

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ



Η εργασία υποβάλλεται για την μερική κάλυψη των απαιτήσεων με
στόχο την απόκτηση του διπλώματος

Μεταπτυχιακό Δίπλωμα Σπουδών στην
«Οικονομική και Επιχειρησιακή Στρατηγική»
M.Sc. – Master of Science in Economic and Business Strategy

από
ΤΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Τμήμα Οικονομικής Επιστήμης, 2006

Δήλωση

Η εργασία αυτή είναι πρωτότυπη και εκπονήθηκε αποκλειστικά και μόνο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Σπουδών στην «Οικονομική και Επιχειρησιακή Στρατηγική».

Ο συγγραφέας

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η εποχή μας χαρακτηρίζεται από τη προσπάθεια των πολιτών να συμπληρώσουν το εισόδημά τους. Στην καθημερινή μας ζωή και ενασχόληση ενσωματώθηκε και το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, το οποίο αποτελεί πλέον συστατικό στοιχείο της οικονομικής ανάπτυξης της χώρας μας . Πλέον των δύο εκατομμυρίων συμπολιτών μας συναλλάσσονταν καθημερινά με το Χ.Α.Α κατά τα τέλη της δεκαετίας του ενενήντα.

Η άποψή μας είναι ότι το χρηματιστήριο δεν είναι το Έλντοράντο που ανακαλύψαμε εμείς οι σύγχρονοι Έλληνες ,αλλά ότι μέσω του Χρηματιστηρίου θα αναζητήσουμε μέρος της υπεραξίας που διαμορφώνουμε με τη δουλειά στη καθημερινή μας ζωή. Αυτό απαιτεί σοβαρή σκέψη αποφυγή τυχοδιωκτικών κινήσεων και μακροπρόθεσμη προοπτική.

Θα κάνουμε εδώ την απλή σκέψη ερώτηση για να έχουμε το μέτρο στις σκέψεις μας. Έχουμε δύο άτομα που την 1/1/1990 ο ένας έβαλε 1,000,000δρχ στο Ταμειυτήριο για το παιδί του και ο άλλος αγόρασε μετοχές της τράπεζας Πίστεως. Βάσει των αποδόσεων των δύο λογαριασμών ο μεν πρώτος την 31/12/2000 είχε γύρω στα δύο εκατομμύρια, ο δεύτερος όμως είχε μετοχές ALPHA BANK αξίας 26 εκατομμυρίων δραχμών. Αυτό το στοιχείο το παραθέτουμε όχι ως παρότρυνση επιλογής αλλά για την ρεαλιστική εκτίμηση και την ανάγκη προσαρμογής στα σημερινά δεδομένα της αγοράς .(Σημερινά επιτόκια κτλ.)

Το τελευταίο καιρό και μετά τη μεγάλη πτώση του γενικού δείκτη του Ελληνικού Χρηματιστηρίου (2000-2001) πολλοί είναι οι Έλληνες επενδυτές που εκδήλωσαν επενδυτικό ενδιαφέρον για αγορές του εξωτερικού. Όμως δεν είχαν τη γνώση τόσο για να αντιμετωπίσουν τους κινδύνους της ξένης αγοράς όσο και τον

συναλλαγματικό κίνδυνο. Τα διεθνή αμοιβαία κεφάλαια έδωσαν λύση σε αυτού του είδους προβλήματα.

Η συγκεκριμένη εργασία έρχεται να αναπληρώσει το κενό που υπάρχει στην Ελληνική αγορά μια και δεν υπάρχει κάποια Ελληνική εταιρεία αξιολόγησης Α/Κ. Δεν είναι τυχαίο ότι όλοι οι μεγάλοι επενδυτικοί οίκοι του εξωτερικού κατά διαστήματα δημοσιεύουν τις αξιολογήσεις των Αμοιβαίων κεφαλαίων και οι έρευνες αυτές αποτελούν μεγάλο κίνητρο για αγορά των Αμοιβαίων κεφαλαίων που είχαν αξιολογήσει αποτελεσματικά.

Στα επόμενα κεφάλαια και πιο συγκεκριμένα στο Α' μέρος ακολουθεί μια σύντομη περιγραφή στην έννοια των αμοιβαίων κεφαλαίων καθώς και στο θεσμικό και νομικό πλαίσιο λειτουργίας των εταιρειών διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων.

Στο Β' μέρος ακολουθεί μια σημαντική έρευνα σχετικά με κριτήρια αξιολόγησης των Αμοιβαίων κεφαλαίων, από τα παλαιότερα έως και τα πιο σύγχρονα. Ταυτόχρονα γίνεται και η σχετική βιβλιογραφική ανασκόπηση.

Στο Γ' μέρος, αφού πρώτα αναφερθούμε στις ελληνικές εταιρείες διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων, θα εξειδικεύσουμε την ανάλυση στα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια του εσωτερικού και θα αξιολογήσουμε την απόδοση τους με βάση διάφορους γνωστούς δείκτες καταλήγοντας έτσι σε χρήσιμα συμπεράσματα.

ΠΕΡΙΟΧΟΜΕΝΑ:

| | |
|--|----|
| Μέρος Α: ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ | |
| 1. ΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ | 7 |
| 2. ΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ | 8 |
| 3. ΟΙ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ | 12 |
| 3.1 ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗ ΒΑΣΕΙ ΣΥΣΤΑΣΗΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ | 12 |
| 3.2 ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗ ΒΑΣΕΙ ΓΕΩΓΡΑΦΙΚΗΣ ΚΑΤΑΝΟΜΗΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ | 13 |
| 4. ΤΑ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ | 19 |
| 5. ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΣΕ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ | 23 |
| 6. ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ | 23 |
| 7. ΘΕΣΜΙΚΑ ΟΡΓΑΝΑ | 26 |
| 8. ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΟ ΚΑΘΕΣΤΩΣ Α/Κ ΚΑΙ ΕΕΧ | 32 |
| Μέρος Β: ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ | |
| 1. Η ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΤΩΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ | 36 |
| 2. ΤΡΟΠΟΙ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΤΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΕΝΟΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ - ΟΙ ΚΛΑΣΣΙΚΕΣ ΑΠΟΨΕΙΣ | 40 |
| 3. ΕΠΙΛΕΚΤΙΚΟΤΗΤΑ (SELECTIVITY) ΚΑΙ ΣΥΓΧΡΟΝΙΣΜΟΣ (TIMING) | 56 |
| 4. Η ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΤΗΣ MORNINGSTAR | 60 |

| | |
|--|--|
| <p>Μέρος Γ: ΟΙ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. ΟΙ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΑΕΔΑΚ 67 2. ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ 70 3. ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ 71 4. ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ 72 5. ΜΕΤΡΑ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΑ ΣΤΟ ΚΙΝΔΥΝΟ 72 6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ 73 | |
| <p>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1.</p> <p>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2.</p> <p>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 3.</p> <p>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ</p> | |

ΠΕΡΙΟΧΟΜΕΝΑ ΠΙΝΑΚΩΝ:

| | |
|---|--|
| <p>Η εξέλιξη των Ενεργητικών της Ελληνικής Αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων (εκ. Ευρώ).</p> <p>Πίνακας 1</p> <p>Η διάρθρωση των Ενεργητικών της Ελληνικής Αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Στοιχεία 30/04/2005). Πίνακας 2</p> <p>Οι εταιρείες διαχείρισης με το μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς: (πίνακας 3)</p> <p>Κατάταξη Α/Κ με βάση την απόδοση (3/05-3/06) (πίνακας 4)</p> <p>Κατάταξη με βάση το συνολικό κίνδυνο (πίνακας 5)</p> <p>Κατάταξη με βάση το beta (πίνακας 6)</p> <p>Κατάταξη κατά Treynor (πίνακας 7)</p> <p>Κατάταξη κατά Sharpe (πίνακας 8)</p> | |
|---|--|

Μέρος Α:

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

Αν θέλαμε να δώσουμε σχηματικά την εικόνα του ορισμού των αμοιβαίων κεφαλαίων, θα λέγαμε ότι πρόκειται για μια περιουσία που δημιουργείται από τη συγκέντρωση των κεφαλαίων διαφόρων ατόμων τα οποία στη συνέχεια επενδύονται για λογαριασμό τους από εξειδικευμένους επαγγελματίες. Οι διαχειριστές των αμοιβαίων, όπως ονομάζονται τα άτομα αυτά, γνωρίζουν και παρακολουθούν τις αγορές και έτσι μπορούν να πετύχουν υψηλές αποδόσεις για τα χρήματα των επενδυτών - αποταμιευτών.

Πρόσφατα η έννοια της συλλογικής επένδυσης έχει κερδίσει σημαντικό έδαφος στην Ελλάδα κυρίως μέσω της προώθησης του θεσμού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α/Κ). Το μεγάλο πλήθος των Α/Κ που είναι σήμερα διαθέσιμα στην ελληνική αγορά, καθιστά πλέον ιδιαίτερα περίπλοκη τη διαδικασία αξιολόγησής τους. Όπως τονίστηκε σε πρόσφατο άρθρο του κ. Δ. Κοντογιάννη στην «Ελευθεροτυπία» (25/10/2000), στον ελλαδικό χώρο παρατηρείται έλλειψη συστημάτων αξιολόγησης των επιδόσεων των Α/Κ. Τέτοια συστήματα είναι ιδιαίτερα διαδεδομένα στο εξωτερικό (Morningsar, Mood y's, Standard & Poor's, κ.ά.).

1. ΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια αποτελούν διεθνώς, εδώ και δεκαετίες, μια από τις πιο αποτελεσματικές μορφές επένδυσης. Βασίζονται στην ιδέα ότι, πολλοί

επενδυτές, οι οποίοι έχουν την ίδια επενδυτική φιλοσοφία και κοινούς στόχους, συνενώνουν τα χρήματά τους, αντί να τα επενδύσουν μόνοι τους και δημιουργούν ένα μεγάλο ισχυρό κεφάλαιο, το οποίο μοιράζεται σε μερίδια ίσης αξίας.

Την "κοινή" περιουσία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου αναλαμβάνει να επενδύσει για λογαριασμό τους μια εξειδικευμένη Εταιρία, η οποία διαθέτει την κατάλληλη εμπειρία αλλά και τις απαιτούμενες γνώσεις στο χώρο των επενδύσεων. Η Εταιρία Διαχειρίσεως επενδύει το σύνολο των χρημάτων των επενδυτών σε ένα μεγάλο αριθμό προσεκτικά επιλεγμένων αξιόγραφων (ομόλογα, μετοχές, υψηλότοκες καταθέσεις, προϊόντα χρηματαγοράς κ.ά.), στην Ελλάδα και το εξωτερικό, ανάλογα με το είδος του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, με στόχο την επίτευξη των υψηλότερων δυνατών αποδόσεων και τον περιορισμό του αναλαμβανόμενου επενδυτικού κινδύνου. Η περιουσία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου φυλάσσεται σε μια Τράπεζα, η οποία ασκεί καθήκοντα Θεματοφύλακα.

2. ΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

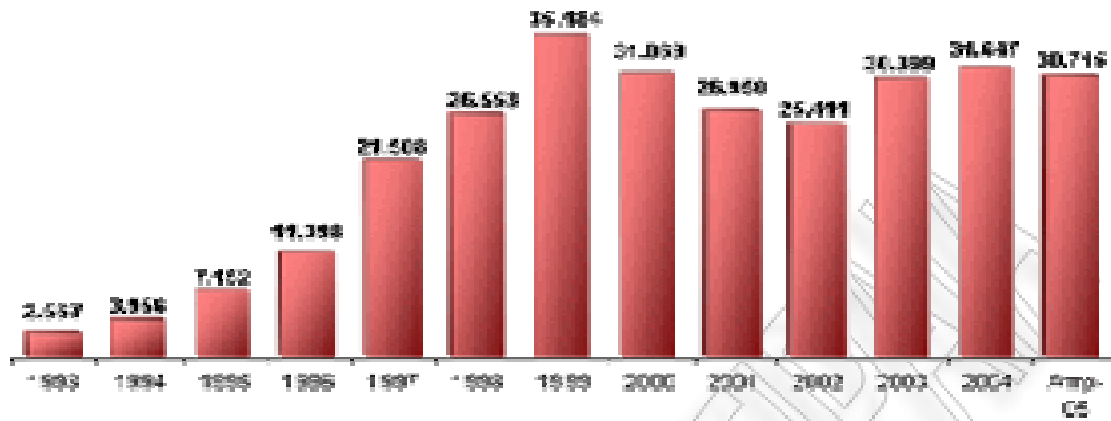
Παρά το γεγονός ότι τα πρώτα Αμοιβαία Κεφάλαια έκαναν την εμφάνισή τους στην Ελληνική αγορά στα τέλη του 1972, ο επενδυτικός αυτός θεσμός γνώρισε ουσιαστική ανάπτυξη κατά την δεκαετία του 1990, με μια μόνο κατηγορία Αμοιβαίων Κεφαλαίων, αυτή των Μικτών. Στη συνέχεια εντός του 1990 σχηματίστηκαν τα Μετοχικά και τα Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια, ενώ το 1991 προστέθηκαν τα Διεθνή και τα Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχειρίσεως Διαθεσίμων. Με την εμφάνιση των Ομολογιακών, αλλά κυρίως των Αμοιβαίων Κεφαλαίων Διαχειρίσεως Διαθεσίμων ξεκίνησε και η ποσοτική εξάπλωση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Το 2005 καταργήθηκε η κατηγορία των Διεθνών Αμοιβαίων Κεφαλαίων και τα Αμοιβαία Κεφάλαια πλέον χαρακτηρίζονται ως Εσωτερικού ή Εξωτερικού.

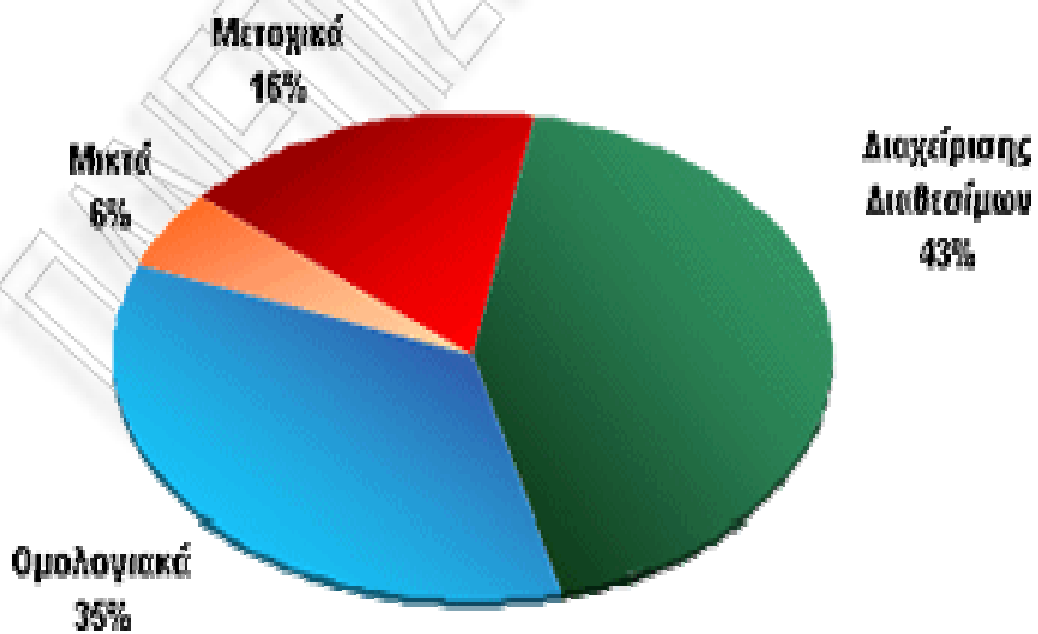
Παράλληλα, στα πλαίσια του νέου νόμου που ψηφίστηκε εντός του 2004, επιτρέπεται η δημιουργία Αμοιβαίων Κεφαλαίων Αναπαραγωγής Χρηματιστηριακού Δείκτη (Index Funds) και Αμοιβαίων Κεφαλαίων που επενδύουν σε μερίδια άλλων Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Funds of Funds).

Σήμερα, η αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων, βρίσκεται πλέον σε υψηλά επίπεδα τόσο από άποψη συνολικών υπό διαχείριση ενεργητικών, όσο και από πλευράς αριθμού διαφορετικών προϊόντων και εταιριών διαχείρισης. Συγκεκριμένα, το πρώτο τετράμηνο του 2005 το συνολικό ύψος των υπό διαχείριση ενεργητικών ξεπερνά τα 31 δισ. Ευρώ, ενώ συνολικά στην αγορά δραστηριοποιούνται περισσότερα από 250 Αμοιβαία Κεφάλαια όλων των κατηγοριών.

Η εξέλιξη των Ενεργητικών της Ελληνικής Αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων (εκ. Ευρώ). **Πίνακας 1**



Η διάρθρωση των Ενεργητικών της Ελληνικής Αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Στοιχεία 30/04/2005). Πίνακας 2



Ο χώρος των αμοιβαίων κεφαλαίων ως επενδυτικής επιλογής κερδίζει συνεχώς έδαφος και στην ελληνική αγορά. Τα τελευταία χρόνια, που χαρακτηρίστηκαν από τον περιορισμό των αποδόσεων διαφόρων εναλλακτικών τοποθετήσεων, ανέδειξαν τα αμοιβαία κεφάλαια ως μία από τις πρώτες επιλογές, όχι μόνο των μνημένων σε αυτό το είδος επένδυσης αλλά κυρίως νέων επενδυτών, που δοκιμάζουν πρώτη φορά την τύχη τους σε μια μορφή επένδυσης λιγότερο σταθερής απόδοσης και με μεγαλύτερο ποσοστό ρίσκου.

Ωστόσο για ένα μεγάλο μέρος των αποταμιευτών-επενδυτών ο χώρος των αμοιβαίων παραμένει άγνωστος ακόμη και σε ό,τι αφορά τις βασικές έννοιές του. Οι έννοιες αυτές, όπως π.χ. τι είναι αμοιβαίο κεφάλαιο και ποιες κατηγορίες αμοιβαίων είναι διαθέσιμες στην αγορά, αποσαφηνίζονται στη συνέχεια. Οι αποσαφηνίσεις αυτές, οι οποίες ίσως φανούν γνωστές ή και επαναλαμβανόμενες στον μνημένο επενδυτή των αμοιβαίων, μπορεί να αποδειχθούν πολύτιμες σε όποιον θέλει να κάνει τα πρώτα του βήματα σε αυτή την αγορά.

Αμοιβαίο κεφάλαιο είναι το σύνολο μιας «περιουσίας», η οποία σχηματίζεται από τις εισφορές των αποταμιευτών και αποτελείται από μετρητά και χρεόγραφα διαφόρων τύπων. Πρόκειται για έναν τρόπο επένδυσης που δίνει τη δυνατότητα σε διάφορους επενδυτές να ενώσουν τα χρήματά τους έτσι ώστε να δημιουργήσουν μια κοινή περιουσία. Εν συνεχεία την «περιουσία» αυτή αναλαμβάνουν να την επενδύσουν για λογαριασμό των επενδυτών οι Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ), σε τοποθετήσεις της επιλογής τους, δηλαδή σε ομόλογα, ομολογίες, μετοχές, τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό.

Η διαδικασία επένδυσης σε αμοιβαίο κεφάλαιο είναι μια απλή και γρήγορη υπόθεση, γι' αυτό άλλωστε και ο θεσμός των αμοιβαίων είναι από τους πλέον προσφιλείς και προσιτούς τρόπους επένδυσης διεθνώς. Συμπληρώνοντας μία απλή αίτηση και καταθέτοντας το ποσό το οποίο επιθυμείτε να επενδύσετε στον τραπεζικό λογαριασμό του αμοιβαίου κεφαλαίου που επιλέξατε, γίνεστε αυτόματα μεριδιούχος. Μέσα σε λίγες ημέρες από την κατάθεσή σας παραλαμβάνετε τον ονομαστικό τίτλο του αμοιβαίου στο οποίο επενδύσατε. Στον τίτλο αναγράφονται τα προσωπικά στοιχεία σας, καθώς και ο αριθμός των μεριδίων, ο οποίος αντιστοιχεί στο ποσό της επένδυσής σας. Ο τίτλος αυτός φυλάσσεται στα γραφεία της εταιρείας και εσείς παραλαμβάνετε το αποδεικτικό της επένδυσής σας. Το μεγαλύτερο ίσως πλεονέκτημα της επένδυσης σε αμοιβαία κεφάλαια είναι ότι δεν δεσμεύονται τα επενδύμενα ποσά. Υπάρχει η δυνατότητα μερικής ή ολικής ρευστοποίησης ανά πάσα στιγμή, με τη συμπλήρωση μιας απλής αίτησης εξαγοράς και με την καταβολή βεβαίως της προμήθειας που αναλογεί στο ποσό της επένδυσης. Οι εταιρείες που διαθέτουν αμοιβαία κεφάλαια έχουν φροντίσει να «φτιάξουν» επενδυτικά προϊόντα που να ταιριάζουν στις ιδιαίτερες προτιμήσεις κάθε επενδυτή, ώστε να διευρύνουν όσο το δυνατόν γίνεται το πελατολόγιό τους.

3. ΟΙ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια - ως επενδυτικά προϊόντα - κατατάσσονται από τη νομοθεσία, σε 4 κατηγορίες ανάλογα με το είδος των κινητών αξιών τις οποίες περιλαμβάνουν στο χαρτοφυλάκιο τους και σε 2 κατηγορίες με βάση τη γεωγραφική κατανομή των επενδύσεών τους. Αναλυτικότερα:

3.1 ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗ ΒΑΣΕΙ ΣΥΣΤΑΣΗΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

A/K Διαχειρίσεως Διαθεσίμων

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχειρίσεως Διαθεσίμων επενδύουν τουλάχιστον 65% του χαρτοφυλακίου τους σε καταθέσεις και σε μέσα της χρηματαγοράς.

Ομολογιακά A/K

Τα Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια επενδύουν τουλάχιστον 65% του χαρτοφυλακίου τους σε ομολογίες, ενώ παρέχεται η δυνατότητα επένδυσης, σε ποσοστό έως 10% του χαρτοφυλακίου του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, σε μετοχές.

Μικτά A/K

Τα Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια επενδύουν τουλάχιστον 10% του καθαρού ενεργητικού τους σε μετοχές και τουλάχιστον 10% σε ομόλογα. Επιπλέον, το μέγιστο ποσοστό επένδυσης σε μετοχές ή ομολογίες και σε μέσα χρηματαγοράς δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει το 65% του καθαρού ενεργητικού τους.

