

Τα αμοιβαία κεφάλαια και η εμπειρία τους

Η διεθνής χρηματιστηριακή κρίση που εξελίχθηκε στο δεύτερο ήμισυ του 1998 επηρέασε όλους τους επενδυτές, εγχώριους ή μη, μεγάλους ή μικρούς, συντηρητικούς ή επιθετικούς, απληροφόρητους αλλά και πληροφορημένους, θεσμικούς αλλά και ατομικούς. Η κρίση αυτή έφερε στο προσκήνιο τον τρόπο διαχείρισης των επιχειρήσεων και των κεφαλαίων τόσο σε ατομικό και συλλογικό επίπεδο όσο και στο επίπεδο της οικονομίας. Η ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών διεθνώς και η παγκοσμιοποίηση των οικονομιών είναι άρρηκτα συνδεδεμένες με την εξέλιξη της αποτελεσματικότητας και την παραγωγικότητα των επιχειρήσεων που λειτουργούν σ' αυτές. Οι δυνατότητες διαχείρισης των κεφαλαίων υπερπηδούν τα όρια της εγχώριας αγοράς και ανακτούν διεθνές αντικείμενο.

Η κατ' εξοχήν διαχείριση των κεφαλαίων που είναι επενδεδυμένα σε ρευστοποιήσιμα αξιόγραφα και χρηματιστηριακούς τίτλους είναι εναποθετημένη στα αμοιβαία κεφάλαια από πολλές δεκαετίες διεθνώς και στην Ελλάδα από την αρχή της δεκαετίας του '90. Επομένως μελετώντας τον τρόπο λειτουργίας τους και την αποδοτικότητά τους μπορούμε να εξαγάγουμε συμπεράσματα για τον τρόπο διαχείρισης

του μεγαλύτερου όγκου κεφαλαίων στην κεφαλαιαγορά.

Η πρόσφατη χρηματιστηριακή κρίση, μεταξύ άλλων, αποτελεί ένα πεδίο δοκιμής των ικανοτήτων των διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων και της προστασίας που έχουν οι μεριδιούχοι σε αυτά. Εάν κρίνει κανείς από τα στοιχεία του Lipper Analytical Services, Inc. για τις ΗΠΑ για το τρίμηνο Ιουλίου-Σεπτεμβρίου 1998, τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια υπέστησαν ζημιά⁽¹⁾ όχι όμως και τα ομολογιακά. Τα τελευταία κέρδισαν με αποτέλεσμα να έχουν συσσωρεύσει απόδοση 4,98% μέχρι τέλος Σεπτεμβρίου 1998. Επίσης, η πτώση για το μέσο μετοχικό αμοιβαίο κεφάλαιο μετριάσθηκε στο 4,89% λόγω θετικών αποδόσεων στα προηγούμενα τρίμηνα.

Γίνεται σαφές ότι σε μια παγκόσμια χρηματιστηριακή κρίση ο μέσος επενδυτής θα δεχθεί τις αρνητικές επιπτώσεις στην αξία του χαρτοφυλακίου του. Όμως με τη διαφοροποίηση του κινδύνου που επιτυγχάνεται μέσω των αμοιβαίων κεφαλαίων αλλά και τον επιμερισμό της επένδυσης σε αμοιβαία κεφάλαια διαφορετικών κατηγοριών ο επενδυτής με το μικρότερο δυνατό κόστος μπορεί να

⁽¹⁾ Η ζημιά για τα απλά μετοχικά ήταν 5,02%, για τα μετοχικά μικρών εταιρειών 21,52%, για τα διεθνή 16,16%, και για τα αμοιβαία κεφάλαια των αναδυομένων αγορών 23,57%.



Ν. Θ. ΜΥΛΩΝΑΣ

Αναπληρωτής Καθηγητής
Χρηματοοικονομικής
Τμήμα Οικονομικών
Επιστημών
Πανεπιστήμιο Αθηνών

επιτύχει τα μέγιστα δυνατά αποτελέσματα διαφοροποίησης του κινδύνου και μεγιστοποίησης της απόδοσης. Αυτό οφείλεται στο φαινόμενο της ασύμμετρης συμπεριφοράς απόδοσης των διαφορετικών κατηγοριών αμοιβαίων κεφαλαίων καθώς οι παράγοντες που τα επηρεάζουν είναι διαφορετικοί.

Το τέλος Οκτωβρίου 1998 παρά την πρόσφατη κρίση βρίσκει τον κλάδο των ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων στην πλέον ευημερούσα θέση από τη γένεσή του: Εκατόν ογδόντα αμοιβαία κεφάλαια και 8,64 τρισ. δραχμές σύμφωνα με στοιχεία της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών. Ο Έλληνας επενδυτής έχει πολλές επιλογές τοποθέτησης των χρημάτων του σήμερα. Τι γνωρίζουμε όμως για τη λειτουργία των ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων από τη στιγμή ενεργοποίησης του κλάδου και τι συμπεράσματα αντλούνται από τη λειτουργία και διαχείριση των αμοιβαίων κεφαλαίων στις ΗΠΑ, της πιο ανεπτυγμένης αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων; Οι απαντήσεις στα ανωτέρω ερωτήματα θα μας βοηθήσουν να αξιολογήσουμε καλύτερα τον τρόπο διαχείρισης των ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων, γεγονός που θα προσδώσει πληροφόρηση στους επενδυτές για τις ευκαιρίες που αυτά προσφέρουν αλλά και τους κινδύνους με τους οποίους είναι συνυφασμένη κάθε κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων.

Το παρόν άρθρο σκοπό έχει να παρουσιάσει συνοπτικά την εμπειρία που αντλείται από τη μελέτη λειτουργίας των ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων και της ελληνικής κεφαλαιαγοράς κατά την περίοδο 1990-96. Στο άρθρο αυτό επιχειρείται μια περιληπτική παρουσίαση της μελέτης που δημοσιεύεται στο βιβλίο του γράφοντος με τίτλο Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια: Θεωρία και Πρακτική από τις Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλας, 1999. Το βιβλίο αυτό αποτελεί μια ακαδημαϊκή διερεύνηση στο χώρο των αμοιβαίων κεφαλαίων στη χώρα μας χωρίς όμως να στερείται από πρακτική ανάλυση και συμπεριφορά του κλάδου και των σημαντικότερων ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων ενώ παράλληλα συγκεντρώνει όλους τους νόμους και κανονισμούς που αφορούν τα αμοιβαία κεφάλαια για πληρέστερη εικόνα και εύκολη πρόσβαση και αναφορά σε αυτούς. Η βιβλιογραφία,

οι πηγές, τα αποτελέσματα και τα συμπεράσματα που αναφέρονται εδώ αντλούνται αποκλειστικά από το βιβλίο αυτό.

Η Εξέλιξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Τα αμοιβαία κεφάλαια έχουν τις ρίζες τους στην ανάγκη του ανθρώπου να μετριάσει τους οικονομικούς κινδύνους που απορρέουν από τις διαρκείς μεταβολές του οικονομικού περιβάλλοντος στο οποίο ζει και δραστηριοποιείται. Οι αγγλικές εταιρείες επενδύσεων λόγω της κυριαρχίας της Βρετανίας στις αρχές του 19ου αιώνα ήταν οι πρώτες εταιρείες που δημιούργησαν αμοιβαία κεφάλαια για να αναλάβουν τον επενδυτικό κίνδυνο χρηματοδότησης και ανάπτυξης της αμερικανικής οικονομίας. Εμελλε όμως να είναι τα αμοιβαία κεφάλαια των ΗΠΑ που επισημοποίησαν το θεσμό αυτό της επένδυσης έναν αιώνα μετά. Με την προώθηση πρωτοποριακών κανόνων λειτουργίας που διασφαλίζουν τη διαχείριση της κοινής περιουσίας με τον πιο ενδεδειγμένο τρόπο, ο θεσμός αυτός αναπτύχθηκε διεθνώς και πλέον σήμερα κυριαρχεί κάθε άλλης μορφής συλλογικής επένδυσης.

