



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ
ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ
EXECUTIVE MBA (E-MBA)

Διπλωματική Εργασία

***ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ
ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2004-2008***

ΠΑΠΑΔΟΠΟΥΛΟΥ Ι. ΧΡΥΣΟΥΛΑ

Πειραιάς 2010

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	7
1.1 Αντικειμενικός Σκοπός.....	7
1.2 Μεθοδολογία.....	7
1.3 Διάρθρωση Εργασίας.....	8
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ.....	10
2.1 Ορισμός.....	10
2.2 Οι φορείς των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	11
2.2.1 Οι Μεριδιούχοι.....	11
2.2.2 Η Ανώνυμη Εταιρία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.).....	11
2.2.3 Ο Θεματοφύλακας.....	13
2.3 Βασικές Έννοιες.....	14
2.3.1 Ο Κανονισμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	14
2.3.2 Καθαρό Ενεργητικό.....	16
2.3.3 Μεριδία.....	16
2.3.4 Διάθεση Μεριδίων.....	17
2.3.5 Εξαγορά Μεριδίων.....	18
<hr/>	
Πανεπιστήμιο Πειραιώς, ΠΜΣ Οργάνωση & Διοίκηση Επιχειρήσεων για Στελέχη	2

2.3.6	Θεσμικοί Επενδυτές	19
2.4	Θεσμικά Όργανα.....	19
2.4.1	Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.....	19
2.4.2	Η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών	21
2.5	Επιτρεπόμενες Επενδύσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	21
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ		26
3.1	Κατηγοριοποίηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανάλογα με τη γεωγραφική κατανομή τους	26
3.1.1	Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού	26
3.1.2	Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού.....	27
3.2	Κατηγοριοποίηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανάλογα με το είδος των χρηματοπιστωτικών μέσων στα οποία επενδύουν	27
3.2.1	Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισης Διαθεσίμων.....	27
3.2.2	Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια	28
3.2.3	Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια.....	29
3.2.4	Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια	30
3.3	Αμοιβαία Κεφάλαια που Επενδύουν σε Άλλα Αμοιβαία Κεφάλαια	31
3.4	Κριτήρια Κατηγοριοποίησης και Ονοματολογίας των Αμοιβαίων Κεφαλαίων	31
3.5	Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια (Δ.Α.Κ.).....	32

3.6	Πλεονεκτήματα – Μειονεκτήματα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	36
3.6.1	Πλεονεκτήματα.....	36
3.6.2	Μειονεκτήματα.....	39
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ		41
4.1	Μέτρηση Απόδοσης και Κινδύνου.....	41
4.1.1	Απόδοση.....	41
4.1.2	Κίνδυνος.....	41
4.1.2.1	Η Τυπική Απόκλιση (Standard Deviation).....	43
4.1.2.2	Ο Συντελεστής Βήτα (Beta).....	44
4.2	Χρησιμότητα Αξιολόγησης των Διαχειριστών	45
4.3	Μέτρα Αποδοτικότητας	47
4.3.1	Δείκτης Treynor	47
4.3.2	Δείκτης Sharpe	47
4.3.3	Δείκτης Jensen	48
4.4	Επιλεκτικότητα και Συγχρονισμός	49
4.4.1	Το Υπόδειγμα Treynor – Mazuy	51
4.4.2	Το Υπόδειγμα Henriksson – Merton	55

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	58
5.1 Επιλογή Δείγματος.....	58
5.2 Κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάση την απόδοσή τους	60
5.2.1 Κατάταξη με βάση την απόδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων κατά τα έτη 2004 έως 2008.....	61
5.2.2 Κατάταξη με βάση την απόδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων κατά το έτος 2004.....	62
5.2.3 Κατάταξη με βάση την απόδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων κατά το έτος 2005.....	64
5.2.4 Κατάταξη με βάση την απόδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων κατά το έτος 2006.....	65
5.2.5 Κατάταξη με βάση την απόδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων κατά το έτος 2007.....	67
5.2.6 Κατάταξη με βάση την απόδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων κατά το έτος 2008.....	69
5.2.7 Οι Top διαχειριστές του 2004 με βάση την απλή απόδοση και η μετέπειτα εξέλιξή τους.....	70
5.3 Κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάση το Συνολικό Κίνδυνο	72
5.4 Κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάση το Συστηματικό Κίνδυνο.....	74
5.5 Κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάση το Δείκτη Treynor.....	76
5.6 Κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάση το Δείκτη Sharpe	77
5.7 Κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάση το Δείκτη Jensen	79
<hr/>	
Πανεπιστήμιο Πειραιώς, ΠΜΣ Οργάνωση & Διοίκηση Επιχειρήσεων για Στελέχη	5