Μετοχικά A/K

Τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια επενδύουν τουλάχιστον 65% του χαρτοφυλακίου τους σε μετοχές. Όσον αφορά στα Αμοιβαία Κεφάλαια τα οποία αναπαράγουν τη σύνθεση χρηματιστηριακού δείκτη (Index Funds), πρέπει να επενδύουν ποσοστό τουλάχιστον 95% του καθαρού ενεργητικού τους σε μετοχές οι οποίες περιλαμβάνονται στο συγκεκριμένο χρηματιστηριακό δείκτη.

3.2 ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗ ΒΑΣΕΙ ΓΕΩΓΡΑΦΙΚΗΣ ΚΑΤΑΝΟΜΗΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Α/Κ Εσωτερικού:

Επενδύουν κυρίως σε χρηματοπιστωτικά μέσα που εκδίδονται από εκδότη που έχει την καταστατική του έδρα στην Ελλάδα

Α/Κ Εξωτερικού:

Επενδύουν κυρίως σε χρηματοπιστωτικά μέσα που εκδίδονται από εκδότη που έχει την καταστατική του έδρα στο εξωτερικό.

Αναλυτικά έχουμε:

Τα ομολογιακά αμοιβαία

Τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια ή σταθερού εισοδήματος, όπως λέγονταν μέχρι πρότινος, στοχεύουν στην εξασφάλιση μιας υψηλής ετήσιας απόδοσης, αντίστοιχης ή και μεγαλύτερης των υψηλότερων επιτοκίων της αγοράς. Τα αμοιβαία κεφάλαια αυτού του τύπου επενδύουν σχεδόν αποκλειστικά σε ομόλογα και άλλους τίτλους σταθερής απόδοσης, κυρίως του ελληνικού Δημοσίου, και γι' αυτόν ακριβώς τον λόγο θεωρούνται τα αμοιβαία κεφάλαια με τον μικρότερο επενδυτικό κίνδυνο, απευθύνονται δηλαδή στον πλέον συντηρητικό επενδυτή.

Είναι προφανές ότι τόσο τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια όσο και τα αμοιβαία διαχείρισης διαθεσίμων απευθύνονται σε επενδυτές που δεν είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν μεγάλο κίνδυνο, αλλά την ίδια στιγμή επιθυμούν μια καλή και σταθερή απόδοση. Είναι πρόδηλο ότι, αν ο επενδυτής δεν επιθυμεί να αναλάβει καθόλου επενδυτικό κίνδυνο, προσανατολίζεται στα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια που θα του διασφαλίσουν μια σχεδόν βέβαιη αλλά την ίδια στιγμή και περιορισμένη απόδοση

Τα διαχείρισης διαθεσίμων

Τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων επενδύουν κυρίως σε προϊόντα της χρηματαγοράς και δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος και όχι πάνω από 10% σε μετοχές εταιρειών. Πάνω από το 50% του χαρτοφυλακίου τους, σύμφωνα με τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία, είναι τοποθετημένο σε παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα και συγκεκριμένα σε synthetic swaps, ενώ μεγάλο μέρος, περίπου το 35%, έχει επενδυθεί σε κρατικούς τίτλους.

Τα αμοιβαία αυτά απευθύνονται σε επενδυτές με βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα. Ως εκ τούτου είναι σε θέση να εκμεταλλεύονται σήμερα τα υψηλότερα βραχυχρόνια δραχμικά επιτόκια και να αποδίδουν ικανοποιητικές αποδόσεις, γεγονός που τα έχει καταστήσει ιδιαίτερα δημοφιλή. Το 65% περίπου των κεφαλαίων που έχουν τοποθετηθεί σε αμοιβαία έχει επενδυθεί σε μερίδια αμοιβαίων της κατηγορίας αυτής.

Οι εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, σε συνεργασία με τα dealing rooms των τραπεζών, είναι σε θέση μέσω της καθημερινής

παρακολούθησης της διαπραγματευτικής αγοράς να δίνουν κάποιες εκτιμώμενες αποδόσεις σε καθορισμένα χρονικά διαστήματα, οι οποίες συνήθως ταυτίζονται με τις πραγματικές. Έτσι, όταν οι ενδιαφερόμενοι αγοράζουν μερίδια αμοιβαίων διαχείρισης διαθεσίμων, μπορούν να γνωρίζουν εκ των προτέρων την απόδοσή τους, η οποία ωστόσο δεν είναι σε καμία περίπτωση εγγυημένη.

Τα μεικτά αμοιβαία

Τους τίτλους του ελληνικού Δημοσίου και άλλες μορφές σταθερής απόδοσης προτιμούν τα μεικτά αμοιβαία περιορίζοντας τις τοποθετήσεις τους σε μετοχές για να πετύχουν τη μείωση του επενδυτικού κινδύνου

Τα μεικτά αμοιβαία κεφάλαια είναι ο πλέον χαρακτηριστικός εκπρόσωπος της κατηγορίας των επενδύσεων που χαρακτηρίζονται μεσαίου επενδυτικού κινδύνου, αφού ο μεριδιούχος που θα προτιμήσει να επενδύσει σε αμοιβαία αυτής της κατηγορίας δεν είναι απολύτως εκτεθειμένος στον κίνδυνο να απολέσει ένα μεγάλο μέρος του κεφαλαίου που έχει επενδύσει. Και σε αυτή την περίπτωση πάντως ο κίνδυνος είναι υπαρκτός αλλά χαμηλότερος από αυτόν που χαρακτηρίζει τα μετοχικά αμοιβαία των οποίων σχεδόν το σύνολο του ενεργητικού είναι τοποθετημένο σε μετοχές.

Ο επενδυτικός κίνδυνος που χαρακτηρίζει αυτή την κατηγορία αμοιβαίων είναι μεσαίος και ο χρονικός ορίζοντας επένδυσης τον οποίο προτείνουν οι ειδικοί κυμαίνεται μεταξύ 18 και 36 μηνών. Λίγο περισσότερο θεωρείται ότι αυξάνεται ο κίνδυνος όταν τα μεικτά αμοιβαία επενδύουν στο εξωτερικό.

Έτσι όσοι πιστεύουν ότι ο κίνδυνος που εμπερικλείουν τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια είναι μεγάλος αλλά δεν είναι διατεθειμένοι να εγκαταλείψουν

εντελώς την πιθανότητα να ωφεληθούν από τις μεγάλες αποδόσεις που ενδεχομένως να προσφέρουν οι τοποθετήσεις σε μετοχές, μπορούν να στραφούν σε μεικτά αμοιβαία. Τα αμοιβαία κεφάλαια αυτής της κατηγορίας ακολουθούν επενδυτική τακτική παραπλήσια αυτής των μετοχικών αμοιβαίων, φροντίζοντας ωστόσο για μια μεγαλύτερη διασπορά του επενδυτικού κινδύνου. Αυτό επιτυγχάνεται με περιορισμό των τοποθετήσεων σε μετοχές εις όφελος επενδύσεων σταθερής απόδοσης, όπως είναι οι τίτλοι του Δημοσίου. Έτσι ο μεριδιούχος που προτιμά αυτή την κατηγορία αμοιβαίων γνωρίζει ότι δεν θα καρπωθεί πλήρως τις υψηλές αποδόσεις των μετοχών, στην περίπτωση που αυτές εξελιχθούν θετικά, αλλά ξέρει επίσης ότι δεν θα επωμιστεί για το σύνολο του κεφαλαίου που έχει διαθέσει τις απώλειες από μια αρνητική πορεία των μετοχών.

Τα χαρτοφυλάκια των μεικτών αμοιβαίων περιορίζουν κάτω από το μισό τις τοποθετήσεις τους σε μετοχές, αντικαθιστώντας τις κυρίως με τίτλους του ελληνικού Δημοσίου αλλά και άλλες μορφές διεθνών επενδύσεων σταθερής απόδοσης.

Τα μετοχικά αμοιβαία

Η απόδοση είναι συνδεδεμένη με την πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς. Η επένδυση όμως αυτή χαρακτηρίζεται από τον μεγάλο επενδυτικό κίνδυνο αλλά προσφέρει και θεαματικά κέρδη. Την περίοδο που διανύουμε η ιδέα της χρηματιστηριακής επένδυσης κερδίζει συνεχώς περισσότερους οπαδούς. Δύσκολα θα βρεθεί αυτή την εποχή επενδυτικός σύμβουλος ο οποίος θα αγνοήσει τις μετοχές όταν του ζητηθεί να προτείνει ένα χαρτοφυλάκιο. Αν έχετε

αποφασίσει να τοποθετήσετε τα χρήματά σας σε μετοχές, αλλά οι γνώσεις σας για το χρηματιστήριο και τις μετοχές είναι περιορισμένες, τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια είναι η επένδυση που σας ταιριάζει.

Το μεγαλύτερο μέρος του ενεργητικού αυτής της κατηγορίας των αμοιβαίων είναι τοποθετημένο σε μετοχές, έτσι η απόδοση της επένδυσης όποιου εμπιστευθεί ένα αμοιβαίο αυτής της κατηγορίας είναι συνδεδεμένη με την πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς. Πρόκειται για τον αδιαφιλονίκητο πρωταγωνιστή των αποδόσεων στα αμοιβαία της ελληνικής αγοράς αυτή τη χρονιά, αφού οι μεριδιούχοι οι οποίοι στην αρχή του χρόνου προτίμησαν αμοιβαία αυτής της κατηγορίας είδαν τα κεφάλαιά τους να αυξάνονται με ιλιγγιώδη ρυθμό, ανάλογο με την απόδοση που έχει από την αρχή του έτους το ελληνικό Χρηματιστήριο. Είναι σαφές ότι τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν μορφή επένδυσης που εμπεριέχει μεγάλο επενδυτικό κίνδυνο, όπως είναι κάθε επένδυση που συνδέεται άμεσα με την πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς. Η τοποθέτηση ωστόσο σε μετοχικά αμοιβαία έναντι των άμεσων τοποθετήσεων σε μετοχές προσφέρει μια σειρά πλεονεκτημάτων. Το σημαντικότερο είναι η επαγγελματική διαχείριση χαρτοφυλακίου που προσφέρει η εταιρεία η οποία διαχειρίζεται το αμοιβαίο, γεγονός που για τον επενδυτή συνεπάγεται πολύ λιγότερη εγρήγορση για την παρακολούθηση της πορείας της επένδυσής του. Πέραν αυτού, το κόστος των χρηματιστηριακών πράξεων είναι πολύ μικρότερο για μια ΑΕΔΑΚ σε σχέση με αυτό που θα πληρώσει ένας ιδιώτης επενδυτής.

Ως σήμερα τα μετοχικά αμοιβαία είχαν ένα μικρό κομμάτι της συγκεκριμένης αγοράς, αφού ένα μεγάλο μέρος των επενδυτών που ενδιαφέρονται για τη χρηματιστηριακή αγορά προτιμούσε την απ' ευθείας επένδυση σε μετοχές. Ωστόσο φαίνεται ότι το κοινό που ενδιαφέρεται για το

χρηματιστήριο έχει αρχίσει να ωριμάζει. Σε αυτό ίσως να λειτούργησε καταλυτικά η πρόσφατη κρίση στις διεθνείς αγορές, που έκανε ακόμη πιο δύσκολη τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Άλλες αιτίες που οδηγούν σε τέτοιες εξελίξεις έχουν να κάνουν με εσωτερικούς λόγους της αγοράς αμοιβαίων, όπως είναι η απομυθοποίηση των αμοιβαίων διαχείρισης διαθεσίμων μετά την κατάργηση της φορολογίας των *gepos*. Όπως και να έχει πάντως, τα στοιχεία Νοεμβρίου της αγοράς αμοιβαίων δείχνουν μεγάλη εισροή στα μετοχικά κεφάλαια και θεαματική αύξηση του αριθμού των κυκλοφορούντων μεριδίων.

Τα αμοιβαία των ξένων εταιρειών

Ένας ακόμη τρόπος για να επενδύσει κανείς στις αγορές του εξωτερικού, εκτός από τα αμοιβαία κεφάλαια εξωτερικού και τα διεθνή που προσφέρουν οι ελληνικές ΑΕΔΑΚ, είναι και μέσω των αμοιβαίων κεφαλαίων ξένων εταιρειών που διαθέτουν μέσω αντιπροσώπων τα προϊόντα τους στην Ελλάδα. Τα αμοιβαία αυτά επενδύουν ως επί το πλείστον στις διάφορες αγορές του εξωτερικού, αυτό όμως δεν αποκλείει το γεγονός κατά περίπτωση και τοποθετήσεων στην ελληνική αγορά.

Μέσω των αμοιβαίων αυτών δίνεται η δυνατότητα στον μέσο έλληνα επενδυτή να εκμεταλλευθεί τις ευκαιρίες που παρουσιάζονται στην παγκόσμια αγορά. Στις αποδόσεις των αμοιβαίων αυτών, εκτός από την απόδοση των επενδύσεών τους, δηλαδή εκτός από τη μεταβολή των τιμών των μετοχών ή των ομολόγων που έχουν επενδύσει, σημαντικό ρόλο παίζει και η μεταβολή της ισοτιμίας της

δραχμής ως προς τα νομίσματα των αγορών στις οποίες επενδύει το κάθε αμοιβαίο. Έτσι, προσφέρουν στους επενδυτές και κάλυψη από τις μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών της δραχμής.

Σε όσα αμοιβαία οι τιμές των μεριδίων τους είναι εκφρασμένες σε δραχμές, στην απόδοση που προκύπτει από τη μεταβολή των καθαρών τιμών τους περιλαμβάνεται και η όποια θετική ή αρνητική μεταβολή της ισοτιμίας της δραχμής ως προς το νόμισμα στο οποίο επενδύει το αμοιβαίο. Σε αυτά που οι τιμές τους είναι εκφρασμένες σε ξένο νόμισμα, για να υπολογιστεί η συνολική απόδοσή τους θα πρέπει να προστεθεί στη μεταβολή των καθαρών τιμών των μεριδίων τους και η μεταβολή της ισοτιμίας της δραχμής ως προς το νόμισμα αυτό.

4. ΤΑ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Πέρα από τη δυνατότητα επίτευξης υψηλών αποδόσεων σε βάθος χρόνου, οι επενδύσεις σε Αμοιβαία Κεφάλαια παρουσιάζουν μια σειρά μοναδικών πλεονεκτημάτων τα οποία τις καθιστούν ως μια από τις πλέον δημοφιλείς επιλογές των επενδυτών παγκοσμίως.

Συγκεκριμένα:

Εύκολη πρόσβαση στις ευκαιρίες κερδών των παγκόσμιων αγορών.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια παρέχουν στους επενδυτές τη δυνατότητα να επενδύσουν σε οποιαδήποτε αγορά στην Ελλάδα ή το εξωτερικό, σε τοποθετήσεις χαμηλού ή υψηλού ρίσκου.

Μειωμένος επενδυτικός κίνδυνος λόγω διασποράς:

Στα Αμοιβαία Κεφάλαια, τα χρήματα των επενδυτών τοποθετούνται σε πολλά και διαφορετικά είδη αξιόγραφων, τα οποία παρουσιάζουν και διαφορετικά μεταξύ τους ποιοτικά χαρακτηριστικά. Με τον τρόπο αυτό, μειώνονται οι διακυμάνσεις και συνεπώς ελαχιστοποιείται ο επενδυτικός κίνδυνος.

Επαγγελματική διαχείριση

Η αξιολόγηση των πολυπληθών εναλλακτικών επενδυτικών ευκαιριών αποτελεί αναμφίβολα ένα δύσκολο έργο για το μέσο επενδυτή. Οι Εταιρίες Διαχείρισεως διαθέτουν επιτελεία από καταξιωμένα στελέχη του χώρου, με υψηλή κατάρτιση και εμπειρία, καθώς και τις απαραίτητες υποδομές, ώστε να παρακολουθούν και να αξιολογούν τις εξελίξεις και τις επενδυτικές ευκαιρίες, τόσο στην Ελληνική, όσο και στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου.

Μικρό κεφάλαιο για επένδυση

Η απόδοση που επιτυγχάνει το Αμοιβαίο Κεφάλαιο είναι ίδια για όλους τους μεριδιούχους του, ανεξάρτητα από το ποσό το οποίο αυτοί έχουν επενδύσει. Για το λόγο αυτό τα Αμοιβαία Κεφάλαια έχουν χαρακτηριστεί διεθνώς, ως ο πλέον "δημοκρατικός" θεσμός στον χώρο των επενδύσεων. Επιπλέον, τα Αμοιβαία Κεφάλαια παρέχουν τη δυνατότητα στον επενδυτή να συμμετάσχει σε

ένα διαφοροποιημένο (με επαρκή διασπορά και κατ' επέκταση μειωμένο επενδυτικό κίνδυνο) 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.

Μεγάλη διαπραγματευτική δύναμη

Τα κεφάλαια των επενδυτών, ανεξαρτήτως ύψους, αποκτούν τη διαπραγματευτική δύναμη του συνολικού ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο είναι σε θέση να πετύχει πιο ευνοϊκούς όρους στην αγορά και πώληση αξιόγραφων, αλλά και στην τοποθέτηση κεφαλαίων στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου, σε σύγκριση με τους μεμονωμένους επενδυτές.

Ευελξία

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια είναι επίσης μια πολύ ευέλικτη μορφή επένδυσης. Συγκεκριμένα, ο επενδυτής μπορεί να επενδύσει σε αυτά οποιαδήποτε εργάσιμη ημέρα, ενώ το ελάχιστο ποσό που απαιτείται για τη συμμετοχή του στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο είναι τις περισσότερες φορές μικρό. Επιπλέον, ένας επενδυτής έχει τη δυνατότητα να μεταφέρει εύκολα μέρος ή ολόκληρο το κεφάλαιό του από ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο σε άλλο της ίδιας Εταιρίας Διαχείρισεως, σε περίπτωση που κάποια συγκεκριμένη αγορά παρουσιάζει καλύτερες προοπτικές κέρδους.

Άμεση ρευστότητα

Η Ρευστότητα αποτελεί μία από τις πλέον κρίσιμες παραμέτρους σε κάθε μορφή επένδυσης. Ρευστότητα σημαίνει, ο επενδυτής να έχει άμεσα διαθέσιμο το κεφάλαιο του όταν το χρειαστεί. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια προσφέρουν αυτήν τη δυνατότητα σε κάθε επενδυτή, αφού μέσα σε πέντε το αργότερο ημέρες μπορεί αυτός να εξαγοράσει μέρος ή ολόκληρη την επένδυσή του.

Απλότητα διαδικασιών επένδυσης

Οι διαδικασίες επένδυσης είναι εξαιρετικά απλές και ταχείες. Επιπλέον, ο αυστηρός έλεγχος που ασκείται από τους εμπλεκόμενους φορείς (Α.Ε.Δ.Α.Κ, Θεματοφύλακας), καθιστούν ουσιαστικά αδύνατη οποιαδήποτε παρατυπία.

Ευκολία παρακολούθησης της επένδυσης

Ο επενδυτής έχει τη δυνατότητα να παρακολουθεί την πορεία της επένδυσής του εύκολα, χωρίς απαραίτητα να είναι κάτοχος εξειδικευμένων ως προς το χώρο γνώσεων. Η σχετική νομοθεσία προβλέπει μια σειρά ενημερωτικών εντύπων τα οποία παρέχονται στους επενδυτές από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. Επιπλέον, στον ημερήσιο οικονομικό τύπο δημοσιεύονται καθημερινά οι αποτιμήσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων της Ελληνικής αγοράς.

Αυστηρό Νομικό Πλαίσιο

Για την προστασία και την ασφάλεια των επενδυτών, ο θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων διέπεται από ειδική Νομοθεσία (Ν. 1969/91). Η νομοθεσία αυτή, ορίζει αυστηρά τις υποχρεώσεις των Εταιριών Διαχείρισεως και θέτει σαφείς όρους στον τρόπο που τα Αμοιβαία Κεφάλαια τοποθετούν τα χρήματα των επενδυτών.

5. ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΣΕ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Τα κυριότερα μειονεκτήματα είναι τα εξής :

Πολλοί δεν επιθυμούν επαγγελματική διαχείριση, καθώς σε πολλές περιπτώσεις ισχύει «η γοητεία του ξεχωριστού λογαριασμού».

Τα αμοιβαία κεφάλαια δεν αποτελούν λύση για κάποιον «εραστή του κινδύνου».

Σε περιόδους ψυχολογικών διακυμάνσεων η ανοικτή δομή των αμοιβαίων δημιουργεί προβλήματα διαχείρισης.

Οι προμήθειες και οι αμοιβές των διαχειριστών μειώνουν τις καθαρές αποδόσεις.

6. ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Ένα από τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα που απολαμβάνουν οι επενδυτές των Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι το αυστηρό νομικό πλαίσιο που διέπει το χώρο και το οποίο διασφαλίζει στους επενδυτές ότι η διαχείριση των χρημάτων τους γίνεται από τις Α.Ε.Δ.Α.Κ. με τον καλύτερο δυνατό τρόπο και υπό καθεστώς διαφάνειας.

Ειδική Νομοθεσία

Η εν γένει λειτουργία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων διέπεται από ειδική νομοθεσία (Νόμος 1969/91). Η νομοθεσία αυτή καθορίζει με σαφήνεια και αυστηρότητα όλες τις πτυχές της δραστηριότητας και λειτουργίας των Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Επιπλέον, με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και σε συνεργασία με την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών θεσπίστηκε και τέθηκε σε εφαρμογή από το Σεπτέμβριο του 1998 ο Κώδικας Δεοντολογίας των Α.Ε.Δ.Α.Κ. και Ε.Ε.Χ.. Σκοπός του Κώδικα Δεοντολογίας είναι η ρύθμιση των σχέσεων μεταξύ των θεσμικών επενδυτών (Α.Ε.Δ.Α.Κ., Ε.Ε.Χ.) και των επενδυτών τους, η ανάπτυξη και η εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς και η εξασφάλιση ότι η διαχείριση από τις εταιρίες γίνεται αποκλειστικά προς το συμφέρον των επενδυτών.

Επαγγελματική διαχείριση από εξειδικευμένες εταιρίες

Οι Εταιρίες Διαχείρισεως (Α.Ε.Δ.Α.Κ.) έχουν ως αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Οι προϋποθέσεις για τη σύσταση μιας τέτοιας εταιρίας είναι εξαιρετικά αυστηρές και παρέχουν τα εχέγγυα για την εύρυθμη και

απρόσκοπτη λειτουργία τους. Επιπλέον, η δραστηριότητα της Α.Ε.Δ.ΑΚ. ελέγχεται άμεσα από την ΕπιτροπήΚεφαλαιαγοράς.

