

# **ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ: ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ & ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ & ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ**

**Γεώργιος Ιατρίδης**  
Πανεπιστήμιο Θεσσαλίας

## **Αμοιβαία Κεφάλαια – Ιστορική Αναδρομή**

Ο θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων (Α/Κ) πρωτοεμφανίστηκε στις ΗΠΑ στις αρχές του 20<sup>ου</sup> αιώνα. Επί σειρά ετών οι εταιρείες Α/Κ, και γενικά οι εταιρείες επενδύσεων, δεν γνώρισαν ιδιαίτερη αποδοχή από το ευρύ επενδυτικό κοινό, γεγονός στο οποίο συνέτεινε και η οικονομική κρίση του 1929. Κατά την διάρκεια όμως των επόμενων δεκαετιών, ο θεσμός σημείωσε ραγδαία ανάπτυξη. Αυτή η ανάπτυξη αποδόθηκε κυρίως στην εντυπωσιακή ανάκαμψη της αμερικανικής οικονομίας, καθώς και στην ενίσχυση της, μέσω αυστηρών νομοθετικών πλαισίων, τα οποία προσέδωσαν κύρος, εμπιστοσύνη και αξιοπιστία στις εταιρείες διαχείρισης Α/Κ (Goodhart, 1998). Επίσης, η ανάπτυξη της αμερικανικής κεφαλαιαγοράς και ο συνεχής εμπλουτισμός της με νέα χρηματοοικονομικά εργαλεία διεύρυνε το φάσμα των επενδυτικών επιλογών σε τέτοιο βαθμό, ώστε η αξιολόγηση των επενδύσεων να καθίσταται περισσότερο δύσκολη και πολύπλοκη για τον μεμονωμένο επενδυτή. Κατ' αυτόν τον τρόπο, παρουσιάστηκε σταδιακά μία στροφή του μεμονωμένου επενδυτή προς αναζήτηση εξειδικευμένης επαγγελματικής διαχείρισης.

Στην Ελλάδα, ο θεσμός των Α/Κ ξεκίνησε στις αρχές της δεκαετίας του 1970 με βάση το ν.δ. 608/70. Αρχικά, τα Α/Κ ήταν μόνο δύο, μικτού και αναπτυξιακού χαρακτήρα αντίστοιχα. Το πρώτο ιδρύθηκε στα τέλη του 1972 από την Εμπορική Τράπεζα, με την ονομασία "Α/Κ Ερμής". Ακολούθησε στις αρχές του 1973 η Εθνική Τράπεζα με την ίδρυση του "Α/Κ Δήλος". Η ανάπτυξη, ωστόσο, που παρουσίασαν τα Α/Κ δεν περιορίζεται μόνο στη θεαματική αύξηση του αριθμού τους, αλλά και στα ποσά τα οποία είναι επενδυμένα σε αυτά. Σημαντική είναι η επέκταση των Α/Κ στις διάφορες επενδυτικές κατηγορίες, με αποτέλεσμα την κάλυψη όλων των προτιμήσεων σε σχέση με τον επενδυτικό κίνδυνο, τόσο για την εσωτερική, όσο και για τη διεθνή αγορά. Παράλληλα, με την ανάπτυξη αυτή των Α/Κ σε αριθμό και φάσμα επενδυτικών κατηγοριών, διευρύνθηκε το μερίδιο τους στην αγορά χρήματος και κεφαλαίου.

## **Ορισμός του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και Στόχοι**

Ο ορισμός της έννοιας του Α/Κ, όπως περιγράφεται από το νόμο, είναι "ομάδα περιουσίας, η οποία αποτελείται από μετρητά και κινητές αξίες, της οποίας τα επιμέρους στοιχεία ανήκουν εξ' αδιαιρέτου σε περισσότερα του ενός πρόσωπα". Ο όρος "κεφάλαιο" αναφέρεται στο σύνολο του ποσού που συγκεντρώνεται από τους επενδυτές, ενώ ο όρος "αμοιβαίο" ορίζει ότι όλοι οι συνεισφέροντες (μεριδιούχοι) στη δημιουργία της περιουσίας αυτής μοιράζονται τα κέρδη και τις ζημίες που μπορεί να προκύψουν, ανάλογα με το ποσοστό συμμετοχής τους σε αυτό (βλ. Shapiro, 1991). Το Α/Κ δεν είναι νομικό πρόσωπο, αλλά συγκαταλέγεται στην κατηγορία των θεσμικών επενδυτών.

Τα Α/Κ βασίζονται στο ρητό "η ισχύς εν τη ενώσει", που ειδικά στον κόσμο του χρήματος έχει αποδειχθεί σωτήρια. Το παραπάνω υποδηλώνει την σημασία της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου όταν ένας αριθμός αξιόγραφων συνδυάζονται σε χαρτοφυλάκιο, οι τυχαίες μεταβολές του ενός αντισταθμίζονται ως ένα βαθμό από τις τυχαίες μεταβολές του άλλου. Έτσι ώστε, για το συνολικό χαρτοφυλάκιο να προκύπτει μια

διασπορά του κινδύνου και να μετριάζονται οι συνέπειες από μια ενδεχόμενη ζημία για την απόδοση του χαρτοφυλακίου ή του A/K (Καραθανάσης και Ψωμαδάκης, 1992).

Το A/K μπορεί να παρασταθεί σαν χαρτοφυλάκιο τίτλων (μετοχών, ομολόγων, εντόκων, κ.ά.) και μετρητών (τραπεζικούς λογαριασμούς εγχώριου ή ξένου νομίσματος). Το σύνολο των επενδύσεων αυτών συνθέτουν το ενεργητικό του A/K. Όποιος αποδέχεται τις επενδύσεις του A/K μπορεί να συμμετάσχει σ' αυτό συνεισφέροντας ένα ποσό, με το οποίο η διαχειρίστρια εταιρεία θα αγοράσει νέους τίτλους και το χαρτοφυλάκιο θα διογκωθεί ή αλλιώς το ενεργητικό θα αυξηθεί. Σε αντιστοιχία με το μετοχικό κεφάλαιο μιας εταιρείας, που χωρίζεται σε μετοχές και τους κατόχους τους, που ονομάζονται μέτοχοι, το ενεργητικό ενός A/K χωρίζεται σε μερίδια, των οποίων οι κάτοχοι ονομάζονται μεριδιούχοι. Η συμμετοχή στο A/K αποδεικνύεται με ονομαστικό τίτλο, που εκδίδεται από την ανώνυμη εταιρεία διαχείρισης A/K (ΑΕΔΑΚ) και προσυπογράφεται από τον θεματοφύλακα. Οι τίτλοι μεριδίου μπορούν να εκδίδονται για ένα ή περισσότερα μερίδια (ή κλάσμα μεριδίου).

Ο νέος μεριδιούχος, κατά την αγορά ενός μεριδίου, καταβάλλει την καθαρή τιμή προσαυξημένη κατά την προμήθεια διάθεσης. Η προσαυξημένη τιμή ονομάζεται τιμή διάθεσης. Ομοίως, ο μεριδιούχος μπορεί να ρευστοποιήσει τα μερίδια του στην τιμή εξαγοράς, δηλ. την καθαρή τιμή, μειωμένη κατά την προμήθεια εξαγοράς. Ως προμήθεια εξαγοράς χρεώνεται ποσοστό επί της καθαρής τιμής του μεριδίου. Η καθαρή τιμή του A/K προκύπτει από την διαίρεση του ενεργητικού του με τον συνολικό αριθμό μεριδίων που βρίσκονται σε κυκλοφορία. Οι πωλήσεις και οι εξαγορές του A/K δεν επηρεάζουν την καθαρή τιμή του. Αυτές οι τιμές μεταβάλλονται καθημερινά, ανάλογα με τις μεταβολές του ενεργητικού, που προέρχονται από τις ημερήσιες αποδόσεις των τίτλων και καταθέσεων του αμοιβαίου.

Στο τέλος κάθε έτους, όλα τα A/K διανέμουν μέρισμα, ένα κομμάτι δηλαδή, το οποίο προέρχεται από τα κέρδη του αμοιβαίου (τόκοι, μερίσματα μετοχών στις οποίες έχει επενδύσει το A/K, κλπ). Το μέρισμα δεν ταυτίζεται με την απόδοση, η οποία μετρά το ποσοστιαίο κέρδος που αποφέρουν τα A/K, αλλά αποτελεί παράγοντα προσδιορισμού της. Η απόδοση ενός A/K εξαρτάται από το μέρισμα που διανέμει το A/K, την υπεραξία ή ζημία που προκύπτει από τη μεταβολή της καθαρής τιμής του μεριδίου, την προμήθεια κατά την αγορά και πώληση του μεριδίου, και την προκύπτουσα φορολογική υποχρέωση (Μυλωνάς, 1999). Η ύπαρξη ζημιών (κερδών) συνδέεται με την μείωση (αύξηση) της αξίας των αξιόγραφων και την συνακόλουθη μείωση (αύξηση) της καθαρής τιμής του μεριδίου.

