμβαίνει όταν υπάρχουν περίοδοι έντονων ψυχολογικών διακυμάνσεων. Αυτό συμβαίνει καθώς σε περιόδους που η αγορά είναι ανοδική οι επενδυτές έχουν την τάση να τοποθετούν τα κεφάλαιά τους σε Α/Κ, και επομένως οι διαχειριστές είναι υποχρεωμένοι να επενδύουν, σύμφωνα με τη πολιτική του Α.Κ. σε υψηλές τιμές λόγω της ζήτησης. Το αντίθετο συμβαίνει σε περιόδους που οι αγορές είναι πτωτικές. Ψυχολογικά επηρεασμένοι οι επενδυτές επιχειρούν να ρευστοποιήσουν πρόωρα τα μερίδια τους, οι διαχειριστές εξαντλούν τα διαθέσιμα που είναι υποχρεωμένοι να κρατάνε και για να καλύψουν τις ανάγκες τους πωλούν στοιχεία του ενεργητικού του Α.Κ., πιέζοντας ακόμη πιο πολύ τις τιμές.

Πολλές φορές τα Αμοιβαία Κεφάλαια που χρειάζονται να αντλήσουν μετρητά μπορούν να πουλήσουν επικερδείς συμμετοχές και να δημιουργήσουν κεφαλαιακά κέρδη για τους επενδυτές, ακόμη και αν το Α.Κ. δεν έχει αποδώσει ικανοποιητικά. Αυτό σημαίνει ότι μπορεί κάποιος να χάσει χρήματα σε μια επένδυση σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο, και να φορολογείται για εικονικά κέρδη που είχε καθώς τα κεφαλαιακά κέρδη σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο μεταφέρονται στους επενδυτές του (Adams, 2019).

Όμως τελικά ο στόχος της τοποθέτησης κεφαλαίων σε κάποιας μορφής Αμοιβαία Κεφάλαια δεν είναι μόνο να βρεθεί κάποιο Α.Κ. όπου τα οφέλη υπερτερούν των μειονεκτημάτων. Η επιλογή του να τοποθετήσει κάποιος χρήματα σε Α.Κ. θα εξαρτηθεί από το τι θέλει και τι μπορεί να κάνει εναλλακτικά. Ανάλογα με την απάντηση σε ερωτήσεις του τύπου, “έχετε τις γνώσεις και τις δεξιότητες που χρειάζεστε”, “θέλετε να ξοδεύετε πολύ χρόνο στη διαχείριση του Α.Κ.”, “θέλετε να αναλάβετε πολύ μεγάλο κίνδυνο”, “έχετε πολλά χρήματα για να τοποθετήσετε”, κ.λπ. που θα δώσει ένας επενδυτής θα διαμορφωθούν και οι τελικές επιλογές του.

Μπορούμε όμως, σε γενικές γραμμές, να πούμε ότι τα αμοιβαία κεφάλαια είναι τα πιο κατάλληλα για ανθρώπους που δεν έχουν το χρόνο ή την τάση να συμμετέχουν σε μεγάλο βαθμό στη διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου επενδύσεων και δεν ενοχλούνται να πληρώνουν ένα ετήσιο ποσοστό δαπανών για να το κάνει ένας επαγγελματίας για αυτούς. Είναι επίσης ιδανικά για άτομα που απλά δεν μπορούν να αντέξουν οικονομικά το επίπεδο διαφοροποίησης που προσφέρουν τα περισσότερα Α.Κ. θέλοντας όμως να παραμείνουν στο παιγνίδι της επενδυτικής διαφοροποίησης.

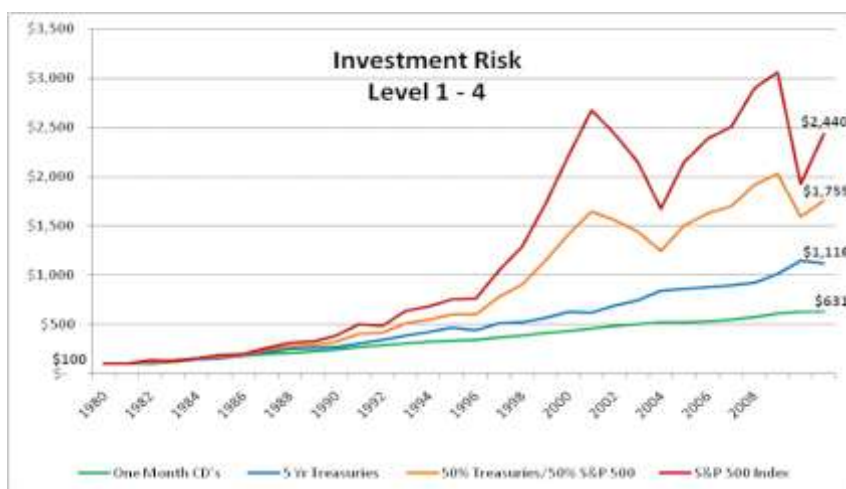
Κεφάλαιο 5ο

Οι κίνδυνοι μιας επένδυσης σε Αμοιβαία Κεφάλαια

5.1 Η σχέση αποδοτικότητας και κινδύνου

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια είναι μία επενδυτική επιλογή που είναι ιδιαίτερα διαδεδομένη, ιδιαίτερα στο εξωτερικό, όπου πολλοί μικροί και μεγάλοι επενδυτές τα χρησιμοποιούν για να επωφεληθούν από τη διαφοροποίηση που παρέχουν και την επαγγελματική διαχείριση που εξασκείται σε αυτά. Κυρίως τα προτιμάνε οργανισμοί που διαχειρίζονται κεφάλαια για συνταξιοδότηση ή ασφαλιστικές εταιρείες. Ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο συλλέγει χρήματα από διάφορους επενδυτές και με τα χρήματα που μάζεψε αγοράζει μια ευρύτατη γκάμα περιουσιακών στοιχείων. Όπως συμβαίνει με τις περισσότερες επενδύσεις, τα Α.Κ. προσφέρουν κέρδη αλλά παράλληλα εμφανίζουν και κινδύνους. Πριν από κάθε επένδυση λοιπόν αξιολογεί κάποιος τους κινδύνους που μπορεί να εμφανισθούν σε σχέση με τα κέρδη που επιδιώκει. Η ανάγκη αξιολόγησης της σχέσης που υπάρχει μεταξύ απόδοσης της επένδυσης και κινδύνων που συνεπάγεται η επένδυση αυτή παραμένει για όποιο και να είναι το είδος της επένδυσης επιδιώκει (Haslem, 2003).

Το γράφημα που ακολουθεί δείχνει τις διαφορές αποδόσεων μεταξύ των επενδύσεων χαμηλού κινδύνου και των επενδύσεων υψηλότερου κινδύνου για μια περίοδο από το 1980 έως το 2010, για μια αρχική αξία επένδυσης 100 δολαρίων που αφορά τη χρηματαγορά των ΗΠΑ (Anspach, 2018β) .



Εικόνα 5.1 η εξέλιξη των αποδόσεων σε επενδύσεις διαφορετικού ρίσκου (Anspach, 2018)

Κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, οι επενδύσεις υψηλότερου κινδύνου παρείχαν εμφανώς υψηλότερες αποδόσεις από τις ασφαλέστερες επιλογές. Αλλά για μικρότερες χρονικές περιόδους, αυτό δεν συμβαίνει πάντα ή οι διαφορές που παρατηρούνται είναι πολύ μικρές .

Οι ασφαλείς επενδύσεις δεν διατρέχουν τον κίνδυνο απώλειας κεφαλαίου. Το αντίτιμο είναι ότι μπορεί να μην κερδίσει κάποιος σχεδόν τίποτα. Στις περιπτώσεις αυτές ο μεγαλύτερος κίνδυνος είναι ότι ενδέχεται η απόδοση της επένδυσής να είναι μικρότερη από τον ρυθμό πληθωρισμού. Το 2009 στις ΗΠΑ, για παράδειγμα, τα Α.Κ. χαμηλού κινδύνου κέρδισαν λιγότερο από 0,5%, όμως ο πληθωρισμός, όπως μετριέται από τον δείκτη τιμών καταναλωτή, ήταν περίπου 2,5%(Anspach, 2018β) .

Για να έχει ένα Α.Κ. υψηλότερες αποδόσεις, πρέπει να συμμετέχει σε επενδύσεις με μεγαλύτερο κίνδυνο, πράγμα που σημαίνει ότι μπορεί να έχει κάποιες φορές και αρνητικές αποδόσεις (Φίλιππας,1998). Αυτή είναι η περίπτωση των Ελληνικών Α.Κ. για όλη τη περίοδο από το 2000 μέχρι σήμερα, όπου οι αρνητικές και οι θετικές αποδόσεις εναλλάσσονται.

Τα Α.Κ. που αποφασίζουν να προχωρήσουν σε επενδύσεις χαμηλού κινδύνου, όπως είναι οι βραχυπρόθεσμες κρατικές, εταιρικές και δημοτικές ομολογίες, παρέχουν σταθερές αποδόσεις με ελάχιστο κίνδυνο. Σε γενικές γραμμές, αυτό σημαίνει χαμηλότερες αποδόσεις από τα Α.Κ. εκείνα που επενδύουν μόνο σε επιλογές μεγαλύτερου ρίσκου, όπως τα εταιρικά ομόλογα ή οι αγορές εμπορευμάτων(Anspach, 2018^α).

Οι επιλογές χαμηλού κινδύνου των Α.Κ. είναι τα διαθέσιμα και τα ομόλογα. Υπάρχουν διαφορετικά είδη ομολόγων στα οποία μπορούν να τοποθετηθούν τα Α.Κ., όπως:

Κρατικά ομόλογα: Θεωρούνται μια πολύ ασφαλής επένδυση, ιδιαίτερα εκείνα των χωρών υψηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης από τους οίκους, καθώς τόσο το κεφάλαιο όσο και το επιτόκιο είναι εγγυημένα από την κυβέρνηση της χώρας που το εκδίδει.

Εταιρικά ομόλογα: Το κεφάλαιο και οι τόκοι διασφαλίζονται από την οικονομική ευρωστία της εταιρείας που τα εξέδωσε, οπότε μόνο αν η εταιρεία οδηγηθεί σε πτώχευση, θα μπορούσαν να χαθούν τα κεφάλαια που επενδύθηκαν.

Δημοτικά ομόλογα: Όπως και στα κρατικά ομόλογα το κεφάλαιο και το επιτόκιο διασφαλίζονται πρώτα από την πόλη που εξέδωσε το ομόλογο αλλά και σε 2^ο βαθμό και από το κράτος, αν και σπάνια, υπήρξαν περιπτώσεις όπου οι δήμοι αθέτησαν τα ομόλογα τους.