Τράπεζα – Θεματοφύλακας

Σύμφωνα με τον νόμο 1969/91, προϋπόθεση για να χορηγηθεί άδεια σύστασης ενός Α/Κ σε μία Α.Ε.Δ.Α.Κ., αποτελεί και η ύπαρξη μιας Τράπεζας η οποία ασκεί καθήκοντα Θεματοφύλακα και λειτουργεί στην Ελλάδα. Τα καθήκοντα του Θεματοφύλακα συνίστανται στη φύλαξη της περιουσίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, την εκτέλεση των εισπράξεων και πληρωμών του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και τη σωστή εκτέλεση των συναλλαγών. Επιπλέον, ο Θεματοφύλακας συνυπογράφει τον κανονισμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και φροντίζει παράλληλα με την Α.Ε.Δ.Α.Κ για την τήρηση των όρων αυτού.

Τέλος, συνυπογράφει τις λογιστικές καταστάσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, μαζί με την ΑΕΔΑΚ και τους Ορκωτούς λογιστές.

Ενημέρωση των Επενδυτών

Η σχετική νομοθεσία έχει προνοήσει, ώστε εκτός από την ημερήσια αποτίμηση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων η οποία δημοσιεύεται στον τύπο, να λαμβάνουν οι επενδυτές από τις Α.Ε.Δ.Α.Κ. συχνή ενημέρωση για την πορεία της επένδυσής τους. Αυτό υλοποιείται μέσω του υποχρεωτικού ενημερωτικού υλικού το οποίο οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. διαθέτουν στους επενδυτές τους (Ετήσια/Εξαμηνιαία έκθεση, Περιληπτικό Ενημερωτικό Δελτίο, Ενημερωτικό Δελτίο για κάθε Αμοιβαίο Κεφάλαιο, Τριμηνιαία Ενημερωτικά Statements).

7. ΘΕΣΜΙΚΑ ΟΡΓΑΝΑ

Ως Θεσμικοί Επενδυτές χαρακτηρίζονται οι οργανισμοί οι οποίοι συγκεντρώνουν κεφάλαια από πολλούς διαφορετικούς επενδυτές και τα διαχειρίζονται λειτουργώντας μέσα σε ένα αυστηρά καθορισμένο νομικό πλαίσιο. Οι Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.), συγκαταλέγονται στους Θεσμικούς Επενδυτές, καθώς ως μοναδικό σκοπό έχουν να επενδύουν συλλογικά σε κινητές αξίες, κεφάλαια που συγκεντρώνουν από το επενδυτικό κοινό. Στην Ελλάδα, οι δραστηριότητες των Θεσμικών Επενδυτών και εν προκειμένω των Α.Ε.Δ.Α.Κ. υπόκεινται σε έλεγχο από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ενώ όλες οι ελληνικές Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων συμμετέχουν στην Ένωση Θεσμικών Επενδυτών.

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, είναι το εποπτικό όργανο των Εταιριών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.) και των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (Ε.Χ.Χ.). Το συγκεκριμένο όργανο υπάγεται στο Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας, χορηγεί την άδεια λειτουργίας στις Α.Ε.Δ.Α.Κ. και ελέγχει τη λειτουργία τους. Επιπλέον, δέχεται και ερευνά τα παράπονα και καταγγελίες των πολιτών σε ό,τι αφορά τα Αμοιβαία Κεφάλαια και τις Ε.Χ.Χ.

Η ανάπτυξη και λειτουργία της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς καθώς και το συνολικό εποπτικό οικοδόμημα καθορίζονται σε σημαντικό βαθμό από την Ευρωπαϊκή Οδηγία Επενδυτικών Υπηρεσιών (Investment Services Directive 93/22/EEC ή ISD). Ο κύριος σκοπός της Οδηγίας είναι η διαμόρφωση πλαισίου για την διευκόλυνση και υποστήριξη της λειτουργίας της ενιαίας Ευρωπαϊκής αγοράς επενδυτικών υπηρεσιών.

Η Οδηγία αναφέρεται στις κεφαλαιαγορές του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου (EOX), θεσπίζει συγκεκριμένα κριτήρια παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και παρέχει την δυνατότητα σε αυτούς που ικανοποιούν τα κριτήρια αυτά να επεκτείνουν τις δραστηριότητες τους στις αγορές του EOX. Οι αγορές αυτές καλούνται οργανωμένες αγορές και χαρακτηρίζονται από την ύπαρξη του «Ευρωπαϊκού Διαβατηρίου», με βάση το οποίο επιτρέπεται η παροχή επενδυτικών υπηρεσιών από εταιρίες με έδρα χώρα-μέλος του EOX.

Ειδικότερα, η Οδηγία ορίζει ως οργανωμένη κεφαλαιαγορά αυτήν που ικανοποιεί τα παρακάτω κριτήρια: (α) Αναφέρεται ρητά στον κατάλογο του Άρθρου 16 της Οδηγίας, ο οποίος καταρτίζεται από τις χώρες-μέλη στις οποίες έχουν την έδρα τους οι εταιρία που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες, (β) Εμφανίζει εύρυθμη λειτουργία, (γ) Ορίζει τους όρους και τις προϋποθέσεις λειτουργίας της, τις προϋποθέσεις πρόσβασης σε αυτήν και τις προϋποθέσεις υπαγωγής της στις διατάξεις της Οδηγίας. (δ) Απαιτεί συμμόρφωση προς όλες τις απαιτήσεις διαφάνειας και γνωστοποίησης πληροφοριών με βάση τα Άρθρα 20 και 21 της Οδηγίας.

Η Οδηγία θεσμοθετεί συστήματα λειτουργίας και εποπτείας των Ευρωπαϊκών αγορών κεφαλαίου και παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων, με βάση τα οποία οι αγορές αυτές αναγνωρίζονται ως επαρκώς εποπτευόμενες στο πλαίσιο

της. Η Οδηγία αναγνωρίζει ωστόσο ότι υπάρχουν δραστηριότητες και αγορές για τις οποίες, δοθείσης της ανάγκης διατήρησης της εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού προς αυτές, θεωρείται απαραίτητη η καθιέρωση διαδικασιών διαφάνειας και αυστηρών κριτηρίων λειτουργίας τους. Η εναρμόνιση των κριτηρίων αυτών θεωρείται επιπλέον βασική προϋπόθεση για την διασφάλιση συνθηκών ελεύθερης παροχής επενδυτικών υπηρεσιών από εταιρίες με έδρα χώρα-μέλος του ΕΟΧ.

Η καθιέρωση διαδικασιών διαφάνειας και αυστηρών κριτηρίων λειτουργίας των κεφαλαιαγορών οδηγεί σε ενδυνάμωση της εμπιστοσύνης των συναλλασσομένων σε αυτές. Η υψηλή εμπιστοσύνη διασφαλίζει την αποτελεσματικότητα των λειτουργιών της αγοράς, συμβάλλοντας στην εξυπηρέτηση των αναγκών των εκδοτριών εταιριών, των επενδυτών και της αξιοπιστίας της εθνικής οικονομίας.

Οι αλλαγές στο περιβάλλον των Ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών, καθοδηγούμενες από τις εξελίξεις στις τεχνολογίες πληροφορικής, την αύξηση των διασυνοριακών συναλλαγών και την θεσμοθέτηση του κοινού Ευρωπαϊκού νομίσματος – του Ευρώ – είναι ραγδαίες με προφανείς συνέπειες για την λειτουργική τους δομή και την εποπτεία τους. Η εφαρμογή προηγμένων ηλεκτρονικών συστημάτων χρηματιστηριακών συναλλαγών τείνει να αποδυναμώσει τους παραδοσιακούς τρόπους εκτέλεσης συναλλαγών μέσω αυτόνομων, εγχώριου προσανατολισμού, χρηματιστηρίων. Σήμερα, όχι μόνο τα εθνικά χρηματιστήρια ανταγωνίζονται μεταξύ τους, αλλά επιπλέον διαμορφώνουν συνεργασίες και συνάπτουν διασυνοριακές συμφωνίες εντός και εκτός του πλαισίου του ΕΟΧ. Νέα και περισσότερο σύγχρονα συστήματα συναλλαγών αναπτύσσονται συνεχώς για την διευκόλυνση των συναλλαγών σε παραδοσιακά αλλά και νέα, περισσότερο πολύπλοκα χρηματοοικονομικά προϊόντα.

Οι εξελίξεις αυτές αναδεικνύουν συνεχώς νέα ζητήματα προς κατανόηση και διευθέτηση από τις εποπτικές αρχές. Ο τρόπος διευθέτησης των ζητημάτων αυτών από τα υπάρχοντα συστήματα λειτουργίας και εποπτείας των κεφαλαιαγορών εξαρτάται από την εγγώρια σχετική νομοθεσία, από την συνολική προσέγγιση που υιοθετείται για την εποπτεία της κεφαλαιαγοράς καθώς και την έκταση και την ποιότητα της συνεργασίας με τις εποπτικές αρχές άλλων δικαιοδοσιών και χωρών.

Η ανάπτυξη της εποπτείας της κεφαλαιαγοράς στην Ελλάδα ακολουθεί τις προδιαγραφές της Ευρωπαϊκής Οδηγίας Επενδυτικών Υπηρεσιών και προχωρεί στην ανάπτυξη σύγχρονων εποπτικών και λειτουργικών συστημάτων που συμβαδίζουν με τις Ευρωπαϊκές εξελίξεις.

Στο πλαίσιο αυτό, οι γενικοί στόχοι της εποπτείας της κεφαλαιαγοράς είναι:

- Η προστασία των επενδυτών
- Η ενίσχυση της αποτελεσματικότητας, της διαφάνειας και της εύρυθμης λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς
- Ο περιορισμός του συστημικού κινδύνου
- Η επιδίωξη των στόχων αυτών λαμβάνει υπόψη τις διατάξεις του Άρθρου 1 της Οδηγίας και περιλαμβάνει την θέσπιση όρων και προϋποθέσεων (α) για την εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, (β) για την πρόσβαση στην κεφαλαιαγορά και (γ) για την εισαγωγή και διαπραγμάτευση τίτλων στο χρηματιστήριο. Ειδικότερα:

η εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς διασφαλίζεται εάν:

- Η διακυβέρνηση της κεφαλαιαγοράς χαρακτηρίζεται από διαφάνεια και δίνει ιδιαίτερη προσοχή στις συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ επαγγελματικών επιδιώξεων και εποπτικών υποχρεώσεων.

-Οι δομές διοίκησης, τα λειτουργικά συστήματα και οι πόροι των φορέων της κεφαλαιαγοράς είναι επαρκείς και κατάλληλα σχεδιασμένοι ώστε να ενισχύουν το κλίμα εμπιστοσύνης σχετικά με τις παρεχόμενες επενδυτικές υπηρεσίες και να προχωρούν στον προσδιορισμό και την διαχείριση κινδύνων με αποτελεσματικό τρόπο.

-Η διαδικασία χρηματοοικονομικών συναλλαγών επιτρέπει τη δίκαιη, διαφανή και ομαλή ολοκλήρωση των εργασιών.

-Η εκτέλεση των συναλλαγών συνοδεύεται από την έγκαιρη εκκαθάριση τους, την ελαχιστοποίηση του κινδύνου εκκαθάρισης και την πρόβλεψη διαδικασιών για την αποτελεσματική αντιμετώπιση πτωχεύσεων και άλλων περιπτώσεων μη εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς.

-Οι πόροι και οι διαδικασίες ελέγχου είναι επαρκείς ώστε να ενισχύεται η αποτελεσματική συμμόρφωση των συναλλασσομένων προς τους κανόνες της κεφαλαιαγοράς, επισύροντας κυρώσεις σε αντίθετη περίπτωση.

Η πρόσβαση στη κεφαλαιαγορά είναι ομαλή εάν:

-Οι διαδικασίες χρηματιστηριακής διαμεσολάβησης και οι διαδικασίες εισαγωγής και διαπραγμάτευσης τίτλων στην κεφαλαιαγορά επιβάλλουν ότι οι συμμετέχοντες σε αυτές πληρούν συγκεκριμένα κριτήρια επάρκειας και καταλληλότητας και έχουν ικανοποιητικό επίπεδο συναλλακτικής εμπειρίας και τεχνικών γνώσεων για να ανταποκριθούν στις απαιτήσεις διαμεσολάβησης, γνωστοποίησης πληροφοριών και επαγγελματικής διαχείρισης.

-Ενισχύεται η επαρκής προστασία της συνοχής της κεφαλαιαγοράς και η καλή κατανομή λειτουργικών αρμοδιοτήτων για την απρόσκοπτη λειτουργία των ρυθμίσεων και την θέσπιση διαδικασιών για την ταχεία επίλυση προβλημάτων.

-Παρέχονται επαρκείς εγγυήσεις για την αποτελεσματική ηλεκτρονική διασύνδεση και διαβίβαση εντολών πελατών προς εκτέλεση.

Τέλος, η εισαγωγή και διαπραγμάτευση τίτλων στο χρηματιστήριο είναι αποτελεσματική εάν:

-Η αγορά είναι επαρκώς και κατάλληλα αναπτυγμένη για την διαπραγμάτευση τίτλων, χαρακτηρίζεται από επαρκή και κατάλληλη πληροφόρηση και οι διαπραγματευόμενοι τίτλοι είναι νόμιμοι και πλήρως καταγεγραμμένοι.

-Οι συμμετέχοντες στην κεφαλαιαγορά δύναται να προσδιορίσουν με ευκολία την εμπορευσιμότητα των διαπραγματεύσιμων τίτλων και να διασφαλίσουν την διαθεσιμότητα των ενημερωτικών δελτίων για την συλλογή πληροφοριών.

-Οι συναλλαγές επί παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων επιτρέπουν την ομαλή διαμόρφωση τιμών τόσο στην αγορά παραγώγων όσο και στην χρηματιστηριακή αγορά και ο κίνδυνος χειραγώγησης των αγορών αυτών περιορίζεται.

-Έχουν θεσπιστεί διαδικασίες που επιτρέπουν την επαναξιολόγηση των διαπραγματεύσιμων τίτλων .

Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Η "Ένωση Ελληνικών Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και Εταιριών Διαχείρισεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων", η οποία εν συντομία αποκαλείται και ως "Ένωση Θεσμικών Επενδυτών (Ε.Θ.Ε.)", είναι μία αστική μη κερδοσκοπική εταιρία στην οποία συμμετέχουν όλες οι ελληνικές Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και Διαχείρισεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων. 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 τη νομοθεσία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου 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.

8. ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΟ ΚΑΘΕΣΤΩΣ Α/Κ ΚΑΙ ΕΕΧ

Το φορολογικό καθεστώς που διέπει τα Αμοιβαία Κεφάλαια καθορίζεται από το άρθρο 33 του Ν. 3283/2.11.04, όπως ισχύει σήμερα. Η πράξη σύστασης αμοιβαίου κεφαλαίου, η διάθεση και η εξαγορά των μεριδίων του απαλλάσσονται από κάθε φόρο, τέλος, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, δικαίωμα ή οποιαδήποτε άλλη επιβάρυνση υπέρ του Δημοσίου, νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου και γενικώς τρίτων.

Κατά την είσπραξη τόκων στο όνομα και για λογαριασμό του αμοιβαίου κεφαλαίου ενεργείται από τον καταβάλλοντα παρακράτηση φόρου εισοδήματος, σύμφωνα με τα προβλεπόμενα από τα άρθρα 12 και 54 του Ν. 2238/1994 (ΦΕΚ 151 Α'), όπως ισχύει, κατά περίπτωση. Με την παρακράτηση αυτή εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση των μεριδιούχων του αμοιβαίου κεφαλαίου για τα εισοδήματα αυτά.

Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. υποχρεούται σε καταβολή φόρου τρία τοις χιλίοις (3%) ετησίως, στο όνομα και για λογαριασμό του αμοιβαίου κεφαλαίου, ο οποίος υπολογίζεται επί του εξαμηνιαίου μέσου όρου του καθαρού ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου. Ο φόρος λογίζεται καθημερινά και αποδίδεται στην αρμόδια δημόσια οικονομική υπηρεσία, με ευθύνη της Α.Ε.Δ.Α.Κ., μέσα στο πρώτο

δεκαπενθήμερο των μηνών Ιουλίου και Ιανουαρίου του επόμενου εξαμήνου από τον υπολογισμό του. Με την καταβολή του φόρου εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση του αμοιβαίου κεφαλαίου και των μεριδιούχων του, επιφυλασσομένων των διατάξεων της προηγούμενης παραγράφου. Οι διατάξεις των άρθρων 113 και 116 του Ν. 2238/1994, όπως ισχύει, εφαρμόζονται ανάλογα και για το φόρο που οφείλεται με βάση τις διατάξεις αυτής της παραγράφου.

Η πρόσθετη αξία που προκύπτει έπ' ωφελεία των μεριδιούχων του αμοιβαίου κεφαλαίου από την εξαγορά μεριδίων σε τιμή ανώτερη της τιμής κτήσης, απαλλάσσεται από κάθε φόρο, τέλος, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, δικαίωμα ή οποιαδήποτε άλλη επιβάρυνση υπέρ του Δημοσίου, νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου και γενικώς τρίτων.

9. ΚΩΔΙΚΑΣ ΔΕΟΝΤΟΛΟΓΙΑΣ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ

Ο Κώδικας Δεοντολογίας των Εταιριών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων και των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου έχει θεσπισθεί με την υπ' αριθ. 132/19-5-98 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και σκοπός του είναι η θέσπιση κανόνων που θα διέπουν τις σχέσεις και τη συμπεριφορά των Εταιριών και των Καλυπτόμενων Προσώπων κατά την άσκηση των δραστηριοτήτων τους ώστε να

διαφυλάσσεται η εύρυθμη λειτουργία της αγοράς και να υποστηρίζεται η ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς και να διασφαλίζεται η διενέργεια της Διαχείρισης αποκλειστικά προς το συμφέρον των επενδυτών.

Οι βασικές αρχές συμπεριφοράς που καθορίζει ο Κώδικας Δεοντολογίας είναι:

-Διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς

- Διασφάλιση της αυτονομίας της Διαχείρισης και του εμπιστευτικού χαρακτήρα των επενδυτικών αποφάσεων
- Καθορισμός των όρων για την άσκηση των δικαιωμάτων που απορρέουν από τους μετοχικούς και άλλους τίτλους που έχουν στην κατοχή τους οι εταιρίες
- Κανόνες για τη διενέργεια των διαφημίσεων
- Οργάνωση των εταιριών και αποτελεσματικότητα στον εσωτερικό τους έλεγχο
- Διασφάλιση ίσης μεταχείρισης των επενδυτών και διαφάνειας ώστε να τους παρέχεται επαρκής πληροφόρηση και τακτική ενημέρωση
- Οργάνωση δικτύου διάθεσης μεριδίων κατά τρόπο που να προστατεύονται οι μεριδιούχοι

ΜΕΡΟΣ Β:

ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ

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. Η επιτυχία αυτή συνοψίζεται σε μια χαρακτηριστική μεταβλητή: την απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η απόδοση αυτή είναι συγκρίσιμη με τις αποδόσεις των άλλων αμοιβαίων κεφαλαίων στην ίδια κατηγορία και οδηγεί σε μια σειρά κατάταξης που αποτελεί την έσχατη αξιολόγηση των διαχειριστών.

Βέβαια, για να γίνει η σύγκριση σωστά θα πρέπει πέραν της απόδοσης να υπολογιστεί και μια δεύτερη παράμετρος, αυτή του κινδύνου της απόδοσης. Επειδή κατά τη βασική αρχή της χρηματοοικονομικής επενδύσεις που έχουν μεγάλο κίνδυνο πρέπει να προσφέρουν μεγαλύτερες αποδόσεις με μικρότερο κίνδυνο ώστε να γίνουν ελκυστικές, η μέτρηση του κινδύνου είναι απαραίτητο να

συνοδεύει την απόδοση επί της οποίας υπολογίζεται ώστε να αξιολογηθεί η επιτυχία της ανάλογα.

1. Η ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΤΩΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Όπως σε κάθε επαγγελματικό περιβάλλον, έτσι και στα αμοιβαία κεφάλαια η διαχειριστική ομάδα έχει τη συνολική ευθύνη της εφαρμοζόμενης επενδυτικής πολιτικής. Ο σημαντικότερος όλων βέβαια είναι ο Γενικός Διευθυντής και ο συντονιστικός ρόλος που αναπτύσσει στην ΑΕΔΑΚ καθώς και η ικανότητά του να εφαρμόζει την αποφασισμένη επενδυτική πολιτική κάνοντας χρήση των συμβούλων της Επενδυτικής Επιτροπής και του ταλέντου των χρηματοοικονομικών αναλυτών που διαθέτει η εταιρεία. Η συμπεριφορά που επιδεικνύει η διαχειριστική ομάδα σε λειτουργικά και στρατηγικά θέματα επένδυσης είναι καθοριστική της επιτυχίας του αμοιβαίου κεφαλαίου και κατά συνέπεια των μεριδιούχων. Για το λόγο αυτό λειτουργεί ως ένας τρόπος διαφοροποίησής του ενός αμοιβαίου κεφαλαίου από τα άλλα της ίδιας κατηγορίας.

Προσωπικές Ικανότητες

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

Η Αγορά των διαχειριστών

Ένας δεύτερος παράγοντας που κατευθύνει τη συμπεριφορά του διαχειριστή είναι η πειθαρχία που επιβάλλει έμμεσα η «αγορά των διαχειριστών». Όπως ανέπτυξε ο Fama (1980), η αγορά των μάνατζερ είναι μια δυναμική αγορά όπου αξιολογούνται όλοι οι διαχειριστές σύμφωνα με τις επιτυχίες τους και τη συνέπεια που επιδεικνύουν σε αυτά που υπόσχονται. Στην αγορά αυτή δεν υπάρχουν οφέλη για όσους επιδεικνύουν ευμετάβλητη συμπεριφορά. Στην Ελλάδα βέβαια, η αγορά των διαχειριστών στερείται ανταγωνιστικότητα, κινητικότητα και σε ένα βαθμό πληροφόρησης. Για ένα σημαντικό ποσοστό διαχειριστών όμως, που επιδιώκουν να θέσουν τις βάσεις για μια δυναμικά ανερχόμενη αγορά, οι βασικές αρχές που διέπουν τη λειτουργία της αγοράς διαχειριστών ισχύουν. Γι αυτούς, η συμπεριφορά που επιδεικνύουν επηρεάζεται από την έμμεση πειθαρχία που ασκεί η αγορά των διαχειριστών.

Οικονομικά κίνητρα και συμπεριφορά

Η αμοιβή των διαχειριστών συνήθως αποτελείται από ένα συγκεκριμένο μισθό και ένα ποσοστό στην καθαρή αξία του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων

υπό διαχείριση. Επομένως, με μαθηματικό τρόπο η μεγιστοποίηση της αμοιβής των διαχειριστών θα οδηγήσει σε μεγιστοποίηση του καθαρού ενεργητικού και συνεπώς της καθαρής αξίας του μεριδίου.