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	81
6.1 Συμπεράσματα	81
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	814

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στην παρακάτω εργασία επιχειρείται, αφού γίνει μια εισαγωγή στα Αμοιβαία Κεφάλαια (Α/Κ) και στη διαδικασία επιλογής αυτών, να παρουσιαστούν οι σημαντικότερες μέθοδοι με τις οποίες μπορούν οι επενδυτές να αξιολογήσουν την επίδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στα οποία έχουν επενδύσει. Στη συνέχεια, αφού περιγράψουν αναλυτικά όλες οι εναλλακτικές μέθοδοι αξιολόγησης της επίδοσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, αξιολογούνται οι επιδόσεις των ελληνικών μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

1.1 Αντικειμενικός Σκοπός

Η παρούσα διπλωματική εργασία θα ασχοληθεί με τα Ελληνικά Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια που λειτουργούσαν κατά την περίοδο 2004 έως 2008. Αντικειμενικό σκοπό της εργασίας αποτελεί αρχικά η εκτίμηση της απόδοσης και των κινδύνων των Αμοιβαίων, στη συνέχεια η κατάταξή τους με βάση τους δυο προαναφερθέντες παράγοντες και τέλος η αξιολόγηση των ικανοτήτων των διαχειριστών τους. Η αξιολόγηση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων θα στηριχθεί στην κλασσική μέθοδο αξιολόγησης με τα κριτήρια Sharpe, Treynor και Jensen.

1.2 Μεθοδολογία

Η παρούσα μελέτη επιχειρεί να αξιολογήσει, για το χρονικό διάστημα 01/01/2004 έως 31/12/2008, τα μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια εσωτερικού που υπάρχουν στον ελληνικό χώρο με κριτήρια τη μέση ημερήσια απόδοση που επιτυγχάνουν και τον κίνδυνο, συνολικό και συστηματικό, που εμφανίζουν. Συμπληρωματικά, για τον παραπάνω σκοπό χρησιμοποιούνται τα κριτήρια της απόδοσης ανά μονάδα

συνολικού και συστηματικού κινδύνου. Ο συνολικός κίνδυνος των Αμοιβαίων Κεφαλαίων μετρήθηκε με την τυπική απόκλιση των αποδόσεών τους, ενώ για το συστηματικό κίνδυνο χρησιμοποιήθηκε ο συντελεστής βήτα. Στη μελέτη αυτή πραγματοποιήθηκε επίσης αξιολόγηση των διαχειριστών των Αμοιβαίων Κεφαλαίων του δείγματος με τους δείκτες Sharpe και Treynor και αξιολόγηση με βάση το υπόδειγμα Jensen.

1.3 Διάρθρωση Εργασίας

Στο 1^ο Κεφάλαιο, αναφέρονται τα εισαγωγικά στοιχεία της εργασίας με έμφαση στην σπουδαιότητα αυτής και στον αντικειμενικό σκοπό της.

Πρόσθετα, παρατίθεται η μεθοδολογία που θα ακολουθηθεί στην αξιολόγηση της επίδοσης των ελληνικών μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων εσωτερικού.

Στο 2^ο Κεφάλαιο, γίνεται μια περιγραφή της λειτουργίας των Αμοιβαίων Κεφαλαίων ενώ παρουσιάζονται στοιχεία που αφορούν τις βασικές έννοιες των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, τους φορείς και τις επενδύσεις που επιτρέπεται να επενδύουν τα Αμοιβαία Κεφάλαια.

Στο 3^ο Κεφάλαιο αναλύονται οι κατηγορίες των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και γίνεται μια συνοπτική παρουσίαση των πλεονεκτημάτων και των μειονεκτημάτων τους.