Όσο αφορά στους στόχους που θέτουν όλοι οι τύποι των A/K, είναι αφενός η καλύτερη απόδοση σε σύγκριση με εναλλακτικές επενδυτικές επιλογές όμοιου επιπέδου κινδύνου (βλ. Baker, Lembke και King, 2002) και αφετέρου ο επενδυτής να έχει στην διάθεσή του μία ευρεία επιλογή A/K αναφορικά με το επίπεδο του επενδυτικού κινδύνου που είναι διατεθειμένος να αναλάβει. Ειδικότερα, όμως, οι στόχοι των A/K ποικίλλουν ανάλογα με το είδος του αμοιβαίου και την ειδική νομοθεσία - κανονισμό - που διέπει κάθε ΑΕΔΑΚ. Έτσι, για παράδειγμα, τα μετοχικά A/K επενδύουν κυρίως σε τίτλους μετοχών που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και, δευτερευόντως, σε τίτλους σταθερής απόδοσης. Αντίθετα, τα A/K εισοδήματος επενδύουν κυρίως σε τίτλους σταθερής απόδοσης και δευτερευόντως σε άλλες κινητές αξίες.

Για την μέτρηση του χρηματοοικονομικού κινδύνου, χρησιμοποιείται, εκτός της τυπικής απόκλισης και του συντελεστή μεταβλητότητας, η

συσχέτιση του ενεργητικού των Α/Κ με τον γενικό δείκτη τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (ΓΔΧΑΑ) (βλ. Reilly και Brown, 1997). Η εν λόγω μεταβλητή δεν είναι παρά ο συντελεστής  $\beta$ , ο οποίος μετρά την επικινδυνότητα των Α/Κ σε σχέση με την επικινδυνότητα επένδυσης στο ΧΑΑ. Όταν ο συγκεκριμένος δείκτης είναι υψηλότερος της μονάδας, η επένδυση σε Α/Κ παρουσιάζεται πιο επικινδυνώδης σε σχέση με παρόμοια επένδυση σε τίτλους του ΧΑΑ (βλ. Palepu, Healy και Bernard, 2000).

### **Κανονισμός του Αμοιβαίου Κεφαλαίου**

Ο κανονισμός του Α/Κ, που εγκρίνεται από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς, περιέχει τουλάχιστον:

1. Την ονομασία του Α/Κ και τις επωνυμίες της Α.Ε. Διαχείρισης και του θεματοφύλακα.
2. Τον σκοπό του Α/Κ, από τον οποίο προκύπτουν οι επενδυτικοί και οικονομικοί στόχοι του, η επενδυτική πολιτική και η πολιτική δανειοδότησής του.
3. Το είδος των κινητών αξιών στις οποίες μπορεί να επενδύεται η περιουσία του Α/Κ.
4. Την τιμή των μεριδίων του Α/Κ κατά τον χρόνο σύστασής του.
5. Την προμήθεια που καταβάλλει ο μεριδιούχος στην Α.Ε. Διαχείρισης κατά την διάθεση και εξαγορά μεριδίων.
6. Τον χρόνο και την διαδικασία διανομής μερισμάτων στους μεριδιούχους του Α/Κ.
7. Τους όρους διάθεσης και εξαγοράς των μεριδίων.

### **Είδη και Μορφές Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

Κάθε Α/Κ έχει πλήρη αυτονομία και ανεξαρτησία ακόμη και αν η εταιρεία, που τα διαχειρίζεται, διαχειρίζεται και άλλα. Η αυτονομία έγκειται στο γεγονός ότι οποιεσδήποτε αποφάσεις αναληφθούν θα αφορούν το ενεργητικό του συγκεκριμένου Α/Κ. Υπάρχει μεγάλη ποικιλία Α/Κ και αυτό οφείλεται στην επενδυτική πολιτική που ακολουθεί το καθένα και η οποία ανακοινώνεται στο επενδυτικό κοινό μέσω των ενημερωτικών δελτίων σε εκείνους που επιθυμούν να καταστούν μεριδιούχοι. Βάσει των διαφόρων επενδυτικών στρατηγικών που εφαρμόζονται, τα Α/Κ κατατάσσονται στις εξής κατηγορίες:

#### *Διαχείρισης Διαθεσίμων ή Χρηματαγορών*

Τα Α/Κ αυτού του είδους κατευθύνουν τις επενδύσεις σε διάφορες επιλογές στην αγορά χρήματος, που απαρτίζονται από επενδυτικά εργαλεία πολύ μικρής διάρκειας, όπως για παράδειγμα λήγοντα έντοκα γραμμάτια Δημοσίου, καταθέσεις προθεσμίας, κ.ά. Αυτού του είδους οι τοποθετήσεις αποδίδουν μία θετική και, ως επί το πλείστον, σταθερή απόδοση, που προσδιορίζεται από τα ισχύοντα επιτόκια της αγοράς, αν όλα βέβαια κυλήσουν ομαλά, χωρίς δηλαδή μεγάλες μεταπτώσεις ή ανακάμψεις, που θα οδηγούσαν σε σημαντικές διακυμάνσεις στις αποδόσεις του αμοιβαίου. Ωστόσο όμως, υπάρχουν αυξομειώσεις στην αγορά χρήματος και κεφαλαίου, που ενδεχομένως να οδηγούν βραχυπρόθεσμα σε καλύτερες αποδόσεις από ό,τι άλλων ειδών Α/Κ. Τα αμοιβαία διαχείρισης διαθεσίμων απευθύνονται κυρίως στους επενδυτές με βραχυπρόθεσμους επενδυτικούς ορίζοντες, που επιθυμούν να έχουν πρόσβαση στα μετρητά τους, με το πλεονέκτημα να επιτυγχάνουν αποδόσεις μεγαλύτερες των απλών καταθέσεων. Η προμήθεια σ' αυτή την περίπτωση είναι μικρότερη, και μικραίνει όσο ο μεριδιούχος καθυστερεί την ημερομηνία εξαγοράς.

#### *Εισοδήματος*

Πρόκειται για την πιο συντηρητική επιλογή από την ομάδα των Α/Κ, η οποία τοποθετεί τις επενδύσεις σε επενδυτικούς τίτλους, που

προσφέρουν κατά το πλείστον μια βέβαιη απόδοση ετησίως. Αυτής της κατηγορίας τα Α/Κ επενδύουν κυρίως σε ομόλογα του Δημοσίου, ομόλογα κρατικών τραπεζών ή εταιρειών, καθώς επίσης σε ομολογίες ειδικά επιλεγμένων εγχώριων ή ξένων εταιρειών με υψηλή πιστοληπτική ικανότητα. Η απόδοση των τίτλων αυτών γίνεται υπό τη μορφή συγκεκριμένου και σταθερού τόκου, που καταβάλλεται από την εκδότρια εταιρεία στο Α/Κ. Έπειτα, οι τόκοι αυτοί αποδίδονται στους μεριδιούχους ανάλογα με τη συμμετοχή του καθενός στο κεφάλαιο του Α/Κ, με αποτέλεσμα να εξασφαλίζεται ένα σταθερό ετήσιο εισόδημα για τους μεριδιούχους. Αυτό βέβαια δεν σημαίνει πως η συνολική απόδοση ενός Α/Κ παραμένει σταθερή.

Αντιθέτως, η απόδοση πηγάζει από την υπεραξία ή ζημία που πραγματοποιείται από τις μεταβολές των τιμών των επενδυτικών τίτλων, οι οποίες προέρχονται από μεταβολές άλλων παραγόντων, όπως π.χ. τα επιτόκια, ο πληθωρισμός, η ανεργία, κλπ. Ορισμένα Α/Κ εισοδήματος μπορεί να επενδύουν και σε μετοχές, σε μικρά συνήθως ποσοστά του χαρτοφυλακίου. Ωστόσο, η επένδυση σε μετοχές είναι δυνατόν να γίνεται και σε μεγαλύτερο ποσοστό. Κάτι τέτοιο, πάντως, πρέπει υποχρεωτικά να αναφέρεται στον κανονισμό ή το ενημερωτικό φυλλάδιο.

#### *Ομολογιών*

Τα Α/Κ ομολογιών ειδικεύονται σε επενδύσεις με μεσοπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες ομολογίες που εκδίδονται είτε από το κράτος, είτε από κρατικούς οργανισμούς, καθώς και σε ομολογίες εταιρειών. Στο βαθμό που δεν υπάρχουν αρκετές ομολογίες εταιρειών για διαπραγμάτευση, τα Α/Κ αυτού του είδους είναι παρόμοια με τα Α/Κ εισοδήματος. Τέλος, εμφανίζουν υψηλότερο κίνδυνο από τις δύο προηγούμενες κατηγορίες αμοιβαίων, αλλά εξαιτίας της παροχής σημαντικού εισοδήματος (που προέρχεται από τους τόκους) ο κίνδυνος αυτός μετριάζεται.