Οι Brown, Harlow και Starks (1996) ανέλυσαν τη συμπεριφορά των διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων όπως αυτή επηρεάζεται από την τακτή παρουσίαση των αποτελεσμάτων των αμοιβαίων κεφαλαίων και την κατάταξη με βάση την αποδοτικότητα καθενός από αυτά. Λόγω της εξάρτησης του πιο σημαντικού μέρους της αμοιβής τους από το μέγεθος του καθαρού ενεργητικού στο τέλος του έτους, οι διαχειριστές κάνουν όλες τις απαραίτητες αλλαγές στα χαρτοφυλάκιά τους ώστε να το επιτύχουν. Από άλλες έρευνες έχει διαπιστωθεί ότι τα αμοιβαία κεφάλαια που πετυχαίνουν τις καλύτερες αποδόσεις σε μια περίοδο, προσελκύουν τα μεγαλύτερα κεφάλαια μετέπειτα. Οι επενδυτές με άλλα λόγια αποδέχονται την απόδοση ως την ανώτερη μέτρηση της επιτυχίας ενός αμοιβαίου κεφαλαίου και κατευθύνουν τα χρήματά τους σε αυτά. Υπάρχει συνεπώς ισχυρή σύνδεση μεταξύ απόδοσης και μεγέθους ενεργητικού που με τη σειρά του επηρεάζει την αμοιβή των διαχειριστών. Όμως, η σχέση αυτή δεν είναι συμμετρική. Έτσι στην περίπτωση που τα αμοιβαία κεφάλαια πετύχουν χειρότερες αποδόσεις, η απώλεια του ενεργητικού δεν είναι το ίδιο σημαντική. Λόγω αυτής ακριβώς αυτής της ιδιαιτερότητας που εμφανίζουν οι αμοιβές των διαχειριστών, θα ήταν λογικό οι αποφάσεις που λαμβάνουν οι διαχειριστές να μεγιστοποιούν τις αμοιβές τους. Αυτό, στο πλαίσιο του

υποδείγματος δικαιώματος αγοράς μπορεί να επιτευχθεί με την αύξηση του κινδύνου του χαρτοφυλακίου. Λόγω της θετικής σχέσης που υπάρχει μεταξύ κινδύνου και απόδοσης, η αύξηση του κινδύνου θα συνοδευτεί με αύξηση της απόδοσης του αμοιβαίου κεφαλαίου που με τη σειρά της θα αυξήσει το μέγεθος του ενεργητικού και την αμοιβή των διαχειριστών.

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

Παθητική διαχείριση (Passive Management)

Παθητική είναι η διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου όταν οι διαχειριστές δεν υποχρεώνονται να κάνουν αναθεωρήσεις του χαρτοφυλακίου με βάση τις δικές τους αναλύσεις και επιλογές. Το είδος της διαχείρισης αυτής υποθέτει ότι το χαρτοφυλάκιο δημιουργείται με συγκεκριμένους σκοπούς και κριτήρια και η ακολουθούμενη διαχείριση θα πρέπει να εξασφαλίσει τη συνέχιση των σκοπών αυτών και να προβαίνει σε αναγκαίες οριακές αναθεωρήσεις του χαρτοφυλακίου ώστε να μην παραβιαστούν τα κριτήρια. Κλασικά παραδείγματα παθητικής διαχείρισης είναι η διαχείριση Χαρτοφυλακίων που δημιουργούνται με βάση το χαμηλό P/E ή μετοχών με μικρή κεφαλαιοποίηση ή μετοχών που

προσφέρουν υψηλά μερίσματα κλπ. Η απόδοση θα υπολογισθεί με βάση την προβλεπόμενη επιτυχία που έχει εξ αρχής η εφαρμοζόμενη επενδυτική στρατηγική σε σχέση με την εξέλιξη της αγοράς και δεν αποσκοπεί στο να προβλέψει την απόδοση του χαρτοφυλακίου. Τη στρατηγική της παθητικής διαχείρισης, που γνωρίζει μεγάλη αποδοχή και ανάπτυξη, ακολουθούν τα αμοιβαία κεφάλαια δεικτών, δηλαδή χαρτοφυλάκια μετοχών ή και άλλων αξιόγραφων και χρεογράφων που έχουν παρόμοια σύνθεση με τη σύνθεση που έχουν συγκεκριμένοι και ευρέως γνωστοί δείκτες (FTSE/ASE-20, Mid-cup 40, ΓΔΧΑΑ, κ.ά.)

Ενεργητική διαχείριση (Active Management)

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

Οι ενεργητικοί διαχειριστές χαρτοφυλακίου είναι υποχρεωμένοι να παίρνουν θέσεις στην αγορά και να προβαίνουν σε συνεχείς αναλύσεις ώστε είτε να αποφασίζουν να διατηρούν τις θέσεις αυτές ή να τις αναθεωρούν. Η προσπάθειά τους αυτή θα κριθεί από την ικανότητα που διαθέτουν να πετύχουν αποδόσεις μεγαλύτερες της αγοράς με κόστος που όμως δεν ξεπερνά τις επιπλέον

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

2. ΤΡΟΠΟΙ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΤΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΕΝΟΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ - ΟΙ ΚΛΑΣΣΙΚΕΣ ΑΠΟΨΕΙΣ

Από τη στιγμή της δημοσίευσης της πρωτοπόρας εργασίας του Harry Markowitz της Θεωρίας του Χαρτοφυλακίου το 1952, η αξιολόγηση των αμοιβαίων κεφαλαίων έλαβε νέες διαστάσεις. Η αξιολόγηση αυτή πρέπει να λαμβάνει υπόψη τις δυνατότητες που προσφέρει η διαφοροποίηση του κινδύνου ανάμεσα σε διάφορα αξιόγραφα και η μεταχείριση του αμοιβαίου κεφαλαίου ως χαρτοφυλάκιο. Τα δύο χαρακτηριστικά της απόδοσης και του κινδύνου είναι αρκετά για να περιγράψουν τη θέση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου στο φάσμα των διαφορετικών επενδύσεων και να προδιαγράψουν την ελκυστικότητά του. Αυτό βέβαια που αφήνει περιθώρια διαφορετικής εκτίμησης ήταν ο τρόπος υπολογισμού του κινδύνου. Η αρχική μέτρηση του κινδύνου ως η διακύμανση των αποδόσεων βελτιώθηκε με το διαχωρισμό τους σε συστηματικό και μη συστηματικό κίνδυνο. Η ανάπτυξη του Υποδείγματος Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (YAKΣ) εισήγαγε τη μέτρηση βήτα ως την κατάλληλη μέτρηση του κινδύνου ενός πλήρους διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου. Επίσης επέτρεψε τη σύγκριση διαφορετικών

χαρτοφυλακίων με βάση την αγοραία τιμή που θα έπρεπε να έχει το χαρτοφυλάκιο για τον κίνδυνο στον οποίο είναι εκτεθειμένο. Οι εξελίξεις αυτές σημάδεψαν και την ανάπτυξη διαφορετικών τρόπων μέτρησης της αποδοτικότητας στη δεκαετία του 1960.

Πριν όμως προχωρήσουμε στην παρουσίαση των τριών κυριοτέρων μεθόδων αξιολόγησης αμοιβαίων κεφαλαίων, θα αναφερθούμε στον κίνδυνο και τη μέτρησή του.

Πως να μετρήσουμε τον κίνδυνο;

Γνωρίζουμε ότι η απόδοση είναι η διαφορά μεταξύ της τελικής αξίας ενός περιουσιακού στοιχείου, συμπεριλαμβανομένων τυχόν επιπρόσθετων ροών (π.χ. μερισμάτων αν πρόκειται για μετοχές) και της αρχικής του αξίας, διαιρούμενης με την αρχική του αξία. Ο κίνδυνος είναι η αβεβαιότητα που υπάρχει για την πραγματοποίηση ενός συγκεκριμένου αποτελέσματος. Εάν μια μετοχή (ή γενικά ένα επενδυτικό προϊόν) αξιολογείται μεμονωμένα, ο κίνδυνος συνήθως μετράται με τη μέση απόκλιση τετραγώνου ή τυπική απόκλιση (standard deviation) όλων των δυνατών αποδόσεων της. Εφόσον, όμως, οι επενδυτές έχουν τη δυνατότητα να επενδύουν περισσότερες από μία μετοχές, εκείνο που θα πρέπει να τους ενδιαφέρει δεν είναι ο συνολικός κίνδυνος της μετοχής, αλλά μόνο εκείνο το μέρος του κινδύνου που παραμένει, όταν η συγκεκριμένη μετοχή συμπεριληφθεί στο χαρτοφυλάκιο τους. Το ποσό με το οποίο ο κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου αυξάνεται όταν μια μετοχή συμπεριλαμβάνεται σε αυτό, είναι γνωστό ως συστηματικός κίνδυνος ή κίνδυνος της αγοράς. Ο συστηματικός κίνδυνος μιας επένδυσης, οφείλεται σε όλους εκείνους τους πολιτικούς,

οικονομικούς και άλλους παράγοντες, οι οποίοι επηρεάζουν συνολικά όλες τις επενδύσεις. Τέτοιοι παράγοντες είναι οι διαρθρωτικές μεταβολές στην οικονομία, οι μεταβολές της παγκόσμιας πολιτικοοικονομικής κατάστασης, έκτακτα γεγονότα με παγκόσμιο αντίκτυπο (π.χ. το κτύπημα στο World Trade Center στη Νέα Υόρκη στις 11/9/2001), πόλεμοι, σεισμοί, ενεργειακές κρίσεις κ.ά.

Το υπόλοιπο τμήμα του συνολικού κινδύνου το οποίο εξαλείφεται μέσω της διαφοροποίησης, είναι γνωστό ως μη συστηματικός κίνδυνος ή ειδικός κίνδυνος. Ο μη συστηματικός κίνδυνος οφείλεται σε παράγοντες οι οποίοι είναι μοναδικοί για κάθε εταιρεία και είναι ανεξάρτητοι των οικονομικών, πολιτικών αλλά και των άλλων παραγόντων, οι οποίοι επηρεάζουν κατά συστηματικό τρόπο τις επενδύσεις. Τέτοιοι παράγοντες είναι οι τεχνολογικές καινοτομίες, μια σημαντική απεργία, η παραγωγή παρόμοιων προϊόντων, η αποτελεσματικότητα της Διοίκησης, καθώς και άλλα έκτακτα γεγονότα. Πρέπει να τονίσουμε ότι το ακριβές ποσοστό του συστηματικού κινδύνου μεταβάλλεται από αξιόγραφο σε αξιόγραφο, από κλάδο σε κλάδο, αλλά και από χώρα σε χώρα.

Δεδομένου ότι, οι διακυμάνσεις της χρηματιστηριακής αγοράς δεν μπορούν να προβλεφθούν με ακρίβεια, ο συστηματικός κίνδυνος δεν μπορεί να εξαλειφθεί. Αντίθετα, ο ειδικός κίνδυνος μπορεί, τουλάχιστον θεωρητικά, να εκμηδενισθεί με την κατάλληλη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου.

Η ιδέα του συντελεστή Βήτα (Beta)

Ο πιο απλός τρόπος προσέγγισης του κινδύνου της αγοράς μέσα σε μια εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά, είναι με τη χρήση του συντελεστή βήτα. Ο συντελεστής αυτός είναι ένα μέτρο της σχετικής επικινδυνότητας της μετοχής ή

του αμοιβαίου κεφαλαίου ως προς την εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά. Η εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά υποθέτουμε ότι προσεγγίζεται από Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου της Αθήνας. Εξ' ορισμού ο Γενικός Δείκτης του Χ.Α.Α. έχει συντελεστή βήτα = 1,0.

Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του συντελεστή βήτα μιας επένδυσης, τόσο πιο επικίνδυνη είναι η επένδυση αυτή. Μια μετοχή (ή ένα αμοιβαίο κεφάλαιο) με συντελεστή βήτα μεγαλύτερο από τη μονάδα θεωρείται επιθετική (επιθετικό), ενώ εάν ο συντελεστής βήτα είναι μικρότερος από τη μονάδα θεωρείται αμυντική.

Για παράδειγμα, εάν μια μετοχή (ή ένα A/K) έχει συντελεστή βήτα ίσο με 1,2, τότε μια αύξηση του Γενικού Δείκτη κατά 10% θα οδηγήσει σε (κατά μέσο όρο) αύξηση της τιμής της μετοχής (ή του A/K) κατά 12%. Τα αμοιβαία κεφάλαια αυτού του είδους θα αποφέρουν σημαντικά κέρδη σε καταστάσεις όπου η αγορά χαρακτηρίζεται από συνεχή άνοδο των τιμών των μετοχών (bul market) αλλά επίσης υφίστανται μεγάλες απώλειες όταν η αγορά ακολουθεί πτωτική πορεία (bear market).

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι, η τιμή ενός συντελεστή βήτα δεν δείχνει τη μεταβλητότητα ενός αμοιβαίου κεφαλαίου σε απόλυτους όρους, αλλά κατά πόσο μεταβλητό είναι αυτό ως προς το δείκτη της χρηματιστηριακής αγοράς. Ενώ ο συντελεστής βήτα μιας μεμονωμένης μετοχής μπορεί να μεταβάλλεται διαχρονικά έντονα, ο αντίστοιχος συντελεστής ενός καλά διαφοροποιημένου A/K μετοχών, δείχνει ικανοποιητική διαχρονική σταθερότητα. Το χαρακτηριστικό αυτό είναι σημαντικό πλεονέκτημα στη διαδικασία μέτρησης και πρόβλεψης του επιπέδου του συστηματικού κινδύνου των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Τα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς, των οποίων η τιμή δεν παρουσιάζει καμία διακύμανση , έχουν βήτα ίσο με το μηδέν, ενώ μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια μπορεί να έχουν

συντελεστή βήτα που να πλησιάζει και να ξεπερνάει τη μονάδα. Τέλος, αμοιβαία κεφάλαια μικτού τύπου θα έχουν συντελεστές βήτα μικρότερους της μονάδας.

Η ακριβής τιμή του βήτα των αμοιβαίων κεφαλαίων εξαρτάται από το ποσοστό του ενεργητικού που έχει επενδυθεί σε μετοχές και άλλα περιουσιακά στοιχεία που ενέχουν κίνδυνο, ως προς τα υπόλοιπα επενδεδυμένα στοιχεία μηδενικού κινδύνου. Επιπλέον, το είδος των επιλεγμένων μετοχών (επιθετικών έναντι αμυντικών) αλλά και η στάθμιση που ο διαχειριστής επιλέγει για τα προαναφερθέντα είδη μετοχών συμβάλλει στην τελική διαμόρφωση του μεγέθους του συστηματικού κινδύνου ενός αμοιβαίου κεφαλαίου.

Για την εύρεση του συντελεστή βήτα ενός ελληνικού αμοιβαίου κεφαλαίου είναι απαραίτητη η εκτίμηση του πιο κάτω υποδείγματος, γνωστού στη Χρηματοοικονομική, ως Υπόδειγμα της Αγοράς (Market model).

$$R_{pt} - R_{ft} = a_p + b_p (R_{mt} - R_{ft}) + u_{it} \quad (1)$$

Όπου :

R_{pt} είναι η απόδοση του A/K κατά την περίοδο t

R_{mt} είναι η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς, όπως αυτή προσεγγίζεται από το Γενικό Δείκτη του ΧΑΑ.

R_{ft} το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, το οποίο προσεγγίζεται από το επιτόκιο των ετησίων Εντόκων Γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου.

b_p ο συντελεστής βήτα του A/K

a_p ο συντελεστής άλφα του A/K και τέλος

u_{it} ένας στοχαστικός όρος, ο οποίος υποθέτουμε ότι πληροί τις υποθέσεις του κλασσικού γραμμικού υποδείγματος.

Η εκτίμηση του υποδείγματος (1), γίνεται συνήθως με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων και παρέχει προσεγγίσεις των συντελεστών άλφα και βήτα του αμοιβαίου κεφαλαίου. Στη διαδικασία εφαρμογής της μεθόδου αυτής υιοθετούνται αρκετά περιοριστικές υποθέσεις οι οποίες, όπως έχει δείξει η εμπειρική έρευνα, συχνά παραβιάζονται. Οι υποθέσεις αυτές αφορούν κυρίως τη συμπεριφορά του στοχαστικού όρου, οι οποίες χρησιμοποιώντας μαθηματικά σύμβολα είναι οι πιο κάτω :

$$E (u_i) = 0 \text{ για κάθε } t \text{ (2)}$$

$$\text{Cov} (u_{it}, u_{it+k}) = 0 \text{ (3)}$$

$$\text{Cov} (u_{it}, R_{mt}) = 0 \text{ (4)}$$

$$\text{Var} (u_{it}) = \sigma^2 \text{ (5)}$$

Η υπόθεση(2) υπονοεί ότι η αναμενόμενη τιμή του στοχαστικού όρου είναι μηδέν, ενώ η υπόθεση (3) αφορά στη διαχρονική ανεξαρτησία των καταλοίπων. Η υπόθεση (4) αναφέρεται στην ανεξαρτησία της μεταβλητής με το στοχαστικό όρο, ενώ η υπόθεση (5) υπονοεί ότι η διακύμανση των καταλοίπων είναι σταθερή για όλη τη περίοδο του δείγματος (υπόθεση ομοσκεδαστικότητας). Επιπροσθέτως, γίνεται αποδεκτό ότι η τιμή του συστηματικού κινδύνου είναι σταθερή για όλη την περίοδο εκτίμησης. Η συνήθης διεθνής πρακτική για την εκτίμηση του υποδείγματος της αγοράς για τα αμοιβαία κεφάλαια είναι η χρησιμοποίηση μηνιαίων στοιχείων (αποδόσεων) για μια περίοδο τριών ετών. Όμως η ίδια σχέση θα μπορούσε να εκτιμηθεί χρησιμοποιώντας στοιχεία μικρότερης χρονικής διάρκειας π.χ. εβδομαδιαία στοιχεία για μια περίοδο ενός έτους.

Πρέπει να σημειωθεί ότι η εκτίμηση του συντελεστή βήτα θα πρέπει να γίνεται προσεκτικά και με τη χρήση κατάλληλων οικονομετρικών τεχνικών.

Κατ' αρχάς, οι τιμές του βήτα των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν πρέπει να χρησιμοποιούνται όταν αυτά δεν συσχετίζονται με την εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά. Για παράδειγμα, ένα αμοιβαίο κεφάλαιο το οποίο επενδύει σε χρυσό μπορεί να έχει χαμηλό βήτα. Αυτό συμβαίνει, όχι γιατί έχει ένα χαμηλό επίπεδο κινδύνου της αγοράς, αλλά γιατί ο κίνδυνος της αγοράς του, δεν συσχετίζεται με τη γενική χρηματιστηριακή αγορά. Η χρησιμοποίηση του υποδείγματος (1) για την εύρεση του κινδύνου των διεθνών (ή και διεθνικών) αμοιβαίων κεφαλαίων είναι λάθος, στο βαθμό που στο υπόδειγμα συσχετίζονται οι αποδόσεις του με τις αντίστοιχες της εγχώριας χρηματιστηριακής αγοράς. Επιπλέον, η διεθνής εμπειρία έχει δείξει ότι αμοιβαία κεφάλαια με υψηλό βήτα, μερικές φορές σε ανοδικές αγορές δεν έχουν ικανοποιητικές αποδόσεις, ενώ αμοιβαία κεφάλαια με χαμηλό συντελεστή συστηματικού κινδύνου σε καθοδικές αγορές πάνε πολύ άσχημα. Τέλος, ο RoI (1977-78) έχει υποστηρίξει την αδυναμία του συντελεστή βήτα να είναι ένα 100% αξιόπιστο μέτρο του κινδύνου. Όμως, η χρήση του συντελεστή αυτού, τόσο από ανθρώπους της αγοράς όσο και από θεωρητικούς , συνεχίζεται αμείωτη.

Προτείνεται όμως να χρησιμοποιείται με σχετική επιφυλακτικότητα και σε συνδυασμό με ένα άλλο μέτρο της επικινδυνότητας του αμοιβαίου κεφαλαίου την τυπική απόκλιση.

Τυπική απόκλιση (Standard Deviation)

Ο συντελεστής βήτα μετρά ένα τμήμα της μεταβλητότητας (volatility) ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, αυτού που οφείλεται στον κίνδυνο της αγοράς. Έχουμε ήδη αναφέρει ότι ο συντελεστής αυτός δεν εκφράζει τη μεταβλητότητα μιας επένδυσης σε απόλυτους όρους, αλλά ως προς το Γενικό δείκτη του Χ.Α.Α. Η απάντηση στην ερώτηση «πόσο μεταβλητό είναι το δικό μου, εγχώριο διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο ως προς το Γενικό Δείκτη του Χ.Α.Α.», δίνεται με τη χρήση του συντελεστή βήτα. Όμως, η απάντηση στην ερώτηση «πόσο μεταβλητή είναι η επένδυσή μου σε απόλυτους όρους ;», δίνεται χρησιμοποιώντας την τυπική απόκλιση. Η τυπική απόκλιση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου ή μιας επένδυσης, δίνεται από τον παρακάτω τύπο :

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{j=1}^n (r_{jt} - \bar{r}_j)^2} \quad (6)$$

Όπου :

r_{jt} είναι η απόδοση (ημερήσια , εβδομαδιαία, μηνιαία κ.λ.π.) του A/K_j, μέσα σε μια χρονική περίοδο.

\bar{r}_j είναι η μέση απόδοση του A/K για την εξεταζόμενη χρονική περίοδο

n είναι ο αριθμός των παρατηρήσεων.

Ας υποθέσουμε ότι η χρηματιστηριακή αγορά των Αθηνών για την περασμένη εικοσαετία είχε, σε ετήσια βάση, τυπική απόκλιση 30%. Τι σημαίνει αυτό το νούμερο στην πράξη ; Σύμφωνα με τις ιδιότητες της κανονικής κατανομής, σημαίνει ότι με πιθανότητα 68%, οι ετήσιες διακυμάνσεις της χρηματιστηριακής αγοράς δεν θα υπερβούν το + 30% (+ 1 τυπική απόκλιση).

Με άλλα λόγια, μια επένδυση 10 ευρώ σε μια τυπική μετοχή θα βρίσκεται, με πιθανότητα 68%, στο εύρος των τιμών 7 και 13. Με την ίδια συλλογιστική, η

ίδια επένδυση με πιθανότητα 95% θα κυμαίνεται στα όρια των 4 – 16 (+ 2 τυπική απόκλιση).