Στο 4^ο Κεφάλαιο, περιγράφεται η διαδικασία που πρέπει να ακολουθείται κατά την επιλογή Αμοιβαίων Κεφαλαίων από τους επενδυτές και αναλύονται κάποια σχετικά κριτήρια αξιολόγησης.

Στο 5^ο Κεφάλαιο, εξετάζονται τα Αμοιβαία Κεφάλαια με βάση τις σημαντικότερες μεθόδους που έχουν αναπτυχθεί στον τομέα της αξιολόγησης της επίδοσης τους.

Συγκεκριμένα, επιχειρείται μία συσχέτιση του κινδύνου με την απόδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και περιγράφεται ο τρόπος εφαρμογής της μεθοδολογίας και παρουσιάζονται αναλυτικά τα αποτελέσματα από την αξιολόγηση της επίδοσης των ελληνικών μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων εσωτερικού με βάση τους δείκτες Sharpe και Treynor και την μέθοδο του υποδείγματος Jensen.

Στο 6^ο Κεφάλαιο παρουσιάζονται τα πορίσματα και τα εξαγόμενα συμπεράσματα της εργασίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

2.1 Ορισμός

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια είναι μια μορφή εταιρίας επενδύσεων, όπου ο βασικός σκοπός της είναι η συγκέντρωση των αποταμιεύσεων του κοινού και η τοποθέτησή τους σε χρηματιστηριακούς και άλλους τίτλους. Σύμφωνα με τη νομοθεσία το Αμοιβαίο Κεφάλαιο ορίζεται ως μια «ομάδα περιουσίας», αποτελούμενη από κινητές αξίες και μετρητά της οποίας τα επιμέρους στοιχεία ανήκουν εξ' αδιαίρετου σε περισσότερους επενδυτές.

Ο όρος «Κεφάλαιο» χαρακτηρίζει το σύνολο του ποσού που συγκεντρώνεται από τους επενδυτές, ενώ ο όρος «Αμοιβαίο» περιγράφει το γεγονός ότι όλοι οι συμμετέχοντες (μεριδιούχοι) στη δημιουργία της περιουσίας αυτής, μοιράζονται τα κέρδη και τις ζημιές, ανάλογα με το ποσοστό συμμετοχής τους.

Την «κοινή» περιουσία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων διαχειρίζεται η Ανώνυμη Εταιρία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.), η οποία για να λειτουργήσει έχει λάβει ειδική άδεια από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Σκοπός της τελευταίας είναι η τοποθέτηση του συνόλου των χρημάτων των επενδυτών σε επιλεγμένους τίτλους, στην Ελλάδα και το Εξωτερικό, με τέτοιο τρόπο ώστε να επιδιώκεται η μέγιστη δυνατή απόδοση. Επιπλέον, μέσω της κατάλληλης διασποράς των Κεφαλαίων σε ένα σημαντικό αριθμό αξιόγραφων (μετοχές, ομόλογα, υψηλότοκες καταθέσεις, προϊόντα χρηματαγοράς κ.α.) επιτυγχάνεται η ελαχιστοποίηση του επενδυτικού κινδύνου.

Χαρακτηριστικά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι ότι στερούνται νομικής προσωπικότητας και ότι το Κεφάλαιο τους είναι μεταβλητό (open-end fund).

2.2 Οι φορείς των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

2.2.1 Οι Μεριδιούχοι

Μεριδιούχοι ονομάζονται οι επενδυτές οι οποίοι εισφέρουν τις αποταμιεύσεις τους για τη δημιουργία και ανάπτυξη του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Η συμμετοχή των μεριδιούχων στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο αποδεικνύεται με ονομαστικό τίτλο, ο οποίος εκδίδεται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. και προσυπογράφεται από το Θεματοφύλακα (τίτλος μεριδίων). Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. δικαιούται με ρητή συναίνεση του μεριδιούχου, να μην εκδίδει τίτλο μεριδίων, αλλά να καταχωρεί τα μερίδια σε ειδικό μητρώο μεριδιούχων, το οποίο θα τηρείται σε ηλεκτρονικό αρχείο. Ο μεριδιούχος έχει τη δυνατότητα με την υποβολή σχετικού αιτήματός του προς την Α.Ε.Δ.Α.Κ., να απαιτήσει την έκδοση τίτλου μεριδίων, ο οποίος φυλάσσεται από το θεματοφύλακα.