Στις ΗΠΑ παρά την πρωτοκαθεδρία που είχαν οι επενδυτικές εταιρείες (αμοιβαία κεφάλαια κλειστού τύπου) το 1940 (58% των συνολικών κεφαλαίων συλλογικής επένδυσης), σε μόνο δέκα χρόνια αποτελούσαν το 26% ενώ στις πιο πρόσφατες μετρήσεις αποτελούσαν μόνο το 3% των συνολικών κεφαλαίων. Αιτία για την έναρξη της πτώσης τους αποτέλεσε η μεγάλη κρίση του 1929 και οι ζημιές που αυτή δημιούργησε στις επενδυτικές εταιρείες λόγω πρότερων ανειλημμένων κερδοσκοπικών θέσεων. Ο στιγματισμός των επενδυτικών εταιρειών που επακολούθησε είχε ως αποτέλεσμα τη φυγή των επενδυτών από αυτές και την κατάληξή τους στα αμοιβαία κεφάλαια που τότε άρχισαν να πρωτοεμφανίζονται.

Τα αμοιβαία κεφάλαια έτυχαν ιδιαίτερης ανάπτυξης τα τελευταία 10-15 χρόνια λόγω μεταφοράς κεφαλαίων για τις ανάγκες της παγκοσμιοποίησης της οικονομίας, των απανταχού ιδιωτικοποιήσεων, της δημιουργίας νέων κεφαλαιαγορών στις

άλλοτε κομμουνιστικές χώρες αλλά και της εμφάνισης και δραστηριοποίησης των αναδυομένων αγορών. Το 1996 στις ΗΠΑ ο κλάδος των αμοιβαίων κεφαλαίων διαχειριζόταν 3,54 τρισεκατομμύρια δολάρια σε 6.270 αμοιβαία κεφάλαια από μόλις 448 εκατομμύρια δολάρια και 68 αμοιβαία κεφάλαια το 1940. Στις 22 πλέον ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές στο τέλος του 1997 υπήρχαν 5,74 τρισεκατομμύρια δολάρια με τάση περαιτέρω ανάπτυξης.

Στην Ευρωπαϊκή Ένωση, σύμφωνα με στοιχεία της Ευρωπαϊκής Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών, στις 30 Ιουνίου 1998 λειτουργούσαν 17.289 αμοιβαία κεφάλαια και διαχειρίζονταν 2,1 τρισεκατομμύρια ECU. Το ποσό αυτό αποτελεί αύξηση κατά 19% σε σχέση με το ενεργητικό στο τέλος του 1997, δηλαδή 38% σε ετήσια βάση! Τη μερίδα του λέοντος διατηρούν τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια με 33% και τα ομολογιακά με 34,3%. Ακολουθούν τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων με 19,2% και τα μικτά με 12,6%.

Στην Ελλάδα η είσοδος των αμοιβαίων κεφαλαίων καθυστέρησε πολύ. Αιτία αποτέλεσαν διάφορα οικονομικά και πολιτικά γεγονότα που διατήρησαν την κεφαλαιαγορά σε υπολανθάνουσα κατάσταση, το δε τραπεζικό σύστημα υπό πλήρη κανονιστικό έλεγχο. Παρ' ότι από το 1972 και 1973 υπήρχαν δύο αμοιβαία κεφάλαια στον κλάδο, η ανάπτυξη αυτού πυροδοτήθηκε από τη θέσπιση σειράς μέτρων για την εξυγίανση της κεφαλαιαγοράς και τη φιλελευθεροποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος στο τέλος της δεκαετίας του 1980. Ετσι ενώ το 1990 υπήρχαν μόνο 7 αμοιβαία κεφάλαια, στο τέλος του 1997 έφθασαν τα 161, ενώ στο τέλος Οκτωβρίου 1998 τα 180.

Θεαματική αύξηση αντίστοιχη της αύξησης του αριθμού των αμοιβαίων κεφαλαίων έτυχαν και τα επενδεδυμένα κεφάλαια σε αυτά. Από 4 δισεκατομμύρια δραχμές το 1985, το ενεργητικό τους αυξήθηκε σε 7,32 τρισεκατομμύρια δραχμές το 1997 και στα 8,64 τρισεκατομμύρια στο τέλος του Οκτωβρίου 1998. Η αύξηση όμως αυτή δεν ήταν ισομερής σε όλα τα είδη αμοιβαίων κεφαλαίων. Σύμφωνα με τα στοιχεία της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών στο τέλος του Οκτωβρίου 1998, τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων

διατηρούσαν το 66,64% της συνολικής αγοράς ενώ τα ομολογιακά το 20,15%. Το υπόλοιπο επιμερίζεται κατά 8,88% σε μικτά και 4,33% σε μετοχικά. Τα διεθνή ομολογίων και μετοχικά έχουν μικρή παρουσία στο σύνολο του ενεργητικού που τα περιορίζει σε ένα μερίδιο της αγοράς μικρότερο του 3,5%. Η ανισορροπία του μακροοικονομικού περιβάλλοντος, οι συχνές διακυμάνσεις στη χρηματοπιστωτική αγορά και η άγνοια σχετικά με τις επενδυτικές ευκαιρίες στο εξωτερικό είναι οι κυριότεροι λόγοι που εξηγούν το μεγάλο ποσοστό των κεφαλαίων (86%) επενδεδυμένα σε βραχυπρόθεσμες επενδύσεις και επενδύσεις σταθερού εισοδήματος.

Τα Πλεονεκτήματα της Επένδυσης σε Αμοιβαία Κεφάλαια

Μερικά από τα πλεονεκτήματα της επένδυσης σε αμοιβαία κεφάλαια όπως αυτά αναλύονται στο βιβλίο είναι και τα εξής:

1) Τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν την πιο εποπτευόμενη αγορά συλλογικής επένδυσης. Ο καθημερινός υπολογισμός της αξίας κάθε μεριδίου, επιτρέπει την εξαγωγή συμπερασμάτων για τη διαχείριση και πορεία των επενδύσεων δίνοντας έτσι την ευκαιρία στους επενδυτές να προχωρήσουν σε άμεση αναθεώρηση των επενδυτικών τους επιλογών.

2) Ο εποπτικός έλεγχος στην ελληνική θεσμική επένδυση έχει σημειώσει μεγάλη ανάπτυξη τα τελευταία χρόνια τόσο στο επίπεδο της Πολιτείας μέσω της εδραίωσης του ρόλου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς όσο και σε επίπεδο κλάδου μέσω της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών. Η ευφορία των αποφάσεων που έλαβε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σχετικά με τον τρόπο λειτουργίας των αμοιβαίων κεφαλαίων και τον Κώδικα Δεοντολογίας που αφορά τη συμπεριφορά των διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων, δημιουργεί τις κατάλληλες συνθήκες ισότιμου ανταγωνισμού και προστασίας των συμφερόντων των επενδυτών.

3) Τα αμοιβαία κεφάλαια πλεονεκτούν ως προς τον ατομικό επενδυτή γιατί διαθέτουν επαγγελματική διαχείριση των κεφαλαίων τους και μικρότερο κόστος συναλλαγών

ενώ προσφέρουν πλήρη διαφοροποίηση του κινδύνου ακόμη και με μικρά επενδυτικά ποσά. Στην Ελλάδα μετά την κατάργηση του σταθερού κόστους και εδραίωσης μέγιστου κόστους συναλλαγών, το κόστος συναλλαγής για ένα αμοιβαίο κεφάλαιο μπορεί να μειωθεί στο 1/10 του κόστους συναλλαγής ενός μικρού ατομικού επενδυτή. Παράλληλα, το αμοιβαίο κεφάλαιο έχει πρόσβαση σε επενδύσεις που ένας ατομικός επενδυτής δεν έχει, όπως ιδιωτική τοποθέτηση σε μετοχές εταιρειών που δεν είναι εισηγμένες στο ΧΑΑ ή αγορά ομολόγων ή εντόκων γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου που προσφέρονται μόνο στους θεσμικούς επενδυτές.

4) Τα αμοιβαία κεφάλαια προσφέρουν ποικιλία στις επενδυτικές επιλογές όσον αφορά τον κίνδυνο που εμπεριέχουν καθώς και το είδος των επενδύσεων και τη γεωγραφική τους προέλευση. Αγοράζοντας αμοιβαίο κεφάλαιο της ίδιας ΑΕΔΑΚ μπορεί ο επενδυτής να μεταφέρει κεφάλαια από ένα αμοιβαίο κεφάλαιο σε άλλο της ίδιας ΑΕΔΑΚ με το μικρότερο δυνατό κόστος. Οι δυνατότητες αυτές προσφέρονται και στην Ελλάδα αν και τα κόστη συναλλαγής είναι ακόμη υψηλά.