Στην πραγματικότητα, βέβαια και για μεγάλη χρονική περίοδο, οι ζημιές θα είναι μικρότερες των κερδών, λόγω της μακροπρόθεσμης ανοδικής τάσης των χρηματιστηριακών αγορών. Το πλεονέκτημα της τυπικής απόκλισης, είναι η άμεση σύγκριση των εναλλακτικών επενδύσεων. Όμως, η χρησιμοποίηση της τυπικής απόκλισης, όπως οποιονδήποτε τεχνικών μέτρησης, παρουσιάζει ορισμένους περιορισμούς. Η τυπική απόκλιση έχει νόημα μόνο όταν συγκρίνεται με τη μέση τιμή, στην οποία αντιστοιχεί. Επιπλέον, βασίζεται στην υπόθεση της κανονικής κατανομής, που σημαίνει ότι υπάρχουν ίσες διακυμάνσεις για κάθε πλευρά από τον μέσο της.

Παρά τους προαναφερθέντες περιορισμούς, η τυπική απόκλιση χρησιμοποιείται ευρύτατα από τους επαγγελματίες του χώρου της Χρηματοοικονομικής στο βαθμό που επιτρέπει άμεσες συγκρίσεις κινδύνου μεταξύ εναλλακτικών επενδύσεων, οι οποίες είναι δύσκολο να επιτευχθούν με άλλο τρόπο.

TREYNOR (1965)

Ο Jack Treynor ήταν ο πρώτος που δημιούργησε δείκτη αξιολόγησης της αποδοτικότητας ενός αμοιβαίου κεφαλαίου που συγκρίνεται με άλλα αμοιβαία κεφάλαια λαμβάνοντας υπ' όψη τόσο το μακροοικονομικό όσο και το μικροοικονομικό επίπεδο στο οποίο λειτουργούν. Συγκεκριμένα, από την

απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου αφαίρεσε την απόδοση που θα μπορούσε να είχε επιτύχει ο επενδυτής τοποθετώντας τα χρήματά του σε έντοκα γραμμάτια του δημοσίου ή κάποια άλλη ανάλογη επένδυση. Περαιτέρω, η επί πλέον απόδοση που δημιουργείται προσαρμόζεται ανάλογα με το συστηματικό κίνδυνο στον οποίο εκτίθεται.

Συμβολίζοντας με AA/K την απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο, με ΑΕΓΕΔ την ακίνδυνη απόδοση από επένδυση σε έντοκα γραμμάτια του δημοσίου για την ίδια περίοδο (δηλαδή το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο rf) και με βA/K το συστηματικό κίνδυνο βήτα του αμοιβαίου κεφαλαίου, ο δείκτης αξιολόγησης Treynor Ratio (TR) υπολογίζεται ως εξής :

$$(TR) = (AA/K - ΑΕΓΕΔ) / βA/K$$

Ο δείκτης TR είναι απόλυτα σύμφωνος με την επικρατούσα άποψη ότι καλώς διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια εμφανίζουν μόνο συστηματικό κίνδυνο καθώς μέσω της διαφοροποίησης εξαλείφουν παντελώς το μη συστηματικό κίνδυνο. Επομένως χρησιμοποιώντας το συστηματικό κίνδυνο βήτα επιτυγχάνεται η δέουσα προσαρμογή στην απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου. Όμως προβλήματα μπορούν να δημιουργηθούν κάτω από ορισμένες συνθήκες. Αυτά επεδίωξε να αντιμετωπίσει ο δείκτης Sharpe.

SHARPE (1966)

Ο μετέπειτα νομπελίστας William Sharpe αναγνώρισε την αξία του δείκτη Treynor ευθύς μόλις δημοσιεύθηκε η ανωτέρω εργασία. Πρότεινε όμως ένα δικό του δείκτη για τις περιπτώσεις εκείνες όπου ο δείκτης Treynor δεν αναμενόταν να έχει ικανοποιητική ικανότητα πρόβλεψης :

$$\text{Sharpe Ratio (SR)} = \frac{AA/K - \text{ΑΕΓΕΔ}}{\sigma A/K}$$

Η μόνη διαφορά του δείκτη Sharpe από το δείκτη Treynor είναι ο παρονομαστής. Ο Sharpe αντικατέστησε τη μέτρηση του συστηματικού κινδύνου βήτα με το συνολικό κίνδυνο ενός χαρτοφυλακίου $\sigma A/K$. Φυσικά, εάν τα αμοιβαία κεφάλαια είναι πλήρως διαφοροποιημένα δεν αναμένεται σοβαρή διαφορά στην κατάταξη μεταξύ των δύο δεικτών. Διαφορά θα παρουσιασθεί εάν τα αμοιβαία κεφάλαια δεν είναι καλά διαφοροποιημένα, οπότε ο δείκτης Sharpe θα περιλάβει και το μη συστηματικό κίνδυνο που εισάγει η ατελής διαφοροποίηση με αποτέλεσμα την απόκλιση του από το δείκτη Treynor. Έτσι με τη χρήση και των δύο δεικτών για την ίδια περίοδο έμμεσα εξετάζεται και ο βαθμός διαφοροποίησης που επιτυγχάνουν τα αμοιβαία κεφάλαια. Εάν οι διαφορές κατάταξης των αμοιβαίων κεφαλαίων μεταξύ των δύο δεικτών είναι ελάχιστες, τότε θεωρείται ότι τα αμοιβαία κεφάλαια έχουν επιτύχει μεγάλο βαθμό διαφοροποίησης και αντιστρόφως. Βέβαια στο βαθμό που εξετάζονται ιστορικές τιμές, προσωρινά γεγονότα μπορεί να έχουν επιφέρει κάποιες αποκλίσεις στις αποδόσεις που δεν εξηγούνται από το συστηματικό κίνδυνο αλλά αντικατοπτρίζονται στο συνολικό κίνδυνο με μεγαλύτερη ακρίβεια.

Έτσι ο συστηματικός κίνδυνος (και κατά συνέπεια ο δείκτης Sharpe) επιδεικνύει μεγαλύτερη ικανότητα μέτρησης του κινδύνου σε ιστορικές τιμές.

Αντίθετα, ο συστηματικός κίνδυνος βήτα (και κατά συνέπεια ο δείκτης Treynor) έχει

μεγαλύτερη ικανότητα να προβλέπει μελλοντικές τιμές και επομένως την πρόβλεψη της αποδοτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων. Ο Sharpe υπολόγισε τους δείκτες Sharpe και Treynor σε ένα δείγμα 34 αμοιβαίων κεφαλαίων την περίοδο 1954 – 63. Από τα αποτελέσματα εξάγονται κάποια βασικά συμπεράσματα για τη σχέση κινδύνου και απόδοσης καθώς και για τη χρησιμότητα των δύο δεικτών. Συγκεκριμένα, διαπιστώθηκε ότι αμοιβαία κεφάλαια με υψηλές αποδόσεις χαρακτηρίζονται από υψηλότερη διακύμανση απ' ό,τι αμοιβαία κεφάλαια με μικρότερες αποδόσεις, η θετική δε αυτή σχέση κινδύνου – απόδοσης είναι γραμμική. Όσον αφορά τους δύο δείκτες, η σειρά κατάταξης των αμοιβαίων κεφαλαίων στην οποία καταλήγουν είναι η ίδια, γεγονός που δηλώνει ότι τα αμοιβαία κεφάλαια ακολουθούν πολιτική σωστής και επαρκούς διαφοροποίησης.

Επίσης, η αποδοτικότητα στο παρελθόν αναδεικνύεται ως σημαντική παράμετρος στο μέλλον. Πέραν όμως αυτών των αποτελεσμάτων, ο Sharpe αναφέρθηκε και στην ικανότητα των διαχειριστών να επιτυγχάνουν ικανοποιητικές αποδόσεις. Παρόλο που κατά μέσο όρο διαφαίνεται ότι τα αμοιβαία κεφάλαια επιλέγουν χαρτοφυλάκια παρόμοια με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς (Dow Jones Industrial Average), εν τούτοις όταν το κόστος της διαχείρισης ληφθεί υπ' όψη, το τελικό αποτέλεσμα είναι μια απόδοση κατώτερη του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Αυτό θα μπορούσε να εκληφθεί άμεσα ως ένας χαρακτηρισμός της ικανότητας των διαχειριστών των αμοιβαίων κεφαλαίων. Με άλλα λόγια κατά μέσον όρο τα αμοιβαία κεφάλαια έχουν διαχειριστές που αδυνατούν να επιτύχουν αποδόσεις μεγαλύτερες του επιπέδου της αγοράς στο

βαθμό που να καλύπτουν τα έξοδα διαχείρισης. Ως εκ τούτου η καθαρή τους απόδοση υπολείπεται της απόδοσης που επιτυγχάνεται από ένα αντιπροσωπευτικό χαρτοφυλάκιο της αγοράς ή ένα τυχαία καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο.

Οι δύο ανωτέρω δείκτες επιδεικνύουν μεγάλη χρησιμότητα κάτω από διαφορετικές συνθήκες και χρησιμοποιούνται ακόμη και σήμερα για την κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων ανάλογα με την αποδοτικότητά τους. Και οι δύο δείκτες είναι αναφορικοί για ένα αμοιβαίο κεφάλαιο και θα πρέπει να συγκριθούν με τους δείκτες άλλων αμοιβαίων κεφαλαίων καθώς και έναν αντιπροσωπευτικό δείκτη του χρηματιστηρίου ώστε να δημιουργηθεί η ανάλογη σειρά κατάταξης. Όσο μεγαλύτεροι είναι οι δείκτες Sharpe και Treynor σε σχέση με άλλα αμοιβαία κεφάλαια, τόσο καλύτερη είναι η κατάταξη και αξιολόγηση του εξεταζόμενου αμοιβαίου κεφαλαίου. Η αδυναμία των δεικτών αυτών έγκειται στο γεγονός ότι τα μεγέθη που χρησιμοποιούνται είναι μέσα μεγέθη και η σύγκριση που γίνεται με το δείκτη του χρηματιστηρίου αλλά και μεταξύ τους στερείται της δυνατότητας στατιστικού ελέγχου. Αυτό το μειονέκτημα ήρθε να αντιμετωπίσει αποτελεσματικά ο Jensen (1968).

JENSEN (1968)

Ο Michael Jensen ακολούθησε το παράδειγμα των Treynor και Sharpe αναδεικνύοντας μια νέα μέτρηση της αποδοτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων βασισμένη στις νέες θεωρήσεις της διαφοροποίησης του κινδύνου μέσω της επιλογής του χαρτοφυλακίου και του ΥΑΚΣ. Χρησιμοποιώντας ως σημείο αναφοράς το υπόδειγμα αυτό, ο Jensen ανέπτυξε την τεχνική αξιολόγησης της αποδοτικότητας ενός αμοιβαίου κεφαλαίου σε μια

συγκεκριμένη περίοδο λαμβάνοντας υπ' όψη όχι μέσα μεγέθη αλλά ιστορικές παρατηρήσεις του μακροοικονομικού περιβάλλοντος, όπως αυτό αντικατοπτρίζεται στα επιτόκια και στο δείκτη τιμών του χρηματιστηρίου.

Περαιτέρω η τεχνική αυτή εξετάζει τη στατιστική σημαντικότητα της απόδοσης ενός αμοιβαίου κεφαλαίου να διαφοροποιείται από την απόδοση ενός

ακίνδυνου αξιόγραφου αλλά και από την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς ανάλογα με τον κίνδυνο που εμφανίζει. Για την εφαρμογή αυτής της τεχνικής αξιολόγησης ο Jensen χρησιμοποίησε την εξής παλινδρόμηση :

$$(AA/K - AEΓEΔ) = \alpha A/K + \beta A/K(AΓΔΧΑΑ - AEΓEΔ) + \epsilon A/K$$

όπου : AA/K, AEΓEΔ, και AΓΔΧΑΑ είναι οι αποδόσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου, του εντόκου γραμματίου ελληνικού δημοσίου και του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου, αντίστοιχα. Οι παράμετροι $\alpha A/K$ και $\beta A/K$ είναι παράμετροι που εκτιμώνται από την παλινδρόμηση και είναι σταθεροί για το συγκεκριμένο αμοιβαίο κεφάλαιο και την περίοδο ανάλυσης. Τέλος, $\epsilon A/K$ συμβολίζει τις αποκλίσεις που εμφανίζει η απόδοση από τη γραμμή της παλινδρόμησης και έχει προσδοκώμενη τιμή ίση με το μηδέν.

Εναλλακτικά, ο τύπος της παλινδρόμησης του Jensen μπορεί να αποδοθεί :

$$r_{p,t} - r_f = \alpha_p + \beta_p (r_{mt} - r_f) + \epsilon_{p,t}$$

όπου τα σύμβολα είναι: $r_{p,t}$ είναι η φυσιολογική απόδοση του A/K (normal return), α_p είναι η μη φυσιολογική απόδοση (abnormal return), r_f είναι το

επιτόκιο χωρίς κίνδυνο και r_{mt} είναι η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Σύμφωνα με τη μέθοδο της διαφορικής απόδοσης, ο βασικός σκοπός της προσέγγισης είναι ο υπολογισμός της απόδοσης, που θα έπρεπε να έχει το αμοιβαίο κεφάλαιο με βάση το συστηματικό κίνδυνο τον οποίο εμπεριέχει.

Η απόδοση αυτή ονομάζεται στη διεθνή βιβλιογραφία «φυσιολογική απόδοση» (normal return) και παρουσιάζεται μαθηματικά ως εξής :

$$N(r_{ap}) = r_{fo} + \beta_p(r_{am} - r_{fo})$$

Στη συνέχεια υπολογίζεται η διαφορά της πραγματοποιηθείσας από τη φυσιολογική απόδοση (abnormal return), η οποία εκφράζεται από τον τύπο :

$$A_{pe} = r_{ap} - N(r_{ap})$$

Επιστρέφοντας στο τύπο της παλινδρόμησης του Jensen, η όλη χρησιμότητα της τεχνικής του έγκειται στην ικανότητα προσδιορισμού ενός αξιόπιστου $\alpha A/K$. Στην παλινδρόμηση αυτή το $\alpha A/K$ (άλφα) μετρά την ικανότητα των διαχειριστών να επιτύχουν αποδόσεις οι οποίες υπερβαίνουν την αναμενόμενη απόδοση για τον κίνδυνο που εμφανίζουν και τα επιτόκια που επικρατούν. Σύμφωνα με το ΥΑΚΣ και στο πλαίσιο μιας αποτελεσματικής κεφαλαιαγοράς, η αναμενόμενη απόδοση των διαχειριστών είναι αυτή που προσδιορίζεται από τη γραμμή αξιόγραφων στο επίπεδο κινδύνου του αμοιβαίου κεφαλαίου. Εφόσον από τις αποδόσεις στην έχει αφαιρεθεί η απόδοση του ακίνδυνου αξιόγραφου, η παράμετρος $\alpha A/K$ δεν θα πρέπει να διαφέρει από το μηδέν. Στο βαθμό που οι διαχειριστές ενός αμοιβαίου κεφαλαίου έχουν ικανότητες ορθής επιλογής των

αξιόγραφων και επιτυγχάνουν αποδόσεις πέραν των αναμενόμενων, το $\alpha A/K$ θα είναι στατιστικά σημαντικό και μεγαλύτερο του μηδενός. Αντίθετα, εάν οι διαχειριστές ενός αμοιβαίου κεφαλαίου δεν έχουν την ικανότητα να προβούν στη σωστή διαφοροποίηση του κινδύνου ή στην επιλογή των αξιόγραφων που δεν είναι υπερτιμημένα, τότε είναι δυνατόν τα αμοιβαία κεφάλαια να επιτύχουν επιδόσεις κατώτερες των αναμενόμενων. Στην περίπτωση αυτή το $\alpha A/K$ θα ήταν αρνητικό και στατιστικά σημαντικό. Ενώ το πρόσημο του $\alpha A/K$ υποδηλώνει την επιτυχημένη (θετικό) ή αποτυχημένη (αρνητικό) διαχείριση που εξασκείται στο αμοιβαίο κεφάλαιο, η στατιστική σημαντικότητα είναι το απαραίτητο στοιχείο που πιστοποιεί ή όχι την επιτυχία ή την αποτυχία των διαχειριστών. Η ανυπαρξία στατιστικής σημαντικότητας του $\alpha A/K$ οδηγεί στο συμπέρασμα ότι το αμοιβαίο κεφάλαιο απλά επιτυγχάνει την αναμενόμενη απόδοση.

Συνοψίζοντας, εάν $\alpha A/K = 0$ και στατιστικά σημαντικός, τότε ο διαχειριστής επέτυχε καλύτερη απόδοση από αυτή που θα ανέμενε με βάση τον κίνδυνο που ανέλαβε, εάν $\alpha A/K > 0$ και στατιστικά σημαντικός, ο διαχειριστής επικρίνεται για τη διαχείρισή του και τέλος εάν $\alpha A/K$ είναι στατιστικά ίσος με το μηδέν, τότε ο διαχειριστής επέτυχε απλά την αναμενόμενη απόδοση σε σχέση με τον κίνδυνο που είχε αναλάβει.

Ο Jensen εφάρμοσε τη μεθοδολογία του σε 115 ανοικτά αμοιβαία κεφάλαια στην περίοδο 1945 – 1964. Τα αποτελέσματα, από τη μελέτη αυτή είναι παρόμοια των αποτελεσμάτων του Sharpe : η αποδοτικότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων μετά τον υπολογισμό των διαχειριστικών εξόδων ήταν κατώτερη της αποδοτικότητας ενός τυχαία επιλεγμένου χαρτοφυλακίου που είχε παρόμοιο κίνδυνο. Αλλά ακόμη και χωρίς τον υπολογισμό των εξόδων, η αποδοτικότητα

των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν διέφερε από αυτή του τυχαία επιλεγμένου χαρτοφυλακίου. Έτσι συμπεραίνεται ότι γενικά οι διαχειριστές δεν χαρακτηρίζονται από ιδιαίτερες ικανότητες επιλογής ή διαχείρισης χαρτοφυλακίου, ακόμη και μετά από κατοχή και αξιοποίηση ιδιωτικών πληροφοριών.

3. ΕΠΙΛΕΚΤΙΚΟΤΗΤΑ (SELECTIVITY) ΚΑΙ ΣΥΓΧΡΟΝΙΣΜΟΣ (TIMING)

Η αποδοτικότητα που επιτυγχάνουν τα αμοιβαία κεφάλαια είναι ένα πρώτο στοιχείο που υποδηλώνει την ύπαρξη ικανότητας των διαχειριστών να εφαρμόσουν κατάλληλη επενδυτική πολιτική. Όμως δεν θα πρέπει να παραβλεφθεί το 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.

Η ικανότητα των διαχειριστών (εφόσον υπάρχει) αποτυπώνεται στην αποδοτικότητα του αμοιβαίου κεφαλαίου άσχετα με ποιο τρόπο εκφράζεται στο πλαίσιο της εφαρμογής της επενδυτικής πολιτικής. Μπορεί όμως να διακριθεί σε δύο βασικές διαστάσεις : Ικανότητα επιλογής αξιόγραφων (stock selection / selectivity - επιλεκτικότητα) και ικανότητα επιλογής χρονικής τοποθέτησης (market timing - συγχρονισμός). Η δυνατότητα διάκρισης μεταξύ των δύο δυνατοτήτων επιτρέπει την αξιολόγηση των διαχειριστών με βάση τις υπηρεσίες που προσφέρουν.

Υπόδειγμα Treynor – Mazuy

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

Η προσπάθεια αναγνώρισης της ικανότητας των διαχειριστών να επιλέγουν ορθώς τα αξιόγραφα στο χαρτοφυλάκιο, ξεκίνησε από το 1966. Οι Treynor και Mazuy (1966) δημιούργησαν ένα υπόδειγμα όπου αποδίδουν την απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων, πέραν αυτής που εξηγείται από τη μεταβολή του χαρτοφυλακίου της αγοράς, στην ικανότητα των διαχειριστών να επιλέγουν τα κατάλληλα αξιόγραφα και στην ικανότητά τους να επιλέγουν το χρόνο ώστε να τοποθετηθούν κατάλληλα στην κεφαλαιαγορά. Το υπόδειγμα αυτό είναι μια παραλλαγή του υποδείγματος του Jensen και δίνεται από τον τύπο :

$$(AA/K - AEΓEΔ) = \alpha A/K + \beta A/K(AΓΔΧAA - AEΓEΔ) + \gamma A/K(AΓΔΧAA - AEΓEΔ)^2 + \epsilon A/K$$

Η διαφορά στην εξίσωση αυτή είναι ότι έχει προστεθεί ένας δεύτερος παράγοντας του τετραγώνου της επί πλέον απόδοσης του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Στο πλαίσιο της εξίσωσης, ο εκτιμητής $\alpha A/K$ αντιπροσωπεύει την ικανότητα των διαχειριστών να επιλέγουν τα αξιόγραφα στο χαρτοφυλάκιο, ο $\beta A/K$ μετρά το συστηματικό κίνδυνο του αμοιβαίου κεφαλαίου και ο $\gamma A/K$ την ικανότητα των διαχειριστών να επιλέγουν τη χρονική στιγμή ώστε να τοποθετηθούν στην αγορά κατάλληλα εν μέσω απρόβλεπτων μεταπτώσεων που αυτή εμφανίζει. Θετικές τιμές των $\alpha A/K$ και $\gamma A/K$ υποδηλώνουν αντίστοιχη ικανότητα των διαχειριστών, ενώ αρνητικές τιμές την ύπαρξη ανικανότητας. Τέλος, τιμές των εκτιμητών που δεν είναι στατιστικά διαφορετικές από το μηδέν υποδηλώνουν έλλειψη ικανότητας.

Υπόδειγμα Henriksson – Merton

Οι Henriksson και Merton υποθέτουν ότι η τιμή του συστηματικού κινδύνου των αμοιβαίων κεφαλαίων μπορεί να πάρει δύο τιμές ανάλογα με το εάν η χρηματιστηριακή αγορά είναι ανοδική ($r_m - r_f > 0$), ή καθοδική ($r_m - r_f < 0$).

Εάν ο διαχειριστής είναι ικανός να προβλέψει με επιτυχία την πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς, τότε θα τροποποιήσει τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου του ως εξής:

α) εάν η χρηματιστηριακή αγορά βρίσκεται σε ανοδική φάση, τότε ο διαχειριστής μειώνει τα διαθέσιμά του και αυξάνει το ποσοστό των μετοχών στο χαρτοφυλάκιο του, αυξάνοντας παράλληλα και το συντελεστή βήτα.

β) εάν η αγορά βρίσκεται σε καθοδική φάση, ο διαχειριστής περιορίζει το ποσοστό των μετοχών του, αυξάνοντας τα διαθέσιμά του ή τα χρεόγραφα σταθερής απόδοσης, μειώνοντας παράλληλα το συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου.