Υπάρχουν Α.Κ. που για να κερδίσουν υψηλότερες αποδόσεις με μέτριο επίπεδο επενδυτικού κινδύνου, επιλέγουν να τοποθετήσουν ένα μέρος των κεφαλαίων τους σε επενδύσεις μηδενικού κινδύνου, όπως είναι οι προθεσμιακές καταθέσεις, και ένα μέρος σε επενδύσεις με υψηλότερο επίπεδο κινδύνου, επιλέγοντας κάποια ομόλογα.

Κάποια άλλα Α.Κ. δημιουργούν ένα χαρτοφυλάκιο με ένα μέτριο επίπεδο επενδυτικού κινδύνου επιλέγοντας το ανάλογο μίγμα ομολόγων και μετοχών. Για να επιτύχουν τα Α.Κ. αυτού του τύπου ικανοποιητικές αποδόσεις θα πρέπει να τοποθετούνται σε μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα, καθώς μερικές χρονιές θα έχουν και αρνητικές αποδόσεις (Φίλιππας, 2008).

Τα μετοχικά Α.Κ. συνήθως επιζητούν τη δυνατότητα επίτευξης υψηλότερων αποδόσεων, και για το λόγο αυτό εκδηλώνουν μια πιο επιθετική πολιτική επενδύοντας κατά βάση σε μετοχές. Ένα Α.Κ. αυτού του τύπου μπορεί κάποιο χρόνο να έχει εξαιρετικά υψηλές αποδόσεις και να έχει μεγάλες απώλειες τον επόμενο. Ωστόσο μακροπρόθεσμα, αν δεν γίνει κάποια μεγάλη καταστροφή που θα σαρώσει την οικονομία δεν υπάρχει περίπτωση το Α.Κ. να μηδενίσει την αξία του.



Εικόνα 5.2 οι συγκριτικές αποδόσεις για επενδύσεις σε διαφορετικά επίπεδα κινδύνου (πηγή: Anspach, 2018β)

Η εικόνα του γραφήματος είναι χαρακτηριστική των όσων αναφέρθηκαν πιο πάνω.

5.2 Η έννοια του κινδύνου

Διαχρονικά, ένα αμοιβαίο κεφάλαιο αποτελούσε μία από τις καλύτερες επενδυτικές επιλογές για τους μακροπρόθεσμους επενδυτές. Τα μεγάλα πλεονεκτήματα που έχουν τα Α.Κ. είναι ότι μπορεί κάποιος να ξεκινήσει με ένα χαμηλό κόστος αρχικής επένδυσης, και έχει τη δυνατότητα να πετύχει μεγάλες αποδόσεις καθώς τα Α.Κ. τα διαχειρίζεται μια ομάδα επαγγελματιών. Ωστόσο, όπως και κάθε άλλο επενδυτικό μέσο, φέρουν και αυτά ένα κομμάτι επενδυτικού κινδύνου. Ανεξάρτητα από το είδος του αμοιβαίου κεφαλαίου που κάποιος επιλέγει, το καθένα από αυτά χαρακτηρίζει ένας μοναδικός χαρακτήρας του κινδύνου, ο οποίος περιλαμβάνει, αλλά δεν περιορίζεται, σε κίνδυνο μεταβλητότητας, κίνδυνο απόδοσης, κίνδυνο ευαισθησίας επιτοκίου, κίνδυνο ρευστότητας και τέλος κάποιο πιστωτικό κίνδυνο (Haslem, 2003). Στην ενότητα που ακολουθεί εξετάζονται όλοι οι κίνδυνοι που προκύπτουν από μια επένδυση σε ένα σύστημα αμοιβαίων κεφαλαίων. Η σωστή γνώση αυτών των κινδύνων όχι μόνο θα βοηθήσει έναν επενδυτή να τους περιορίσει στον ελάχιστο δυνατό βαθμό, αλλά θα τον βοηθήσει επίσης να λάβει ,αρχικά, μια ενημερωμένη επενδυτική απόφαση.

Όπως αναφέρθηκε υπάρχουν διάφοροι τύποι αμοιβαίων κεφαλαίων, αλλά για λόγους απλούστευσης, αναφέρουμε πάλι ότι τα Α.Κ. μπορούν να χωριστούν στις ακόλουθες τρεις ομάδες με βάση τον τύπο των αξιών στις οποίες έχουν επενδύσει (Γουρνάκης, 2013):

Τα μετοχικά Α.Κ.: πρόκειται για τα αμοιβαία κεφάλαια τα οποία επενδύουν κυρίως (τουλάχιστον το 65% του ενεργητικού τους) σε μετοχές, δηλαδή μετοχές και ομόλογα εταιρειών.

Τα Α.Κ. διαθεσίμων: πρόκειται για τα αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν κατά κύριο λόγο (τουλάχιστον το 65% του ενεργητικού τους) σε ομόλογα και διάφορα είδη συναλλάγματος.

Τα μικτά (hybrid) Αμοιβαία Κεφάλαια: Πρόκειται για τα αμοιβαία κεφάλαια τα οποία επενδύουν σε τουλάχιστον δύο κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων επιλέγουν δηλαδή μεταξύ μετοχών, ομολόγων και άλλου περιουσιακού στοιχείου όπως για παράδειγμα ο χρυσός.

Σε κάθε μια από τις ομάδες αυτές οι κίνδυνοι που υπάρχουν είναι μεν οι ίδιοι ως κατηγορίες αλλά αλλάζει το μέγεθος τους και η συχνότητα εμφάνισης τους. Τα

μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια, για παράδειγμα, υπόκεινται σε αυξημένο κίνδυνο αγορών αλλά είναι προστατευμένα από τον κίνδυνο πληθωρισμού. Ομοίως, τα Α.Κ. σταθερού εισοδήματος είναι επιρρεπή σε κίνδυνο μεταβολών του επιτοκίου αλλά προσφέρουν ιδιαίτερη προστασία έναντι του κινδύνου αγοράς. Με τη διαφοροποίηση, μπορεί κάποιος να μειώσει τον αντίκτυπο του κινδύνου στο σύνολο του χαρτοφυλάκιου του.

Μολονότι όμως οι επιδόσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων υπόκεινται πάντοτε σε διάφορους κινδύνους, κάθε Α.Κ. χρησιμοποιεί μια σειρά στρατηγικών για να ελαχιστοποιήσει και ει δυνατόν να εξαλείψει αυτούς τους κινδύνους. Ως εκ τούτου, οι μακροπρόθεσμες επενδύσεις σε Α.Κ. γνωστών χρηματιστηριακών ιδρυμάτων που εξειδικεύονται σε επενδύσεις αυτής της φύσεως έχουν στη πραγματικότητα τον μικρότερο κίνδυνο να χάσουν την αρχική αξία τους, ενώ αντίθετα οι πιθανότητες να αυξηθεί η αξία τους είναι υψηλές, ακόμη και αν τα κέρδη από την επένδυση δεν είναι εγγυημένα (Haslem, 2003).

5.3 Τα διάφορα είδη κινδύνων

Στην αγορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, όπως εξάλλου σε κάθε μορφή επένδυσης οι επενδυτές αντιμετωπίζουν πέντε είδη επενδυτικών κινδύνων που επηρεάζουν τα αμοιβαία κεφάλαια (MorganDempsey, 2019). Για όλες τις κατηγορίες των Α.Κ. οι κίνδυνοι αυτοί είναι ο κίνδυνος αγοράς, ο πληθωριστικός κίνδυνος, ο κίνδυνος επιτοκίου, ο κίνδυνος χώρας, ο κίνδυνος ρευστότητας και ο συναλλαγματικός κίνδυνος για τις χώρες το νόμισμα των οποίων βρίσκεται σε ισοτιμία με το ευρώ ή το δολάριο. Ανάλογα όμως με τον τύπο του Α.Κ. κάποιοι από τους κινδύνους αυτούς είναι πιο έντονοι και άλλοι μπορεί και να μην υπάρχουν.

Ο κίνδυνος αγοράς (market risk)

Ο κίνδυνος αγοράς αφορά τη περίπτωση που κάποια από τις εταιρείες στις οποίες το Α.Κ. έχει μεγάλη συμμετοχή να χάσει μεγάλο μέρος ή το σύνολο της αξίας της. Σε αυτή τη περίπτωση το Α.Κ. θα σημειώσει απώλειες. Χαρακτηριστική είναι η περίπτωση της Folli-Follie που μέχρι πρόσφατα ήταν μια από τις αγαπημένες εταιρείες των θεσμικών και η αξία της μετοχής της βρισκόταν στη περιοχή των 25 ευρώ. Με τα τελευταία γεγονότα στην εταιρεία και τις αποκαλύψεις για ψευδή πληροφόρηση, η μετοχή της κατρακύλησε στα 4,8 ευρώ και η διαπραγμάτευση της

έχει ανασταλεί με μεγάλες πιθανότητες η αξία της να μηδενισθεί. Όμως, καθώς οι αγορές κυμαίνονται ανάλογα με τα γεγονότα που εμφανίζονται, υπάρχει πάντοτε η πιθανότητα τα Αμοιβαία Κεφάλαια που κάποιος έχει να έχουν μεγάλες απώλειες (Boyte-White, 2018).

Ο κίνδυνος πληθωρισμού (inflation risk)

Ο πληθωριστικός κίνδυνος είναι ο κίνδυνος απώλειας αγοραστικής δύναμης που προκύπτει από τις μεταβολές, προς τα πάνω, του επιπέδου του πληθωρισμού. Αν, για παράδειγμα τα αμοιβαία κεφάλαια έχουν μια απόδοση 3,5% σε ένα χρόνο και οι τιμές του καταναλωτή αυξηθούν, για την ίδια περίοδο κατά 2%, η πραγματική απόδοση του Α.Κ. είναι μόλις 1,5%.

Ο κίνδυνος από τις πληθωριστικές πιέσεις γίνεται υπαρκτός όταν αυξάνονται οι αποδόσεις των ομολόγων με ταυτόχρονη μείωση των τιμών τους για να τις αντιμετωπίσουν. Όσον αφορά τις μετοχές το πρόβλημα φαίνεται να υπάρχει μόνο στο ότι ο πληθωρισμός αλλοιώνοντας την αγοραστική δύναμη των καταναλωτών μπορεί να επηρεάσει αρνητικά τα αποτελέσματα των επιχειρήσεων (Γουρνάκης, 2013)

Κίνδυνος ρευστότητας (liquidity risk)

Ο κίνδυνος ρευστότητας στα αμοιβαία κεφάλαια οφείλεται στην έλλειψη έτοιμων μετρητών για την έγκαιρη διαχείριση των συναλλαγών των μεριδιούχων. Τα αμοιβαία κεφάλαια πρέπει να είναι πάντα έτοιμα να επεξεργάζονται και να καλύπτουν τυχόν αιτήματα εξαγοράς και για το λόγο αυτό πρέπει να έχουν είτε διαθέσιμα μετρητά είτε χρεόγραφα εύκολα μετατρέψιμα σε μετρητά. Σε πολλές περιπτώσεις, τα χρεόγραφα που κατέχει ένα ταμείο συχνά διακινούνται και είναι εύκολα σε θέση να ανταλλάσσουν όποτε χρειάζεται με ελάχιστο κόστος. Άλλες φορές, τα Α.Κ. μπορούν να κατέχουν μη ελκυστικούς τίτλους ή τίτλους που για να διατεθούν πρέπει να διαπραγματεύονται σε χαμηλά επίπεδα, ή τέλος τίτλους χαμηλής εμπορευσιμότητας γεγονός που μπορεί να αποτελέσει απειλή για την ικανότητα τους να αντλούν μετρητά χωρίς να επιβαρύνονται με μεγάλο κόστος (Dierking, 2017)

Κίνδυνος επιτοκίου (interest rate risk)

Όταν αυξάνονται τα επιτόκια τα χρηματοοικονομικά προϊόντα, όπως είναι τα αμοιβαία κεφάλαια, γίνονται λιγότερο ελκυστικά και επομένως μειώνεται η αξία τους. Αντίθετα, όταν τα επιτόκια μειώνονται, οι τιμές των αμοιβαίων αυξάνονται.