Οι μεριδιούχοι δεν ευθύνονται για πράξεις ή παραλείψεις της Α.Ε.Δ.Α.Κ. κατά την άσκηση των καθηκόντων της.

2.2.2 Η Ανώνυμη Εταιρία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.)

Η ΑΕΔΑΚ είναι μια ανώνυμη εταιρία που έχει ως αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, και διαχειρίζεται συνήθως ολόκληρη την οικογένεια των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Η εταιρία αυτή πρέπει να έχει την έγκριση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για να λειτουργήσει.

Η διαχείριση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου περιλαμβάνει τη διαχείριση των επενδύσεων, τη διοίκηση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου (νομικές υπηρεσίες, υπηρεσίες λογιστικής διαχείρισης, υπηρεσίες εξυπηρέτησης πελατών, αποτίμηση του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, καθορισμός της αξίας των μεριδίων του, έλεγχος της τήρησης των κανονιστικών διατάξεων, τήρηση μητρώου των μεριδιούχων, διανομή εσόδων, έκδοση και εξαγορά μεριδίων του

Αμοιβαίου Κεφαλαίου, διεκπεραίωση εγγράφων και αποστολή εντύπων και βεβαιώσεων, τήρηση αρχείων) και τη διαφήμιση και την προώθηση των μεριδίων του.

Σε κάθε έντυπο, ανακοίνωση ή μήνυμα (περιλαμβανομένων αυτών που αναρτώνται σε διαδικτυακό τόπο) των Εταιριών πρέπει να αναφέρεται η ακόλουθη δήλωση: «ΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΔΕΝ ΕΧΟΥΝ ΕΓΓΥΗΜΕΝΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΑΙ ΟΙ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΔΕ ΔΙΑΣΦΑΛΙΖΟΥΝ ΤΙΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΕΣ». Η δήλωση αυτή πρέπει να αναγράφεται ευκρινώς και με Κεφαλαία γράμματα στο κάτω κεντρικό μέρος των εντύπων, ανακοινώσεων και μηνυμάτων και, αν πρόκειται για πολυσέλιδο έντυπο, στην πρώτη σελίδα του εμπρός εξωφύλλου. Η γραμματοσειρά της δήλωσης πρέπει να είναι ίδια με τη γραμματοσειρά του κυρίως κειμένου. Όταν πρόκειται για ραδιοφωνικό ή τηλεοπτικό μήνυμα, η ανωτέρω δήλωση πρέπει να μεταδίδεται ευκρινώς.

Οι μετοχές της Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι ονομαστικές και δεν μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη αγορά. Το μετοχικό Κεφάλαιο της Α.Ε.Δ.Α.Κ., καταβάλλεται ολοσχερώς σε μετρητά και έχει ελάχιστο ύψος ένα εκατομμύριο διακόσιες χιλιάδες (1.200.000) ευρώ. Το πενήντα ένα τοις εκατό (51%) τουλάχιστον του μετοχικού Κεφαλαίου της πρέπει να ανήκει κάτω από ορισμένες προϋποθέσεις σε ένα ή περισσότερα πιστωτικά ιδρύματα ή/και πιστωτικούς συνεταιρισμούς, ή/και σε μία ή περισσότερες Α.Ε.Π.Ε.Υ. ή ασφαλιστικές εταιρίες, σε μία ή περισσότερες εταιρίες συμμετοχών ή σε ένα ή περισσότερα ασφαλιστικά ταμεία.

Η ΑΕΔΑΚ εκπροσωπεί τους μεριδιούχους δικαστικώς και εξωδίκως ως προς τις έννομες σχέσεις από τη διαχείριση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και τα δικαιώματα τους επί του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Επιπλέον είναι υπεύθυνη για οποιαδήποτε παρατυπία ή αμέλεια ως προς τη διαχείριση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου έναντι των μεριδιούχων και έχει την ευθύνη της υποβολής στα αρμόδια όργανα οποιαδήποτε πληροφορίας ζητήσουν ή απορρέει μέσα από τη νομοθεσία.

Εάν η Α.Ε.Δ.Α.Κ. επιθυμεί την παραίτησή της από τη διαχείριση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, υποβάλλει αίτηση στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς προτείνοντας με αυτή νέα εταιρία διαχείρισης.