Ικανότητα επιλογής χρονικής τοποθέτησης (συγχρονισμός- timing)

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

Με τη δημιουργία ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου, οι διαχειριστές επωφελούνται από τις μεταπτώσεις της χρηματιστηριακής αγοράς καταφεύγοντας σε ασφαλείς τοποθετήσεις σε περίπτωση πτώσης του

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

4. Η ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΤΗΣ MORNINGSTAR

Η εταιρεία της οποίας το όνομα είναι περισσότερο από κάθε άλλη, συνώνυμο με την ορθή και αξιόπιστη αξιολόγηση αμοιβαίων κεφαλαίων είναι η Morningstar Inc.

Η Morningstar Inc. ιδρύθηκε το 1985 από τον Joe Mansueto και έχει την έδρα της στο Σικάγο. Απευθύνεται τόσο σε ατομικούς επενδυτές και επαγγελματίες, όσο και σε θεσμικούς επενδυτές και μέσα ενημέρωσης για κατανοητή και αντικειμενική πληροφόρηση. Αυτό προσπαθεί να επιτύχει παρέχοντας δεδομένα, αναλύσεις και σχολιασμό για περισσότερα από 8.500 αμοιβαία κεφάλαια. Τα προϊόντα της είναι διαθέσιμα σε έντυπη μορφή, σε CD-ROM και στο Internet.

Η Morningstar, έχει καταξιωθεί μέσα από τα δύο κριτήρια που προτείνει για

την αξιολόγηση των αμοιβαίων κεφαλαίων: το Morningstar Category Rating και το Morningstar Star Rating.

Δεν είναι υπερβολή να πούμε ότι το σύστημα αξιολόγησής της ασκεί καθοριστική επιρροή στις επιλογές του επενδυτικού κοινού αναφορικά με τα αμοιβαία κεφάλαια στις Η.Π.Α., όπου και δραστηριοποιείται η εταιρεία. Έρευνα που έγινε το 1995 βρήκε ότι πάνω από το 90% των κεφαλαίων που επενδύονται σε αμοιβαία κεφάλαια στις Η.Π.Α., αφορούν αμοιβαία κεφάλαια που η Morningstar έχει κατατάξει στις δύο υψηλότερες κατηγορίες της, των 5 και των 4 αστερίσκων.

Το σύστημα αξιολόγησης της Morningstar:

Η Morningstar υιοθετεί δύο κριτήρια αξιολόγησης όπως έχουμε ήδη αναφέρει:

_ Morningstar Star Rating και το

_ Morningstar Category Rating.

Πρόκειται για μέτρα που τροποποιούν την απόδοση για τον κίνδυνο και ποσοτικοποιούν τη σχέση αυτή, όπως π.χ. το υπόδειγμα του Sharpe ή το άλφα του Jensen. Ενώ όμως ο δείκτης του Sharpe ή το άλφα του Jensen εκφράζονται σε απόλυτους αριθμούς, τα δύο αυτά μέτρα της Morningstar συγκρίνουν το κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο σε σχέση με μία κατηγορία στην οποία το τοποθετούν αρχικά. Παρακάτω περιγράφεται αναλυτικά η διαδικασία βαθμολόγησης των αμοιβαίων κεφαλαίων με βάση αυτά τα δύο μέτρα.

Κίνδυνος κατά Morningstar

Ο κίνδυνος κατά Morningstar εκτιμά την πιθανότητα η απόδοση του χαρτοφυλακίου να είναι τελικά χαμηλότερη από την αναμενόμενη (down – side volatility) σχετικά με την αντίστοιχη πιθανότητα των άλλων χαρτοφυλακίων της αυτής επενδυτικής κατηγορίας (εγχώριες μετοχές, διεθνείς μετοχές, φορολογήσιμα ομόλογα, δημοτικά ομόλογα). Η Morningstar χρησιμοποιεί μια δική της μέθοδο μέτρησης του κινδύνου, η οποία λειτουργεί διαφορετικά από τα παραδοσιακά μέτρα του κινδύνου, όπως ο συντελεστής βήτα και η τυπική απόκλιση – τα οποία θεωρούν τόσο τη μεγαλύτερη όσο και τη μικρότερη από το αναμενόμενο απόδοση ως πρόσθετη μεταβλητότητα. Η Morningstar πιστεύει ότι ο μεγαλύτερος φόβος των επενδυτών είναι αυτός της απώλειας των χρημάτων τους – που ορίζεται ως η απόδοση που είναι χαμηλότερη (underperform) της απόδοσης χωρίς κίνδυνο (risk free rate) που μπορεί ο επενδυτής να διασφαλίσει επενδύοντας σε τρίμηνα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου (treasury bills για τις Η.Π.Α.)

Για να υπολογίσουμε το βαθμό του κινδύνου συγκρίνουμε τη μηνιαία απόδοση των εντόκων γραμματίων. Αθροίζουμε τους μήνες κατά τους οποίους η απόδοση του χαρτοφυλακίου είναι μικρότερη από τη μηνιαία απόδοση του εντόκου γραμματίου και διαιρούμε στη συνέχεια με τον αριθμό των μηνών της εξεταζόμενης περιόδου. Από την παραπάνω πράξη προκύπτει μία μεταβλητή, που αποτελεί τον μηνιαίο μέσο όρο της απόδοσης κάτω του κανονικού, την οποία συγκρίνουμε με την απόδοση άλλων χαρτοφυλακίων που ανήκουν στην ευρύτερη με το προς αξιολόγηση κεφάλαιο επενδυτική κατηγορία (είτε μετοχές, είτε φορολογήσιμα δημόσια ομόλογα ή ιδιωτικές ομολογίες).

Ο βαθμός κινδύνου που προκύπτει κατά αυτόν τον τρόπο εκφράζει πόσο κίνδυνο εμπεριέχει το χαρτοφυλάκιο σε σχέση με το μέσο χαρτοφυλάκιο της κατηγορίας του. Θεωρείται ότι ο μέσος βαθμός κινδύνου για την κατηγορία είναι ίσος με τη μονάδα. Για παράδειγμα ο κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου φορολογήσιμων ομολόγων της τάξεως του 1,35 σημαίνει ότι το χαρτοφυλάκιο εμπεριέχει 35% περισσότερο κίνδυνο από το μέσο χαρτοφυλάκιο φορολογήσιμων ομολόγων για μια δεδομένη περίοδο. Σημειώνεται ότι η Morningstar δεν βαθμολογεί χαρτοφυλάκια για τα οποία έχει στοιχεία για την απόδοσή τους για λιγότερο από τρία έτη.

Απόδοση κατά Morningstar (Morningstar Return)

Η απόδοση κατά Morningstar βαθμολογεί την απόδοση ενός χαρτοφυλακίου σε σχέση με τα άλλα χαρτοφυλάκια της ευρύτερης επενδυτικής του κατηγορίας. Αφού προσαρμόσει το maximum front – end loads, και τις αντίστοιχες προμήθειες εξαγοράς, η Morningstar υπολογίζει την υπερβάλλουσα απόδοση του εκάστοτε χαρτοφυλακίου, η οποία ορίζεται ως η απόδοση προσαρμοσμένη στο load μείον την απόδοση του τρίμηνου εντόκου γραμματίου για την ίδια περίοδο. Η χρήση της υπερβάλλουσας αντί της καθαρής απόδοσης αντανακλά την πεποίθηση ότι τα αμοιβαία κεφάλαια πρέπει να αξιολογούνται μόνο για τις αποδόσεις τις υπερβαίνουσες αυτές του ΕΓΕΔ, που είναι ουσιαστικά επένδυση μηδενικού κινδύνου.

Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις του χαρτοφυλακίου συγκρίνονται με την υψηλότερη ανάμεσα στη μέση υπερβάλλουσα απόδοση της ίδιας ευρύτερης επενδυτικής του κατηγορίας και του τρίμηνου εντόκου γραμματίου. Η τελευταία αυτή προσαρμογή αποτρέπει οποιεσδήποτε αλλοιώσεις του

αποτελέσματος οφειλόμενες σε χαμηλές ή αρνητικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις στον παρονομαστή της εξίσωσης που παρουσιάζεται παρακάτω.

Χαμηλές ή αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις θα μπορούσαν να σημειωθούν σε περιόδους παρατεταμένης ύφεσης της οικονομίας. Η εξίσωση που χρησιμοποιείται είναι:

(ΑΠΟΔΟΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ – ΑΠΟΔΟΣΗ 3ΜΗΝΟΥ ΕΓΕΔ) /
ΥΨΗΛΟΤΕΡΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΕ (ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ
ΚΑΤΗΓΟΡΙΑΣ – ΑΠΟΔΟΣΗ 3ΜΗΝΟΥ ΕΓΕΔ) και ΑΠΟΔΟΣΗ 3ΜΗΝΟΥ
ΕΓΕΔ.

Η προκύπτουσα απόδοση κατά Morningstar αξιολογείται σε σχέση είτε με την μέση υπερβάλλουσα απόδοση της αντίστοιχης επενδυτικής κατηγορίας είτε με την απόδοση του 3μηνου εντόκου γραμματίου. Εξαρτάται από το ποια είναι υψηλότερη. Ειδική υποσημείωση υποδεικνύει τη χρησιμοποίηση της απόδοσης του 3μηνου ΕΓΕΔ ως μέτρο σύγκρισης. Αν χρησιμοποιείται η μέση υπερβάλλουσα απόδοση της αντίστοιχης επενδυτικής κατηγορίας ως μέσο σύγκρισης, ο αριθμός 1,00 αντιπροσωπεύει την απόδοση της κατηγορίας. Έτσι, ο αριθμός 1,10 σημαίνει ότι το χαρτοφυλάκιο σημείωσε απόδοση μεγαλύτερη της μέσης υπερβάλλουσας απόδοσης κατά 10%, ενώ ο αριθμός 0,90 συνεπάγεται ότι το χαρτοφυλάκιο σημείωσε απόδοση μικρότερη της μέσης υπερβάλλουσας απόδοσης κατά 10%.

Αντίστοιχα, όταν χρησιμοποιείται η απόδοση του 3μηνου εντόκου γραμματίου ως μέτρο σύγκρισης, ο αριθμός 1,00 σημαίνει ότι η υπερβάλλουσα

απόδοση του χαρτοφυλακίου ισούται με αυτή του εντόκου. Σε περιόδους χαμηλών αποδόσεων, οι raw αποδόσεις ενός χαρτοφυλακίου θα μπορούσαν υποθετικά να είναι μικρότερες από αυτές των εντόκων. Στην προκειμένη περίπτωση θα προέκυπτε αρνητικός αριθμός, όπως $-0,35$, ο οποίος θα σήμαινε ότι οι καθαρές αποδόσεις ήταν 35% χαμηλότερες από αυτές του εντόκου.

Προσδιορισμός «αστεριών» (risk adjusted rating)

Τέλος, ο βαθμός κινδύνου που προσδίδει η Morningstar στο χαρτοφυλάκιο αφαιρείται από τον αντίστοιχο βαθμό απόδοσης. Αυτή είναι η τελική βαθμολογία κατά Morningstar, βάσει της οποίας προσδιορίζονται τα «αστέρια» που λαμβάνει ως αποτέλεσμα της αξιολόγησής του ένα αμοιβαίο κεφάλαιο.

Συνοπτικά η διαδικασία προσδιορισμού των αστεριών έχει ως εξής:

Βήμα 1ο : Τα αμοιβαία κεφάλαια υποδιαιρούνται σε τέσσερις κατηγορίες: εγχώρια μετοχικά A/K, διεθνή μετοχικά A/K, φορολογητέα ομολογιακά A/K και A/K που επενδύουν σε δημοτικές ομολογίες.

Βήμα 2ο : Υπολογισμός βαθμού απόδοσης

A. Υπολογίζεται η υπερβάλλουσα απόδοση κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου, δηλαδή το μέρος της απόδοσης που υπερβαίνει την απόδοση του εντόκου γραμματίου (επιτόκιο χωρίς κίνδυνο) και γίνονται οι απαραίτητες προσαρμογές σε προμήθειες.

B. Υπολογίζεται η μέση υπερβάλλουσα απόδοση κάθε κατηγορίας.

Γ. Διαιρείται η υπερβάλλουσα απόδοση κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου (η προσαρμοσμένη) με τη μέση υπερβάλλουσα απόδοση της αντίστοιχης κατηγορίας. Έτσι προκύπτει το score απόδοσης κατά Morningstar.

Βήμα 3ο : Υπολογισμός βαθμού κινδύνου

A. Συγκρίνουμε τη μηνιαία απόδοση του χαρτοφυλακίου με την απόδοση των εντόκων γραμματίων.

B. Αθροίζουμε τους μήνες κατά τους οποίους η απόδοση του χαρτοφυλακίου είναι μικρότερη από τη μηνιαία απόδοση του εντόκου γραμματίου (underperform) και διαιρούμε στη συνέχεια με τον αριθμό των μηνών της εξεταζόμενης περιόδου. Από την πράξη αυτή προκύπτει ο μέσος όρος της μηνιαίας απόδοσης του A/K κάτω του κανονικού.

Γ. Διαιρείται η παραπάνω μεταβλητή με την αντίστοιχη μέση απόδοση των χαρτοφυλακίων που ανήκουν στην ευρύτερη με το προς αξιολόγηση κεφάλαιο, επενδυτική κατηγορία. Έτσι προκύπτει το score κινδύνου κατά Morningstar.

Βήμα 4ο : Προσδιορισμός «αστεριών» (risk adjusted rating) :

Ο βαθμός κινδύνου που προσδίδει η Morningstar στο χαρτοφυλάκιο αφαιρείται από τον αντίστοιχο βαθμό απόδοσης.

Αυτό είναι και το τελικό score.

Ανάλογα με αυτή την ιεράρχηση, προσδίδονται στα αμοιβαία κεφάλαια από ένας έως πέντε αστερίσκοι ως εξής:

Ανώτατο 10% = *****

Επόμενο 22,5% =*****

Μέση 35% =***

Επόμενο 22,5% **=

Κατώτατο 10% =*

Πρόκειται για μια κανονική κατανομή A/K, όπου η υψηλότερη βαθμολόγηση που μπορεί να λάβει ένα A/K είναι 5 αστερίσκοι, ενώ η χειρότερη είναι ένας αστερίσκος.

ΜΕΡΟΣ Γ:

**ΟΙ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ
ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ**

ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

1. ΟΙ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΑΕΔΑΚ

Ο θεσμός των συλλογικών επενδύσεων είναι ευρύτατα διαδεδομένος διεθνώς. Ειδικότερα στην Ευρωπαϊκή Ένωση δραστηριοποιούνται 28.794 Αμοιβαία Κεφάλαια με συνολικά ενεργητικά ύψους 3.942.852 εκατ. EURO (στοιχεία της 30/06/2004).

Στη χώρα μας ο θεσμός των συλλογικών επενδύσεων παρουσιάζει σημαντική ανάπτυξη, με αποτέλεσμα να υπάρχουν σήμερα στην Ελλάδα 28 Εταιρίες Διαχείρισεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων που διαχειρίζονται 262 Αμοιβαία Κεφάλαια με ύψος ενεργητικών 31,06 δισ. EURO (στοιχεία 31/10/2004). Παράλληλα υπάρχουν 21 Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου των οποίων το ενεργητικό ανέρχεται στα 1,38 δισ. EURO (στοιχεία 31/10/2004).

Οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων ήταν άγνωστοι στη χώρα μας μέχρι το έτος 1972, οπότε με πρωτοβουλία της Εθνικής Τραπέζης της Ελλάδος και της Εμπορικής Τραπέζης ιδρύθηκαν στην Ελλάδα τα πρώτα Αμοιβαία Κεφάλαια και αφού προηγουμένως δημιουργήθηκε το αναγκαίο νομοθετικό πλαίσιο με το νομοθετικό διάταγμα 608/1970.

Η ανάπτυξη των Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων δεν υπήρξε στη χώρα μας η αναμενόμενη αμέσως μετά το έτος 1970. Η μεγάλη ανάπτυξη των συλλογικών επενδύσεων αρχίζει το έτος 1989 και συνεχίζεται μέχρι σήμερα, οφείλεται δε σε μια μεγάλη σειρά αλλαγών που έγιναν στην Ελληνική Οικονομία

και την Ελληνική Κεφαλαιαγορά. Ειδικότερα μετά το 1990 ιδρύεται σημαντικός αριθμός Εταιριών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων από Τράπεζες και Ασφαλιστικές Εταιρίες, όπως επίσης και σημαντικός αριθμός νέων Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου. Το 1991 εκσυγχρονίστηκε και το νομοθετικό πλαίσιο για τη λειτουργία των Εταιριών και του θεσμού των Συλλογικών Επενδύσεων με το Νόμο 1969/91 που ευθυγράμμισε την Ελληνική νομοθεσία με τους κοινοτικούς κανόνες (κοινοτική οδηγία 85/611).

Σήμερα, η λειτουργία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων ρυθμίζεται από το νόμο 3283/2004, ο οποίος αντικατέστησε τις διατάξεις του νόμου 1969/1991.

Με το Ν. 3283/2004 (ΦΕΚ 210/Α/2-11-04) έχουν ενσωματωθεί στην ελληνική νομοθεσία οι κατωτέρω Ευρωπαϊκές Οδηγίες:

- α) 2001/107/ΕΚ για την τροποποίηση της Οδηγίας 85/611/ΕΟΚ σχετικά με ορισμένους ΟΣΕΚΑ, όσον αφορά τη ρύθμιση των εταιριών διαχείρισης και τα απλοποιημένα ενημερωτικά δελτία,
- β) 2001/108/ΕΚ για την τροποποίηση της Οδηγίας 85/611/ΕΟΚ σχετικά με ορισμένους ΟΣΕΚΑ, όσον αφορά τις επενδύσεις τους,
- γ) 2000/64/ΕΟΚ για την τροποποίηση των Οδηγιών 85/611/ΕΟΚ, 92/49/ΕΟΚ, 92/96/ΕΟΚ και 93/22/ΕΟΚ όσον αφορά την ανταλλαγή πληροφοριών με τρίτες χώρες.

Στους παρακάτω πίνακες αναφέρονται οι εταιρείες που διαχειρίζονται τα μεγαλύτερα κεφάλαια και που κατέχουν το μεγαλύτερο ποσοστό της αγοράς τα τελευταία πέντε χρόνια. Με πρώτη ματιά μπορούμε εύκολα να καταλάβουμε ότι οι ΑΕΔΑΚ που αποτελούν θυγατρικές μεγάλων τραπεζών αποτελούν τους μεγαλύτερους «παίχτες» της ελληνικής αγοράς.

Πρωταγωνιστικό πόλο παίζουν τα αμοιβαία κυρίως της EFG - Eurobank ΑΕΔΑΚ, αλλά και της Εθνικής της Άλφα και της Πειραιώς.

Οι εταιρείες διαχειρίσεις με το μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς: (πίνακας 3)

| No | Εταιρείες Διαχείρισης Α/Κ | Συνολικό Ενεργητικό σε € την 1/1/2001 | Μερίδιο Αγοράς 1/1/2001 |
|----|---------------------------|---------------------------------------|-------------------------|
| 1 | ΕFG Α.Ε.Δ.Α.Κ. | 7.412.969.251,09 | 24,00% |
| 2 | ΑΛΡΗΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ. | 6.476.597.967,52 | 20,97% |
| 3 | ΔΙΕΘΝΙΚΗ Α.Ε.Δ.Α.Κ. | 5.184.600.838,75 | 16,78% |
| 4 | ΕΡΜΗΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ. | 2.651.086.015,01 | 8,58% |
| 5 | ΙΝΓ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕΔΑΚ | 1.852.839.788,67 | 6,00% |
| No | Εταιρείες Διαχείρισης Α/Κ | Συνολικό Ενεργητικό σε € την 1/1/2002 | Μερίδιο Αγοράς 1/1/2002 |
| 1 | ΕFG Α.Ε.Δ.Α.Κ. | 9.077.880.003,28 | 33,88% |
| 2 | ΔΙΕΘΝΙΚΗ Α.Ε.Δ.Α.Κ. | 4.240.006.392,98 | 15,82% |
| 3 | ΑΛΡΗΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ. | 3.796.502.093,54 | 14,17% |
| 4 | ΕΡΜΗΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ. | 1.989.956.934,56 | 7,43% |
| 5 | ΙΝΓ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕΔΑΚ | 1.767.083.856,79 | 6,59% |
| No | Εταιρείες Διαχείρισης Α/Κ | Συνολικό Ενεργητικό σε € την 1/1/2003 | Μερίδιο Αγοράς 1/1/2003 |
| 1 | ΕFG Α.Ε.Δ.Α.Κ. | 9.681.267.449,35 | 38,13% |
| 2 | ΔΙΕΘΝΙΚΗ Α.Ε.Δ.Α.Κ. | 4.231.789.831,60 | 16,67% |
| 3 | ΑΛΡΗΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ. | 3.104.985.761,34 | 12,23% |
| 4 | ΕΡΜΗΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ. | 1.861.902.346,00 | 7,33% |
| 5 | ΙΝΓ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕΔΑΚ | 1.501.356.215,05 | 5,91% |

| No | Εταιρείες Διαχείρισης Α/Κ | Συνολικό Ενεργητικό σε € την 1/1/2004 | Μερίδιο Αγοράς 1/1/2004 |
|----|------------------------------|---|-------------------------------|
| 1 | ΕFG Α.Ε.Δ.Α.Κ. | 9.598.925.320,43 | 31,59% |
| 2 | ΔΙΕΘΝΙΚΗ Α.Ε.Δ.Α.Κ. | 7.678.892.434,77 | 25,27% |
| 3 | ΑΛΡΗΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ. | 4.573.791.814,92 | 15,05% |
| 4 | ΕΡΜΗΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ. | 2.053.472.639,00 | 6,76% |
| 5 | ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕΔΑΚ | 1.280.035.384,61 | 4,21% |

2. ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

Έχει ήδη γίνει αναφορά ότι οι βασικές διαστάσεις για την αξιολόγηση των επενδύσεων είναι δύο: η απόδοση και ο κίνδυνος.

Εδώ θα αναφερθούμε στην απόδοση των μετοχικών αμοιβαίων εσωτερικού στο διάστημα του τελευταίου χρόνου και συγκεκριμένα από το Μάρτιο του 2005 έως και το Μάρτιο του 2006 έτσι ώστε τα αποτελέσματα και τα συμπεράσματα του συγκεκριμένου ερευνητικού έργου να είναι όσο το δυνατό επίκαιρα και κατά συνέπεια χρήσιμα για κάθε είδους οικονομικές αναλύσεις.