5) Τα αμοιβαία κεφάλαια οικοδομούν τη δυνατότητα κατανομής του κινδύνου ρευστότητας ανάμεσα σε πολλούς επενδυτές. Η δυνατότητα αυτή δίνεται στους επενδυτές καθώς το αμοιβαίο κεφάλαιο είναι έτοιμο να αγοράσει όποια μερίδια του προσφέρονται στην τιμή εξαγοράς παρά το γεγονός ότι το αμοιβαίο κεφάλαιο δεν έχει εξασφαλίσει τους ίδιους όρους ρευστότητας από την αγορά. Το αμοιβαίο κεφάλαιο προσφέρει αυτούς τους όρους αφ' ενός επειδή είναι υποχρεωμένο να εξαγοράσει κάθε μερίδιο που επιστρέφεται στην τιμή εξαγοράς και αφ' ετέρου επειδή με την επένδυση σε διάφορα αξιόγραφα επιτυγχάνει ικανή διαφοροποίηση του κινδύνου. Το γεγονός όμως αυτό προσφέρει στον ατομικό επενδυτή μικρότερο κίνδυνο ροών απ' ό,τι θα είχε εάν επέλεγε την ατομική επένδυση. Η διαφοροποίηση αυτή του κινδύνου προσθέτει αξία στην επένδυση ενός επενδυτή μέσω αμοιβαίων κεφαλαίων εφόσον υπάρχει πιθανότητα απρόβλεπτης ανάγκης ρευστοποίησης.

6) Τα ελληνικά αμοιβαία κεφάλαια προσφέρουν τη δυνατότητα άμεσης

ρευστοποίησης ακόμη και όταν προσωρινά τέτοια δυνατότητα είναι μειωμένη. Οι ελληνικές ΑΕΔΑΚ που διαχειρίζονται διάφορα αμοιβαία κεφάλαια διατηρούν ένα ταμείο διαθεσίμων από το οποίο αντλούν σε έκτακτες ανάγκες. Αυτό είναι μια καλή τακτική καθώς προσθέτει ευελιξία στη διαχείριση των αμοιβαίων κεφαλαίων. Επί πλέον, ΑΕΔΑΚ οι οποίες ανήκουν σε τραπεζικούς ομίλους μπορούν να δανεισθούν εύκολα και άμεσα από την τράπεζα του ομίλου προσθέτοντας ακόμη ένα επίπεδο ρευστότητας.

Νομοματική Ολοκλήρωση και Αμοιβαία Κεφάλαια

Η προσπάθεια ένταξης της δραχμής στο ευρώ που καταβάλλει η Ελληνική κυβέρνηση πέρα από τα όποια αποτελέσματα θα έχει στην οικονομία της χώρας, θα έχει επιπτώσεις στις επενδυτικές επιλογές των Ελλήνων καθώς και στη δομή και συγκρότηση των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Η ολοκλήρωση της Ευρωπαϊκής Νομοματικής Ένωσης και η επικείμενη είσοδος της δραχμής στο ευρώ σηματοδοτεί νέες συνθήκες ανταγωνισμού στις χρηματοπιστωτικές αγορές της Ευρώπης. Η απάλειψη των διαφορετικών νομισμάτων αφαιρεί και το τελευταίο εμπόδιο ελεύθερης μετακίνησης κεφαλαίων στην Ευρωπαϊκή Ένωση με αποτέλεσμα την αύξηση του ανταγωνισμού και στο χώρο της θεσμικής επένδυσης. Για να ανταποκριθούν ικανοποιητικά στα νέα δεδομένα τα αμοιβαία κεφάλαια θα πρέπει να μειώσουν το κόστος λειτουργίας τους, να αυξήσουν τα προσφερόμενα προϊόντα, και να βελτιώσουν την ποιότητα των προσφερομένων υπηρεσιών.

Η νομοματική ενοποίηση της Ευρώπης πέρα από την καθιέρωση ενός ενιαίου νομίσματος καθιστά κάθε μια εθνική αγορά τμήμα του ευρωπαϊκού συνόλου. Επειδή το βιοτικό επίπεδο των πολιτών δεν θα εξαρτάται μόνο από τις οικονομικές συνθήκες της χώρας στην οποία ζει αλλά και από τις συνθήκες που επικρατούν στις άλλες χώρες, θα πρέπει σε πολύ μεγαλύτερο βαθμό να επενδύσει σε τίτλους και αξιόγραφα οικονομικών μονάδων των

άλλων χωρών για να προστατεύσει καλύτερα το βιοτικό του επίπεδο. Για να το επιτύχει αυτό, τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν τον οικονομικότερο αλλά και αποτελεσματικότερο τρόπο επένδυσης στις ξένες κεφαλαιαγορές. Αυτή η τακτική ενισχύεται και από το γεγονός ότι με το ευρώ δημιουργούνται νέες ανάγκες και ευκαιρίες αντιστάθμισης των επενδυτικών κινδύνων.

Πέρα όμως από την πρόσβαση που θα δοθεί μέσω των αμοιβαίων κεφαλαίων στους μεριδιούχους τους σε επενδύσεις οικονομικών μονάδων άλλων ευρωπαϊκών χωρών, θα τους στερηθούν μορφές επενδύσεων που ήδη έχουν. Με τη δημιουργία ενός ενιαίου νομισματός, την άσκηση μιας αυστηρής νομισματικής πολιτικής από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και την επικράτηση ενός ευρωπαϊκού επιτοκίου, η διαφορά μεταξύ των ομολογιών των κρατών της Ένωσης θα είναι ελάχιστη έως μηδαμινή. Έτσι ενώ η διαφορά πχ, μεταξύ των ιταλικών και γερμανικών επιτοκίων απετέλεσε μέχρι και πρόσφατα στοιχείο εφαρμογής επενδυτικής στρατηγικής (από τα διάφορα hedge funds) λόγω της αναμενόμενης σύγκλισης των οικονομιών τους ενόψει του ευρώ, θα είναι δύσκολο να αναζητηθούν διαφορές μετά την επικράτηση του ευρώ. Προφανώς, και μέχρι την ένταξη της δραχμής στο ευρώ, τα ομόλογα του ελληνικού δημοσίου και κατ' επέκταση τα ελληνικά αμοιβαία κεφάλαια θα προσελκύσουν επιπρόσθετη ζήτηση από άλλους ευρωπαίους επενδυτές.

Η Διαφοροποίηση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Παρόλο που λειτουργούν με παρόμοιο τρόπο, τα αμοιβαία κεφάλαια διαθέτουν διάφορα εργαλεία για να διαφοροποιούνται μεταξύ τους και να αυξάνουν το μερίδιο αγοράς που κατέχουν. Τα εργαλεία αυτά περιλαμβάνουν τα κόστη διάθεσης και εξαγοράς που επιλέγουν να χρεώσουν, το είδος της ασκούμενης διαχείρισης, την κατηγορία επενδύσεων, την επενδυτική συμπεριφορά των διαχειριστών, και τέλος το είδος των υπηρεσιών που προσφέρουν και τα έξοδα προώθησης που δαπανούν.

Κόστη Διάθεσης και Εξαγοράς

Η χρησιμότητα του κόστους που χρεώνουν τα αμοιβαία κεφάλαια στους μεριδιούχους κατά τη διάθεση και εξαγορά μεριδίων είναι για να λειτουργήσουν είτε ως αποτρεπτικοί μηχανισμοί ρευστοποίησης μεριδίων είτε ως μηχανισμοί χρέωσης της διαχειριστικής ικανότητας.