#### *Μετοχικά*

Τα Α/Κ που επενδύουν τα κεφάλαια τους σε μετοχές, σε ποσοστό άνω του 70-80% λέγονται μετοχικά. Αυτά τα Α/Κ διακατέχονται από πολύ υψηλό επίπεδο κινδύνου σε σχέση με τις επενδύσεις σταθερού εισοδήματος, ακριβώς επειδή οι μετοχές, τόσο οι κοινές, όσο και οι προνομιούχες, δεν προσφέρουν σταθερό και βέβαιο μέρισμα (εκτός εάν υπάρξουν κέρδη, οπότε θα οφείλεται ένα ελάχιστο ποσοστό αυτών). Αν συνυπολογιστεί και το γεγονός ότι η απόδοση του αμοιβαίου επηρεάζεται σε ένα πολύ μεγάλο βαθμό από την πορεία του γενικού δείκτη τιμών του χρηματιστηρίου, τότε συμπεραίνουμε πως η συνολική απόδοση του μετοχικού Α/Κ εμφανίζει μεγάλη διακύμανση. Τα μετοχικά Α/Κ διακρίνονται σε μετοχικά εισοδήματος και σε αναπτυξιακά, ανάλογα με τον επενδυτικό τους χαρακτήρα. Έτσι, τα μετοχικά εισοδήματος επενδύουν σε εταιρείες, που προσφέρουν μεγάλα μερίσματα. Ενώ τα αναπτυξιακά Α/Κ κατανέμουν τα κεφάλαια τους μέσω εταιρειών, που προσφέρουν ελάχιστη μερισματική απόδοση και ταυτόχρονα συνεχίζουν να αυξάνουν τις επενδύσεις, με αποτέλεσμα να τροφοδοτούν μεγάλες προσδοκίες ανάπτυξης. Επίσης, υπάρχουν και τα κλαδικά μετοχικά, τα οποία επικεντρώνονται σε ένα κλάδο της οικονομίας που οι διαχειριστές κρίνουν ότι είναι δυναμικός (π.χ. κατασκευών ή τροφίμων), υπόκεινται όμως σε σημαντικό κίνδυνο, που πηγάζει από τις διακυμάνσεις της οικονομικής κατάστασης που σχετίζεται με τον συγκεκριμένο κλάδο.

#### *Μικτά*

Τα μικτά Α/Κ συνδυάζουν διάφορα χαρακτηριστικά, όπως εισόδημα και ανάπτυξη, και αναλαμβάνουν επενδύσεις τόσο σε εργαλεία της χρηματαγοράς όσο και σε ομολογίες και μετοχές, με βάση τους περιορισμούς του κανονισμού (π.χ. μέχρι 60% σε μετοχές). Το πλεονέκτημα αυτών των Α/Κ είναι η μεγάλη διασπορά των μετοχών που εμφανίζεται στο χαρτοφυλάκιο, με αποτέλεσμα να περιορίζεται ο

κίνδυνος σε ανεκτά επίπεδα. Το μεγάλο μειονέκτημα όμως είναι η υψηλή προμήθεια του αμοιβαίου, καθιστώντας πραγματική την απόδοση μόνο σε περίπτωση ανόδου της αγοράς άνω του ποσοστού αυτού. Τα μικτά A/K έχουν μικρότερες διακυμάνσεις από τα μετοχικά, αλλά μεγαλύτερες από του εισοδήματος.

#### *Διεθνή*

Τα διεθνή A/K υποδιαιρούνται και αυτά στις παραπάνω κατηγορίες, με τη διαφορά ότι επενδύουν στο εξωτερικό και τα κεφάλαια τους είναι σε συνάλλαγμα και επενδυμένα σε διάφορους τίτλους, είτε ομολογίες, είτε μετοχές. Ορισμένα έχουν συγκεκριμένο νόμισμα βάσης (π.χ. δολάριο, γιέν, κλπ), και άλλα έχουν συγκεκριμένη γεωγραφική ζώνη (π.χ. ΗΠΑ, Ε.Ε., Ιαπωνία, κλπ). Ενέχουν συναλλαγματικό κίνδυνο, αφού επηρεάζονται από τις μεταβολές των ισοτιμιών του ευρώ με τα ξένα νομίσματα, ο οποίος διαφέρει ανάλογα με το είδος του A/K (μετοχικό, εισοδήματος, κλπ). Το βασικό πλεονέκτημα είναι πως όχι μόνο αντιμετωπίζεται ο συναλλαγματικός κίνδυνος, αλλά δίνεται η ευκαιρία συμμετοχής στην άνοδο, που μπορεί να προσφέρουν κάποιες άλλες αγορές χρήματος και κεφαλαίου.

#### *Εμπορευμάτων*

Τα A/K εμπορευμάτων κατευθύνουν κεφάλαια σε προϊόντα, όπως πολύτιμα μέταλλα, αλλά κυρίως σε προθεσμιακά συμβόλαια εμπορευμάτων ή χρηματοπιστωτικών τίτλων. Τέτοιου είδους εμπορεύματα είναι το σιτάρι, το καλαμπόκι, η σόγια, ο χρυσός, ο άργυρος, η ξυλεία, το αργό πετρέλαιο, το φυσικό αέριο, τα ευρώδολάρια, ομολογίες δημοσίου ΗΠΑ, βρετανική στερλίνα, κλπ.

#### *Δεικτών*

Αυτή η κατηγορία A/K επενδύει τα κεφάλαια της σε χρηματιστηριακούς δείκτες. Οι δείκτες αυτοί μπορεί να αφορούν συγκεκριμένους κλάδους της οικονομίας, όπως βιομηχανία, ενέργεια, κλπ, ή να απαρτίζονται από συγκεκριμένο είδος τίτλων, όπως μετοχές και ομολογίες ή εμπορεύματα, όπως έλαια, σιτηρά, πολύτιμα μέταλλα, κλπ. Η επενδυτική στρατηγική συνίσταται στην αγορά των τίτλων που αποτελούν τον συγκεκριμένο δείκτη κατά το ποσοστό συμμετοχής του καθενός στον υπολογισμό αυτού. Οποιαδήποτε αλλαγή τίτλου και ποσοστού συμμετοχής στο δείκτη καθιστά υποχρεωτική παρόμοια αλλαγή στις επενδύσεις του A/K. Αποτέλεσμα είναι η ελαχιστοποίηση του κόστους από τις αμοιβές των συμβούλων επένδυσης και διαφόρων αναλυτών, αφού απλοποιείται η επενδυτική στρατηγική του αμοιβαίου, με μόνη υποχρέωση τη στενή παρακολούθηση του δείκτη. Στόχος αυτού του A/K είναι η επίτευξη αποδόσεων πάνω από τη μεταβολή του δείκτη.

#### *Λοιπές Κατηγορίες A/K*

Λοιπές κατηγορίες A/K αφορούν στα funds of funds, τα οποία είναι A/K που επενδύουν το ενεργητικό τους σε μερίδια άλλων A/K της ίδιας ή διαφορετικής εταιρείας. Ανάλογα με την σύσταση του χαρτοφυλακίου τους, διακρίνονται σε funds of funds ομολογιακά, μικτά, μετοχικά, κλπ. Επίσης, είναι τα A/K κτηματικών ομολογιών, τα οποία επενδύουν σε κτηματικά χρεόγραφα και στοχεύουν στην εκμετάλλευση της ανόδου των τιμών της γης και των ακινήτων. Σε αντίθεση με τα υπόλοιπα A/K που επενδύουν σε υποκείμενες αξίες (μετοχές, ομόλογα, κλπ), τα A/K παραγώγων επενδύουν σε χρηματοοικονομικά παράγωγα (derivatives), όπως δικαιώματα (options), προθεσμιακά συμβόλαια (futures), ανταλλαγές επιτοκίων (interest rate swaps), κλπ.

### **Χαρακτηριστικά Διαχείρισης και Λειτουργίας των Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

Οι βασικοί παράγοντες που συμμετέχουν στη λειτουργία του A/K είναι ο κύριος μέτοχος, η ΑΕΔΑΚ, ο θεματοφύλακας, τα ελεγκτικά και εποπτικά

όργανα, το δίκτυο διανομής, οι χρηματιστηριακές εταιρείες και το επενδυτικό κοινό - χρήστες.

#### *Ο Κύριος Μέτοχος*

Ο κύριος μέτοχος είναι συνήθως μία μεγάλη τράπεζα ή ασφαλιστική εταιρεία ή άλλη ανώνυμη εταιρεία που πληροί τις νομικές προϋποθέσεις και αναλαμβάνει την πρωτοβουλία και συνιστά την ΑΕΔΑΚ. Εισφέρει την αρχική περιουσία του Α/Κ προς το σχηματισμό του ενεργητικού του Α/Κ.