Ως απόδοση ενός αμοιβαίου εννοούμε τη διαφορά μεταξύ της τιμής εξαγοράς ενός μεριδίου Α/Κ και της τιμής διάθεσης, διαιρούμενης με τη τιμή διάθεσης. Ο παρακάτω πίνακας απεικονίζει τα αμοιβαία κεφάλαια εκείνα τα οποία αναδείχθηκαν «πρωταθλητές» στις αποδόσεις τους.

Κατάταξη Α/Κ με βάση την απόδοση (3/05-3/06) (πίνακας 4)

| ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΑΠΟΔΟΣΗ | Rpt |
|---|-------|
| ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχικό Εσωτ | 64,84 |
| ΝΟΒΑΒΑΝΚ Mid Cap ΑΚ Μετοχικό Εσωτερικού | 62,93 |
| ΕΡΜΗΣ Πρωτοπόρος Μετοχικό Εσωτερικού | 60,74 |
| ΔΗΛΟΣ Small Cap (Μετοχικό Εσωτ.) | 57,16 |
| INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού | 56,13 |

3. ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Ο συνολικός κίνδυνος του μεριδίου του Α/Κ προσεγγίζεται από τη διακύμανση ή την τυπική απόκλιση των αποδόσεων του. Σύμφωνα με τη σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου, ο συνολικός κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου διασπάται σε δύο επιμέρους κινδύνους στο συστηματικό και μη συστηματικό κίνδυνο. Στο παρακάτω πίνακα αναφέρονται τα Α/κ με το μεγαλύτερο συνολικό κίνδυνο.

Κατάταξη με βάση το συνολικό κίνδυνο (πίνακας 5)

| ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟ ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΚΙΝΔΥΝΟ | ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ |
|---|-----------------|
| ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχικό Εσωτ | 2,3420 |
| INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού | 2,2731 |
| ΕΡΜΗΣ Πρωτοπόρος Μετοχικό Εσωτερικού | 2,0476 |
| ΑΚ ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ (ΜΕΣΑΙΑΣ & ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛ.) ΕΣΩΤ | 2,1103 |
| ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ Μετοχικό Εσω | 1,9806 |

4. ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Ο πιο απλός τρόπος προσέγγισης του κινδύνου της αγοράς μέσα σε μια εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά, είναι η χρήση του συντελεστή βήτα. Ο συντελεστής αυτός είναι ένα μέτρο ευαισθησίας της καθαρής τιμής του μεριδίου ενός αμοιβαίου, ως προς το γενικό δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Στον παρακάτω πίνακα περιλαμβάνονται τα Α/Κ με το μεγαλύτερο beta για το διάστημα που μελετάμε.

Κατάταξη με βάση το beta (πίνακας 6)

| ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟ ΣΥΣΤΗΜΑΤΙΚΟ ΚΙΝΔΥΝΟ | beta |
|---|--------|
| ΕΡΜΗΣ Πρωτοπόρος Μετοχικό Εσωτερικού | 1,5833 |
| ΝΟΒΑΒΑΝΚ Mid Cap ΑΚ Μετοχικό Εσωτερικού | 1,5624 |
| ΙΝΤΕΡΑΜΕΡΙΚΑΝ Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού | 1,4859 |
| ΑΚ ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ (ΜΕΣΑΙΑΣ & ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛ.) ΕΣΩΤ | 1,3931 |
| ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχικό Εσωτ | 1,3556 |

5. ΜΕΤΡΑ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΑ ΣΤΟ ΚΙΝΔΥΝΟ

Η γνώση του επιπέδου κινδύνου, μας επιτρέπει να χρησιμοποιήσουμε διαφορετικές μεθόδους για την αξιολόγηση της επίδοσης ενός αμοιβαίου. Η κυριότερη μέθοδος που έχει αναπτυχθεί στη διεθνή βιβλιογραφία είναι η μέθοδος της απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου. Το πρώτο μέτρο είναι ο λόγος του Τρεϋνορ, που εκφράζει την υπερβάλλουσα απόδοση του Α/Κ, η οποία προκύπτει από τη διαφορά της απόδοσης από το επιτόκιο δια της μεταβλητικότητας των αποδόσεων του Αμοιβαίου όπως εκφράζονται από το beta. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται τα Α/Κ με την καλύτερη αξιολόγηση στο διάστημα που μελετάμε:

Κατάταξη κατά Τρεϋνορ (πίνακας 7)

| ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΚΑΤΑ ΤΡΕΥΝΟΡ |
|--|
| Εγνατία ΑΘΗΝΑ Δυναμικό (Μετοχών Εσωτ.) |
| ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μετοχικό Εσωτ |
| ΛΑΪΚΗ Επιλεγμένων Αξιών Μετοχικό Εσωτ |
| ΓΕΝΙΚΗ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΑΞΙΩΝ |
| ΑΛΦΑ ΤΡΟΥΣΤ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.) |

Το δεύτερο μέτρο είναι ο λόγος του Sharpe που εκφράζει την υπερβάλλουσα απόδοση του A/K, η οποία προκύπτει από τη διαφορά της απόδοσης από το επιτόκιο δια της μεταβλητικότητας των αποδόσεων του Αμοιβαίου όπως εκφράζονται από τη τυπική απόκλιση. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται τα A/K με την καλύτερη αξιολόγηση στο διάστημα που μελετάμε:

Κατάταξη κατά Sharpe (πίνακας 8)

| ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΚΑΤΑ SHARPE |
|---|
| INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ |
| EUROBANK ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ Μετοχικό Εσωτερικού |
| ALPHA Athens Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού |
| ΕΛΛΗΝΙΚΗ TRUST Μετοχικό Εσωτερικού |
| AAAB A.K. Blue Chip Μετοχών Εσωτερικού |

6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Από ένα σύνολο 60 μετοχικών A/K εσωτερικού, **28 κατάφεραν να ξεπεράσουν τον Γενικό Δείκτη** του χρηματιστηρίου, σε όρους απλής απόδοσης. Όμως σε όρους συνδυασμένης απόδοσης, προσαρμοσμένης στον κίνδυνο, πολύ περισσότερα A/K (42) ξεπέρασαν τον Δείκτη κατά το έτος 2005.

Όπως ήταν φυσικό **στις κορυφαίες θέσεις βρέθηκαν A/K** που επενδύουν στις μετοχές μεσαίας κεφαλαιοποίησης. Παρ' όλα αυτά, σημαντικός αριθμός μετοχικών A/K που επένδυσαν σε μετοχές του Γενικού Δείκτη πέτυχαν υψηλότερες αποδόσεις από αυτόν, με πολύ μικρότερο κίνδυνο.

Τα έξι μεγαλύτερα σε μέγεθος Α/Κ, που αποτελούν περίπου το 60% του συνόλου του ενεργητικού των μετοχικών Α/Κ εσωτερικού, πέτυχαν ιδιαίτερα ικανοποιητικές αποδόσεις για τρίτη συνεχόμενη χρονιά, με σημαντικές αθροιστικές αποδόσεις τριετίας και αντίστοιχη ασφάλεια.

Πιο συγκεκριμένα, η απόδοση του Alpha Blue Chips μετοχικό εσωτερικού ανήλθε στο 103,7%, του Δήλος Blue Chips μετοχικό εσωτερικού στο 89,99% και του Alpha μετοχικό εσωτερικού στο 102,84%.

Εξάλλου, η απόδοση του Ερμής Δυναμικό μετοχικό εσωτερικού διαμορφώθηκε στο 87,79%, του Interamerican Αναπτυσσόμενων Εταιριών μετοχικό εσωτερικού στο 40,32% και του Eurobank Value FTSE/ASE-20 Index Fund (μετοχικό εσωτερικού) στο 82,87%.

Παρά τις προσφερόμενες ικανοποιητικές αποδόσεις, τόσο σε επίπεδο έτους όσο και σε επίπεδο τριετίας, παρατηρήθηκαν αρκετές ρευστοποιήσεις μεριδίων, ιδιαίτερα στο Alpha Blue Chips (97 εκατ. ευρώ), στο Ερμής Δυναμικό (74 εκατ. ευρώ) και στο Alpha Μετοχικό Εσωτερικού (68 εκατ. ευρώ).

Αντίθετα, σημαντικές εισροές παρατηρήθηκαν στο Interamerican Δυναμικό (130,65 εκατ. ευρώ) και στα Α/Κ της Eurobank Midcap Private Sector (50 εκατ. ευρώ) και Value Index FTSE/ASE-20.

Ένα ιδιαίτερα ενδιαφέρον χαρακτηριστικό του έτους ήταν η αξιολόγηση ορισμένων Α/Κ μεγάλων εταιριών διαχείρισης (EFG Eurobank-Εθνική) από τη γνωστή εταιρία Morningstar.

Η αξιολόγηση της επίδοσης των Α/Κ από ανεξάρτητους οργανισμούς και η αντίστοιχη δημοσιοποίηση των αποτελεσμάτων αυτών στο ευρύ επενδυτικό κοινό **θα ενδυναμώσει ακόμα περισσότερο τον θεσμό των Α/Κ** στη συνείδηση του επενδυτικού κοινού και θα συμβάλει στην αποτελεσματικότητα της εγχώριας χρηματιστηριακής αγοράς.

Τέλος, η δυνατότητα διαχείρισης ασφαλιστικών ταμείων από τις ΑΕΔΑΚ θα ωφελήσει μακροπρόθεσμα τους επενδυτές αλλά και την εγχώρια οικονομία.

Συμπεράσματα

Το 2005, σε αντίθεση με το 2004 και 2003, σχεδόν ολόκληρη η αγορά των μετοχικών Α/Κ εσωτερικού προσέφερε ικανοποιητικές αποδόσεις στους μεριδιούχους της.

Η συσσωρευμένη εμπειρία των διαχειριστών, ο αυξημένος ανταγωνισμός και η ορθολογικοποίηση της χρηματιστηριακής αγοράς, αποτέλεσμα της εισόδου σημαντικών ξένων θεσμικών κεφαλαίων, είχε θετικό αντίκτυπο στη διαχείριση των ΑΕΔΑΚ.

Την τελευταία τριετία, **η πλειονότητα των μετοχικών Α/Κ εσωτερικού** προσέφερε ικανοποιητικές αποδόσεις, αναδεικνύοντας τη μακροπρόθεσμη φύση της επένδυσης αυτής.

Τέλος, **απαιτείται ιδιαίτερη προσοχή στη διαφημιστική προβολή** ορισμένων μετοχικών Α/Κ. Η απλή παράθεση της απόδοσης του Α/Κ για περιορισμένο χρονικό διάστημα χωρίς στοιχεία αναφορικά με τον κίνδυνο αλλά και το κατάλληλο χαρτοφυλάκιο αναφοράς (benchmark), αν και σύννομη, είναι

πιθανό να λειτουργήσει παραπλανητικά στο μη εκπαιδευμένο επενδυτικό κοινό.

Το θέμα όμως αυτό θα μπορούσε να αποτελέσει μια ξεχωριστή μελέτη.

Οι διακρίσεις που έλαβαν τα Α/Κ που διαχειρίζεται η EFG Α.Ε.Δ.Α.Κ. τον Αύγουστο του 2005 είναι:

- Eurobank Δυναμικό Ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού (5 αστέρια)

- Interamerican Διεθνών Ευκαιριών Μετοχικό Εξωτερικού (5 αστέρια)

- Eurobank Βραχυπρόθεσμων Τοποθετήσεων Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εξωτερικού (4αστέρια)

- Interamerican Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού (4 αστέρια)

- Eurobank Εταιρικών Ομολόγων Ομολογιακό Εξωτερικού (3 αστέρια)

- Eurobank Plus Ομολογιακό Εξωτερικού (3 αστέρια)

ΜΕΡΟΣ Ε:

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1.

Πίνακας εμπειρικών αποτελεσμάτων: (πίνακας 8)

| A/K | a | beta | TOTAL RISK | Rpt | SHARPE | TREYNOR |
|--------------------|---|--------|------------|-------|--------|---------|
| ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ. | - | 0,9737 | 0,7518 | 45,27 | 56,891 | 43,926 |

| | | | | | | |
|--|--------|--------|--------|-------|---------|--------|
| | 0,0306 | | | | | |
| ALLIANZ | 0,0407 | 1,0676 | 0,7231 | 51,63 | 67,9404 | 46,021 |
| ALPHA Athens Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού | 0,2255 | 0,9666 | 0,4976 | 48,09 | 91,6143 | 47,165 |
| ALPHA TRUST (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.) | 0,5345 | 0,7710 | 1,4159 | 42,85 | 28,4978 | 52,335 |
| ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού | 0,2549 | 1,0711 | 0,8335 | 55,3 | 63,3473 | 49,295 |
| ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού | 0,0750 | 0,9018 | 0,6935 | 43,02 | 58,4283 | 44,932 |
| CitiFund Μετοχικό Εσωτερικού | 0,2019 | 1,0107 | 0,7146 | 50,99 | 67,8578 | 47,975 |
| EUROBANK Value FTSEASE 20 Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού | - | - | - | - | - | - |
| EUROBANK ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ Μετοχικό Εσωτερικού | 0,0278 | 0,9256 | 0,6711 | 42,72 | 59,927 | 43,452 |
| GENIKI EΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΑΞΙΩΝ | 0,0751 | 0,9296 | 0,4531 | 44,52 | 92,7392 | 45,204 |
| GENIKI EΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΑΞΙΩΝ | 0,5824 | 0,8764 | 1,2198 | 49,43 | 38,4721 | 53,55 |
| HSBC AK TOP 20 Μετοχών Εσωτ | 0,1733 | 0,7914 | 1,1441 | 38,55 | 31,5107 | 45,552 |
| HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.) | - | - | - | - | - | - |
| HSBC Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης Μετοχών Εσωτερικού | 0,5001 | 1,0306 | 1,2019 | 41,12 | 32,1336 | 37,475 |
| HSBC Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης Μετοχών Εσωτερικού | 0,4734 | 1,1283 | 1,2959 | 46,8 | 34,1837 | 39,262 |
| ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ AK Μετοχικό Εσωτ | 0,4704 | 0,7712 | 1,9806 | 41,78 | 19,8324 | 50,932 |
| ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μετοχικό Εσωτ | 0,8346 | 0,8436 | 1,2591 | 51,59 | 38,988 | 58,188 |
| ΑΑΑΒ Α.Κ. Μετοχών Εσωτερικού | 0,0633 | 0,8735 | 1,3837 | 41,23 | 27,9905 | 44,341 |
| INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού | - | - | - | - | - | - |
| INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού | 1,1311 | 1,4859 | 2,2731 | 56,13 | 23,5932 | 36,092 |
| MARFIN Premium Μετοχικό Εσωτερικού | - | - | - | - | - | - |
| MARFIN Premium Μετοχικό Εσωτερικού | 0,0384 | 0,6500 | 0,9750 | 28,36 | 26,5231 | 39,784 |
| INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ | - | - | - | - | - | - |
| INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ | 0,1002 | 0,9428 | 0,4274 | 42,56 | 93,7201 | 42,491 |
| MARFIN Medium Μετοχικό Εσωτερικού | - | - | - | - | - | - |
| MARFIN Medium Μετοχικό Εσωτερικού | 0,4844 | 1,1507 | 1,1114 | 47,89 | 40,8397 | 39,445 |
| NOVABANK BLUE CHIPS | 0,4616 | 0,7932 | 0,6841 | 43,03 | 59,2493 | 51,094 |
| NOVABANK Mid Cap AK Μετοχικό Εσωτερικού | - | - | - | - | - | - |
| NOVABANK Mid Cap AK Μετοχικό Εσωτερικού | 0,9960 | 1,5624 | 2,1115 | 62,93 | 28,6196 | 38,677 |
| PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού | 0,0426 | 0,8406 | 1,0200 | 39,22 | 35,9996 | 43,685 |
| AK ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ (ΜΕΣΑΙΑΣ & ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛ.) ΕΣΩΤ | - | - | - | - | - | - |
| AK ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ (ΜΕΣΑΙΑΣ & ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛ.) ΕΣΩΤ | 1,4548 | 1,3931 | 2,1103 | 45,82 | 20,5276 | 31,096 |
| AK ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ | 0,1495 | 0,8268 | 0,9082 | 40,1 | 41,4015 | 45,479 |
| ΑΑΑΒ Α.Κ. Blue Chip Μετοχών Εσωτερικού | 0,0945 | 0,9495 | 0,5783 | 45,91 | 75,0589 | 45,718 |
| ΑΑΑΒ Α.Κ. Ελληνικό Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού | 0,0212 | 0,9543 | 0,8528 | 45,01 | 49,8493 | 44,545 |
| ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού | - | - | - | - | - | - |
| ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού | 0,1818 | 0,8734 | 0,5355 | 37,66 | 65,6533 | 40,254 |
| ΔΗΛΟΣ Small Cap (Μετοχικό Εσωτ.) | 0,4280 | 1,0550 | 1,3089 | 57,16 | 41,7601 | 51,809 |
| ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.) | 0,1627 | 0,9652 | 0,7901 | 47,81 | 57,3463 | 46,945 |
| ΔΗΛΟΣ Top-30 (Μετοχικό Εσωτερικού) | 0,0113 | 0,9080 | 0,8298 | 42,36 | 48,0384 | 43,898 |
| ΔΗΛΟΣ Υποδομής & Κατασκευών (Μετοχικό Εσωτ.) | - | - | - | - | - | - |
| ΔΗΛΟΣ Υποδομής & Κατασκευών (Μετοχικό Εσωτ.) | 0,2355 | 1,0769 | 1,5241 | 47,66 | 29,6301 | 41,934 |
| ΔΗΛΟΣ Χρηματοοικονομικών Εταιριών (Financial) (Μετοχικό Εσωτ.) | - | - | - | - | - | - |
| ΔΗΛΟΣ Χρηματοοικονομικών Εταιριών (Financial) (Μετοχικό Εσωτ.) | 0,3082 | 1,1570 | 0,9351 | 43,01 | 43,3203 | 35,014 |
| Εγνατία ΑΘΗΝΑ Δυναμικό (Μετοχών Εσωτ.) | 1,2125 | 0,8290 | 1,8814 | 56,8 | 28,8621 | 65,497 |
| Εγνατία ΑΘΗΝΑ Δυναμικό (Μετοχών Εσωτ.) | - | - | - | - | - | - |
| Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ.) | 0,0882 | 0,9579 | 1,0034 | 43,51 | 40,8695 | 42,813 |
| ΕΛΛΗΝΙΚΗ TRUST Μετοχικό Εσωτερικού | - | - | - | - | - | - |
| ΕΛΛΗΝΙΚΗ TRUST Μετοχικό Εσωτερικού | 0,1589 | 1,0275 | 0,5507 | 46,25 | 79,4418 | 42,578 |
| ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχών Εσωτερικού | - | - | - | - | - | - |
| ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχών Εσωτερικού | 0,0807 | 0,9675 | 0,3745 | 44,19 | 111,317 | 43,092 |
| ΕΡΜΗΣ Πρωτοπόρος Μετοχικό Εσωτερικού | - | - | - | - | - | - |
| ΕΡΜΗΣ Πρωτοπόρος Μετοχικό Εσωτερικού | 1,1972 | 1,5833 | 2,0476 | 60,74 | 28,443 | 36,785 |
| ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.) | 0,0491 | 1,0035 | 0,8961 | 48,14 | 50,9346 | 45,479 |
| ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Αναπτυσ. Επιχ. (Μετοχ. Εσωτ.) | - | - | - | - | - | - |
| ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Αναπτυσ. Επιχ. (Μετοχ. Εσωτ.) | 0,5105 | 1,3017 | 1,4871 | 55,93 | 35,9298 | 41,047 |
| ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχικό Εσωτ | - | - | - | - | - | - |
| ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχικό Εσωτ | 0,1610 | 1,3556 | 2,3420 | 64,84 | 26,6183 | 45,988 |
| Π&Κ FTSE-20 Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού | 0,1677 | 0,9555 | 0,8693 | 47,34 | 51,5832 | 46,927 |
| Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού | 0,1109 | 0,8864 | 0,8344 | 42,71 | 48,1918 | 45,362 |
| ΩΜΕΓΑ INVEST AK Μετοχικό Εσωτερικού | - | - | - | - | - | - |
| ΩΜΕΓΑ INVEST AK Μετοχικό Εσωτερικού | 0,1455 | 0,8584 | 1,1595 | 37,36 | 30,0641 | 40,609 |
| ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ AK Μετοχικό Εσωτ | 0,0740 | 0,8156 | 1,1890 | 38,35 | 30,1522 | 43,956 |

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2.

Πίνακας με όλους τους νόμους και αποφάσεις περί αμοιβαίων κεφαλαίων

ΦΕΚ 295 - Ν.2778/ 30.12.1999

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ - ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ

Ν.2892 ΦΕΚ 46/Α/9.3.2001

Άρθρο 18: Τροποπ. Ν.2778/1999

Άρθρα 6 και 7: Τροποπ. Ν.2190/1920 και Ν.2843/2000

ΑΠΟΦΑΣΗ Ε.Κ. 7/259/19.12.2002

Καθορισμός ελάχιστου περιεχομένου ασφαλιστικών συμβολαίων των ακινήτων στα οποία επενδύουν τα αμοιβαία κεφάλαια ακίνητης περιουσίας και οι εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία.

ΑΠΟΦΑΣΗ Ε.Κ. 8/259/19.12.2002

Περιεχόμενο της εξαμηνιαίας/ετήσιας έκθεσης και της κατάστασης επενδύσεων αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας και της εξαμηνιαίας κατάστασης επενδύσεων ανώνυμης εταιρείας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία.

ΦΕΚ 949 Β' / 31.07.2000

Καθορισμός Μεθόδων Αποτίμησης Στοιχείων Ακίνητης Περιουσίας των Α.Κ. & των Ε.Ε.Χ. ακίνητης περιουσίας

ΕΓΚΥΚΛΙΟΣ 8/ 7.11.2000

Πρόληψη & Καταστολή της νομιμοποίησης παρανόμων εσόδων.

ΕΓΚΥΚΛΙΟΣ 13/11.10.2001

Συμπλήρωση της υπ'αριθ. 8 Εγκυκλίου

ΕΓΚΥΚΛΙΟΣ 14/21.2.2002

Πρόσθετα Μέτρα

ΕΓΚΥΚΛΙΟΣ 16/ 5.12.2002

Συναλλαγές που πρέπει να εξετάζονται με ιδιαίτερη προσοχή.

ΕΓΚΥΚΛΙΟΣ 17 / 31.7.2003

Πρόληψη και καταστολή της νομιμοποίησης παράνομων εσόδων. Συναλλαγές που πρέπει να εξετάζονται με ιδιαίτερη προσοχή.