Στην πρώτη περίπτωση η χρέωση δικαιολογείται από την ανάγκη διαχωρισμού των επενδυτών σε αυτούς με μικρή πιθανότητα να πωλήσουν και σε αυτούς με μεγάλη πιθανότητα. Ο λόγος είναι ότι σε περίπτωση ρευστοποίησης, τα έξοδα που θα προκύψουν (έξοδα συναλλαγών, διαχειριστικά έξοδα, μείωση της τιμής πώλησης, κεφαλαιακές ζημιές, φόροι από κεφαλαιακά κέρδη) θα τα υποστούν οι εναπομένοντες μεριδιούχοι. Για να περιορισθούν τα έξοδα αυτά επιβάλλεται ένα κόστος για να αποτρέψει τις επί πλέον εξαγορές μεριδίων και για να επιμερισθούν εν μέρει τα έξοδα ρευστοποίησης σε αυτούς που τελικά επιλέγουν να ρευστοποιήσουν.

Στη δεύτερη περίπτωση η χρέωση γίνεται για να πληρωθεί η ικανότητα των διαχειριστών καθώς αυτή δεν συμπεριλαμβάνεται στην καθαρή τιμή μεριδίου. Αυτό συμβαίνει γιατί εάν δύο αμοιβαία κεφάλαια είχαν αρχικά δημιουργήσει το ίδιο χαρτοφυλάκιο αξιογράφων, τότε η καθαρή τιμή μεριδίου θα ήταν ακριβώς η ίδια άσχετα εάν στο ένα η ευθύνη της διαχείρισης ανήκε σε ομάδα με άριστα αποτελέσματα ενώ στο άλλο σε ομάδα με χειρίστα αποτελέσματα. Βέβαια, σε μακροπρόθεσμη βάση οι διαχειριστές με τα καλύτερα αποτελέσματα θα αυξήσουν το κόστος που χρεώνουν στους πελάτες τους υπό τη μορφή του κόστους διάθεσης και εξαγοράς.

Είδος Ασκούμενης Διαχείρισης

Στην προσπάθεια να διαφοροποιηθούν από άλλα, τα αμοιβαία κεφάλαια επιλέγουν είτε την εφαρμογή παθητικής ή την εφαρμογή ενεργητικής διαχείρισης. Κατά την παθητική διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου οι διαχειριστές δεν υποχρεώνονται να προβούν σε αναθεωρήσεις του χαρτοφυλακίου με βάση τις δικές τους αναλύσεις και επιλογές. Σύμφωνα με αυτή την πρακτική, το χαρτοφυλάκιο δημιουργείται με

συγκεκριμένους σκοπούς και κριτήρια και η ακολουθούμενη διαχείριση θα πρέπει να εξασφαλίσει τη συνέχιση των σκοπών αυτών και να προβεί σε αναγκαίες οριακές αναθεωρήσεις του χαρτοφυλακίου ώστε να μην παραβιασθούν τα κριτήρια.

Στην περίπτωση της ενεργητικής διαχείρισης το χαρτοφυλάκιο δημιουργείται με σκοπό να επιτύχει αποδόσεις μεγαλύτερες της αγοράς. Οι διαχειριστές έχουν υποχρέωση να προβαίνουν σε συνεχείς αναλύσεις και αναθεωρήσεις του χαρτοφυλακίου ώστε να επιτύχουν του σκοπού τους.

Κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Η επιλογή της κατηγορίας είναι ο βασικότερος τρόπος διαφοροποίησης των αμοιβαίων κεφαλαίων καθώς με τον τρόπο αυτό μπορούν να προσελκύσουν εκείνους τους επενδυτές τα χαρακτηριστικά κινδύνου της απόδοσης των οποίων εμπίπτουν στην κατηγορία αυτή. Όμως πρέπει να επισημανθεί ότι τα αμοιβαία κεφάλαια της ίδιας κατηγορίας δεν ακολουθούν αναγκαστικά τα ίδια επενδυτικά 'στυλ' που ταυτίζονται με την επενδυτική στρατηγική που εφαρμόζει η διαχειριστική ομάδα. Μάλιστα, στις ΗΠΑ διαπιστώθηκαν αμοιβαία κεφάλαια μιας κατηγορίας να έχουν παρόμοιες επενδυτικές στρατηγικές με άλλα αμοιβαία κεφάλαια διαφορετικής κατηγορίας. Η αιτία για αυτή τη συμπεριφορά πρέπει να αναζητηθεί στην προσπάθεια των διαχειριστών να επιτύχουν καλύτερη κατάταξη στον πίνακα αξιολόγησης. Ακολουθώντας στρατηγικές που αντιστοιχούν σε άλλη κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων είναι δυνατόν να οδηγηθεί το αμοιβαίο κεφάλαιο σε καλύτερη κατάταξη σε σχέση με τα αμοιβαία κεφάλαια της κατηγορίας που ανήκει.

Η εφαρμογή επενδυτικών "στυλ" διαφορετικών από τα αναμενόμενα δημιουργεί προβλήματα όσον αφορά στην αξιολόγηση της αποδοτικότητάς τους καθώς αυτή καθίσταται ανακριβής. Επίσης στο βαθμό που τα επενδυτικά "στυλ" δεν είναι γνωστά στους μεριδούχους εκ των προτέρων η εφαρμογή τους αντιβαίνει τον επενδυτικό τους στόχο που είναι συνυφασμένος με την κατηγορία στην οποία ανήκει. Για το λόγο αυτό η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

έχει εκδώσει δύο οδηγίες που αφορούν τους βασικούς άξονες στους οποίους πρέπει να κινείται η επενδυτική πολιτική αμοιβαίων κεφαλαίων.

Στην Ελλάδα τα αμοιβαία κεφάλαια επιδιώκουν κατά το δυνατόν μεγαλύτερη ευελιξία στις επιλογές επένδυσης που διαθέτουν ώστε να επιτυγχάνουν τον καλύτερο βαθμό αξιολόγησης. Έτσι, στις ΗΠΑ παρατηρείται το φαινόμενο αμοιβαία κεφάλαια να ανήκουν σε διαφορετική κατηγορία επενδύσεων από αυτή στην οποία δηλώνουν ότι ανήκουν. Στην Ελλάδα από το καλοκαίρι του 1997 εφαρμόζεται ο κανονισμός ομαδοποίησης αμοιβαίων κεφαλαίων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με αποτέλεσμα ο βαθμός ευελιξίας σε αυτά να έχει περιορισθεί. Στην περίοδο όμως 1990-96 όπου δεν υπήρχε ο κανονισμός αυτός, διαπιστώνεται κάποια διαφορά για τα χαρακτηριστικά απόδοσης και κινδύνου για ορισμένα αμοιβαία κεφάλαια από αυτά της κατηγορίας στην οποία κατατάσσονται σύμφωνα με το όνομά τους.

Η Επενδυτική Συμπεριφορά των Διαχειριστών Αμοιβαίων Κεφαλαίων

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

Κατά πρώτο λόγο ο τρόπος διαχείρισης πηγάζει από τις προσωπικές ικανότητες και την εμπειρία του διαχειριστή να εφαρμόσει μια σωστή επενδυτική πολιτική και να την προσαρμόζει στο συνεχές εναλλασσόμενο επενδυτικό περιβάλλον. Ένας δεύτερος παράγοντας που κατευθύνει τη συμπεριφορά του διαχειριστή είναι η πειθαρχία που επιβάλλεται έμμεσα από την "αγορά των διαχειριστών." Στην αγορά αυτή αξιολογούνται όλοι οι διαχειριστές σύμφωνα με τις επιτυχίες τους και τη συνέπεια που επιδεικνύουν με τις πράξεις τους σε αυτά που υπόσχονται. Έτσι δημιουργούνται οι βάσεις για

μακροπρόθεσμα οφέλη από μια συνεπή και χρησιμότητα διαχείριση αλλά και έμμεσα πρόστιμα από ασυνεπή συμπεριφορά και απερίσκεπτη διαχείριση.

Τέλος, ένας τρίτος παράγοντας που καθοδηγεί τη συμπεριφορά διαχείρισης είναι τα άμεσα οικονομικά κίνητρα. Έχει διαπιστωθεί από τη βιβλιογραφία ότι υπάρχει ισχυρή σύνδεση μεταξύ απόδοσης και μεγέθους ενεργητικού καθώς τα αμοιβαία κεφάλαια που πετυχαίνουν τις καλύτερες αποδόσεις σε μια περίοδο προσελκύουν τα μεγαλύτερα κεφάλαια μετέπειτα με αποτέλεσμα την αύξηση του ενεργητικού τους. Επειδή συνήθως υπάρχει εξάρτηση των αμοιβών από το μέγεθος του καθαρού ενεργητικού στο τέλος του έτους, οι διαχειριστές κάνουν όλες τις απαραίτητες αλλαγές στα χαρτοφυλάκιά τους ώστε να το επιτύχουν. Αυτό μπορεί να σημαίνει και μεταβολή της επενδυτικής στρατηγικής και των κινδύνων στους οποίους είναι εκτεθειμένο το αμοιβαίο κεφάλαιο.