5.4Οι κίνδυνοι στα μετοχικά Α.Κ.

Στην ενότητα αυτή παρουσιάζονται οι βασικοί τύποι κινδύνων που ενέχονται ιδιαίτερα κατά την επένδυση σε μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια:

Ο κίνδυνος μεταβλητότητας: Ένα μετοχικό κεφάλαιο επενδύει τουλάχιστον το 65% του ενεργητικού του σε μετοχικούς και ομόλογα εταιρειών. Έτσι, η αξία ενός μετοχικού Α.Κ. σχετίζεται άμεσα με τις επιδόσεις των εταιρειών, στις μετοχές των οποίων έχει επενδύσει. Η απόδοση μιας επιχείρησης επηρεάζεται όμως από τις επικρατούσες μακροοικονομικές συνθήκες. Οι μακροοικονομικές αλλαγές περιλαμβάνουν αλλαγές σε σχέση με τις κυβερνητικές πολιτικές, τις πολιτικές της Κεντρικής Τράπεζας και της Κεφαλαιαγοράς κάθε χώρας, τις προτιμήσεις των καταναλωτών, τη κατάσταση της οικονομίας της χώρας, κλπ. Οι παράγοντες αυτοί επηρεάζουν άμεσα την τιμή των μετοχών μιας εταιρείας, είτε ευνοϊκά είτε δυσμενώς, προκαλώντας ανάλογα μια ανοδική ή μια καθοδική μεταβολή της αξίας της μετοχής της. Αυτή η μεταβολή αντανακλάται με τη σειρά της στην αξία του μετοχικού Α.Κ. Κατά γενικό κανόνα, οι εταιρείες μεγάλου κεφαλαίου είναι λιγότερο επιρρεπείς σε μια τέτοια αστάθεια σε σύγκριση με τις εταιρείες μεσαίας κεφαλαιοποίησης και μικρού κεφαλαίου. Ομοίως, ένα διαφοροποιημένο μετοχικό κεφάλαιο είναι σχετικά λιγότερο επιρρεπές στο να επηρεάζεται από τέτοιες μεταβλητές σε σύγκριση με τα θεματικά ή τα τομεακά μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια.

Ο διαχειριστικός κίνδυνος: Η αποτελεσματική διαχείριση μιας επιχείρησης αναφέρεται στις ενέργειες που κάνει η διοικητική ομάδα που είναι υπεύθυνη για την καθοδήγηση της εταιρείας προς τη σωστή ή τη λάθος κατεύθυνση. Οι αλλαγές στην ομάδα διαχείρισης και οι ενέργειές τους, όπως η δέσμευση μετοχών, η μείωση / αύξηση του ποσοστού επαναγοράς μετοχών, κ.λπ. μπορούν να επηρεάσουν την τιμή των μετοχών μιας εταιρείας. Ενώ οι πολιτικές όπως οι καλές επιχειρησιακές πρακτικές, η καλή εταιρική διακυβέρνηση και η υψηλή διαφάνεια έχουν εν γένει θετικό αντίκτυπο στην τιμή των μετοχών μιας επιχείρησης, η κακή διαχείριση, οι συγκρούσεις στην ομάδα κλπ., οδηγούν σε υποβάθμιση της τιμής των μετοχών της.

Ο κίνδυνος ρευστότητας: όταν πρόκειται για μετοχικές επενδύσεις, οι επενδύσεις σε μακροπρόθεσμη βάση έχουν τις μεγαλύτερες πιθανότητες να εξασφαλίσουν μεγαλύτερη αποδοτικότητα. Έτσι, είναι συχνά δύσκολο για τα μετοχικά αμοιβαία

κεφάλαια να αγοράζουν ή να πωλούν γρήγορα μετοχικές επενδύσεις, προκειμένου να αποκομίσουν βραχυπρόθεσμα κέρδη ή να ελαχιστοποιήσουν τις απώλειες. Αυτή η έλλειψη ευελιξίας μπορεί να οδηγήσει σε μια κατάσταση όπου το Αμοιβαίο δεν διαθέτει επαρκή ρευστότητα για την εκπλήρωση των υποχρεώσεων εξαγορών που έχουν ζητηθεί από τους επενδυτές. Τέτοια κρίση ρευστότητας παρατηρείται ιδιαίτερα σε καταστάσεις κατά τις οποίες ένας μεγάλος αριθμός αιτήσεων εξαγοράς πραγματοποιούνται από επενδυτές ως αποτέλεσμα μιας περιόδου λειτουργίας των χρηματιστηρίων σε επικίνδυνες καταστάσεις της οικονομίας. Αυτός είναι και ο λόγος που, προκειμένου να μειωθεί αυτός ο κίνδυνος, πολλά αμοιβαία κεφάλαια επενδύουν ένα μικρό τμήμα του κεφαλαίου τους σε αγορές χρεογράφων και συναλλάγματος, ώστε να μπορούν να εξασφαλίσουν υψηλότερα επίπεδα ρευστότητας για το σύστημα.

5.5 Οι κίνδυνοι στα Α.Κ. χρηματοοικονομικών προϊόντων

Αναφέρουμε στη συνέχεια ορισμένους από τους βασικούς κινδύνους που συνδέονται με την επένδυση σε εκείνα τα Α.Κ. που επενδύουν σε ομόλογα ή συνάλλαγμα:

Ο κίνδυνος των επιτοκίων: τα επιτόκια και η αξία ενός χρεωστικού τίτλου είναι αντιστρόφως συνδεδεμένα. Όταν τα επιτόκια ανεβαίνουν, τα ομόλογα θεωρούνται λιγότερο επικερδείς επενδυτικές επιλογές και συνεπώς οι τιμές τους μειώνονται. Αντίθετα, όταν μειώνονται τα επιτόκια, οι τιμές των ομολόγων παρουσιάζουν αύξηση. Ο βαθμός ευαισθησίας των επιτοκίων ποικίλλει από τον ένα τύπο Α.Κ. χρηματοοικονομικών προϊόντων σε άλλον και υποδεικνύεται κυρίως από την διάρκεια έκδοσης των ομολόγων που περιλαμβάνουν. Κατά γενικό κανόνα, τα Αμοιβαία τα οποία επενδύουν σε αξίες μικρότερης διάρκειας είναι λιγότερο επιρρεπή στον κίνδυνο επιτοκίου σε σύγκριση με τα κεφάλαια που επενδύονται σε αξίες με πιο μεγάλη διάρκεια.

Ο πιστωτικός κίνδυνος: Τα Α.Κ που επενδύουν σε ένα ευρύ φάσμα χρεογράφων και μέσων χρηματαγοράς, όπως κρατικά αξιόγραφα, εταιρικά ομόλογα, πιστοποιημένες καταθέσεις (CDs), εμπορικά χρεόγραφα κλπ. Η πιστοληπτική ικανότητα αυτών των επενδύσεων ποικίλλει ανάλογα με τον εκδότη και καθορίζεται από τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που τους παρέχονται από τους διάφορους οίκους αξιολόγησης, όπως ο Fitch και ο Moody's. Η πιστοληπτική ικανότητα αναφέρεται

στην ικανότητα του εκδότη της κινητής αξίας να αποπληρώσει το χρέος. Μια αξία χρέους από μια χρηματαγορά υψηλότερης αξιολόγησης έχει υψηλότερο επίπεδο πιστοληπτικής ικανότητας, δηλαδή παρουσιάζει μικρότερο κίνδυνο, από μια αξία χρέους που έχει εκδότη που έχει χαμηλή αξιολόγηση. Στη περίπτωση αυτή παρουσιάζει πάντοτε χαμηλότερο προεξοφλητικό επιτόκιο.

Ο κίνδυνος πληθωρισμού: Τα ομόλογα και τα μέσα χρηματαγοράς είναι ως επί το πλείστον επενδύσεις σταθερού επιτοκίου δεδομένου ότι περιλαμβάνουν ένα σταθερό επιτόκιο κουπονιών. Ως εκ τούτου, αν υπάρξει αύξηση του πληθωρισμού θα οδηγήσει πρακτικά σε μείωση του πραγματικού κέρδους από το επιτόκιο του κουπονιού που το Α.Κ. έχει συμφωνήσει να εισπράξει. Ως αποτέλεσμα, η αύξηση του πληθωρισμού καθιστά τις αποδόσεις των συναλλαγών σε ομόλογα ή χρεόγραφα χαμηλότερες στις αγορές ομολόγων και αυτό επηρεάζει δυσμενώς τις πιθανές αποδόσεις που αναμένεται να έχει το Αμοιβαίο. Από την άλλη πλευρά, τα χαμηλότερα επίπεδα πληθωρισμού τείνουν να αυξάνουν τις τιμές των ομολόγων και τις αναλογίες των επενδύσεων των Α.Κ. σε χρεόγραφα. (Κοτέλη 2014)

Κεφάλαιο 6^ο

Τα αμοιβαία την εποχή των Capital Controls

6.1 Η επιβολή των Capital Controls

Οι περιορισμοί στη διακίνηση κεφαλαίων, πιο γνωστοί με τον όρο Capital Controls, ξεκίνησαν την 29^η Ιουνίου 2015 με Πράξη Νομοθετικού Περιεχομένου (βλέπε παράρτημα), ύστερα από εισήγηση του Συμβουλίου Συστημικής Ευστάθειας προκειμένου να αντιμετωπισθεί καλύτερα η κρίση από την έλλειψη ρευστότητας που παρουσιάστηκε στο Ελληνικό Τραπεζικό Σύστημα. Η έλλειψη ρευστότητας οφείλεται σε απόφαση, που έλαβε την 27^η Ιουνίου το Eurogroup, να αρνηθεί την επέκταση της δανειακής συμφωνίας με την Ελλάδα. Το Eurogroup αποφάσισε να διατηρήσει σταθερό τον ELA¹, στα 89 δισ. ευρώ, και απαίτησε τη θέσπιση σκληρών περιορισμών για να νοικοκυρευτεί η κατάσταση και να επαρκέσει η περιορισμένη ρευστότητα που υπήρχε διαθέσιμη. Ως εκ τούτου η θέσπιση των Capital Controls ήταν πλέον μονόδρομος για την Ελληνική κυβέρνηση.