#### *Η Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ)*

Οι ΑΕΔΑΚ έχουν αποκλειστικό σκοπό την διαχείριση του Α/Κ και μπορούν να διαχειρίζονται και περισσότερα του ενός Α/Κ. Πιο συγκεκριμένα, οι ΑΕΔΑΚ επενδύουν συλλογικά σε κινητές αξίες κεφάλαια που συγκεντρώνουν από το κοινό και των οποίων η λειτουργία βασίζεται στην αρχή της κατανομής κινδύνων, και των οποίων τα μερίδια, μετά από αίτηση των κομιστών, εξαγοράζονται ή εξοφλούνται, άμεσα ή έμμεσα, με στοιχεία του ενεργητικού των εταιρειών αυτών. Οι ΑΕΔΑΚ, όπως και οι Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (ΕΕΧ), συγκαταλέγονται στους Θεσμικούς Επενδυτές, καθώς συγκεντρώνουν και διαχειρίζονται κεφάλαια από πολλούς διαφορετικούς επενδυτές. Οι δε δραστηριότητές τους ελέγχονται άμεσα από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Οι ΑΕΔΑΚ πρέπει να παρέχουν φερεγγυότητα, ευρύτατη κεφαλαιακή βάση, αντικειμενικότητα και εμπιστοσύνη. Το σύνολο της περιουσίας του Α/Κ κατατίθεται σε μία από τις νόμιμα λειτουργούσες στη χώρα τράπεζες, που γίνεται και ο θεματοφύλακας για την πλήρη εξασφάλιση. Επιπλέον, οι ΑΕΔΑΚ εισπράττουν αμοιβή για τη διαχείριση του Α/Κ, προμήθεια κατά την εξαγορά μεριδίων και ένα ποσοστό, που ποικίλλει ανάλογα με την εταιρεία διαχείρισης, κατά τη διάθεση μεριδίων. Αναλυτικότερα, η αμοιβή για τις υπηρεσίες διαχείρισης του Α/Κ αποτελεί ποσοστό επί του μέσου ημερήσιου ύψους του ενεργητικού του Α/Κ.

#### *Ο Θεματοφύλακας*

Οι τίτλοι στους οποίους επενδύει η εταιρεία διαχείρισης φυλάσσονται για λόγους εξασφάλισης εμπιστοσύνης των μεριδιούχων σε μία αναγνωρισμένη τράπεζα, η οποία εκτελεί χρέη θεματοφύλακα. Η Α.Ε. Διαχείρισης και ο θεματοφύλακας οφείλουν να ενεργούν, κατά την άσκηση των καθηκόντων τους, κατά τρόπο ανεξάρτητο μεταξύ τους και αποκλειστικά προς το συμφέρον των μεριδιούχων (Buckley, 1992). Ο θεματοφύλακας, εκτός από τη φύλαξη των τίτλων, προσφέρει και τις ακόλουθες υπηρεσίες:

1. μεσολαβεί στην εκτέλεση των εντολών αγοράς και πώλησης χρεογράφων και μετοχών, κατόπιν συνεννόησης με την ΑΕΔΑΚ.
2. συνυπογράφει τον κανονισμό του Α/Κ και φροντίζει παράλληλα με την Α.Ε.Δ.Α.Κ για την τήρηση των όρων αυτού.
3. συνυπογράφει τις λογιστικές καταστάσεις του Α/Κ μαζί με την ΑΕΔΑΚ και τους Ορκωτούς Λογιστές.
4. εκτελεί καθήκοντα ταμίας, π.χ. καταβάλλει την προμήθεια στην εταιρεία διαχείρισης, το ποσό που αντιπροσωπεύει τα μερίδια που εξαγοράζονται και ακυρώνει τους τίτλους που εξαγοράζονται ή μεταβιβάζονται, βεβαιώνει την καταβολή του αντιτίμου της αξίας των εκδιδόμενων τίτλων κατά την διάθεση των μεριδίων, υπολογίζει την αξία των μεριδίων, επιβλέπει την διανομή των κερδών, κ.ά.

#### *Τα Ελεγκτικά και Εποπτικά Όργανα*

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι το εποπτικό όργανο των ΑΕΔΑΚ και των ΕΕΧ. Υπάγεται στο Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών, χορηγεί την άδεια λειτουργίας στις ΑΕΔΑΚ και ελέγχει την λειτουργία τους. Επίσης, δέχεται και ερευνά καταγγελίες σε ό,τι αφορά τα Α/Κ και τις ΕΕΧ.

Η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών είναι μία αστική μη κερδοσκοπική εταιρεία στην οποία συμμετέχουν όλες οι ελληνικές ΕΕΧ και ΑΕΔΑΚ. Η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών συντονίζει το έργο των μελών της, συνεργάζεται με τις αρμόδιες κρατικές υπηρεσίες και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, προωθεί θέματα που έχουν σχέση με την κείμενη νομοθεσία και φροντίζει για την εκπαίδευση των μελών της και την αναβάθμιση των δικτύων. Τέλος, λαμβάνει μέτρα σε συνεργασία με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για την προστασία και την ενημέρωση των επενδυτών.

Τα ελεγκτικά και εποπτικά όργανα ελέγχουν στο τέλος κάθε χρήσης τις αναλυτικές καταστάσεις του Α/Κ, προκειμένου να εξασφαλιστούν τα συμφέροντα των μεριδιούχων, παρέχει δε εγγύηση για την αποτελεσματική και σωστή διαχείριση των αποταμιεύσεων των επενδυτών, συμβάλλοντας στη διαμόρφωση κλίματος εμπιστοσύνης στο επενδυτικό κοινό. Επίσης, εκτός από την ημερήσια αποτίμηση των Α/Κ, η οποία δημοσιεύεται στον τύπο, οι επενδυτές λαμβάνουν από τις ΑΕΔΑΚ ενημέρωση για την πορεία της επένδυσής τους μέσα από ετήσια / εξαμηνιαία έκθεση, ενημερωτικό δελτίο για κάθε Α/Κ, τριμηνιαίες ενημερωτικές εκθέσεις, κλπ.

#### *Το Δίκτυο Διανομής*

Αποτελεί σημαντική δύναμη ενός Α/Κ, αφού μέσω αυτού προσελκύεται ο μεγαλύτερος αριθμός των πελατών. Όσο πυκνότερο είναι το δίκτυο, τόσο μεγαλύτερη είναι και η δυνατότητα αυξημένων πωλήσεων του Α/Κ, ενώ τόσο μεγαλύτερη είναι και η εξυπηρέτηση των μεριδιούχων.

#### *Οι Χρηματιστηριακές Εταιρείες*

Οι χρηματιστηριακές εταιρείες λαμβάνουν από τον θεματοφύλακα τις εντολές αγοράς και πώλησης χρεογράφων, κατόπιν συνεννόησης αυτού με την εταιρεία διαχείρισης. Η ΑΕΔΑΚ, λόγω των τεράστιων κεφαλαίων που διαχειρίζεται και λόγω της συχνότητας που εκτελεί χρηματιστηριακές πράξεις, αντιμετωπίζεται από τις χρηματιστηριακές εταιρείες όπως αντιμετωπίζεται ένας οποιοσδήποτε άλλος μεγάλος πελάτης και εισπράττουν την ανάλογη προμήθεια επί των αγοραπωλησιών, όπως ορίζει ο νόμος.

#### *Το Επενδυτικό Κοινό - Χρήστες*

Οι μεριδιούχοι έχουν συμμετοχή στα κέρδη και τις ζημίες, ανάλογα με το ποσοστό της εισφοράς και συμβολής τους στο ενεργητικό του Α/Κ, ενώ δεν φέρουν καμία ευθύνη για την διαχείριση του Α/Κ από την ΑΕΔΑΚ. Αυτό το οποίο παρέχει πραγματικά ασφάλεια στον επενδυτή είναι η τοποθέτηση των κεφαλαίων του σε διάφορες εναλλακτικές μορφές επενδύσεων. Αυτό ακριβώς εξασφαλίζει η επένδυση σε χαρτοφυλάκιο Α/Κ διαφόρων κατηγοριών, το οποίο προσαρμόζεται ανάλογα με τον κίνδυνο που επιθυμεί να αναλάβει ο επενδυτής, καθώς και την χρονική διάρκεια της επένδυσής του. Έτσι, επενδύσεις με μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα μπορούν να κατευθύνονται προς τα μετοχικά Α/Κ, ενώ επενδύσεις με μεσοπρόθεσμο ορίζοντα προς τα Α/Κ σταθερού εισοδήματος απευθύνονται σε επενδυτές που επιζητούν ασφάλεια και ελκυστική απόδοση με άμεση ρευστότητα σε συνδυασμό με τον χαμηλότερο δυνατό επενδυτικό κίνδυνο.