Στις ΗΠΑ η συμπεριφορά των διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων επηρεάζεται από την έμφαση που δίνεται στα βραχυπρόθεσμα αποτελέσματα. Στην προσπάθειά τους να επιτύχουν καλύτερη αξιολόγηση εφαρμόζουν επενδυτικές πολιτικές που δεν μεγιστοποιούν αναγκαστικά τα οφέλη των μεριδιούχων ενώ συχνά δεν είναι συνυφασμένες με τις πολιτικές της κατηγορίας στην οποία ανήκουν. Στην Ελλάδα όπου τα αμοιβαία κεφάλαια βρίσκονται ακόμη στη φάση ανάπτυξης ενώ ο ανταγωνισμός παραμένει μέτριος, το σύστημα αξιολόγησης δεν έχει αποκτήσει ιδιαίτερη σημασία ώστε να επηρεάζει τις εφαρμοζόμενες επενδυτικές επιλογές.

Υπηρεσίες και Εξοδα Προώθησης

Σε μια ανταγωνιστική αγορά όπου λειτουργούν πολλά αμοιβαία κεφάλαια η επιτυχής διαχείριση του αμοιβαίου κεφαλαίου δεν είναι αρκετή για να διατηρήσει και να προσελκύσει νέους μεριδιούχους. Θα πρέπει να μπορεί να προσφέρει και ανταγωνιστικά συγκρίσιμες υπηρεσίες. Η ποιότητα των υπηρεσιών αλλά και η ενημέρωση που συντελείται ώστε οι προσδοκώμενοι μεριδιούχοι να είναι γνώστες αυτών είναι ένας βασικός τρόπος διαφοροποίησης των αμοιβαίων

κεφαλαίων που ολοένα θα λαμβάνει ακόμη μεγαλύτερη σημασία.

Επενδυτικές Τεχνικές

Λόγω των μεταβαλλόμενων συνθηκών στο επενδυτικό περιβάλλον, το σύστημα της αξιολόγησης που εφαρμόζεται βασίζεται στη σχετική και όχι στην απόλυτη αποδοτικότητα μιας επένδυσης. Στην περίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων το σύστημα αυτό τα ωθεί σε ένα συναγωνισμό υπό τη μορφή πρωταθλήματος. Επειδή όπως προαναφέρθηκε υπάρχουν άμεσα και αργότερα οφέλη στους διαχειριστές από την υψηλή κατάταξη στη βαθμολογία, ο τρόπος διαχείρισης του χαρτοφυλακίου αναδεικνύεται σε μέγιστο μέλημα των διαχειριστών. Έτσι οι διαχειριστές καταφεύγουν σε διάφορες τεχνικές και διαμορφώνουν τις δικές τους επενδυτικές φιλοσοφίες ώστε να μπορούν να επωφελούνται από τυχόν μεταβολές στο επενδυτικό περιβάλλον και μάλιστα κατά το δυνατόν σε μικρά χρονικά διαστήματα έξι μηνών ή ενός έτους, διάρκεια που διαρκεί το “πρωτάθλημα” αποδοτικότητας.

Από τις επενδυτικές φιλοσοφίες που κατ'εξοχήν εφαρμόζονται είναι η θεμελιώδης και η τεχνική ανάλυση. Οι δύο κατά διαστολήν αντίθετες φιλοσοφίες συνήθως συνδυάζονται για να αποτελέσουν το εργαλείο εφαρμογής και αναθεώρησης των επενδυτικών στρατηγικών. Στη συνδυασμένη αυτή φιλοσοφία η θεμελιώδης ανάλυση παίζει το βασικό ρόλο της αρχικής δημιουργίας του χαρτοφυλακίου καθώς και των βασικών αναθεωρήσεών του. Ο ρόλος αυτός είναι συνυφασμένος με τη μακροπρόθεσμη τοποθέτηση των χρημάτων και βασίζεται σε θεμελιώδεις μεταβλητές τόσο σε μακροοικονομικό επίπεδο όσο και σε επίπεδο επιχείρησης. Η τεχνική ανάλυση κατέχει ρόλο αναθεώρησης του χαρτοφυλακίου σε βραχυπρόθεσμη βάση χωρίς να διαταράσσονται τα βασικά χαρακτηριστικά του χαρτοφυλακίου επιτρέποντας στους διαχειριστές να επωφελούνται από πρόσκαιρες ανισορροπίες στις τιμές.

Μετά την αποδοχή της μιας ή της άλλης επενδυτικής φιλοσοφίας, υπάρχουν τεχνικές επενδυτικών στρατηγικών οι

οποίες πηγάζουν από αυτές και μέσω των οποίων εφαρμόζονται. Μεταξύ αυτών αντικείμενο μελέτης έχουν αποτελέσει η συμπεριφορά στιγμιαίας επένδυσης (momentum investment behavior) και η συμπεριφορά αγέλης (herding behavior). Κατά την πρώτη τεχνική ακολουθείται η αγορά μετοχών που είχαν επιτυχείς αποδόσεις και της πώλησης μετοχών που είχαν κακές αποδόσεις ακολουθώντας τον απλοϊκό κανόνα ότι το παρελθόν θα επαναληφθεί με τον ίδιο τρόπο. Παρόλο που μια τέτοια τεχνική δεν αναδεικνύει τις ικανότητες των διαχειριστών να αναλύσουν με επιτυχία τα αξιόγραφα που επιλέγονται για το χαρτοφυλάκιο, εν τούτοις είναι μια τεχνική που εφαρμόζεται κυρίως από την ανησυχία να μη μείνει το αμοιβαίο κεφάλαιο έξω από την ομάδα των επιτυχημένων. Πάντως η εφαρμογή της στο παρελθόν αναδεικνύει και το γεγονός μιας ασυμμετρίας, δηλαδή ενώ τα αμοιβαία κεφάλαια επιδίδονται στην αγορά επιτυχημένων αξιογράφων, δεν επιδίδονται με τον ίδιο βαθμό και με συστηματικό τρόπο στην πώληση αποτυχημένων αξιογράφων.

Κατά την τακτική της συμπεριφοράς αγέλης αγοράζονται ή πωλούνται τα ίδια αξιόγραφα μέσα στην ίδια περίοδο. Αυτή είναι μια κλασική τεχνική που χαρακτηρίζει τους απληροφόρητους επενδυτές στην προσπάθειά τους να επωφεληθούν από τις κινήσεις των πληροφορημένων επενδυτών. Στο βαθμό βέβαια που καλώς πληροφορημένοι επενδυτές όπως είναι οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων εφαρμόζουν μια τέτοια τεχνική, τότε ο λόγος πρέπει να αναζητηθεί στην προσπάθειά τους να μην απομακρυνθούν από την επιτυχημένη ομάδα των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Αποδοτικότητα και Πρόβλεψη Αποδοτικότητας

Η αποδοτικότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι το σημαντικότερο στοιχείο μέτρησης της ικανότητας των διαχειριστών να επιλέγουν τις πλέον κατάλληλες επενδύσεις και να επιφέρουν τις απαιτούμενες αλλαγές στη σύνθεση του χαρτοφυλακίου ώστε οι όποιες μεταβολές στις αγορές να αντιμετωπίζονται άμεσα και με επιτυχία.

Όμως μαζί με την αποδοτικότητα είναι απαραίτητο να γίνεται γνωστό και ο κίνδυνος στον οποίο αυτή είναι εκτεθειμένη.