Η επιβολή των capital controls με την εφαρμογή του ΠΝΠ συνοδεύτηκε από αναλυτική εγκύκλιο της Τράπεζας της Ελλάδος η οποία προσδιόριζε ακριβώς τις τραπεζικές λειτουργίες, ποιές είναι δηλαδή οι τραπεζικές συναλλαγές που είναι επιτρεπτές και ποιές όχι.

Όσα καθορίζονταν στην εγκύκλιο είχαν σχέση με:

- Τις αναλήψεις μετρητών. Ποια ήταν τα όρια, ημερήσια, μηνιαία κλπ και κάτω από ποιες προϋποθέσεις ίσχυαν (ανά λογαριασμό, καταθέτη ή συνολικά)
- Τα εμβάσματα ποιά και υπό ποιές συνθήκες επιτρέπονται.
- Τις πληρωμές στο εξωτερικό, ποιες επιτρέπονται και κάτω από ποιές προϋποθέσεις. Μια αρμόδια επιτροπή Έγκρισης Τραπεζικών Συναλλαγών

¹ELA : Ο μηχανισμός ELA (Emergency Liquidity Assistance) είναι ένας δανειακός μηχανισμός που θεσμοθετήθηκε το 1999, και αποτελεί μηχανισμό βραχυχρόνιας ρευστότητας (δεν μπορεί να έχει διάρκεια πάνω από 6 μήνες δηλαδή) του οποίου η λειτουργία ρυθμίζεται από το άρθρο 14 παρ. 4 του καταστατικού της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.

εποπτευόμενη από το Λογιστήριο του Κράτους μαζί με τη Τράπεζα της Ελλάδος εξέταζε τα αιτήματα για επείγουσες και αναγκαίες πληρωμές και καθόριζε τις εγκρίσεις κατ' εξαίρεση. Καθώς υπήρχαν δεκάδες χιλιάδες φακέλοι που κατατέθηκαν η χρονική διάρκεια για την εξέταση των φακέλων απαιτούσε τη πάροδο ενός μεγάλου χρονικού διαστήματος. Στο διάστημα αυτό οι επιχειρήσεις προσπαθούσαν να επιβιώσουν.

- Η διατήρηση σε πλήρη ισχύ των ξένων πιστωτικών καρτών που είχαν εκδοθεί στο εξωτερικό. Η ισχύς αυτής της παραγράφου ήταν κρίσιμη και βοήθησε στο περιορισμό των απωλειών στον τουριστικό τομέα.
- Τι θα ίσχυε για τους συνδικαιούχους λογαριασμών, αν δηλαδή τα όρια και οι περιορισμοί στις κινήσεις θα ίσχυαν για κάθε συνδικαιούχο ή συνολικά για κάθε λογαριασμό.
- Τι ίσχυε για το web banking, ποιες υπηρεσίες επιτρέπονται και ποια είναι τα όρια.
- Τα όρια και τις προϋποθέσεις για τη χρήση χρεωστικών και πιστωτικών καρτών.

(www.capital.gr)

Στη συνέχεια της εργασίας θα εξετασθούν οι συνέπειες που είχε η εφαρμογή του μέτρου των Capital Controls στις Χρηματοπιστωτικές δραστηριότητες και κυρίως στο θεσμό των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Το “πάγωμα” όλων των τραπεζικών εργασιών, για τον ένα μήνα που οι τράπεζες έμειναν κλειστές, στέρησε την Ελληνική οικονομία από το απαραίτητο “οξυγόνο” ρευστότητας για να κινηθεί. Στη συνέχεια, το αρχικό όριο της συνολικής εκταμίευσης των 300 εκ. ευρώ ανά ημέρα για το σύνολο της οικονομίας θεωρήθηκε, και στη πραγματικότητα ήταν απειροελάχιστο απέναντι στο ύψος των καθημερινών υποχρεώσεων που δημιουργούνταν. Παρ’ όλα αυτά ήταν απόλυτα αναγκαίο να θεσμοθετηθεί καθώς τη περίοδο εκείνη τα διαθέσιμα αποθεματικά της χώρας έφθαναν μόνο για 10 ημέρες εκταμίευσης του ποσού αυτού.

Με τους περιορισμούς που τέθηκαν ουσιαστικά “πάγωσαν” οι μετακινήσεις κεφαλαίων προς το εξωτερικό κάτι που σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις δεν μπορούσαν να προμηθεύονται τα απαραίτητα για τις δραστηριότητες τους ανταλλακτικά, εργαλεία ή πρώτες ύλες.

Επίσης, η αναστολή των τραπεζικών και γενικότερα των χρηματοοικονομικών συναλλαγών δημιούργησε εκνευρισμό στους ξένους επενδυτικούς οίκους που συμμετείχαν στις χρηματιστηριακές εργασίες στην Ελλάδα.

Στην οικονομία πρέπει να διευκρινισθεί ότι με την ΠΝΠ δημιουργήθηκαν επιχειρήσεις δύο ταχυτήτων κάποιες από τις οποίες στη συνέχεια επωφελήθηκαν δραματικά από τη διαφοροποίηση αυτή ενώ για κάποιες άλλες τα Capital Controls είχαν ανυπολόγιστες αρνητικές συνέπειες. Υπήρχαν επιχειρήσεις οι οποίες, έχοντας θυγατρικές ή άλλης μορφής επενδύσεις στο εξωτερικό, είχαν διαθέσιμους λογαριασμούς σε ξένα πιστωτικά ιδρύματα και μπορούσαν μέσα από αυτούς να δέχονται πληρωμές από τους πελάτες τους στο εξωτερικό. Με τον ίδιο τρόπο μπορούσαν να πληρώνουν και για την εκτέλεση των παραγγελιών τους ώστε να έχουν πάντοτε και γρήγορα ότι χρειαζόνταν για να συνεχίσουν απρόσκοπτα τις δραστηριότητες τους. Όλες αυτές όμως οι συναλλαγές έμεναν μακριά από το Ελληνικό τραπεζικό σύστημα και την Ελληνική οικονομία στερώντας την από, την αναγκαία για να σταθεί στα πόδια της, ρευστότητα και επιβαρύνοντας έτι περαιτέρω τα μακροοικονομικά μεγέθη της. Άλλες όμως επιχειρήσεις έπρεπε να περιμένουν την επιτροπή που εξέταζε τις καθ' υπέρβαση αιτήσεις χορήγησης πληρωμών στο εξωτερικό αναγκασμένες να περιμένουν ανάλογα με τη προτεραιότητα που είχε το αίτημα τους. Είναι προφανές ότι για εισαγωγές φαρμάκων, ενέργειας και τροφίμων ήταν πιο γρήγορο και πιο εύκολο παρά για άλλες κατηγορίες προϊόντων.

Η εικόνα όμως στους χρηματιστηριακούς κύκλους δεν ήταν, όπως θα δούμε στη συνέχεια, ανάλογη

6.2 Τα Α.Κ. κατά την έναρξη των περιορισμών κίνησης κεφαλαίων

Τη περίοδο αμέσως πριν την έναρξη εφαρμογής των περιορισμών κινήσεων κεφαλαίων πολλοί Έλληνες αποφάσισαν, για να διασφαλίσουν τη προστασία των κεφαλαίων που διέθεταν, να επενδύσουν αγοράζοντας μερίδια σε αμοιβαία κεφάλαια του εξωτερικού (ξένος εκδότης) τα οποία είχαν θεματοφυλακή εκτός Ελλάδας, στο Λουξεμβούργο ή σε άλλες χώρες που διέπονται από ξένη νομοθεσία. Μόνο στο 1^ο τρίμηνο του 2015 ένας μεγάλος αριθμός Ελλήνων επενδυτών επέλεξε να επενδύσει σε αμοιβαία κεφάλαια, διαχείρισης διαθεσίμων κυρίως, εξωτερικού ένα ποσόν που

φθάνει τα 995 εκατ. ευρώ. Το ποσόν αυτό αφορούσε αμοιβαία κεφάλαια ξένων κεφαλαιαγορών τα οποία διαχειρίζονταν ελληνικές ΑΕΔΑΚ.

Όμως τη περίοδο αυτή οι ξένοι θεματοφύλακες εφαρμόζαν ήδη τη Κοινοτική οδηγία των omnibus accounts που στην Ελλάδα αποφασίσθηκε να ισχύει μόνο μετά τον Οκτώβριο του 2017 (Οικονομόπουλος, 2017). Οι omnibus accounts είναι λογαριασμοί αξιών, μέσω των οποίων τηρούνται συγκεντρωτικά κινητές αξίες που ανήκουν σε τρίτους των οποίων δεν είναι άμεσα γνωστή η ταυτότητα τους. Οι λογαριασμοί omnibus accounts, τηρούνται σε χαρτοφυλάκιο που βρίσκεται στο όνομα της τράπεζας, η οποία με τη σειρά της προχωράει σε εσωτερικό διαχωρισμό των αξιών καταγράφοντας σε ξεχωριστό ατομικό χαρτοφυλάκιο τις αξίες κάθε πελάτη ξεχωριστά. Για όλα τα επενδυτικά προϊόντα που διακινούν οι ξένοι θεματοφύλακες οι τράπεζες ακολουθούν αυτόν το κανόνα.

Με την εφαρμογή των Capital Controls η ρευστοποίηση των μεριδίων από τα αμοιβαία αυτού του τύπου πιστωνόταν στο λογαριασμό των δικαιούχων και αν ο λογαριασμός αυτός ήταν στην Ελλάδα, μέχρι και το 2016 δεν υπήρχε η δυνατότητα ανάληψης του συνολικού ποσού και επανατοποθέτησης του σε νέες επενδυτικές επιλογές στο εξωτερικό αλλά από τον Μάιο του 16 και στη συνέχεια επιτρεπόταν η εξαγορά μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων εσωτερικού. Αν όμως ο επενδυτής είχε λογαριασμό σε ξένη χώρα μπορούσε να καταθέσει το ισοδύναμο της αξίας ρευστοποίησης στο λογαριασμό αυτόν και να προχωρήσει σε οποιαδήποτε επενδυτική ή αποταμιευτική κίνηση ήθελε (Γεώργας, 2016).