Τα έσοδα της Α.Ε.Δ.Α.Κ. προκύπτουν από την Αμοιβή της από τη διαχείριση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, η οποία συνήθως είναι ένα ποσοστό επί του υπό διαχείριση ενεργητικού και από την είσπραξη προμήθειας από τη διάθεση και την εξαγορά μεριδίων.

2.2.3 Ο Θεματοφύλακας

Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. αναθέτει προς φύλαξη το ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου κατόπιν άδειας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, σε τράπεζα που λειτουργεί μόνιμα στην Ελλάδα, η οποία ασκεί καθήκοντα θεματοφύλακα. Ο Θεματοφύλακας και η ΑΕΔΑΚ οφείλουν να ενεργούν ανεξάρτητα μεταξύ τους, με γνώμονα το συμφέρον των μεριδιούχων. Ο θεματοφύλακας ασκεί καθήκοντα ταμιά, κρατάει όλα τα περιουσιακά στοιχεία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου (μετρητά, Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου, ομόλογα, μετοχές κ), εισπράττει τους τόκους, τα μερίσματα κ.λπ. Ο ρόλος του είναι ιδιαίτερα σημαντικός, καθώς εγγυάται την ασφάλεια των χρημάτων των μεριδιούχων και περιφρουρεί τα συμφέροντα τους.

Ο θεματοφύλακας συνυπογράφει τον κανονισμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και εξασφαλίζει ότι:

- Η διάθεση, η έκδοση, η εξαγορά, η καταβολή της αξίας των εξαγοραζόμενων μεριδίων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και η ακύρωσή τους πραγματοποιούνται σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου και τον κανονισμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου
- Η αποτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, ο υπολογισμός της καθαρής αξίας των μεριδίων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και η διανομή των κερδών προς τους μεριδιούχους του

πραγματοποιούνται σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου και τον κανονισμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

- Το τίμημα από τις συναλλαγές που αφορούν στοιχεία του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου καταβάλλεται μέσα στις συνήθεις προθεσμίες.

Ο θεματοφύλακας μπορεί να αναθέτει με προηγούμενη ενημέρωση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, τη φύλαξη του συνόλου ή μέρους των στοιχείων του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε τρίτα πρόσωπα, όπως πιστωτικά ιδρύματα ή άλλοι οργανισμούς που παρέχουν υπηρεσίες θεματοφύλακα και υπόκεινται σε κανόνες εποπτείας ισοδύναμους με της Ελλάδας.

Για τις υπηρεσίες που παρέχει εισπράττει νόμιμη Αμοιβή, η οποία αναφέρεται στον κανονισμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Ο θεματοφύλακας ευθύνεται έναντι των μεριδιούχων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και της Α.Ε.Δ.Α.Κ. για κάθε αμέλεια ως προς την εκπλήρωση των υποχρεώσεών του.

2.3 Βασικές Έννοιες

2.3.1 Ο Κανονισμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Ο κανονισμός του Αμοιβαίου Κεφαλαίου περιέχει κατ' ελάχιστο τα παρακάτω:

α) Την ονομασία, τη διάρκεια του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και την επωνυμία της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και του θεματοφύλακα.

β) Τον επενδυτικό σκοπό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, την επενδυτική του πολιτική, τους επενδυτικούς περιορισμούς, τις μεθόδους διαχείρισης του χαρτοφυλακίου του, το βαθμό των επενδυτικών κινδύνων του χαρτοφυλακίου του και τα χαρακτηριστικά του μέσου επενδυτή στον οποίο απευθύνεται το Αμοιβαίο Κεφάλαιο.

γ) Την τυχόν εξασφάλιση εγγύησης επί του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου από πιστωτικό ίδρυμα.

δ) Το είδος των επενδύσεων στα οποία μπορεί να επενδύεται το ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

ε) Την τιμή των μεριδίων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου κατά το χρόνο της σύστασης του.

στ) Τις προμήθειες, τα έξοδα και τις Αμοιβές, με διάκριση μεταξύ αυτών που βαρύνουν τους μεριδιούχους του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και αυτών που καταβάλλονται από το Αμοιβαίο Κεφάλαιο, καθώς και τον τρόπο υπολογισμού των εν λόγω προμηθειών, εξόδων και Αμοιβών.