Σύμφωνα με τις αρχικές κλασικές εργασίες των Τρεντο, Sharpe, και Jensen οι οποίοι υπολόγισαν την αποδοτικότητα λαμβάνοντας υπ' όψιν τον εμπλεκόμενο κίνδυνο, είχε γίνει αποδεκτό ότι οι επαγγελματίες διαχειριστές δεν μπορούν να επιτύχουν αποδόσεις σύμφωνα με τις αποδόσεις της αγοράς καλύπτοντας ταυτόχρονα τα έξοδά τους. Φαίνεται ότι στην προσπάθεια αύξησης της αποδοτικότητας τα επί πλέον κόστη συναλλαγής που δημιουργούνται εξουδετερώνουν τις ωφέλειες από τις στρατηγικές στιγμιαίας επένδυσης που εφαρμόζουν τα αμοιβαία κεφάλαια στις ΗΠΑ.

Όμως από το τέλος της δεκαετίας του '80 άρχισε μια νέα αναζήτηση της αλήθειας για τις ικανότητες των διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων. Χρησιμοποιώντας νέα στοιχεία και μεθοδολογίες, ένας σημαντικός αριθμός ερευνητών κατέγραψε αποδοτικότητες μεγαλύτερες από τις αναμενόμενες από το επίπεδο της αγοράς. Παρά ταύτα, χρησιμοποιώντας παρόμοια στοιχεία αλλά λαμβάνοντας υπ' όψιν κάποιους άλλους παράγοντες ένας αυξανόμενος αριθμός ερευνητών αδυνατεί να ανακαλύψει στα στοιχεία τις ικανότητες εκείνες των διαχειριστών που τους διακρίνουν από τους μη επαγγελματίες ή απληροφόρητους επενδυτές. Έτσι σήμερα υπάρχουν διστάμενες απόψεις για το εάν οι διαχειριστές νικούν ή δεν νικούν την αγορά.

Η Επαναληπτικότητα της Αποδοτικότητας

Ένα άλλο θέμα που είναι άρρηκτα συνδεδεμένο με τις ικανότητες των διαχειριστών είναι η επαναληπτικότητα στην αποδοτικότητα που επιτυγχάνουν. Η ανάλυση αυτού του φαινομένου βοηθά στην κατανόηση των ικανοτήτων που έχουν οι διαχειριστές να επαναλαμβάνουν τις επιτυχίες τους επιλέγοντας κατάλληλα αξιόγραφα στο χαρτοφυλάκιο και αναλαμβάνοντας τις ορθώς χρονικά θέσεις στην κεφαλαιαγορά. Είναι γεγονός ότι η καλή αποδοτικότητα σε ένα συγκεκριμένο έτος μπορεί να οφείλεται σε τυχαίους

παράγοντες και εξελίξεις στην κεφαλαιαγορά και όχι στις όποιες ικανότητες διαθέτουν οι διαχειριστές. Για να διαπιστωθούν οι τυχόν ικανότητες που διαθέτουν οι διαχειριστές, θα πρέπει να υπάρχει χρονική συνέχεια και συνέπεια στην αποδοτικότητα και στην κατάταξη της βαθμολογίας. Έτσι εάν ένα αμοιβαίο κεφάλαιο έχει επιτύχει καλή αποδοτικότητα το ένα έτος αναμένεται να συνεχίσει παρόμοια αποδοτικότητα και στο μέλλον. Αντίθετα, εάν ένα αμοιβαίο κεφάλαιο έχει καταλήξει σε κακή αποδοτικότητα το ένα έτος είτε για λόγους τυχαίους ή κακής επενδυτικής πολιτικής, θα πρέπει στα επόμενα έτη να αντιστρέψει την εικόνα του και να οδηγηθεί σε καλή αποδοτικότητα.

Όπως και στην περίπτωση της αποδοτικότητας υπάρχουν διστάμενες απόψεις για την ύπαρξη επαναληπτικότητας στις αποδόσεις. Η ύπαρξη επαναληπτικότητας σε μεγάλο βαθμό εμφανίζεται σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα (δεκαετία '70) ενώ απουσιάζει σε ένα άλλο (δεκαετία '80). Παράλληλα, η επαναληπτικότητα αποδίδεται από ορισμένους ερευνητές στις απλές στρατηγικές στιγμιαίας επένδυσης παρά σε στρατηγικές επένδυσης όπου η επιτυχία ακολουθεί την επιτυχία. Περαιτέρω, διαπιστώθηκε και αρνητική επαναληπτικότητα όπου η αποτυχία μιας περιόδου ακολουθείται από επανάληψη της αποτυχίας στην επόμενη περίοδο.

Οι Ικανότητες των Διαχειριστών

Η ικανότητα των διαχειριστών αποτυπώνεται στην αποδοτικότητα του αμοιβαίου κεφαλαίου και διακρίνεται σε ικανότητα επιλογής αξιογράφων και ικανότητα επιλογής χρονικής τοποθέτησης. Παρά τις πιθανές δυσκολίες διαχωρισμού των δύο ειδών ειδικοτήτων έχουν αναπτυχθεί εναλλακτικά υποδείγματα που επιτρέπουν την αξιολόγηση των ικανοτήτων.

Όσον αφορά τις ικανότητες ορθής επιλογής αξιογράφων τα αποτελέσματα είναι ενθαρρυντικά καθώς επιβεβαιώνονται παρόμοια συμπεράσματα με διαφορετικά στοιχεία και μεθοδολογίες. Για την ικανότητα όμως ορθής επιλογής χρονικής

τοποθέτησης τα συμπεράσματα επιβεβαιώνουν περισσότερο την απουσία της παρά την ύπαρξή της.

Οι διαχειριστές στις ΗΠΑ έχουν την ικανότητα να δημιουργήσουν ικανοποιητικές αποδόσεις. Όμως λόγω των σημαντικών εξόδων που δημιουργούν δεν μπορούν να ωφελήσουν τους μεριδιούχους. Καλύτερα αποτελέσματα γι' αυτούς θα είχε μια πολιτική παθητικής διαχείρισης η οποία ελαχιστοποιεί τα έξοδα και επιτυγχάνει αποδόσεις παρόμοιες της αγοράς.

Στις ΗΠΑ τα υψηλά έξοδα είναι ο κύριος παράγοντας για τα αμοιβαία κεφάλαια που έχουν τη χειρότερη αποδοτικότητα. Η διατήρηση του ύψους των εξόδων από έτος σε έτος οδηγεί ως ένα βαθμό στην επαναληπτικότητα της αποδοτικότητας έτσι ώστε αμοιβαία κεφάλαια με μικρά έξοδα να διατηρούν υψηλές θέσεις κατάταξης, και αντιστρόφως. Κατά μέσο όρο, τα αμοιβαία κεφάλαια που δεν χρεώνουν έξοδα διάθεσης και εξαγοράς επιτυγχάνουν καλύτερη αποδοτικότητα από αυτά που χρεώνουν.

Η Ελληνική Εμπειρία

Το Δείγμα και η Διάρθρωση του Ενεργητικού

Η ελληνική εμπειρία του κλάδου των αμοιβαίων κεφαλαίων εξετάζεται μέσα από ένα δείγμα 46 αμοιβαίων κεφαλαίων στο διάστημα 1990-1996. Το δείγμα αυτό έχει επιλεγεί από τα αμοιβαία κεφάλαια με το μεγαλύτερο ενεργητικό με τρόπο ώστε να αντιπροσωπεύονται όλες οι βασικές κατηγορίες των αμοιβαίων κεφαλαίων. Συγκεκριμένα, στο τέλος της περιόδου (27.12.96) το ενεργητικό των 46 αμοιβαίων κεφαλαίων εκπροσωπούσε το 80% των συνολικών επενδεδυμένων κεφαλαίων στον κλάδο. Χρησιμοποιώντας εβδομαδιαίες παρατηρήσεις συλλέχθηκαν στοιχεία της καθαρής τιμής μεριδίου και του καθαρού ενεργητικού για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο καθώς και τιμές του γενικού δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) και των εντόκων γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου.

Από τη διάρθρωση του ενεργητικού στις διάφορες κατηγορίες γίνεται σαφές ότι οι επενδυτές κατευθύνουν τα χρήματά

τους στα αμοιβαία κεφάλαια αντιστρόφως ανάλογα με τον κίνδυνο που εμφανίζουν. Η διάρθρωση αυτή είναι πολύ διαφορετική των αμοιβαίων κεφαλαίων των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Όμως η διάρθρωση του ενεργητικού των ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων ομοιάζει πολύ με αυτή της Ισπανίας και της Πορτογαλίας, χώρες με ανάλογη εξέλιξη στις κεφαλαιαγορές τους με την Ελλάδα.