#### **Πλεονεκτήματα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

Το σημαντικότερο από όλα τα πλεονεκτήματα των Α/Κ έγκειται στο γεγονός ότι η διαχείριση του χαρτοφυλακίου πραγματοποιείται από μία ανώνυμη εξειδικευμένη εταιρεία, με αποκλειστικό της σκοπό τη διαχείριση των Α/Κ. Είναι χαρακτηριστικό, επίσης, ότι οι διαδικασίες επένδυσης είναι εξαιρετικά απλές και ταχείες. Η επένδυση σε Α/Κ δίνει την δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης, καθώς η ΑΕΔΑΚ υποχρεούται από το νόμο να προβεί στην εξαγορά των μεριδίων που επιθυμεί να ρευστοποιήσει ο επενδυτής. Οι τίτλοι των μεριδίων, στην συνέχεια,

μπορούν να δοθούν ως ενέχυρο για την λήψη δανείου ή να κληρονομηθούν και να μεταβιβαστούν μεταξύ συζύγων ή συγγενών πρώτου και δευτέρου βαθμού σε ευθεία γραμμή. Επιπλέον, παρέχεται η ευχέρεια στους μεριδιούχους να ανταλλάξουν τα μερίδια τους με μετοχές και χρεόγραφα που κυκλοφορούν στο χρηματιστήριο αξιών. Στην περίπτωση των Α/Κ, λόγω του πλήθους των επιμέρους κατηγοριών τίτλων που επενδύονται τα διαθέσιμα τους, τόσο ο κίνδυνος της αγοράς (που προέρχεται από μεταβολή του επιπέδου των επιτοκίων, των συναλλαγματικών ισοτιμιών, κλπ), όσο και οι κίνδυνοι του χαρτοφυλακίου (συστηματικός και μη συστηματικός) ελαχιστοποιούνται εξαιτίας της μεγάλης διασποράς και του υψηλού ενεργητικού των Α/Κ (Weston και Brigham, 1986• Madura, 2001). Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι οι επενδυτές που προτιμούν να επανεπενδύσουν τα μερίσματα που τους αναλογούν αντί να τα εισπράξουν, δεν καταβάλλουν εκ νέου προμήθεια, αλλά η επανεπένδυση πραγματοποιείται στην καθαρή τιμή του μεριδίου, όπως αυτή έχει κατά την ημερομηνία έναρξης καταβολής του μερίσματος.

Τα Α/Κ παρέχουν στους επενδυτές την δυνατότητα να επενδύσουν σε οποιαδήποτε αγορά στην Ελλάδα ή το εξωτερικό, σε τοποθετήσεις χαμηλού ή υψηλού κινδύνου. Τα Α/Κ παρέχουν την δυνατότητα στον επενδυτή να συμμετάσχει σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο με ένα σχετικά μικρό κεφάλαιο. Στην περίπτωση που επέλεγε να επενδύσει μεμονωμένα, τότε η επίτευξη διασποράς στο χαρτοφυλάκιο του, θα απαιτούσε αγορά πολλών διαφορετικών τίτλων και συνεπώς σημαντικό ύψος κεφαλαίων (βλ. Wild, Subramanyam και Halsey, 2003). Επιπλέον, τα κεφάλαια των επενδυτών, ανεξαρτήτως ύψους, αποκτούν την διαπραγματευτική δύναμη του συνολικού ενεργητικού του Α/Κ (βλ. Arnold, 2005). Το Α/Κ είναι σε θέση να πετύχει πιο ευνοϊκούς όρους στην αγορά και πώληση αξιογράφων, αλλά και στην τοποθέτηση κεφαλαίων στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου, σε σύγκριση με τους μεμονωμένους επενδυτές. Ο επενδυτής έχει την δυνατότητα να παρακολουθεί την πορεία της επένδυσής του εύκολα, καθώς η αποτίμηση της περιουσίας του είναι καθημερινή και οι τιμές των μεριδίων δημοσιεύονται στον ημερήσιο τύπο (βλ. Baïman και Verrecchia, 1996). Η νομοθεσία ορίζει αυστηρά τις υποχρεώσεις των εταιρειών διαχείρισης και θέτει σαφείς όρους στον τρόπο που τα Α/Κ τοποθετούν τα χρήματα των επενδυτών. Εξασφαλίζονται η διασφάλιση και η φύλαξη της περιουσίας του Α/Κ από τον θεματοφύλακα, ενώ οι δραστηριότητες των εταιρειών διαχείρισης ελέγχονται από τα αρμόδια ελεγκτικά και εποπτικά όργανα. Ωστόσο, παρά τα αναμφισβήτητα πλεονεκτήματά τους τα Α/Κ δεν έχουν εγγυημένη απόδοση και οι προηγούμενες αποδόσεις τους δεν διασφαλίζουν τις μελλοντικές.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 1 Αξία Ενεργητικού και Αριθμός Α/Κ 2003-2006**

Ονοματολογική Κατάταξη Α/Κ	31.12.2006		31.12.2005		31.12.2004		31.12.2003	
	Αξία (εκατ. ευρώ)	Αριθμ. Α/Κ	Αξία (εκατ. ευρώ)	Αριθμ. Α/Κ	Αξία (εκατ. ευρώ)	Αριθμ. Α/Κ	Αξία (εκατ. ευρώ)	Αριθμ. Α/Κ
Διαχ. Διαθεσίμων	5.894,31	30	4.938,86	32	15.429,90	39	15.787,39	40
Ομολογιακά	6.222,15	66	13.578,09	66	7.621,92	62	6.540,32	65
Μετοχικά	6.351,56	105	5.994,18	105	5.168,35	116	4.852,77	119
Μικτά	2.492,43	46	2.623,45	44	3.427,14	45	3.218,33	41
Funds of Funds	2.950,00	22	809,40	11	-	-	-	-
Σύνολο	23.910,45	269	27.943,98	258	31.647,31	262	30.398,81	265

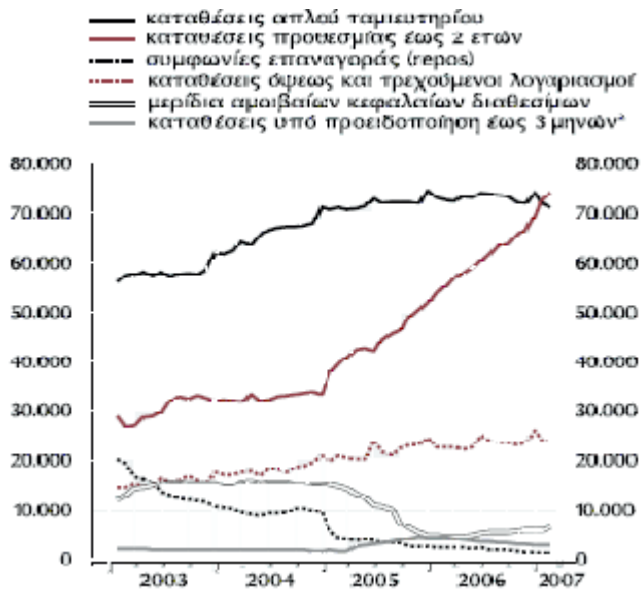
Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς



### Τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελληνική και την Ευρωπαϊκή Αγορά

Σύμφωνα με τις ετήσιες εκθέσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το 2006, στην Ελλάδα, ο συνολικός αριθμός των ΑΕΔΑΚ αυξήθηκε σε 26 εταιρείες το 2006 έναντι 25 εταιριών το 2005. Ο συνολικός αριθμός των υπό διαχείριση Α/Κ αυξήθηκε σε 269 το 2006 έναντι 258 το 2005. Όπως δείχνει ο Πίνακας 1, η διάρθρωση επενδυτικού σκοπού των Α/Κ στο τέλος του 2006 περιελάμβανε 30 Α/Κ διαχείρισης διαθεσίμων, 66 ομολογιακά Α/Κ, 105 μετοχικά Α/Κ, 46 μικτά Α/Κ και 22 Α/Κ που επενδύουν σε άλλα Α/Κ (funds of funds). Ο Πίνακας 2 δείχνει την εξέλιξη των καταθέσεων, των συμφωνιών επαναγοράς και των μεριδίων Α/Κ στην Ελλάδα.

### ΠΙΝΑΚΑΣ 2 Καταθέσεις, Συμφωνίες Επαναγοράς και Μερίδια Α/Κ στην Ελλάδα (€εκ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

Σημ.: Περιλαμβάνονται και οι καταθέσεις ταμιευτηρίου σε λοιπά νομίσματα (εκτός ευρώ).