ζ) Το χρόνο και τη διαδικασία διανομής των κερδών του Αμοιβαίου Κεφαλαίου στους μεριδιούχους.

η) Τους όρους συμμετοχής στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο και της εξαγοράς των μεριδίων του.

Ο κανονισμός του Αμοιβαίου Κεφαλαίου τροποποιείται από κοινού από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. και το θεματοφύλακα. Για την τροποποίηση του κανονισμού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου απαιτείται άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς η οποία δημοσιεύεται στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως. Για τη χορήγηση της άδειας ελέγχεται η νομιμότητα των τροποποιήσεων και εάν λαμβάνεται επαρκής μέριμνα από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. για την προστασία των μεριδιούχων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

Οι τροποποιήσεις του κανονισμού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου γνωστοποιούνται αμέσως στους μεριδιούχους, τους οποίους και δεσμεύουν. Οι μεριδιούχοι έχουν το δικαίωμα, εντός τριών (3) μηνών από τη γνωστοποίηση σε αυτούς της τροποποίησης του κανονισμού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, να ζητήσουν την εξαγορά

των μεριδίων τους με βάση τις διατάξεις του κανονισμού που ίσχυαν πριν την τροποποίηση του.

2.3.2 Καθαρό Ενεργητικό

Η καθαρή περιουσία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων ονομάζεται καθαρό ενεργητικό και διαιρείται σε μερίδια ίσης αξίας. Ο κάθε μεριδιούχος που συμμετέχει στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο έχει στην κατοχή του αριθμό μεριδίων ανάλογο με το Κεφάλαιο που έχει επενδύσει. Το Ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου μεταβάλλεται στο βαθμό που οι τιμές των αξιόγραφων τα οποία περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο του μεταβάλλονται καθημερινά. Ο υπολογισμός του καθαρού ενεργητικού καλείται αποτίμηση και τα Αμοιβαία Κεφάλαια αποτιμώνται καθημερινά από την Α.Ε.Δ.Α.Κ.

2.3.3 Μερίδια

Η περιουσία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου διαιρείται σε ισάξια μερίδια ή κλάσματα μεριδίου. Ο αριθμός των κυκλοφορούντων μεριδίων αυξάνεται με την έκδοση και διάθεση νέων μεριδίων ή μειώνεται με την εξαγορά μεριδίων τα οποία έχουν ήδη εκδοθεί. Η αξία κάθε μεριδίου ισούται με το πηλίκο της διαιρέσεως του συνόλου της καθαρής αξίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου με τον αριθμό των μεριδίων. Κατά το χρόνο σύστασης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου η αξία του μεριδίου ορίζεται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. Η καθαρή αξία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, ο αριθμός των μεριδίων, η τιμή διάθεσης και η τιμή εξαγοράς υπολογίζονται κάθε εργάσιμη ημέρα.

$$\text{Καθαρή Τιμή Μεριδίου} = \frac{\text{Σύνολο Καθαρού Ενεργητικού}}{\text{Αριθμός Κυκλοφορούντων Μεριδίων}}$$

Η συμμετοχή στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο αποδεικνύεται με έγγραφο ονομαστικό τίτλο.

Οι τίτλοι μεριδίου μπορούν να εκδίδονται για ένα ή περισσότερα μερίδια ή κλάσμα μεριδίου και πρέπει να περιέχουν τα παρακάτω:

- Την ονομασία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και τα στοιχεία της άδειας σύστασής του.
- Την επωνυμία της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και του θεματοφύλακά του.
- Τα στοιχεία του μεριδιούχου ή των μεριδιούχων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και τον αριθμό των μεριδίων που αντιστοιχούν στον τίτλο
- Βεβαίωση ότι καταβλήθηκε ολοσχερώς η αξία των μεριδίων

Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. δύναται να καταχωρεί τα μερίδια σε ειδικό μητρώο μεριδιούχων το οποίο θα τηρεί ηλεκτρονικά και να τα παρακολουθεί με σχετικές εγγραφές στο αρχείο αυτό.