ΕΓΚΥΚΛΙΟΣ Ε.Κ. ΑΡ.27 / 26.10.2005

Τροποποίηση Εγκυκλίου υπ'αριθ.8 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

ΑΠΟΦΑΣΗ Ε.Κ. 5/204 / 14.11.2000 (ΦΕΚ Β/1487/6.12.2000)

Κανόνες Συμπεριφοράς Εισηγμένων

ΕΓΚΥΚΛΙΟΣ Ε.Κ. ΑΡΙΘ. 10/21.6.2001

Διευκρινίσεις επί της Αποφάσεως 5/204/14.11.2000 (ΦΕΚ 1487Β' / 6.12.2000) του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς "Κανόνες Συμπεριφοράς των εταιριών που έχουν εισάγει τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και των συνδεδεμένων με αυτές

προσώπων."

ΕΓΚΥΚΛΙΟΣ 9-6.12.2000

Διευκρινήσεις επί της απόφασης 5/204 / 14.11.2000

ΑΠΟΦΑΣΗ Ε.Κ. 1/319/9.12.2004

Τροποποίηση της απόφασης 5/204/14.11.2000 του ΔΣ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς «Κανόνες συμπεριφοράς των εταιριών που έχουν εισαγάγει τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και των συνδεδομένων με αυτές προσώπων»

ΑΠΟΦΑΣΗ Ε.Κ. 3/348/19.7.2005

Τροποποίηση διατάξεων της απόφασης 5/204/14.11.2000 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 3.

Χρήσιμοι όροι:

| | |
|---|--|
| Α.Ε.Δ.Α.Κ. (Ανώνυμος Εταιρία Διαχειρίσεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων) | Εταιρία με αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Επιπρόσθετα μπορεί να παρέχει και άλλες υπηρεσίες όπως προβλέπονται στο Άρθρο 4 του Ν.3283/04. <u>N. 3283 ΦΕΚ 210/Α/2.11.2004</u> |
| ΑΙΤΗΣΗ ΕΞΑΓΟΡΑΣ | Συνήθως βρίσκεται στην πίσω όψη του τίτλου και είναι απαραίτητη για την "ανάληψη" χρημάτων (μέρους ή όλου του κεφαλαίου). |
| ΑΙΤΗΣΗ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗΣ | Υπογράφεται πάντα μετά την ανάγνωση και αποδοχή του κανονισμού. |
| ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΟΣ | Εξουσιοδοτημένος Αντιπρόσωπος μιας Α.Ε.Δ.Α.Κ., μπορεί να είναι μία άλλη Α.Ε.Δ.Α.Κ., μια Τράπεζα, ασφαλιστική εταιρία, ΕΠΕΥ, ή χρηματιστηριακή εταιρία. Ο Αντιπρόσωπος είναι υπεύθυνος για να εξηγήσει τι ακριβώς είναι κάθε αμοιβαίο, τι κόστος (προμήθειες, αμοιβές κλπ) έχει για τον μεριδιούχο, ενώ οφείλει να έχει στην διάθεση του κοινού, κανονισμούς και ενημερωτικά δελτία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων που διαθέτει. |
| ΑΠΟΔΟΣΗ | Τα Αμοιβαία Κεφάλαια δεν δίνουν τόκο αλλά |

| | |
|---|--|
| | <p>κέρδος και το κέρδος μετριέται σαν απόδοση και δεν είναι τίποτα άλλο από την αύξηση που έχει επιτευχθεί στα χρήματα του μεριδιούχου δηλαδή η διαφορά στην τιμή καθώς και το μέρισμα που λαμβάνει κάθε χρόνο.</p> |
| <p>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ (Αμοιβαίου Κεφαλαίου)</p> | <p>Ονομάζεται η συνολική περιουσία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε τρέχουσες τιμές. Δηλαδή καθημερινά υπολογίζονται οι τιμές των ομολόγων, οι τόκοι, τα μετρητά, οι μετοχές, το συνάλλαγμα κλπ. και αθροίζονται για να προκύψει το ενεργητικό. Η αξία του ενεργητικού μεταβάλλεται τόσο από την διακύμανση της αξίας των επενδύσεων όσο και από τις συμμετοχές και εξαγορές της κάθε ημέρας.</p> |
| <p>ΠΛΗΡΕΣ ΕΝΗΜΕΡΩΤΙΚΟ ΚΑΙ ΑΠΛΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΕΝΗΜΕΡΩΤΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ</p> | <p>Έντυπα τα οποία τίθενται στη διάθεση του επενδυτή και τα οποία περιέχουν τα απαραίτητα στοιχεία που θα επιτρέψουν στους επενδυτές να διαμορφώσουν τεκμηριωμένη γνώμη για την προτεινόμενη επένδυση και τους σχετικούς κινδύνους της.</p> |
| <p>ΕΤΗΣΙΑ & ΕΞΑΜΗΝΙΑΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ (Αμοιβαίου Κεφαλαίου)</p> | <p>Η έκθεση που καταρτίζει η Εταιρία Διαχειρίσεως στο τέλος της ετήσιας διαχειριστικής χρήσης και στο τέλος κάθε εξαμήνου, και τίθεται στη διάθεση των μεριδιούχων. Οι εκθέσεις αυτές περιλαμβάνουν στοιχεία για την περιουσιακή κατάσταση του Α/Κ, για το λογαριασμό αποτελεσμάτων, για τα διανεμόμενα κέρδη ή επανεπενδυόμενα κέρδη, εισροές-εκροές μεριδίων κλπ.</p> |
| <p>ΕΞΑΓΟΡΑ (Αμοιβαίου Κεφαλαίου)</p> | <p>Η διαδικασία "ανάληψης" χρημάτων από Αμοιβαίο Κεφάλαιο. Μπορεί να είναι μερική (συγκεκριμένο ποσό, μέρος του συνολικού κεφαλαίου) ή ολική και απαιτεί συμπλήρωση αίτησης. Τα χρήματα πιστώνονται το αργότερο εντός πέντε ημερών από την υποβολή της αίτησης, στην τιμή εξαγοράς της ημέρας που υποβλήθηκε η αίτηση. Δικαίωμα στην εξαγορά έχουν όλοι οι συμεριδιούχοι ξεχωριστά (κοινός</p> |

| | |
|-------------------------------|--|
| | λογαριασμός). |
| ΕΠΑΝΕΠΕΝΔΥΣΗ | Αναφέρεται στα μερίσματα που τυχόν διανέμει το Αμοιβαίο Κεφάλαιο κάθε χρόνο. Ο μεριδιούχος αντί να τα εισπράξει, μπορεί να χρησιμοποιήσει το ποσό τους για να αποκτήσει νέα μερίδια. |
| ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ | Το Εποπτικό Όργανο των Εταιριών Διαχειρίσεως και των Εταιριών Επενδύσεων. Είναι το αντίστοιχο της Τράπεζας της Ελλάδος για τις Τράπεζες. Υπάγεται στο Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας χορηγεί την άδεια λειτουργίας στις Α.Ε.Δ.Α.Κ. και τις Ε.Ε.Χ. και ελέγχει τη λειτουργία τους. Δέχεται και ερευνά τα παράπονα και καταγγελίες των πολιτών σε ό,τι αφορά τα Α/Κ και ΕΕΧ. |
| ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ (μεριδίου) | Η καθαρή τιμή προκύπτει από τη διαίρεση της αξίας του ενεργητικού του Α/Κ κάθε ημέρας με το συνολικό αριθμό μεριδίων εκείνης της ημέρας. Η καθαρή τιμή (που αναγράφεται στις εφημερίδες καθημερινά) χρησιμοποιείται για να υπολογιστεί η απόδοση των επενδύσεων αλλά και οι τιμές διάθεσης και εξαγοράς. |
| ΘΕΜΑΤΟΦΥΛΑΚΑΣ | Μια τράπεζα που λειτουργεί στην Ελλάδα (Ελληνική ή Ξένη) η οποία φροντίζει για τη φύλαξη της περιουσίας, για τις εισπράξεις και πληρωμές και για τη σωστή εκτέλεση των συναλλαγών. Ο Θεματοφύλακας ελέγχει ανά πάσα στιγμή τη νομιμότητα των κινήσεων της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και την τήρηση του κανονισμού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. |
| ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ | Το κείμενο που περιγράφει τους σκοπούς του κάθε αμοιβαίου, τις υποχρεώσεις, τον τρόπο λειτουργίας και οτιδήποτε αφορά το αμοιβαίο κεφάλαιο. Δεσμεύει τους μεριδιούχους, τον Θεματοφύλακα και την Α.Ε.Δ.Α.Κ. και πρέπει πάντα να διαβάζεται με προσοχή από τους υποψήφιους μεριδιούχους. |

| | |
|-------------------------|---|
| ΚΕΡΔΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ | Είναι τα κέρδη τα οποία πραγματοποιεί το Α/Κ από την πώληση μετοχών, ομολόγων ή και συναλλάγματος σε υψηλότερη τιμή από αυτήν που αγοράστηκαν. |
| ΚΙΝΔΥΝΟΣ (ΡΙΣΚΟ) | Όλες οι επενδύσεις έχουν κάποιο κίνδυνο. Ο κίνδυνος δεν είναι τίποτε άλλο παρά η πιθανότητα να μην επιτευχθεί η προσδοκώμενη απόδοση την οποία ανέμενε ο επενδυτής. Στα μετοχικά και στα ξένα Α/Κ, η πιθανότητα είναι μεγαλύτερη λόγω της φύσεως της επένδυσης ενώ είναι μικρότερη στα Ομολογιακά Α/Κ και στα Α/Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων. |
| ΜΕΡΙΔΙΟ | Το κεφάλαιο των Αμοιβαίων Κεφαλαίων διαιρείται σε μερίδια, όχι σε μετοχές ή ομολογίες. Όταν συμμετέχει κανείς σε Α/Κ, το ποσό που καταθέτει μετατρέπεται σε μερίδια (συνήθως κλασματικό αριθμό) τα οποία δεν αλλάζουν αν δεν προσθέσουμε ή αφαιρέσουμε χρήματα. Έτσι αν κανείς θέλει να μάθει την αξία του κεφαλαίου του σήμερα πρέπει να πολλαπλασιάσει τον αριθμό μεριδίων που κατέχει με την τιμή εξαγοράς που γράφεται στις εφημερίδες. |
| ΜΕΡΙΔΙΟΥΧΟΣ | Όποιος συμμετέχει σε Αμοιβαίο Κεφάλαιο, είναι κάτοχος μεριδίων. |
| ΜΕΡΙΣΜΑ | Οι πρόσοδοι του Αμοιβαίου Κεφαλαίου από τόκους, μερίσματα και κέρδη από κλήρωση υπέρ το άρτιο, δύναται να διανέμονται ετησίως στους μεριδιούχους, αφού προηγουμένως αφαιρεθεί το σύνολο των δαπανών της χρήσης. Ο όρος «δύναται» σημαίνει ότι ο κανονισμός του Α/Κ μπορεί να ορίζει διαφορετικά. |
| ΠΟΘΕΝ ΕΣΧΕΣ | Δεν υπάρχει "πόθεν έσχες" για την αγορά μεριδίων σε Αμοιβαία Κεφάλαια. Αντίθετα τα μερίσματα και τα κέρδη κεφαλαίου που αποκομίζει ο μεριδιούχος μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως τεκμήρια για το μεριδιούχο. |

| | |
|-----------------------------|---|
| ΠΡΟΜΗΘΕΙΑ ΔΙΑΘΕΣΗΣ | Μικρό ποσοστό του κατατιθέμενου κεφαλαίου που παρακρατείται κατά τη συμμετοχή στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο και το οποίο καλύπτει διάφορα έξοδα διάθεσης. Κυμαίνεται ανάλογα με την κατηγορία του Α/Κ και το ύψος της καθορίζεται στον Κανονισμό του Α/Κ, αναγράφεται δε από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. και στην αίτηση συμμετοχής στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο. |
| ΠΡΟΜΗΘΕΙΑ ΕΞΑΓΟΡΑΣ | Ποσοστό του ρευστοποιούμενου ποσού το οποίο παρακρατείται κατά την έξοδο από το Αμοιβαίο Κεφάλαιο και ποικίλει ανάλογα με την κατηγορία του Α/Κ. Καθορίζεται από τον Κανονισμό του Α/Κ και εάν υπερβαίνει ένα συγκεκριμένο ποσοστό, αναγράφεται στην αίτηση συμμετοχής. |
| ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ | Ειδικευμένη εταιρία ή Τράπεζα που συμβουλεύει την Α.Ε.Δ.Α.Κ. για τις επενδύσεις του Α/Κ. Εάν αμείβεται από το Α/Κ η αμοιβή της αναγράφεται στον κανονισμό. |
| ΣΥΜΜΕΡΙΔΙΟΥΧΟΙ | Όσοι συμμετέχουν στα ίδια μερίδια Α/Κ. Έχουν τα ίδια δικαιώματα και υποχρεώσεις με τους συνδικαιούχους κοινού λογαριασμού σε τράπεζες. Ο κάθε συμμεριδιούχος μπορεί να εξαγοράσει μερίδια. |
| ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ | Συμμετοχή είναι η είσοδος ενός προσώπου σε Α/Κ. Η συμμετοχή έχει ημερομηνία την ημερομηνία που κατατίθενται τα χρήματα στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο αν πρόκειται για μετρητά, ή την ημερομηνία που είναι διαθέσιμα για το Α/Κ (π.χ. επιταγές). Η τιμή συμμετοχής είναι η τιμή διάθεσης του μεριδίου της ημέρας εκείνης. |
| ΤΙΜΗ ΔΙΑΘΕΣΗΣ | Η τιμή διάθεσης είναι η καθαρή τιμή προσαυξημένη κατά την προμήθεια διάθεσης. |
| ΤΙΜΗ ΕΞΑΓΟΡΑΣ | Η τιμή εξαγοράς είναι η καθαρή τιμή μειωμένη κατά την προμήθεια εξαγοράς. |

ΤΙΤΛΟΣ ΜΕΡΙΔΙΩΝ

Ονομαστικός τίτλος που εκδίδεται στο όνομα του μεριδιούχου και των συμμεριδιούχων μετά τη συμμετοχή στο Α/Κ. Αναγράφει επίσης τον αριθμό μεριδίων την αξία αγοράς τους και την ημερομηνία συμμετοχής. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. μπορεί μετά από σύμφωνη γνώμη του μεριδιούχου και σχετική πρόβλεψη του κανονισμού να μην εκδίδει τίτλο μεριδίων. Σε αυτή την περίπτωση η εταιρία αποστέλλει στο μεριδιούχο βεβαίωση συμμετοχής.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

ΞΕΝΗ

Damato KR .Mc Gough Newgauge Measures Mutual Fund Risk the Wal Street Journal 9, 1998.

Fame E., 'Components of Investment Performance' Journal of Finance, 1972.

Farrell, J. "A Guide to Portfolio Management" McGraw-Hil, 1997.

Handjinikolaou G, 'The Performance of Greek Mutual Funds in the Period 1973-76: A Case Of Internationally Diversified Portfolios', Spoudai, 1980.

Hendrickson R. ' Market Timing and Mutual Fund Performance: An Empirical Investigation', Journal of Business, 1984.

Henriksson, R. and R. Merton: 'On Market Timing and Investment Performance', Journal of Business, 1981.

Jensen, C.M. ' The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964', Journal of Finance, 1968.

Jensen, C.M. 'Risk, the Pricing of Capital Assets and Evaluation of Investment Portfolios'.

Journal of Business, 1967.

Jobson, J.D. and B.M. Korkie, 'Performance Hypothesis Testing with the Sharpe and Treynor Measures', *Journal of Finance*, 1981.

Jobson, J.D. and B.M. Korkie, 'Potential Performance and Tests of Portfolio Performance', *Journal of Financial Economics*, 1982.

Lessard D. R., "International Portfolio Diversification: A Multivariate Analysis for a Group of Latin American Countries", *Journal of Finance*, 1973.

McDonald J. "Objectives and Performance of Mutual Funds 1960-1969", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1974.

Markowitz, H., 'Portfolio Selection', *Journal of Finance*, 1959.

Markowitz, H., 'Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments', New York, 1959, John Wiley.

Merton, R.C., 'On Market Timing and Investment Performance. I. An Equilibrium Theory of the Value for Market Forecasts', *Journal of Business*, 1981.

Modigliani F-L. Modigliani Risk Adjusted Performance *Journal of Portfolio Management* 1997.

Newey-West, a) 'Hypothesis Testing with Efficient Method of Moments Estimation', *International Economic Review*, 1987.

Newey-West, b) A Simple Positive Semi-Definite Heteroscedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix', *Econometrica*, 1987.

Philippas N. Market timing and selectivity: an empirical investigation into the features of Greek mutual fund managers. *Journal of Applied Business Research*, forthcoming.

Ronnie, E. and T. Cowley: 'The successful Use of Benchmark Portfolios: A Case Study', *Financial Analysts Journal*, 1990.

Roll, MR.'s Critique of the Asset Pricing Theory's Tests: Part I: On Past and Potential Testability of the Theory', *Journal of Financial Economics*, 1977.

Roll, R. 'Ambiguity when Performance is Measured by the Security Market Line', *Journal of Finance*, 1978.

Roll, R. 'Performance Evaluation and Benchmark Errors(I)', *Journal of Portfolio Management*, 1980.

Roll, R. 'Performance Evaluation and Benchmark Errors(I)', *Journal of Portfolio Management*, 1981.

Roll, R., and S. Ross. 'The Arbitrage Pricing Theory Approach to Strategic Portfolio Planning', *Financial Analysts Journal*, 1984.

Sharpe. F. 'Adjusting for Risk in Portfolio Performance Measurement', *Journal of Portfolio Management*, 1975.

Sharpe. F. 'Asset Allocation: Management Style and Performance Measurement', *Journal of Portfolio Management*, 1992.

Sharpe. F. 'Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Condition of Risk', *Journal of Finance*, 1964.

Sharpe, W. F. 'Mutual Fund Performance', *Journal of Business*, 1966.

Sharpe. F. 'Portfolio Theory and Capital Markets', McGraw-Hill, 1970.

Sharpe, W. 'Asset Allocation: Management Style and Performance Evaluation', *Journal of Portfolio Management*, 1992.

Sharpe, W- G. Alexander -Bailey J. "Investments" 1999, Sixth Edition Prentice-Hal International Edition.

Sonic B., "Why not Diversify Internationally Rather Than Domestically?"
 Financial Analysts Journal, 1974.

Swanson J., "Investing Internationally to Reduce Risk and Enhance Return" (New
 York: Morgan Guarantee Trust Company, 1979).

Treynor, J.L., and F. Black. 'How to Use Security Analysis to Improve Portfolio
 Selection', Journal of Business, 1973.

Treynor, J.L. 'How to Rate Management of Investment Funds:', Harvard Business
 Review, 1965.

Williamson, P. F. "Measuring Mutual Fund Performance", Financial Analysts
 Journal, 1972.

ΕΛΛΗΝΙΚΗ

Μυλωνάς Ν., 'Τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελλάδα. Κίνδυνος, Απόδοση και
 Αξιολόγηση την Περίοδο 1990-1993', Τόμος: 'Το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό
 Σύστημα: Τάσεις και Προοπτικές', 'Έκδοση Alpha Τράπεζα Πίστεως, Επιμέλεια
 Γ. Προβόπουλος, Αθήνα 1995.

Μυλωνάς Ν., «Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια»-Θεωρία και Πρακτική, Εκδόσεις
 Σακούλα, Αθήνα 1999.

Φίλιππας Ν., «Αμοιβαία Κεφάλαια και Χρηματιστηριακό Περιβάλλον», Εκδόσεις
 Globus Invest, Αθήνα 1999.

Καραθανάσης Α. Γ. και Λυμπερόπουλος Γ. «Αμοιβαία Κεφάλαια», Εκδόσεις Ευγ.
 Μπένου, Αθήνα 1998.

Μούζουλας Σ. «Οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων στην Ελλάδα και την
 Ευρωπαϊκή Ένωση» Νομική Βιβλιοθήκη, 1996.

Κιντής Ανδρέας «Στατιστικές και Οικονομικές Μέθοδοι», Εκδόσεις Gutenberg,
 Αθήνα 2001

Στυλιανίδης Στέλιος "Greek Mutual Funds Beta Book", Αθήνα 2002.

Γ.Π. Διακογιάννης, «Σημειώσεις στα πλαίσια του μαθήματος-Διαχείριση
 Χαρτοφυλακίου-», Πανεπιστήμιο Πειραιά 2000.

Κ.Ζοπουνίδης, Κ.Πενταράκη, «Αξιολογώντας τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια»,
 Οικονομικός Ταχυδρόμος, Οκτώβριος 2002.

Φίλιππας Ν., 'Αμοιβαία Κεφαλαία: Πόσο Αξίζουν; Ποια;', ΑΓΟΡΑ, Μάρτιος
 1991.

Φίλιππας Ν., 'Εγχειρίδιο Αμοιβαίων Κεφαλαίων', Ιανουάριος 1992.

Φίλιππας Ν., 'Κριτήρια Επιλογής Αμοιβαίων Κεφαλαίων', Καθημερινή,
 23/8/1992.

Φίλιππας Ν., 'Η Αγορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα', Ιδιωτική
 Ασφάλιση, Νοέμβριος 1994.

Φίλιππας Ν., 'Ο Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών', Δελτίο Ένωσης
 Ελληνικών Τραπεζών (Δεκέμβριος 1996).

Φίλιππας Ν., 'Αναζητώντας Αμοιβαία Κεφαλαία με Χαμηλό Ρίσκο', 2/8/1998.

Φίλιππας Ν., 'Η Αξιολόγηση της Επίδοσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην
 Ελλάδα', Alpha Τράπεζα Πίστεως, Οκτώβριος 1998.

Φίλιππας Ν., 'Τα καλύτερα Αμοιβαία Κεφάλαια της περιόδου 1994-98 σύμφωνα
 με την μέθοδο της Morningstar', Καθημερινή της Κυριακής, 21 Ιανουαρίου 2001.

Φίλιππας Ν., 'Πως η εγχώρια αγορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων θα ξεπεράσει τις
 παιδικές της ασθένειες' (Μέτρα για τη βελτίωση της αξιοπιστίας του θεσμού των
 Α/Κ), Καθημερινή Σαββάτου 7/10/2001.

Φίλιππας Ν., 'Πως τα Αμοιβαία Κεφάλαια μπορούν να επηρεάσουν τις χρηματιστηριακές αγορές', Καθημερινή της Κυριακής 27/10/2001.
Φίλιππας Ν., 'Εισροές νέου χρήματος στα Αμοιβαία Κεφάλαια και χρηματιστηριακές αποδόσεις', Βήμα της Κυριακής 4/11/2001.
Σαρρηγεωργίου Α., 'Τα Ελληνικά Αμοιβαία προτού 2000', Καθημερινή 1/2/1998.
Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια, 'Οικονομική βιβλιοθήκη της Κυριακάτικης Ελευθεροτυπίας', Δεκέμβριος 2002.