Ένας δεύτερος λόγος, του οποίου η διερεύνηση είναι ουσιαστικά και ο κύριος σκοπός της εργασίας μας είναι ο συγκεκριμένος τρόπος που ο θεσμός του ξένου θεματοφύλακα επέτρεπε την εξαγωγή κεφαλαίων στο εξωτερικό. Ας δούμε λοιπόν, στη συνέχεια, τις ενέργειες που επέτρεψαν παρόμοιες κινήσεις

Με την εφαρμογή της πράξης νομοθετικού περιεχομένου «Επείγουσες ρυθμίσεις για τη θέσπιση περιορισμών στην ανάληψη μετρητών και τη μεταφορά κεφαλαίων» (ΦΕΚ Α'84, 18.7.2015), επιβάλλεται περιορισμός στις αναλήψεις μετρητών και στην κίνηση κεφαλαίων που αφορά τα πιστωτικά ιδρύματα που λειτουργούν στην Ελλάδα με οποιαδήποτε μορφή, περιλαμβανομένων των υποκαταστημάτων αλλοδαπών πιστωτικών ιδρυμάτων που εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής του Ν. 4261/2014 (Α' 107). Στο άρθρο 36 του Ν. 4261/2014 περιγράφονται οι υποχρεώσεις που έχουν για

τη παροχή υπηρεσιών τα πιστωτικά ιδρύματα που εδρεύουν στην Ελλάδα με ή χωρίς εγκατάσταση σε τρίτες χώρες και η παροχή υπηρεσιών στην Ελλάδα από πιστωτικά ιδρύματα που εδρεύουν σε τρίτες χώρες.

Όμως, ενώ ο Ν. 4261/2014 καθορίζει πλήρως τις υποχρεώσεις που έχουν οι χρηματοπιστωτικές εταιρείες και συνεπώς είναι ξεκάθαρο ότι στη περίοδο των περιορισμών κεφαλαίων υπήρχε πλήρης απαγόρευση διακίνησης κεφαλαίων , βρέθηκε τρόπος να ξεπεραστούν τα εμπόδια αυτά.

Ο ρόλος του «ξένου θεματοφύλακα» είναι καθοριστικός για τις συναλλαγές που γίνονται μέσα στο τραπεζικό σύστημα. Αυτός καθορίζει, μεταξύ άλλων, το πρότυπο των συναλλαγών που θα γίνουν και την πορεία που θα ακολουθήσουν τα κεφάλαια που διακινούνται. Θα καταλάβουμε τη διαφορά, αν παρακολουθήσουμε τα στάδια στις δύο περιπτώσεις με θεματοφύλακα ένα Ελληνικό πιστωτικό ίδρυμα και ένα ξένο θεματοφύλακα.

Με θεματοφύλακα ένα ελληνικό πιστωτικό ίδρυμα (μια Ελληνική τράπεζα ή μια χρηματοπιστωτική), μπορούσαν να αγοραστούν ξένα επενδυτικά προϊόντα, όπως τα Α.Κ. από ένα λογαριασμό του επενδυτή που βρισκόταν στην Ελλάδα ή το εξωτερικό. Στη περίπτωση αυτή, αν κάποια στιγμή ο επενδυτής ήθελε να πουλήσει το χαρτοφυλάκιό του, τα χρήματά του θα του ερχόταν μέσω ενός λογαριασμού ο οποίος θα υφίστατο τις επιπτώσεις των Capital Controls. Αν ήθελε να μεταφέρει τα χρήματα αυτά στο εξωτερικό δεν θα μπορούσε να το κάνει καθώς κάθε εντολή μετακίνησης κεφαλαίων απευθείας από ελληνική σε ξένη τράπεζα, καταγράφεται καθημερινά σε μια "δισκέτα" της ΤτΕ που πρέπει να εγγραφούν οι τράπεζες.

Αν όμως, ο επενδυτής ήθελε να ρευστοποιήσει τις συμμετοχές του, και τα χρήματά του να παραμείνουν στο εξωτερικό, άνοιγε έναν τραπεζικό λογαριασμό , συνήθως στο Λουξεμβούργο, και ζητούσε αλλαγή θεματοφύλακα από την εταιρεία με την οποία συνεργάζονταν στην Ελλάδα, σε μια ξένη εταιρεία - θεματοφύλακα. Στη περίπτωση αυτή, το προϊόν από τη ρευστοποίηση των συμμετοχών του επενδυτή μπορούσε να κατατεθεί σε λογαριασμό του στη χώρα θεματοφυλακής. (Γεώργας 2016)

6.3 Οι αποδόσεις των αμοιβαίων τη περίοδο των Capital Controls

Οι επιπτώσεις στα αμοιβαία κεφάλαια από την εφαρμογή των περιορισμών στη κίνηση κεφαλαίων μπορεί να είναι:

- Η μείωση των συναλλαγών για αγορά/εξαγορά μεριδίων Α.Κ.
- Η μείωση των αποδόσεων σε σχέση με τη περίοδο προ Capital Controls
- Η μεταβολή της δημοφιλίας των διαφόρων τύπων αμοιβαίων
- Η αλλαγή του επενδυτικού προσανατολισμού των επενδυτών

Κάποιες από τις επιπτώσεις αξιολογούνται μεμονωμένα, ενώ άλλες έχουν και παράπλευρες συνέπειες (spillover effect) που, αν και υποπτευόμαστε είναι δύσκολο να ποσοτικοποιήσουμε. Σε κάθε περίπτωση φαίνεται όμως ότι οποιαδήποτε και αν είναι η μορφή της επίπτωσης η συνισταμένη έχει δρομολογήσει για τη περίοδο που ακολούθησε ένα προηγούμενο και δύσκολα πλέον ο θεσμός των Α.Κ. Θα βρει ξανά τον βηματισμό του.

Πίνακας 1. Αξία ενεργητικού Α.Κ από 2007 - 2017



Πηγή: επεξεργασία γραφήματος από Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Αν δούμε την εξέλιξη του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων, στην Ελλάδα, διαχρονικά παρατηρούμε ότι με το ξεκίνημα της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης υπήρξε μια απότομη καθίζηση του ενεργητικού, το οποίο μέσα στο 2008 έχασε το 58% της αξίας του. Με το ξεκίνημα της κρίσης στην Ελλάδα, το 2010, το ενεργητικό των Α.Κ. άρχισε να μειώνεται φθάνοντας στο minimum της αξίας του το 2011 και από το 2012 άρχισε σιγά-σιγά να αυξάνεται και πάλι. Ο ρυθμός αύξησης

του ήταν για τη περίοδο 2012-2015 ένας GAGR 7,7%. Η ανοδική πορεία του ενεργητικού διακόπηκε από την επιβολή των Capital Controls με αποτέλεσμα το 2016 να υπάρχει παροδική μείωση του κατά 817,2 εκ. ευρώ (ποσοστό 11,3%). Οι μεταβολές χρόνο με τον χρόνο φαίνονται στον ακόλουθο πίνακα.

Πίνακας 2 Το σύνολο ενεργητικού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων τη περίοδο 2007-2016

Έτος	Αξία (εκ. €)	Μεταβολή (%)
2007	24528,9	
2008	10414,6	-57,54
2009	10679,2	2,5
2010	8015,8	-24,94
2011	5229,1	-34,76
2012	5947,8	13,74
2013	6252,6	5,12
2014	6447,5	3,12
2015	7238,5	12,27
2016	6421,3	-11,29
2017	6843,5	6,57

(πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών)

Φαίνεται λοιπόν ότι πράγματι **η επιβολή των Capital Controls διέκοψε την ανοδική πορεία του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων.**

Όμως ποιοί είναι στη πραγματικότητα οι παράγοντες εκείνοι που επηρέασαν την αξία του ενεργητικού των Α.Κ; Οι παράγοντες αυτοί δεν μπορεί να είναι άλλοι από τις μεταβολές των τιμών για τα στοιχεία που απαρτίζουν τα αμοιβαία (μετοχές, ομόλογα, συνάλλαγμα, άλλα αμοιβαία) και τις ρευστοποιήσεις μεριδίων που ζητήθηκαν.

Όμως κάθε αμοιβαίο έχει τη δική του σύνθεση από τα διάφορα επιμέρους στοιχεία, ανάλογα με τη πολιτική που ακολουθούν οι διαχειριστές του. Δεν είναι επομένως εφικτό να υπολογίσουμε ποιες ήταν οι ποσοτικές επιπτώσεις από τη μεταβολή του κάθε στοιχείου που συμμετέχει. Μπορούμε όμως να κάνουμε προσεγγίσεις ,όπως:

Η μεγάλη μείωση του ενεργητικού το 2008 οφείλεται στην ανάγκη να ρευστοποιηθούν στοιχεία του ενεργητικού για να καλυφθούν οι αιτήσεις για ρευστοποιήσεις μεριδίων από εκείνους που βρέθηκαν σε πιεστική ανάγκη να

πληρώσουν υποχρεώσεις τους ή εκείνους που φοβήθηκαν την “επόμενη ημέρα” στην οικονομία.

Παρόμοιες είναι και οι ερμηνείες για τη μείωση του ενεργητικού των Α.Κ. για τα έτη 2010 και 2011.

Αντίθετα, το 2015 και το 2016, λόγω των περιορισμών στη διακίνηση κεφαλαίων, δεν υπήρχε η δυνατότητα να γίνουν ρευστοποιήσεις και επομένως όλη η μεταβολή της αξίας του ενεργητικού οφείλεται στη μείωση της μοναδιαίας αξίας των επιμέρους στοιχείων λόγω της αβεβαιότητας που παρουσίαζε η οικονομική πορεία του τόπου.

Όμως αυτή η γενική εικόνα διαφοροποιείται αν δούμε τις διάφορες κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων ξεχωριστά. Επιλέξαμε να περιγράψουμε την κατάσταση που επικρατεί στη σύνθεση του ενεργητικού, με τις διάφορες κατηγορίες των Α.Κ. σε τέσσερεις διακριτές χρονικές περιόδους που πιστεύουμε ότι έχουν μια ειδική σημασία. Οι περίοδοι αυτές είναι: τέλος του 2007, τέλος του 2011, τέλος του 2014 και τέλος του 2016. Έχουμε λοιπόν (www.agii.gr)

Για το τέλος του 2007

Πίνακας 3 Η σύγκριση της αξίας ενεργητικού για τις διάφορες κατηγορίες Α.Κ. για τα έτη 2006 και 2007

Κατηγορία Αμοιβαίου (αξία σε εκατ. ευρώ)	Αξία ενεργητικού τέλους 2007	Αξία ενεργητι κού 2006	Δ (%)	Ποσοστό στο σύνολο
Ομολογιακό εσωτερικού	1435	2387,8	-39,9	5,85
Ομολογιακό εξωτερικού	2912,1	3834,3	-24,1	11,88
Διαχ/ση Διαθεσίμων εσωτ.	1011,5	1407,9	-28,2	4,12
Διαχ/ση Διαθεσίμων εξωτ.	6957,3	4486,4	55,1	28,42
Μετοχικά εσωτερικού	4444,8	5155,2	-13,8	18,13
Μετοχικά εξωτερικού	753,0	1178,0	-36,1	3,07
Μικτά εσωτερικού	1578,5	1455,4	8,5	6,43
Μικτά εξωτερικού	1143,8	1037,0	10,3	4,66
Funds of funds μετοχικά	464,4	592,2	-21,6	1,89
Funds of funds μικτά	769,6	1928,4	-60,1	3,14
Funds of funds ομολογιακά	205,3	429,4	-52,2	0,84

Α.Κ. Ξένων κεφαλαιαγορών	2843,2	868,4	227,4	11,60
ΣΥΝΟΛΟ	24518,7	24760,5	-1,0	

(πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, 2008)

Στις 31 Δεκεμβρίου οι 22 Α.Ε.Δ.Α.Κ. που υπήρχαν καταγεγραμμένες είχαν 329 Αμοιβαία Κεφάλαια υπό διαχείριση εκ των οποίων 230 ήταν αμοιβαία εσωτερικού, 30 Funds of Funds και 69 αμοιβαία κεφάλαια Ξένων Κεφαλαιαγορών.