Σε επίπεδο Ευρώπης, το ύψος των υπό διαχείριση επενδυτικών κεφαλαίων ανήλθε το 2006 σε €7,574 δις από €980 δις το 2005. Πιο συγκεκριμένα, τα συνολικά καθαρά κεφάλαια των επενδύσεων σε ΑΕΔΑΚ και ΕΕΧ, αλλά και άλλων φορέων που δεν κατατάσσονται στους Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ), έφτασαν αντίστοιχα τα €5,974 δις και το €1,6 δις στα τέλη του Δεκεμβρίου 2006 (Συνομοσπονδία Ευρωπαϊκών Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων – ΕΦΑΜΑ – ετήσια έκθεση 2006). Τα νέα κεφάλαια που προσελκύστηκαν το 2006 υπολογίζονται στα €520 δις σε σχέση με €500 δις το 2005. Τα περισσότερα από αυτά τα κεφάλαια κατευθύνθηκαν κυρίως σε ΟΣΕΚΑ, αλλά και σε εξειδικευμένα Α/Κ θεσμικών επενδυτών. Ο Πίνακας 3 παρουσιάζει την αξία του ενεργητικού ανά κατηγορία Α/Κ στο πλαίσιο των ΟΣΕΚΑ.

Το καθαρό ενεργητικό των ελληνικών Α/Κ είναι ίσο με €23,910 εκ (δηλ. 0.4% της ευρωπαϊκής αγοράς Α/Κ), ενώ έχει παρουσιάσει κάμψη της τάξης του 14.5% σε σχέση με το 2005 (βλ. Πίνακα 4), έναντι αύξησης κατά 10.5% της συνολικής αξίας του ενεργητικού των ευρωπαϊκών Α/Κ των ΟΣΕΚΑ. Αυτή η μείωση του καθαρού ενεργητικού των ελληνικών Α/Κ οφείλεται κυρίως στην συρρίκνωση κατά €7.36 δις (54.1%) της αξίας του ενεργητικού των ομολογιακών Α/Κ, εξαιτίας της ανόδου των βασικών επιτοκίων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας που επηρέασε αρνητικά τις τιμές των ομολόγων. Αντίθετα, η αύξηση της αξίας του ενεργητικού

των ευρωπαϊκών A/K οφείλεται κυρίως στην αύξηση της αξίας του ενεργητικού των funds of funds και των μικτών A/K.

### ΠΙΝΑΚΑΣ 3 Αξία Ενεργητικού A/K – ΟΣΕΚΑ 2005-2006

Κατάταξη A/K	30.9.2006			30.6.2006		
	Καθαρή Αξία Ενεργητικού (δισ. ευρώ)	Ποσοστό επί του συνόλου	Ποσοστιαία μεταβολή Σεπ. 2006 - Δεκ. 2005	Καθαρή Αξία Ενεργητικού (δισ. ευρώ)	Καθαρή Αξία Ενεργητικού (δισ. ευρώ)	Καθαρή Αξία Ενεργητικού (δισ. ευρώ)
Μετοχικά	2.058	39,7%	12,89%	1.958	2.057	1.823
Μικτά	762	14,7%	19,81%	722	705	636
Funds of Funds	94	1,8%	20,51%	87	85	78
Ομολογιακά	1.226	23,7%	2,17%	1.202	1.226	1.200
Διαχείρ. Διαθεσ.	870	16,8%	3,33%	851	837	842
Λοιπά	169	3,3%	21,58%	161	157	139
Σύνολο <sup>1</sup>	5.180	100,0%	9,75%	4.982	5.067	4.720
Συμπ. Ιρλανδίας	5.727		10,50%	5.485	5.559	5.183

Πηγή: EFAMA

Σημ.<sup>1</sup>: Εξαιρείται η Ιρλανδία για την οποία δεν υπάρχουν αναλυτικά στοιχεία.

Για το 2006 στην Ελλάδα, τα ετήσια στοιχεία ανά κατηγορία A/K έχουν ως εξής: Η αξία ενεργητικού των μετοχικών A/K σημείωσε αύξηση κατά 5.96%, η οποία οφείλεται στην άνοδο των μετοχικών αποτιμήσεων. Η αξία ενεργητικού των μικτών A/K κατά το 2006 σημείωσε μείωση κατά 22.25%, οφειλόμενη κυρίως στην εκροή κεφαλαίων. Η αξία ενεργητικού των A/K διαχείρισης διαθεσίμων το 2006 σημείωσε ετήσια αύξηση κατά 19.35%. Είναι αξιοσημείωτο ότι η αξία του ενεργητικού των A/K διαχείρισης διαθεσίμων εξωτερικού αυξήθηκε το 2006 κατά 97.26%, ενώ η αξία του ενεργητικού των A/K διαχείρισης διαθεσίμων εσωτερικού μειώθηκε κατά 47.16%. Η αξία ενεργητικού των A/K που επενδύουν σε άλλα A/K (funds of funds) σημείωσε ιδιαίτερη αύξηση κατά 264.47% το 2006, οφειλόμενη κυρίως σε σημαντικές εισροές κεφαλαίων με μεγαλύτερη αυτή των μικτών funds of funds.

Σε σχέση με την Ευρώπη για το εννεάμηνο 2006, τα στοιχεία ανά κατηγορία A/K έχουν ως ακολούθως: Η αξία ενεργητικού των ελληνικών μετοχικών A/K ακολούθησε ανάλογη, αλλά μικρότερης έκτασης, ανοδική πορεία με το ενεργητικό των ευρωπαϊκών μετοχικών A/K (αύξηση κατά 2.4% έναντι 12.9%). Ομοίως, αυξήθηκε, αλλά σε μεγαλύτερο βαθμό, το ενεργητικό των ελληνικών A/K διαχείρισης διαθεσίμων και των funds of funds σε σχέση με το ενεργητικό των αντίστοιχων ευρωπαϊκών A/K (αύξηση κατά 13% έναντι 3.3%, και αύξηση κατά 268% έναντι 20.5% αντίστοιχα). Αντίθετα, το ενεργητικό των ελληνικών ομολογιακών A/K σημείωσε σημαντική μείωση κατά 49.4% έναντι αύξησης 2.2% των ευρωπαϊκών ομολογιακών A/K. Ομοίως, το ενεργητικό των ελληνικών μικτών A/K μειώθηκε κατά 32%, ενώ το ενεργητικό των αντίστοιχων ευρωπαϊκών A/K αυξήθηκε κατά 19.8%. Η υψηλότερη καθαρή εισροή κεφαλαίων σημειώθηκε στα A/K διαχείρισης διαθεσίμων εξωτερικού και ήταν €2,139.9 εκ, ενώ η υψηλότερη καθαρή εκροή σημειώθηκε στα ομολογιακά A/K εξωτερικού και ήταν €4,797.6 εκ.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 4 Καθαρό Ενεργητικό Ανά Χώρα – ΟΣΕΚΑ (€δισ)**

Members	31/12/2006		30/09/2006		31/12/2005	
	EUR m	Share	EUR m	% chg <sup>(1)</sup>	EUR m	% chg <sup>(2)</sup>
Austria	114,886	1.9%	111,479	3.1%	107,961	6.4%
Belgium	120,545	2.0%	118,046	2.1%	109,839	9.7%
Czech Republic	5,693	0.1%	5,124	11.1%	4,661	22.1%
Denmark	72,605	1.2%	68,395	6.2%	63,744	13.9%
Finland	51,484	0.9%	46,593	10.5%	38,497	33.7%
France	1,343,400	22.5%	1,310,400	2.5%	1,155,100	16.3%
Germany	271,552	4.5%	266,096	2.1%	262,365	3.5%
Greece	23,910	0.4%	23,877	0.1%	27,944	-14.4%
Hungary	6,371	0.1%	5,919	7.6%	5,808	9.7%
Ireland	582,779	9.8%	547,010	6.5%	462,955	25.9%
Italy	343,810	5.8%	349,689	-1.7%	381,889	-10.0%
Liechtenstein	14,075	0.2%	13,896	1.3%	12,783	10.1%
Luxembourg	1,661,563	27.8%	1,570,431	5.8%	1,386,611	19.8%
Netherlands	82,430	1.4%	80,946	1.8%	79,984	3.1%
Norway	41,052	0.7%	35,894	14.4%	34,006	20.7%
Poland	22,155	0.37%	18,409	20.4%	15,015	47.6%
Portugal	25,762	0.4%	25,787	-0.1%	26,208	-1.7%
Slovakia	2,974	0.05%	2,662	11.7%	3,264	-8.9%
Spain	279,361	4.7%	281,365	-0.7%	268,597	4.0%
Sweden	137,783	2.3%	124,480	10.7%	110,156	25.1%
Switzerland	122,978	2.1%	118,107	4.1%	100,782	22.0%
Turkey	11,741	0.2%	12,247	-4.1%	18,436	-36.3%
United Kingdom	635,217	10.6%	589,659	7.7%	512,734	23.9%
<b>All Funds</b>	<b>5,974,127</b>	<b>100%</b>	<b>5,726,511</b>	<b>4.3%</b>	<b>5,189,338</b>	<b>15.1%</b>

Πηγή: EFAMA

Σημ.: (1) 31/12/2006 σε σχέση με 30/09/2006, (2) 31/12/2006 σε σχέση με 31/12/2005.