Δεν επιτρέπεται η συμβατική μεταβίβαση μεριδίων, με εξαίρεση τη μεταβίβαση μόνο μεταξύ συζύγων και συγγενών πρώτου και δεύτερου βαθμού κατ' ευθεία γραμμή.

2.3.4 Διάθεση Μεριδίων

Για τη συμμετοχή στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο και την απόκτηση μεριδίων, από οποιονδήποτε αγοραστή, απαιτείται η υποβολή έγγραφης αίτησης προς την Α.Ε.Δ.Α.Κ., αποδοχή του κανονισμού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, άμεση και ολοσχερής καταβολή στον θεματοφύλακα της αξίας τους, σε μετρητά ή/και σε κινητές αξίες, που είναι εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά. Η τιμή διαθέσεως των μεριδίων είναι αυτή της ημερομηνίας υποβολής της αιτήσεως συμμετοχής στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο και προσδιορίζεται με βάση την αξία του μεριδίου της ίδιας ημέρας. Αυτή η τιμή δημοσιεύεται στον ημερήσιο τύπο, την μεθεπομένη εργάσιμη ημέρα.

*Τιμή Διάθεσης Μεριδίου = Καθαρή Τιμή Μεριδίου * [1 + Προμήθεια*

Διάθεσης (%)]

Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. μπορεί να διαθέτει τα μερίδια του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και μέσω αντιπροσώπων της. Ως αντιπρόσωποι ενεργούν μόνο τράπεζες, Α.Ε.Δ.Α.Κ., ασφαλιστικές εταιρίες και Α.Ε.Π.Ε.Υ. Κατά τη διάθεση των μεριδίων απαγορεύεται η σε βάρος του Αμοιβαίου Κεφαλαίου χορήγηση πιστώσεως από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. ή το Θεματοφύλακα. Αποφασίζεται ελεύθερα από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. η έκδοση και διάθεση νέων μεριδίων σύμφωνα με τους όρους κανονισμού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

2.3.5 Εξαγορά Μεριδίων

Η εξαγορά των μεριδίων, ύστερα από σχετική αίτηση του μεριδιούχου, είναι υποχρεωτική για την Α.Ε.Δ.Α.Κ.. Στην αίτηση αναγράφεται ο αριθμός των εξαγοραζόμενων μεριδίων. Η τιμή εξαγοράς είναι αυτή της ημέρας υποβολής της αίτησης του μεριδιούχου για την εξαγορά, που δημοσιεύεται την μεθεπομένη εργάσιμη ημέρα από τη λήψη της.

*Τιμή Εξαγοράς Μεριδίου = Καθαρή Τιμή Μεριδίου * [1 + Προμήθεια*

Εξαγοράς (%)]

Το προϊόν εξαγοράς καταβάλλεται σε μετρητά από το Θεματοφύλακα, μέσα σε πέντε ημέρες από την υποβολή της αίτησης. Εφόσον έχει εκδοθεί τίτλος για τα εξαγοραζόμενα μερίδια, αυτός παραδίδεται από τον μεριδιούχο μαζί με την υποβολή της αιτήσεως και ακυρώνεται αμέσως από την Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Σε περίπτωση που ο κομιστής επιθυμεί μερική εξαγορά, θα πρέπει απαραίτητα να αναγράφει στην αίτηση τον ακριβή αριθμό μεριδίων που επιθυμεί να εξαγοραστούν. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. μπορεί σε εξαιρετικές περιπτώσεις, όταν το επιβάλλουν οι περιστάσεις και όταν επιβάλλεται προς το συμφέρον των μεριδιούχων, κατόπιν αιτήσεώς της και Πανεπιστήμιο Πειραιώς, ΠΜΣ Οργάνωση & Διοίκηση Επιχειρήσεων για Στελέχη 18

σχετικής εγκρίσεως της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, να αναστείλει την εξαγορά μεριδίων για χρονικό διάστημα 3 μηνών, δυνάμενο να παραταθεί για άλλους 3 μήνες κατ' ανώτατο όριο. Η αναστολή αυτή της εξαγοράς μεριδίων, και η λήξη ή η ανάκλησή της δημοσιεύονται σε δύο ημερήσιες πολιτικές και σε δύο ημερήσιες οικονομικές εφημερίδες των Αθηνών. Στην ανακοίνωση της αναστολής της εξαγοράς προσδιορίζεται και το χρονικό σημείο της λήξης της. Κατά τη διάρκεια της αναστολής της εξαγοράς των μεριδίων δεν επιτρέπεται η υποβολή από μεριδιούχους αιτήσεων εξαγοράς.