Η εξέλιξη της αξίας ενεργητικού για κάθε κατηγορία αμοιβαίου, στη περίοδο 2007-2017 φαίνεται στον πίνακα και το αντίστοιχο γράφημα που ακολουθεί. Το 2008 έγιναν, κάτω από το φόβο της επερχόμενης οικονομικής κρίσης, μαζικές εκροές κεφαλαίων χωρίς καμιά στρατηγική σκέψη. Αν αναφέρουμε επομένως το 2007 είναι μόνο για να έχουμε μια εικόνα πως ήταν η αγορά των Α.Κ. στην Ελλάδα πριν τη παγκόσμια οικονομική κρίση.

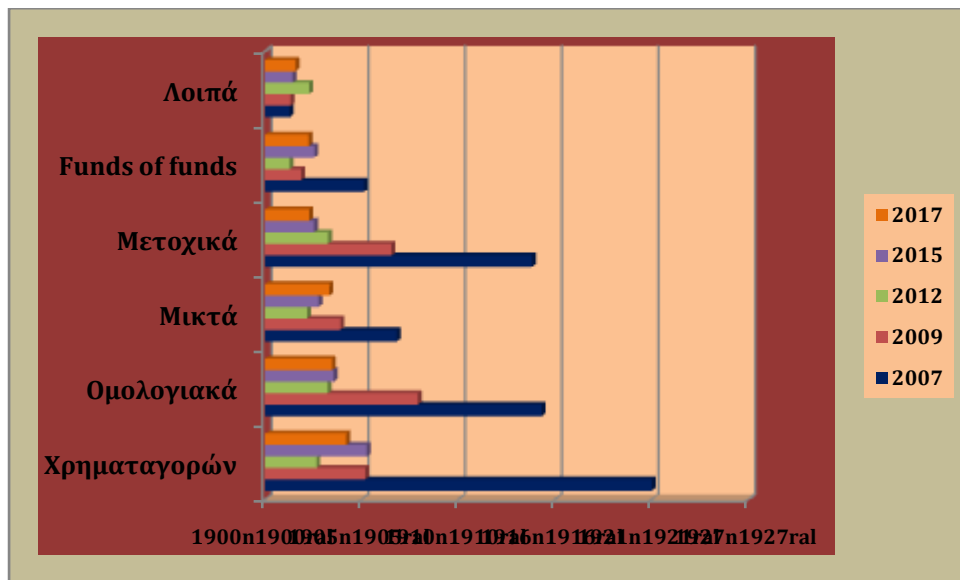
Πίνακας 4 η εξέλιξη της αξίας των Α.Κ. στη περίοδο 2007-2016

Έτος	Σύνολο	Χρηματαγορών	Ομολογιακά	Μικτά	Μετοχικά	Funds of funds	Λοιπά
2007	24528,9	8000,6	5725,8	2725,8	5522,9	2047,4	506,4
2008	10414,6	2524,9	3333,1	1295,2	2125,7	644,5	491,2
2009	10679,2	2070,1	3160,9	1560,7	2615,6	743,5	528,4
2010	8015,8	1206,2	2466,3	1181,3	1932,1	781,3	448,6
2011	5229,1	814,9	1204,7	719,5	1084,7	519,3	886
2012	5947,8	1061,3	1293,2	871,4	1304,6	505	912,3
2013	6252,6	911,1	1277,6	1166,4	1554,4	525,9	817,2
2014	6447,5	1031,2	1286,3	1051,8	1171,4	728,6	778,2
2015	7238,5	2103,8	1419,1	1104,7	1011,9	1020,8	572,8
2016	6421,3	1556,6	1465,5	1107,1	951,1	885,6	455,4
2017	6843,5	1682,4	1383,6	1330,5	914,5	898,8	633,7

(πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, 2017, επεξεργασία για στοιχεία 2018)

Όπως φαίνεται από τον πίνακα στο τέλος του 2017 ο θεσμός των Α.Κ. είχε χάσει το 72,2% του ενεργητικού του. Από τις επιμέρους κατηγορίες Α.Κ. η κατηγορία των χρηματαγορών (διαθέσιμα και συνάλλαγμα) έχασε το 79% του ενεργητικού της , τα ομολογιακά έχασαν το 75,8%, τα μικτά το 51,2%, τα μετοχικά το 83,5% και τα Funds of Funds to 56,1%.

Πίνακας 5 Συγκριτική εικόνα της εξέλιξης των διαφόρων κατηγοριών Α.Κ.



Πηγή: www.ethe.gr

Από το γράφημα φαίνεται ότι μέχρι το 2011 η μείωση του ενεργητικού ήταν μεγαλύτερη αναλογικά για τα Α.Κ. χρηματαγορών, ενώ από το 2015 η μεγαλύτερη αναλογικά μείωση έγινε στα μετοχικά Α.Κ. Αντίθετα τα μικτά Α.Κ. που αποτελούν μια κατηγορία που εμφανίζει μειωμένο κίνδυνο έχουν τη μικρότερη μείωση του ενεργητικού τους , μικρότερη ακόμη και από τα Α.Κ. Funds of Funds που αποτελούν μια νέα στον κλάδο κατηγορία με λίγους πιο ενημερωμένους επενδυτές. Από τον πίνακα φαίνεται ότι **τη περίοδο των Capital Controls υπήρξε μια αναδιανομή των μεριδίων προς όφελος των μικτών Α.Κ.**

Στο τέλος των Capital Controls η κατανομή των διαφόρων κατηγοριών Α.Κ. έχει ως εξής:

Για το τέλος του 2016

Πίνακας 6: η σύγκριση της αξίας ενεργητικού για τις διάφορες κατηγορίες Α.Κ. για τα έτη 2015 και 2016

Κατηγορία Αμοιβαίου (αξία σε εκατ. ευρώ)	Αξία ενεργητικ	Αξία ενεργητικ	Δ (%)	Ποσοστό στο
---	-------------------	-------------------	----------	----------------

	ού τέλος 2016	ού τέλους 2015		σύνολο
Ομολογιακό εσωτερικού	646,0	668,7	-3,3	10,1
Ομολογιακό εξωτερικού	819,1	947,6	-13,5	12,8
Διαχ/ση Διαθεσίμων εσωτ.	132,5	236,7	-44,0	2,1
Διαχ/ση Διαθεσίμων εξωτ.	370,6	402,4	-7,9	5,8
Μετοχικά εσωτερικού	477,1	515,4	-7,4	9,0
Μετοχικά εξωτερικού	589,8	495,5	15,7	7,4
Μικτά εσωτερικού	976,6	998,6	-2,2	15,2
Μικτά εξωτερικού	230,5	428,4	-46,2	3,6
Funds of funds μετοχικά	262,5	410,6	-36,1	4,1
Funds of funds μικτά	552,0	634,5	-13,0	8,6
Funds of funds ομολογιακά	71,1	75,7	-6,1	1,1
A.K. Ξένων κεφαλαιαγορών	1293,5	1190,1	8,7	20,2
ΣΥΝΟΛΟ	6421,8	7004,2	-9,5	

Πηγή: Ένωση θεσμικών επενδυτών

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι στις 17 Νοεμβρίου 2017 ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα έφθασε τα 277. Ο αριθμός αυτός διαμορφώθηκε μετά από πολλές συγχωνεύσεις αλλά και εμφανίσεις νέων αμοιβαίων.

Στη συνέχεια συγκρίνουμε τη κατανομή των διαφόρων κατηγοριών Α.Κ. για το 2007, 2014 και το 2016 σε αξία μεριδίων στην αγορά (www.agii.gr).

Πίνακας 7 Συγκριτική εικόνα της αξίας των διαφόρων κατηγοριών Α.Κ. το 2007

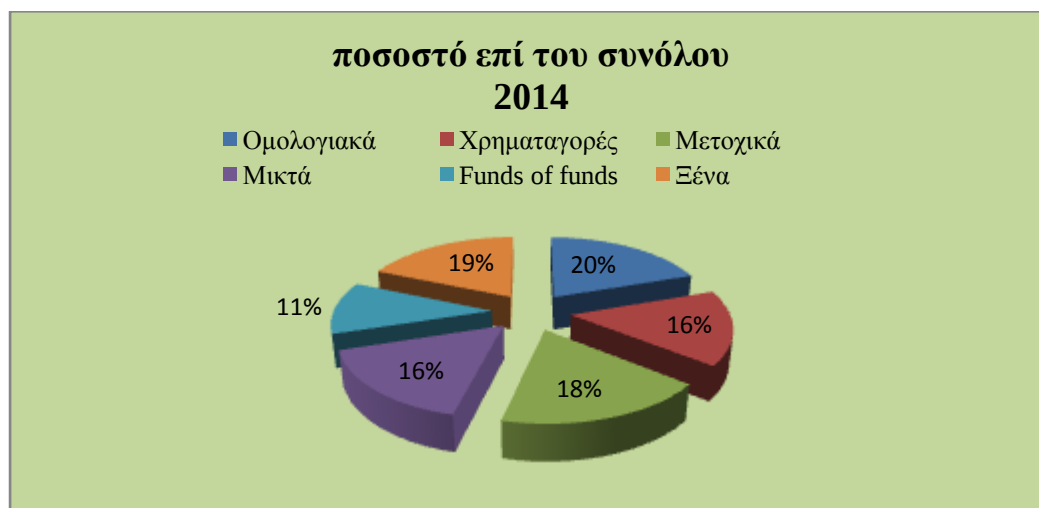


Πηγή: Ένωση Θεσμικών επενδυτών

Όπως φαίνεται, το 2007, τα Α.Κ. χρηματαγορών κατέχουν το 1/3 περίπου της συνολικής αξίας Α.Κ. ενώ τα μετοχικά αμοιβαία κατέχουν το 1/5 της αγοράς αυτής, και τα ομολογιακά κατέχουν το 18% των μεριδίων σε αξία.