Το 2006, η διάρθρωση της ελληνικής αγοράς Α/Κ παρουσίασε τις ακόλουθες αλλαγές. Το μερίδιο αγοράς των ομολογιακών Α/Κ μειώθηκε στο 26% έναντι 48.59% το 2005, ενώ το μερίδιο αγοράς των επιμέρους κατηγοριών ομολογιακών Α/Κ δεν εμφάνισε σημαντικές μεταβολές σε σχέση με το 2005. Το μερίδιο αγοράς των funds of funds αυξήθηκε στο 12.34% έναντι 2.9% το 2005. Ομοίως, το μερίδιο αγοράς των μετοχικών Α/Κ αυξήθηκε στο 26.56% έναντι 21.45% το 2005. Το μερίδιο αγοράς των μικτών Α/Κ ήταν 10.42% στο τέλος του 2006 έναντι 9.39% το 2005, ενώ το μερίδιο αγοράς των Α/Κ διαχείρισης διαθεσίμων αυξήθηκε στο 24.65% στο τέλος του 2006 έναντι 17.67% το 2005. Αντίστοιχα, στην υπόλοιπη Ευρώπη των "25", η αγορά Α/Κ αναλύεται ως ακολούθως: 40% σε μετοχικά, 14% σε μικτά, 24% σε ομολογιακά, 17% σε διαχείρισης διαθεσίμων και 5% σε funds of funds. Συνάγεται ότι οι Ευρωπαίοι επενδυτές αποδίδουν μεγαλύτερη βαρύτητα στα μετοχικά και μικτά Α/Κ σε σχέση με τους Έλληνες επενδυτές. Το παραπάνω φαίνεται από το ότι αυτά τα δύο είδη Α/Κ αντιπροσωπεύουν στην Ευρώπη το 54% της αγοράς των Α/Κ, ενώ μόλις το 34% στην Ελλάδα. Σημειώνεται ότι το συνολικό ενεργητικό των ελληνικών Α/Κ προς το ΑΕΠ είναι μόλις 12.5% σε σχέση με 34.8% που είναι ο αντίστοιχος ευρωπαϊκός μέσος όρος, γεγονός το οποίο δημιουργεί προσδοκίες και προοπτικές περαιτέρω ανάπτυξης της ελληνικής αγοράς συλλογικών επενδύσεων.

Συσχετίζοντας το συνολικό ενεργητικό των Α/Κ με τον ΓΔΧΑΑ, παρατηρείται ότι το 2006 η συνολική αξία του ενεργητικού των Α/Κ σημείωσε μείωση έναντι αύξησης του ΓΔΧΑΑ (βλ. Πίνακα 5). Αυτή η μείωση οφείλεται στην εκροή κεφαλαίων, που παρατηρήθηκε στα ομολογιακά Α/Κ, στα Α/Κ διαχείρισης διαθεσίμων εσωτερικού και στα

μετοχικά Α/Κ εσωτερικού, και που παραγκώνισε τις θετικές επιπτώσεις της ανάκαμψης του ΓΔΧΑΑ στο ενεργητικό των παραπάνω Α/Κ. Ο Πίνακας 6 παρουσιάζει τις αποδόσεις των Α/Κ για την περίοδο 2002-2006, ενώ ο Πίνακας 7 παρουσιάζει την διάρθρωση του χαρτοφυλακίου των ελληνικών Α/Κ.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 6 Απόδοση Α/Κ 2002-2006**

Ονομαστική Κατάταξη	Απόδοση έτους					Απόδοση έτους <sup>†</sup>				
	2006	2005	2004	2003	2002	2006	2005	2004	2003	2002
<b>ΟΜΟΛΟΓΙΚΑ</b>										
Εσωτερικού	0,57%	0,89%	2,45%	2,27%	4,89%	0,57%	0,89%	2,53%	2,41%	4,89%
Εξωτερικού	-0,68%	4,05%	3,32%	-1,42%	0,45%	-0,90%	4,63%	3,32%	-1,87%	0,45%
Διεθνή	-	-	1,03%	-1,61%	1,07%	-	-	1,03%	-2,21%	0,75%
<b>ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ</b>										
Εσωτερικού	1,92%	1,12%	1,72%	2,12%	2,26%	1,92%	1,12%	1,77%	2,18%	2,40%
Εξωτερικού	0,47%	4,55%			3,28%	0,47%	7,45%			3,28%
Διεθνή	-	-	1,01%	-2,26%	-2,05%	-	-	-0,95%	-3,34%	-2,84%
<b>ΜΕΤΟΧΙΚΑ</b>										
Εσωτερικού	26,40%	29,21%	9,81%	23,09%	-26,35%	26,55%	29,48%	10,23%	23,40%	-27,24%
Εξωτερικού	10,63%	20,02%	2,82%	9,26%	-27,84%	11,14%	19,79%	2,67%	11,03%	-29,39%
Διεθνή	-	-	5,90%	14,70%	-30,41%	-	-	5,90%	13,92%	-30,41%
<b>ΜΙΚΤΑ</b>										
Εσωτερικού	11,19%	14,03%	8,07%	12,19%	-12,80%	11,19%	14,03%	8,64%	12,67%	-13,40%
Εξωτερικού	4,59%	6,49%	0,41%	2,40%	-20,27%	4,25%	7,82%	0,41%	3,98%	-20,27%
Διεθνή	-	-	3,06%	2,46%	-11,95%	-	-	2,86%	2,25%	-11,95%
<b>FUNDS OF FUNDS</b>										
Μετοχικά	10,21%	7,05%				10,97%	-			
Μικτά	5,40%	5,60%				6,11%	-			
Ομολογιακά	1,12%	-				-	-			

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Σημ.\*: Μη συμπεριλαμβανομένων των Α/Κ που δραστηριοποιήθηκαν εντός του 2006.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 7 Διάρθρωση Χαρτοφυλακίου των Ελληνικών Α/Κ**

	2005	2006	Μεταβολή	Εκατοστιαία μεταβολή
<b>Επενδύσεις εσωτερικού</b>	<b>12.834</b>	<b>9.360</b>	<b>-3.474</b>	<b>-27,1</b>
- Ομόλογα και έντοκα γραμμάτια				
Ελληνικού Δημοσίου	3.713	1.709	-2.004	-54,0
- Λοιπά ομόλογα	230	154	-76	-33,0
- Μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ	5.024	5.209	185	3,7
- Συμφωνίες επαναγοράς (repos)	637	88	-549	-86,2
- Σύνθετες πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων	2.583	1.325	-1.258	-48,7
- Μεριδία αμοιβαίων κεφαλαίων	647	875	228	35,2
- Καταθέσεις και μετρητά	87	89	2	2,3
<b>Επενδύσεις εξωτερικού</b>	<b>13.383</b>	<b>13.038</b>	<b>-345</b>	<b>-2,6</b>
- Κρατικά ομόλογα	883	384	-499	-56,5
- Λοιπά ομόλογα	8.999	5.341	-3.658	-40,6
- Μετοχές εισηγμένες σε οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές	1.463	1.483	20	1,4
- Συμφωνίες επαναγοράς (repos)	1.278	0	-1.278	-100,0
- Σύνθετες πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων	611	3.831	3.220	527,0
- Μεριδία αμοιβαίων κεφαλαίων	149	1.999	1.850	1.241,6
- Καταθέσεις και μετρητά	61	57	-4	-6,6
<b>Λοιπές επενδύσεις</b>	<b>872</b>	<b>572</b>	<b>-300</b>	<b>-34,4</b>
<b>Σύνολο</b>	<b>27.089</b>	<b>22.970</b>	<b>-4.119</b>	<b>-15,2</b>