Ενας βασικός λόγος για τη συμπεριφορά των επενδυτών που οδηγεί στην ανωτέρω διάρθρωση απορρέει από το γεγονός ότι η αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι πολύ νέα και οι επενδυτές ανέτοιμοι να αναλάβουν κινδύνους σε ένα νέο επενδυτικό προϊόν. Επίσης, το γεγονός ότι τα επιτόκια στην περίοδο αυτή παρέμειναν σε υψηλά επίπεδα λειτούργησε καταλυτικά για τη συγκέντρωση των χρημάτων σε βραχυπρόθεσμες τοποθετήσεις και απέτρεψε τις επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια με αβέβαιες αποδόσεις.

Εμπειρικά Αποτελέσματα

Ενας μεγάλος αριθμός από Πίνακες και Διαγράμματα παρουσιάζουν αναλυτικά τα συμπεράσματα για κάθε θέμα που αφορά τη λειτουργία των ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων όπως κίνδυνος και αποδοτικότητα, ικανότητες διαχείρισης, δείκτες αξιολόγησης των αμοιβαίων κεφαλαίων, επαναληπτικότητα της αποδοτικότητας, σχέση δαπανών προς κέρδη, το σύνολο βέλτιστων επιλογών και η δημιουργία χαρτοφυλακίου αμοιβαίων κεφαλαίων, η συμπεριφορά των αμοιβαίων κεφαλαίων στη νομισματική κρίση του Μαΐου 1994, και τέλος η σύγκριση εναλλακτικών επενδύσεων στην επταετία 1990-96. Μερικά από τα βασικά αποτελέσματα της μελέτης είναι και τα εξής:

Γενικά, ο κίνδυνος των αποδόσεων των ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων συμβαδίζει με την κατηγορία στην οποία ανήκουν. Τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων και σταθερού εισοδήματος έχουν το μικρότερο κίνδυνο, τα μικτά και μετοχικά το μεγαλύτερο, ενώ τα διεθνή ομολογιών και μετοχών είναι στο ενδιάμεσο.

Η απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν συμβαδίζει με τον κίνδυνο που έχει

καθένα από αυτά. Στις περισσότερες υποπεριόδους η σχέση αυτή είναι αρνητική αντικατοπτρίζοντας τις μεγάλες αποδόσεις αμοιβαίων κεφαλαίων των λιγότερο κινδυνοφόρων κατηγοριών και τις μικρές έως και αρνητικές αποδόσεις αμοιβαίων κεφαλαίων των περισσότερο κινδυνοφόρων κατηγοριών.

Για τις κατηγορίες διαχείρισης διαθεσίμων, σταθερού εισοδήματος και διεθνή ομολογιών εμφανίζεται διαχρονική επιδείνωση των επενδυτικών ευκαιριών καθώς οι αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων μειώνονται ενώ ο κίνδυνος των αποδόσεων αυξάνεται. Για όλες δε τις κατηγορίες, ο κίνδυνος ανά μονάδα απόδοσης αυξήθηκε με την πάροδο του χρόνου παρά τη συνεχή ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς στο ίδιο διάστημα και της αύξησης της ρευστότητας που δημιουργήθηκε.

Παρά την ύπαρξη ποικίλων κατηγοριών αμοιβαίων κεφαλαίων, σχεδόν όλα τα κεφάλαια είναι επενδεδυμένα στις κατηγορίες διαχείρισης διαθεσίμων και σταθερού εισοδήματος. Η απλή εξήγηση αυτού του φαινομένου είναι ότι οι επενδυτές επιδεικνύουν λογική συμπεριφορά επενδύοντας σε αυτά που ιστορικά είχαν το μικρότερο κίνδυνο και τις μεγαλύτερες αποδόσεις.

Το βήτα των μικτών και μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων είναι πάντα μικρότερο της μονάδας αλλά στατιστικά σημαντικό υποδηλώνοντας ότι αυτά ακολουθούν αμυντική επενδυτική πολιτική. Το βήτα των αμοιβαίων κεφαλαίων των άλλων κατηγοριών είναι στατιστικά ασήμαντο στο επίπεδο 1% (με εξαίρεση δύο αμοιβαία κεφάλαια σταθερού εισοδήματος) καθώς οι αποδόσεις τους δεν επηρεάζονται από τις μεταβολές του ΧΑΑ.

Η σειρά αξιολόγησης των αμοιβαίων κεφαλαίων με τους δείκτες Sharpe, Treynor και Jensen δεν συμπίπτουν. Αξιοπρόσεκτο είναι το γεγονός όπου τα καλύτερα αμοιβαία κεφάλαια στις περιόδους 1993-94 και 1995-96 σύμφωνα με το δείκτη Treynor, είναι τα χειρότερα σύμφωνα με το δείκτη Sharpe.

Λόγω των συνθηκών μεταβολής στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου δεν μπορεί να τεκμηριωθεί η επαναληπτικότητα της αποδοτικότητας στις ΗΠΑ παρά την ύπαρξη ικανοτήτων των διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων. Όσον αφορά τη

χώρα μας, τα ελληνικά αμοιβαία κεφάλαια δεν εμφανίζουν επαναληπτικότητα από έτος σε έτος ή από διετία σε διετία, με αποτέλεσμα τη διαρκή ανακατάταξη στον πίνακα αξιολόγησης. Αυτό το γεγονός που υποδηλώνει ανατροπή της αξιολόγησης επιβεβαιώνεται και από την επιτυχή πορεία ενός χαρτοφυλακίου που αναθεωρείται ετησίως με τα τρία χειρότερα αμοιβαία κεφάλαια.

Οι διαχειριστές των ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων δεν εμφανίζουν σημαντικές ικανότητες χρονικής τοποθέτησης.

Ο επενδυτής μπορεί να δημιουργήσει ένα χαρτοφυλάκιο αμοιβαίων κεφαλαίων με μεγαλύτερη απόδοση από αυτό που έχει χωρίς αύξηση του κινδύνου που αναλαμβάνει. Ομως η συνεχής ανακατάταξη στον πίνακα αξιολόγησης των αμοιβαίων κεφαλαίων και τα κόστη αγοραπωλησίας μεριδίων δεν καθιστούν την πρακτική αυτή ιδιαίτερα κερδοφόρα.

Στα ελληνικά αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων και σταθερού εισοδήματος παρατηρείται η ύπαρξη μετοχικών επενδύσεων που είναι στο πλαίσιο των προβλεπόμενων από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επενδυτικών επιλογών και ορίων. Η ύπαρξη μετοχικών αξιών σε επιτοκιακού χαρακτήρα επενδύσεις προσφέρει κάποια δυνατότητα διαφοροποίησης των κινδύνων. Επί πλέον δημιουργεί δυνατότητες διεξόδου από τυχόν έλλειψη ρευστών ή αδυναμία ρευστοποίησης των ομολόγων. Επίσης, εντός μιας ΑΕΔΑΚ το αμοιβαίο κεφάλαιο σταθερού εισοδήματος παρατηρείται να πωλεί ομολογιακούς τίτλους στο μετοχικό αμοιβαίο κεφάλαιο το οποίο για να τους αποκτήσει πωλεί τους εύκολα ρευστοποιήσιμους μετοχικούς τίτλους. Έτσι μια ΑΕΔΑΚ με πολλά και ποικίλα αμοιβαία κεφάλαια μπορεί να προσφέρει ρευστότητα εκεί που πρόσκαιρα είναι δυνατόν να εκλείψει. Αντίθετα, μια ΑΕΔΑΚ με μόνο ένα πχ αμοιβαίο κεφάλαιο διαχείρισης διαθεσίμων ή/και σταθερού εισοδήματος, δεν μπορεί να ακολουθήσει την ανωτέρω διαδικασία με αποτέλεσμα τα αμοιβαία κεφάλαια να είναι εκτεθειμένα σε μεγαλύτερο κίνδυνο ρευστότητας.