Στο τέλος του 2014 παρατηρούμε ότι το ποσοστό των Α.Κ. χρηματαγορών έχει μειωθεί από το 32% στο 16% του συνολικού ενεργητικού, τα ομολογιακά βρίσκονται στο 20% και τα μετοχικά βρίσκονται στο 18% έχοντας μειωθεί κατά περίπου 3%. Είναι αξιοσημείωτη η μεγάλη αύξηση που παρατηρείται στα Α.Κ. των ξένων αγορών των οποίων το ποσοστό περνάει από 12% σε 19%, εισπράττει δηλαδή το μεγαλύτερο κομμάτι από τις διαρροές των Αμοιβαίων Κεφαλαίων των χρηματαγορών.

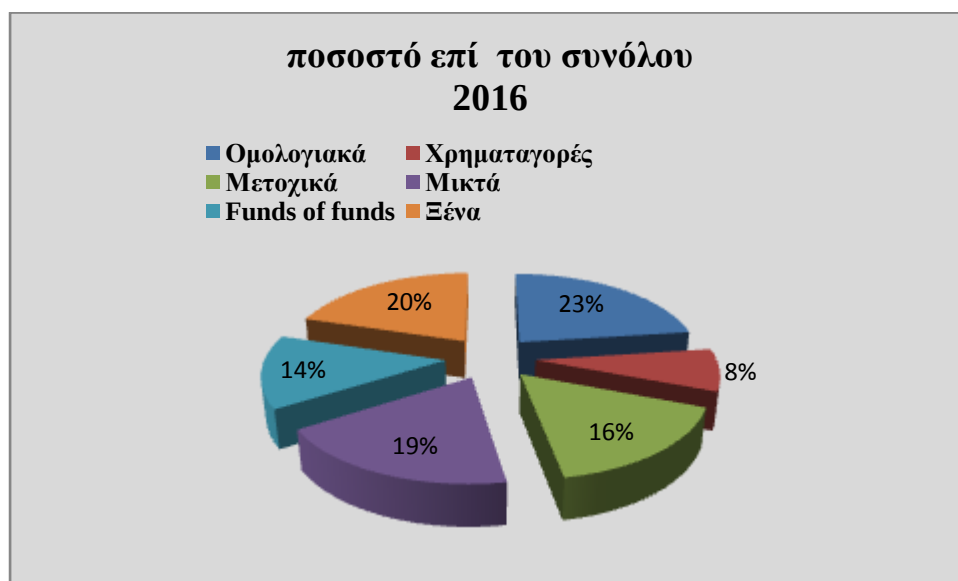
Πίνακας 8 Συγκριτική εικόνα της αξίας των διαφόρων κατηγοριών Α.Κ. το 2014



Πηγή: Ένωση θεσμικών επενδυτών

Η σύγκριση της κατανομής το 2014 και το 2016, είναι στη πραγματικότητα η σύγκριση μεταξύ της προ Capital Controls και της μετά Capital Controls εποχής.

Πίνακας 9 Συγκριτική εικόνα της αξίας των διαφόρων κατηγοριών Α.Κ. το 2016



Πηγή : Ένωση θεσμικών επενδυτών

Οι διαφορές που παρατηρούνται είναι το ότι συνεχίζονται οι εκροές από τα Α.Κ. διαθεσίμων κάθε είδους, όπου το ποσοστό μειώνεται από 16% σε 8% με τα Α.Κ. ομολογιακών (+3%) και μικτών, όπου υπάρχει αύξηση από το 16% στο 19%, να είναι ευνοημένα.

Συγκριτικά, με στοιχεία από την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών για τη σύνθεση της συνολικής αγοράς ΟΣΕΚΑ με βάση το ενεργητικό της κάθε κατηγορίας για τον Οκτώβριο 2019 η εικόνα διαμορφώνεται ως εξής:

Πίνακας 9 Η αξία ενεργητικού των Α.Κ. για το 3^ο τρίμηνο 2019



(πηγή: στοιχεία της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών, Νοέμβριος 2019)

Συμπεράσματα

Η περιήγηση στο χώρο των Αμοιβαίων Κεφαλαίων ολοκληρώθηκε δημιουργώντας μια πλήρη εικόνα για το ρόλο τους στις σύγχρονες χρηματιστηριακές συναλλαγές και τα επενδυτικά ήθη. Όπως φάνηκε, τα επενδυτικά προϊόντα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, παρέχουν στους επενδυτές, θεσμικούς ή ατομικούς, μια εναλλακτική δυνατότητα αγοράς έτοιμων χαρτοφυλακίων αξιών προσφέροντας μια σειρά πλεονεκτημάτων. Στις περισσότερες χώρες ο θεσμός σημείωσε μεγάλη επιτυχία, καθώς ο θεσμός καλύπτει οποιαδήποτε κατηγορία και είδος προτίμησης επενδυτών λόγω της ποικιλίας των τύπων Α.Κ. που υπάρχουν. Επίσης ο θεσμός των Α.Κ. προσφέρει μια πρόσθετη διασφάλιση για τη περιουσία των επενδυτών καθώς οι ονομαστικοί τίτλοι που αυτοί έχουν στη διάθεση τους δεν έχουν σχέση με τη χρηματιστηριακή εταιρεία που τους εκδίδει.

Οι διάφοροι τύποι Α.Κ. που υπάρχουν αναφέρθηκαν με στόχο να δοθεί, σε όσους ενδιαφέρονται, μια πλήρης εικόνα της διαμόρφωσης των χαρτοφυλακίων τους καθώς και της επενδυτικής πολιτικής που έχουν επιλέξει να ακολουθούν. Η αναφορά στα πλεονεκτήματα των Α.Κ. έδειξε ότι από τα πολλά πλεονεκτήματα τους δύο είναι εκείνα που κυρίως τα διαφοροποιούν από τις άλλες μορφές επένδυσης. Η διαχείριση τους από επαγγελματίες και το εύρος της διαφοροποίησης που έχουν.

Από τη περιγραφή των διαφόρων εννοιών που έχουν σχέση με τα Αμοιβαία Κεφάλαια ιδιαίτερη σημασία, για τους σκοπούς της εργασίας, έχει ο ρόλος του θεματοφύλακα. Στα Αμοιβαία Κεφάλαια ο Θεματοφύλακας διασφαλίζει την ανεξαρτησία των περιουσιακών στοιχείων που έχει το Α.Κ. από τη δική του περιουσία και από αυτήν της εταιρίας διαχείρισης.

Ο Θεματοφύλακας όμως προσφέρει στους επενδυτές και τη δυνατότητα να έχουν τα κεφάλαια που αυτοί επενδύουν μια μεγαλύτερη έκθεση στο διεθνές περιβάλλον και ως εκ τούτου και μια αυξημένη κινητικότητα.

Για το λόγο αυτό διαπιστώνουμε ότι στη περίοδο της μεγάλης οικονομικής ύφεσης που πέρασε η χώρα, περίοδος 2012-2015 αν και οι αποδόσεις των Α.Κ. είχαν καθηλωθεί σε επίπεδα που δεν παρουσίαζαν κανένα οικονομικό ενδιαφέρον, το καθαρό ενεργητικό των Α.Κ. όχι μόνο δεν μειώθηκε αλλά αντίστοιχα αυξήθηκε, ιδιαίτερα στις κατηγορίες που επέτρεπαν τη διεθνή έκθεση του Α.Κ. και διασφάλιζαν

επίσης λίγο-πολύ τα κεφάλαια των επενδυτών. Ο έλεγχος των συναλλαγών έδειξε ότι κάποιες κατηγορίες επενδυτών είχαν ανακαλύψει μέσω των Α.Κ. τη δυνατότητα να μεταφέρουν τα κεφάλαια τους στο εξωτερικό. Τη δυνατότητα αυτή εκμεταλλεύθηκαν κάποιοι τη περίοδο των Capital Controls. Το όχημα για τις κινήσεις αυτές ήταν η ύπαρξη ενός ξένου θεματοφύλακα, ο ρόλος του οποίου ήταν να διασφαλίζει ότι η ρευστοποίηση των μεριδίων των Α.Κ., με όποιο τρόπο και να γινόταν, θα είχε σαν αποτέλεσμα τη κατάθεση της αξίας που τους αντιστοιχούσε σε λογαριασμούς που βρίσκονταν στη χώρα του θεματοφύλακα.

Βιβλιογραφία

Ανδρονής, Σ., (2018), Τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια και η μέτρηση κινδύνου,onlineανέβηκε στη πλατφόρμαeuro2day την 11Μαΐου 2018 και διαβάστηκε από<https://www.euro2day.gr/investments/persons/article/1612397/ta-metohika-amoiwaia-kefalaia-kai-h-metrhsh-kindyn.html>

Γεώργας, Βασίλης, (2016); Έρευνα για αγορές μετοχών και Α/Κ εξωτερικού πριν τα capital control, (online), ανέβηκε στο Capital.gr την 30^η Μαρτίου 2016 και διαβάστηκε από: <http://www.capital.gr/agores/3115228/ereuna-gia-agores-metoxon-kai-a-k-exoterikou-prin-ta-capital-controls>

Γουλιελμάκης, Νικόλαος, (2005);**Η σημερινή κατάσταση στην εγχώρια αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων. Πτυχιακή εργασία, ΤΕΙ Καλαμάτας, 2005**

Γουρνάκης, Αθανάσιος, (2013); Τα καλύτερα αμοιβαία κεφάλαια της δεκαπενταετίας. Διπλωματική εργασία, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, 2013

Καλαμπούκα, Μαρίνα, (2015);**Η επίδοση των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων τη τελευταία δεκαετία. Διπλωματική εργασία για την απόκτηση του μεταπτυχιακού διπλώματος στη χρηματοοικονομική, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Αύγουστος 2015.**

Καραδήμας, Θ., Καραδήμα, Π., (2011);Τεχνικές ξεπλύματος χρήματος και τα μέτρα πρόληψης των ελληνικών τραπεζών, (online), ανέβηκε στο e-Περιοδικό Επιστήμης & Τεχνολογίας και διαβάστηκε από τοhttp://e-jst.teiath.gr/issues/issue_40/karadimas%2040.pdf

Κονάχου, Αλεξία, (2002);Πόσο "κοστίζουν" τα αμοιβαία κεφάλαια, ανέβηκε στην ιστοσελίδα online, Euro2day την 6η Απριλίου 2002 και διαβάστηκε από <https://www.euro2day.gr/investments/guide/article/4654/poso-kostizoun-ta-amoiwaia-kefalaia.html>

Κορμπή, Χριστοθέα, (2017);**Στατιστική Ανάλυση Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Διπλωματική εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας Σχολή επιστημών διοίκησης επιχειρήσεων, Οκτώβριος 2017.**

Κοτέλη, Παναγιώτα, (2014);**Τα Αμοιβαία Κεφάλαια και η εξέλιξη τους στη διάρκεια της χρηματοοικονομικής κρίσης. Διπλωματική εργασία για την απόκτηση του μεταπτυχιακού Διπλώματος στη Στρατηγική Διοικητική Λογιστική του Πανεπιστημίου Μακεδονίας.**

Ντόκος, Δημήτριος, (2018);**Αξιολόγηση Ελληνικών Funds of Funds.** Διπλωματική εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας Σχολή επιστημών διοίκησης επιχειρήσεων, Οκτώβριος 2018

Φίλιππας, Ν, (2010);**Αμοιβαία Κεφάλαια, Η ελληνική πραγματικότητα και οι σύγχρονες διεθνείς εξελίξεις,** Ιδιωτική Έκδοση, 2010

Φίλιππας, Ν., (2008), **Αναζητώντας αμοιβαία με χαμηλό ρίσκο.** Δημοσιεύθηκε στην εφημερίδα “Το Βήμα” την 24 Νοεμβρίου 2008.