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

ΠΙΝΑΚΑΣ 5 Αξία Ενεργητικού Α/Κ και ο ΓΔΧΑΑ 2003-2006

Μήνας/ Έτος	Συνολικό ενεργητικό Α/Κ		Χρηματοπιστωτική αξία εταιριών Χ.Α.	Γ.Δ.Τ. / Χ.Α.	Απόδοση (%)
	Ποσό	Μεταβολή (%)			
Δεκ-06	23.910,45	0,29%	349.477,52	4.394,13	4,11%
Νοε-06	23.840,48	-0,69%	339.290,88	4.220,50	2,23%
Οκτ-06	24.007,30	0,55%	335.769,44	4.128,60	5,03%
Σεπ-06	23.876,95	-0,72%	327.902,91	3.931,05	1,61%
Αυγ-06	24.049,49	-0,38%	325.689,75	3.868,62	3,22%
Ιουλ-06	24.142,31	-0,78%	308.059,51	3.747,98	1,47%
Ιουν-06	24.333,32	-2,53%	314.141,92	3.693,75	-1,58%
Μαί-06	24.965,52	-5,82%	310.498,66	3.753,21	-9,34%
Απρ-06	26.508,53	-2,42%	322.622,70	4.139,96	0,43%
Μαρ-06	27.166,30	-3,93%	322.387,73	4.122,34	-1,92%
Φεβ-06	28.277,55	0,17%	328.970,71	4.202,85	5,66%
Ιαν-06	28.230,25	1,02%	313.326,76	3.997,84	8,57%
Δεκ-05	27.943,98	-11,70%	301.958,56	3.663,90	6,46%
Νοε-05	28.165,50	-10,08%	277.647,33	3.441,64	4,06%
Οκτ-05	28.670,74	-7,70%	273.779,77	3.307,32	-2,21%
Σεπ-05	29.101,01	-4,95%	275.668,37	3.381,96	4,66%
Αυγ-05	29.309,91	-4,53%	270.088,18	3.231,48	-1,23%
Ιουλ-05	29.742,88	-3,41%	270.728,64	3.271,78	6,90%
Ιουν-05	29.091,30	-5,23%	263.357,92	3.060,73	3,42%
Μαί-05	30.360,71	-0,80%	265.714,36	2.959,53	3,18%
Απρ-05	30.714,77	-1,29%	263.052,63	2.868,45	0,47%
Μαρ-05	31.152,70	1,15%	253.076,93	2.854,91	-9,23%
Φεβ-05	31.843,36	4,44%	264.769,28	3.145,16	7,71%
Ιαν-05	31.907,60	5,08%	258.509,02	2.919,93	4,80%
Δεκ-04	31.647,31	1,03%	250.045,21	2.786,18	4,95%
Νοε-04	31.323,12	0,84%	240.465,11	2.654,81	6,65%
Οκτ-04	31.061,07	1,46%	235.177,12	2.489,19	6,91%
Σεπ-04	30.614,98	-0,28%	230.796,4	2.328,24	0,60%
Αυγ-04	30.700,81	-0,30%	231.420,19	2.314,26	-0,22%
Ιουλ-04	30.794,36	0,31%	232.803,08	2.319,30	-1,27%
Ιουν-04	30.698,27	0,30%	227.719,09	2.349,16	-3,08%
Μαί-04	30.605,77	-1,64%	231.355,26	2.423,72	-3,73%
Απρ-04	31.116,29	1,03%	235.308,44	2.517,62	6,20%
Μαρ-04	30.798,24	1,02%	228.565,95	2.370,65	-3,30%
Φεβ-04	30.488,45	0,41%	227.033,54	2.451,50	0,78%
Ιαν-04	30.362,73	-0,12%	227.402,31	2.432,58	7,47%
Δεκ-03	30.398,81	1,40%	219.766,62	2.263,58	4,31%
Νοε-03	29.978,61	-0,31%	218.154,18	2.170,05	2,31%
Οκτ-03	30.071,40	0,34%	217.358,80	2.121,06	5,02%
Σεπ-03	29.969,60	-2,12%	210.257,70	2.019,76	-8,63%
Αυγ-03	30.617,30	1,26%	219.462,90	2.210,57	2,41%
Ιουλ-03	30.236,70	3,44%	217.518,30	2.158,64	14,09%
Ιουν-03	29.232,10	5,23%	196.888,40	1.892,04	10,81%
Μαί-03	27.779,50	1,87%	191.222,95	1.707,54	0,95%
Απρ-03	27.269,90	3,17%	181.302,20	1.691,52	15,28%
Μαρ-03	26.431,80	3,83%	173.986,40	1.467,30	-9,09%
Φεβ-03	25.456,20	2,76%	184.365,90	1.614,06	-4,13%
Ιαν-03	24.771,50	-2,42%	186.736,80	1.683,59	-3,71%

Πηγή: Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

#### Συμπεράσματα

Τα Α/Κ έχουν προσελκύσει δισεκατομμύρια σε νέα κεφάλαια, καθώς η ραγδαία πτώση των επιτοκίων ωθεί το επενδυτικό κοινό στην αναζήτηση πιο ανταγωνιστικών λύσεων για τις αποταμιεύσεις του (Eitman και Stonehill, 1997). Τα Α/Κ επενδύουν σε ποικιλία

αξιογράφων, όπως μετοχές, ομόλογα και άλλους τίτλους διαφόρων χαρακτηριστικών. Το μυστικό της επιτυχίας των Α/Κ είναι η διαφοροποίηση του κινδύνου μέσα από την δημιουργία χαρτοφυλακίου τίτλων, όπου οι αρνητικές αποδόσεις ορισμένων τίτλων αντισταθμίζονται από τις θετικές αποδόσεις άλλων τίτλων. Γι' αυτό, θεωρείται σκόπιμο, οι τίτλοι που συμμετέχουν στην σύνθεση ενός χαρτοφυλακίου να έχουν αρνητική συσχέτιση μεταξύ τους, ώστε η χρηματοοικονομική συμπεριφορά των τίτλων και η αντίδρασή τους στα διάφορα οικονομικά γεγονότα / δρώμενα να μην εμφανίζουν την ίδια ταυτόχρονα (θετική ή αρνητική) πορεία, αλλά να δημιουργούνται οι συνθήκες και οι προϋποθέσεις για αντιστάθμιση του ενός από το άλλο. Ανάμεσα στα άλλα πλεονεκτήματα των Α/Κ συγκαταλέγονται η επαγγελματική διαχείριση, οι οικονομίες κλίμακας, η απλότητα της μορφής τους, η ρευστότητα, κλπ. Ανάμεσα στα μειονεκτήματα των Α/Κ είναι η πιθανή υπέρ-διαφοροποίηση, οι φορολογικές επιπτώσεις στην χρηματοοικονομική κατάσταση του επενδυτή, η μη εγγυημένη απόδοση, κλπ. Τα Α/Κ μπορούν να ταξινομηθούν με βάση το επενδύσιμο στοιχείο του ενεργητικού, την επενδυτική στρατηγική, την γεωγραφική περιοχή, κλπ, ενώ η μεγάλη ποικιλία τους μπορεί να καλύψει τις διάφορες και ποικιλόμορφες ανάγκες των επενδυτών (Sercu και Uppal, 1995).

Η ελληνική αγορά Α/Κ γνωρίζει τα τελευταία χρόνια ιδιαίτερη άνθηση και ανάπτυξη. Την τελευταία πενταετία, η ελληνική αγορά Α/Κ χαρακτηρίζεται από διεθνοποίηση των επενδύσεων, και συγκεκριμένα από σημαντική στροφή προς Α/Κ του εξωτερικού. Αναλυτικότερα, το ενεργητικό των διεθνών Α/Κ αποτελεί περίπου το 50% του συνολικού ενεργητικού των Α/Κ στην Ελλάδα έναντι 15% πριν από πέντε χρόνια (Ναυτεμπορική, 19/03/2007). Ομοίως, έχει παρατηρηθεί στροφή και προς τα Α/Κ μετοχών του εξωτερικού, ιδιαίτερα σε περιόδους εξαγορών μεριδίων στα ελληνικά μετοχικά Α/Κ.

#### **Αναφορές**

- Καραθανάσης, Γ. και Γ. Ψωμαδάκης (1992), "Αμοιβαία Κεφάλαια - Έννοια, Χαρακτηριστικά και Προοπτικές", Εκδόσεις Σμπίλιας.
- Μυλωνάς, Ν. (1999), "Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια, Θεωρία και Πρακτική", Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Εκδόσεις Σάκκουλας.
- Weston, J. και E. Brigham (1986), "Βασικές Αρχές της Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής", Εκδ. Παπαζήσης.
- Arnold, G. (2005), "Corporate Financial Management", Prentice Hall.
- Baiman, S. and R. Verrecchia (1996), "The Relation among Capital Markets, Financial Disclosure, Production Efficiency and Insider Trading", *Journal of Accounting Research*, 34: 1-22.
- Baker, R., V. Lembke and T. King (2002), "Advanced Financial Accounting", McGraw Hill.
- Buckley, A. (1992), "Multinational Finance", Prentice Hall Int. Ltd.
- Eitman and A. Stonehill (1997), "Multinational Business Finance", MA: Addison Wesley Publishing Company Inc.
- Goodhart, C. A. E. (1998), "The Emerging Framework of Financial Regulation", Central Banking Publ. Ltd.
- Madura, J. (2001), "Financial Markets and Institutions", South-Western College Publishing.
- Palepu, K., P. Healy and V. Bernard (2000), "Business Analysis and Valuation", Thomson Press.
- Reilly, F. and K. Brown (1997), "Investment Analysis and Portfolio Management", Dryden Press.
- Sercu, P. and R. Uppal (1995), "International Financial Markets and the Firm", South-Western College Publishing.
- Shapiro, A. (1991), "Foundations of Multinational Financial Management", Needham Heights, MA: Allyn and Bacon.
- Wild, J., K. Subramanyam and R. Halsey (2003), "Financial Statement Analysis", McGraw Hill.