Οι 1.000 δραχμές που επενδύθηκαν στις 5.1.90 σε ΕΓΕΔ απέκτησαν αξία 3.603

δραχμών στις 27.12.96, πολύ μεγαλύτερη από τις επενδύσεις στο ΧΑΑ ή στα μετοχικά ή μικτά αμοιβαία κεφάλαια.

Κατά τη διάρκεια της νομισματικής κρίσης του Μαΐου 1994 τα αμοιβαία κεφάλαια λειτούργησαν ικανοποιητικά προσφέροντας ρευστότητα στην αγορά καθώς και καταφύγιο από το συναλλαγματικό κίνδυνο.

Συμβουλές για την Επιλογή του Κατάλληλου Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Μέσα σε ένα πλήθος 180 και πλέον αμοιβαίων κεφαλαίων που προσφέρονται στον Έλληνα επενδυτή είναι δύσκολο να επιλεγεί αυτό με τη μεγαλύτερη δυναμικότητα να μεγιστοποιήσει τον πλούτο του. Για το λόγο αυτό θα πρέπει να ακολουθηθούν κάποιοι βασικοί κανόνες επιλογής ώστε αυτή να μην απολήξει να είναι εξ ολοκλήρου τυχαία. Οι κανόνες αυτοί προκύπτουν από τη συμπεριφορά ενός λογικού οικονομικού ατόμου και τα φυσικά κίνητρα που αυτός έχει να μεγιστοποιήσει τον πλούτο του. Υπό την προϋπόθεση αυτή αναπτύσσονται μια σειρά από κανόνες που κατευθύνουν τη συμπεριφορά των επενδυτών κατά ανάλογο τρόπο.

Οι κανόνες αυτοί αφορούν την επιλογή του αμοιβαίου κεφαλαίου που πρέπει να γίνει όσον αφορά το είδος της επένδυσης, το βαθμό επενδυτικού κινδύνου, το μέγεθος του επενδυτικού ορίζοντα, την επιλογή κόστους διάθεσης και εξαγοράς, και το επίπεδο ιστορικής αποδοτικότητας. Ένα ερωτηματολόγιο επιτρέπει τη μέτρηση του βαθμού αποστροφής του κινδύνου που χαρακτηρίζει κάθε επενδυτή και υποβοηθά στην επιλογή του επενδυτικού κινδύνου που θα αναληφθεί.

Πέρα από τους ανωτέρω κανόνες που θα πρέπει να ακολουθήσουν οι επενδυτές θα πρέπει επίσης να επιδείξουν προσοχή σε ορισμένα θέματα που χαρακτηρίζουν τους κανόνες επιλογής. Για παράδειγμα θα πρέπει οι επενδυτικοί σκοποί του αμοιβαίου κεφαλαίου να είναι απολύτως σαφείς και να συμπίπτουν κατά το δυνατόν με τους επενδυτικούς σκοπούς του επενδυτή, να αναζητηθεί το μέγεθος και η ποιότητα των προσφερομένων υπηρεσιών και ποια άλλα αμοιβαία

κεφάλαια προσφέρονται από την ίδια εταιρεία διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ).

Επιλογος


Το βιβλίο στο οποίο αναφέρθηκε το άρθρο αυτό καταγράφει τη σύγχρονη γνώση γύρω από τα αμοιβαία κεφάλαια διεθνώς και την ελληνική εμπειρία στο διάστημα 1990-96. Η ελληνική εμπειρία παρουσιάζεται σε όλο το φάσμα της εξέλιξης του κλάδου τόσο σε κεφάλαια και αποδόσεις όσο και στον κίνδυνο που εμφάνισαν διαχρονικά. Η τάση μεταφοράς πόρων στο είδος αυτό της συλλογικής επένδυσης θα συνεχισθεί ακολουθώντας ανάλογες εξελίξεις στις ανεπτυγμένες διεθνείς κεφαλαιαγορές αλλά και λόγω των αναγκαίων τομών που είτε γίνονται ή αναμένεται να γίνουν στο άμεσο μέλλον. Μεταξύ αυτών αναφέρεται η διαχείριση μεγάλου τμήματος των κεφαλαίων συνταξιοδοτικών ταμείων από αμοιβαία κεφάλαια, η αναμόρφωση του φορολογικού συστήματος που θα επιτρέπει μέρος των χρημάτων προς συνταξιοδότηση να εναποτίθεται στη διαχείριση αναλόγων αμοιβαίων κεφαλαίων, η ένταξη της δραχμής στο ευρώ και η διεθνοποίηση των ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων, και η λειτουργία του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών.

Όπως αναλύεται στο βιβλίο, από τη διάρθρωση του κλάδου των αμοιβαίων κεφαλαίων προς βραχυπρόθεσμες τοποθετήσεις και την ελκυστικότητα των αποδόσεων των εντόκων γραμματίων

Ελληνικού Δημοσίου διαπιστώνεται μια λογική συμπεριφορά του μέσου Έλληνα επενδυτή: τοποθέτησε τα χρήματά του σε βραχυπρόθεσμες μορφές επενδύσεων αναλαμβάνοντας το μικρότερο δυνατό κίνδυνο και επωφελούμενος από την πολιτική των υψηλών επιτοκίων και της σκληρής δραχμής. Καθώς τα μακροοικονομικά μεγέθη ομαλοποιούνται η θετική σχέση κινδύνου και απόδοσης θα χαρακτηρίζει ολοένα και περισσότερο όχι μόνο τις προσδοκίες των επενδυτών αλλά και τα πραγματικά επιτεύγματα.

Ο ρόλος των αμοιβαίων κεφαλαίων πέρα από ένα είδος επένδυσης είναι και ρόλος εκπαιδευτικός και συμβουλευτικός. Σε ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές τα αμοιβαία κεφάλαια συμβουλεύουν τους επενδυτές πώς να προγραμματίζουν τις επενδύσεις τους και εν γένει το μέλλον τους με βάση ένα σχέδιο αποταμίευσης. Στην Ελλάδα όπου όλοι οι επενδυτές δεν έχουν ακόμη αποκτήσει πλήρη γνώση των επενδυτικών επιλογών που τους προσφέρονται, τα αμοιβαία κεφάλαια είναι ο πρώτος σταθμός εκπαίδευσης και κατανόησης χωρίς την ανάληψη εξωφρενικών κινδύνων και με τη βοήθεια της επαγγελματικής διαχείρισης. Παρόλο που αυτού του είδους οι υπηρεσίες δεν έχουν ακόμη αναπτυχθεί, η συλλογική επένδυση έχει αποδείξει ότι σε περιόδους κρίσεων και αναστατώσεων προσφέρει καλύτερο καταφύγιο από μια ατομική επένδυση.

P



δικαιΟ πιστωτικων ιδρυματων (τραπεζικΟ δικαιο)

Στον τόμο αυτό περιλαμβάνονται όλα, σχεδόν, τα ζητήματα που έχουν σχέση με τα Πιστωτικά Ιδρύματα, τις Τράπεζες και τους ειδικούς Πιστωτικούς Οργανισμούς (Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων • Ταχυδρομικό Ταμειούτριο), όπως:

- Πιστωτική πολιτική
- Τραπεζικός Ombudsman
- Νομικά πλαίσια ρύθμισης των πιστωτικών ιδρυμάτων
- Ελεγχος και εποπτεία πιστωτικών ιδρυμάτων (ίδια κεφάλαια - έλεγχος ρευστότητας και φερεγγυότητας)
- Τραπεζικά συστήματα
- Διακρίσεις πιστωτικών ιδρυμάτων

- Προμήθεια πιστωτικών ιδρυμάτων
- Σύστημα Εγγύησης Καταθέσεων
- Τραπεζικό απόρρητο
- Ξέπλυμα βρώμικου χρήματος
- Συγχώνευση πιστωτικών ιδρυμάτων
- Εξυγιάνωση – Εκκαθάριση πιστωτικών ιδρυμάτων
- Νέοι χρηματοπιστωτικοί θεσμοί (Εταιρίες Αμοιβαίων Εγγυήσεων (ΕΑΕ) - Εταιρίες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΕΚΕΣ))
- Αναγκαστική εκτέλεση πιστ. ιδρυμάτων

2η έκδοση αναθεωρημένη - συμπληρωμένη, 1998
ISBN 960-7410-14-9 (δεμένο)