Φίλιππας, Ν., (1998);**Εκτιμώντας τον κίνδυνο των Αμοιβαίων Κεφαλαίων,** Τραπεζικά Θέματα, online έκδοση της Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών https://www.hba.gr/5Ekdosis/UplPDFs/deltia/4_1998/3_2.pdf

Adams, Laura, (2019);**Pros and Cons of investing in Mutual Funds,** online ανέβηκε στο site Cash Money Life, την 18^η Ιουνίου 2019 και διαβάστηκε από <https://cashmoneylife.com/pros-and-cons-of-investing-in-mutual-funds/>

Anspach, Dana, (2019), Some key things to know about Mutual Funds, ανέβηκε στην ιστοσελίδα the balance την 05 Μαΐου 2019, διαβάστηκε από <https://www.thebalance.com/are-mutual-funds-a-good-investment-2388501>

Anspach, Dana, (2018α), Learn the risks of Mutual Funds, ανέβηκε στην ιστοσελίδα the balance την 04 Ιουνίου 2018, διαβάστηκε από <https://www.thebalance.com/investment-performance-disclosures-2388460>

Boyte-White, Claire, (2018), Why are mutual funds subject to market risk?, online, ανέβηκε την 21 Σεπτεμβρίου 2018 στη πλατφόρμα investopedia και διαβάστηκε από <https://www.investopedia.com/ask/answers/101315/why-are-mutual-funds-subject-market-risk.asp>

Briere, Marie and Signori, Ombretta, (2011), Hedging inflation risk in a developing Economy. Working Paper Amundi, May 2011

Campbell, A., (2000);The Financial Services Authority and the Prevention of Money Laundering, Journal of Money Laundering Control, 2000, Vol. 4, No. 1

Connor, Gregory and Lasarte Teo . (2004) ; **An Introduction to hedge funds Strategies. International Asset Management, LSE, 2004**

Del Guercio, Diane,(1996);**The Distorting Effect of the Prudent-Man Laws on Institutional Equity Investments. Journal of Financial Economics, XL, 1996**

Dempsey, Niall, (2019);**Mutual Funds Risk vs Reward, online, ανέβηκε στην ιστοσελίδα Zacks την 10η Φεβρουαρίου 2019 και διαβάστηκε από <https://finance.zacks.com/mutual-funds-risk-vs-reward-4846.html>**

Dierking, David, (2017);Implications of Liquidity Risks in Mutual Funds, online ανέβηκε την 28 Νοεμβρίου 2017 στη πλατφόρμα MFmutual Funds και διαβάστηκε από<https://mutualfunds.com/education/implications-liquidity-risks-in-mutual-funds/>

Fung, W., and D.A. Hsieh (1997); **Empirical Characteristics of Dynamic Trading Strategies: The Case of Hedge Funds. Review of Financial Studies, 10**

Haslem, John A, (2003); Mutual Funds: Risk and Performance Analysis. Wiley-Blackwell; 1st edition, March 7, 2003, pp.220-240

IFIC, (2015); **L’histoire des fonds communs de placement, (online), διαβάστηκε από:<https://www.ific.ca/fr/articles/who-we-are-history-of-mutual-funds/>**

Infosino, Charles, (2017); **Difference Between Public & Private Mutual Funds διαβάστηκε από:<https://budgeting.thenest.com/difference-between-public-private-mutual-funds-31968.html>**

Kennon, Joshua, (2017); **Explanation of Mutual Fund Expense Ratios, online, ανέβηκε στην ιστοσελίδα the balance την 11^η Δεκεμβρίου 2017, διαβάστηκε από<https://www.thebalance.com/what-is-the-mutual-fund-expense-ratio-358182>**

Lee Gremillion, (2005); **Mutual Fund Industry Handbook : A Comprehensive Guide for Investment Professionals**. John Wiley & Sons; 1st edition (August 26, 2005)

Lendasse, Amaury, (2003); **Analyse et prediction de series temporelles par methods non lineaires:applications a des donnees financiers**. Presses universitaires de Louvain, 2003.

Levitt, Aaron, (2014); **AbriefhistoryofMutualFunds**, (online), ανέβηκε στην ιστοσελίδα **MutualFunds.com** την 02 Σεπτεμβρίου 2014, διαβάστηκε από : <https://mutualfunds.com/authors/aaron-levitt/>

Lioudis, Nick, (2019); **Commodities Trading: An Overview**, online, ανέβηκε στη πλατφόρμα **Investopedia** την 04 Μαρτίου 2019, διαβάστηκε από <https://www.investopedia.com/investing/commodities-trading-overview/> **Commodity Funds**

McWhinney, JamesM., (2018); **ABriefHistoryoftheMutualFund**, (online), ανέβηκε στη πλατφόρμα **Investipedia** την 6η Φεβρουαρίου 2018, διαβάστηκε από: <https://www.investopedia.com/articles/mutualfund/05/mfhistory.asp>

O' Rielly, William, Preisano, Michael, (2000), **Dealing With The Active**, online ανέβηκε στην ιστοσελίδα **ETF.com** την 01^η Ιανουαρίου 2000, διαβάστηκε από: <https://www.etf.com/publications/journalofindexes/joi-articles/1159.html>

Rogers, Stephen, (2017); **Tout ce qu'il faut savoir sur le rendement des placements. Livre blanc presente par le groupe des strategies de placement**.

Smith, Lisa, (2009); **Commodity Funds**, online, ανέβηκε στη πλατφόρμα **Investopedia** την 04 Μαρτίου 2019, διαβάστηκε από <https://www.investopedia.com/articles/mutualfund/09/commodity-mutual-funds.asp>

Steenwyk, Jason Van, (2015); **What Is an ETF – Exchange Traded Funds Definition, Types, Pros & Cons**, (online), ανέβηκε στο site **money crasher** την 18η Νοεμβρίου 2015, διαβάστηκε από <https://www.moneycrashers.com/etf-exchange-traded-funds/>

Thune, Kent, (2019);Pros and Cons of Investing in Interval Funds, (online), ανέβηκε στο site the balance την 14 Μαρτίου 2019, διαβάστηκε από<https://www.thebalance.com/what-is-an-interval-fund-4174102>

Tout ce qu'il faut savoir sur le rendement des placements

http://www.ethe.org.gr/index.php?option=com_content&view=article&id=12&Itemid=18&lang=el

<http://www.agii.gr/>

<https://www.blueshorefinancial.com/ToolsAdvice/Articles/Investing/FiveTypesOfRiskAffectingMutualFunds/>

<https://cleartax.in/s/stocks-vs-mutual-funds>

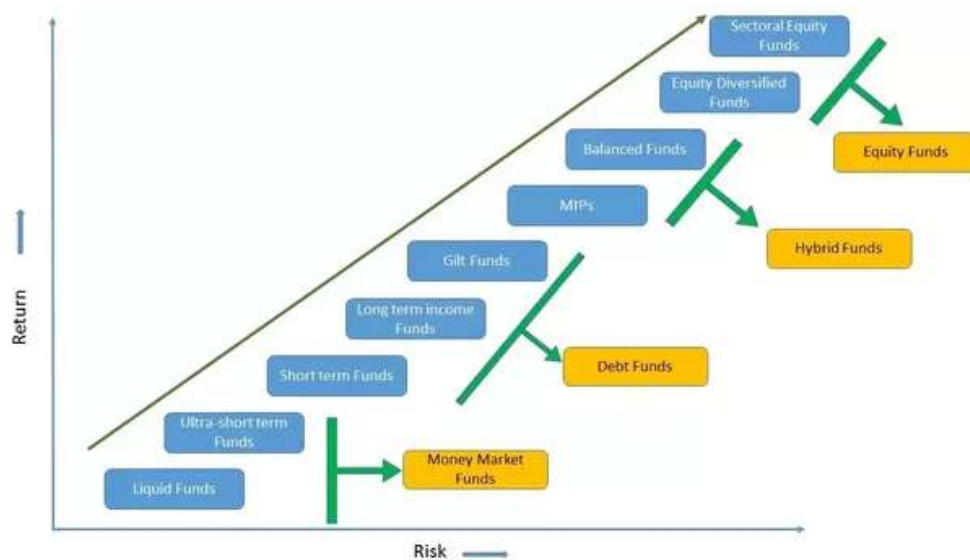
http://www.morgandempseyfunds.com/pdfs/MD_Statutory_Prospectus.pdf

<https://www.capital.gr/oikonomia/>

<http://www.eurobankam.gr/el/esg?fbclid=IwAR0VKZHeLmm87-U8a6XUxCHCSHdrY6fSajZpyHk67XqmF87YjlBzObEWLVA>

Παραρτήματα

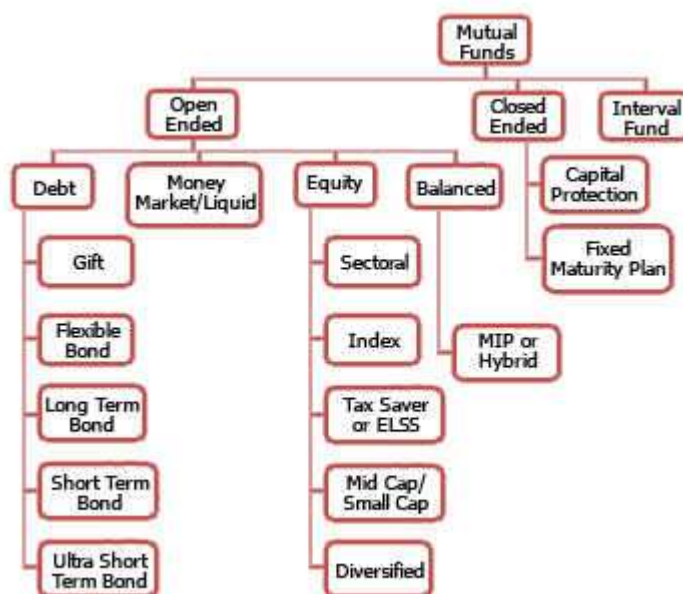
Παράρτημα Γ1 Ομαδοποίηση των Α.Κ. ως προς τη ρευστοποίηση



τους

(πηγή: [www. smartinvestmentfundas.blogspot.com](http://www.smartinvestmentfundas.blogspot.com))

Παράρτημα Γ2 Ομαδοποίηση των Α.Κ. ως προς το είδος επένδυσης



(πηγή: www.indiatimes.com)