2.3.6 Θεσμικοί Επενδυτές

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 συγκεκριμένα των Α.Ε.Δ.Α.Κ. υπόκεινται σε έλεγχο από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

2.4 Θεσμικά Όργανα

2.4.1 Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αποτελεί νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου και είναι αρμόδια για την εποπτεία της εφαρμογής των διατάξεων της νομοθεσίας για την Κεφαλαιαγορά.

Στους εποπτευόμενους φορείς από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς περιλαμβάνονται οι Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρίες και οι Ανώνυμες Εταιρίες Παροχής

Επενδυτικών Υπηρεσιών, οι Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων, οι Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, οι Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας και οι Ανώνυμες Εταιρίες Επενδυτικής Διαμεσολάβησης.

Οι εισηγμένες εταιρίες στο Χρηματιστήριο Αθηνών εποπτεύονται επίσης από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως προς τη τήρηση της χρηματιστηριακής νομοθεσίας αναφορικά με τα θέματα νομιμότητας των πράξεων που συνδέονται με την προστασία των επενδυτών. Τα μέλη διοικητικών συμβουλίων και τα διευθυντικά στελέχη όλων των προαναφερόμενων φορέων υπόκεινται σε εποπτικές υποχρεώσεις προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Στους εποπτευόμενους από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς φορείς περιλαμβάνονται επίσης οι οργανωμένες αγορές και οι φορείς εκκαθάρισης, όπως η Αγορά Αξιών Χ.Α., η Αγορά Παραγώγων Χ.Α., και η ΕΧΑΕ ως φορέας εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών επί κινητών αξιών και επί παραγώγων αλλά και τα συστήματα αποζημίωσης επενδυτών και διασφάλισης συναλλαγών, όπως το Συνεγγυητικό Κεφάλαιο και το Επικουρικό Κεφάλαιο.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι αρμόδια για την έγκριση ενημερωτικών δελτίων όσον αφορά τις ανάγκες πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού κατά τη διενέργεια δημοσίων προσφορών και την εισαγωγή κινητών αξιών σε οργανωμένη αγορά.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει την αρμοδιότητα να επιβάλλει διοικητικές κυρώσεις (επίπληξη, χρηματικό πρόστιμο, αναστολή λειτουργίας, αφαίρεση άδειας) σε εποπτευόμενα νομικά και φυσικά πρόσωπα που παραβαίνουν τη νομοθεσία για την Κεφαλαιαγορά.

Ως εθνική εποπτική αρχή, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς συνάπτει διμερείς και πολυμερείς συμφωνίες με άλλες εποπτικές αρχές για την ανταλλαγή εμπιστευτικών πληροφοριών και τη συνεργασία σε θέματα της αρμοδιότητάς της. Είναι ενεργό μέλος της Επιτροπής των Ευρωπαϊκών Ρυθμιστικών Αρχών της Κεφαλαιαγοράς

(Committee of European Securities Regulators - C.E.S.R.) και του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς - IOSCO).

2.4.2 Η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Η "Ένωση Ελληνικών Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και Εταιριών Διαχείρισης 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 Διαχείρισης 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.

2.5 Επιτρεπόμενες Επενδύσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Οι επενδύσεις του Αμοιβαίου Κεφαλαίου επιτρέπεται να πραγματοποιούνται αποκλειστικά σε:

1. Κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς που γίνονται δεκτά ή/και αποτελούν αντικείμενο διαπραγματεύσεως σε οργανωμένη αγορά, σε κάποια άλλη αγορά κράτους μέλους, σε χρηματιστήριο αξιών τρίτου κράτους, ή σε άλλη αγορά τρίτου κράτους, εποπτευόμενη, που λειτουργούν κανονικά, είναι αναγνωρισμένα και ανοικτά στο κοινό.

2. Νεοεκδιδόμενες κινητές αξίες, ύστερα από άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς,
3. Μεριδία Ο.Σ.Ε.Κ.Α. ή και άλλων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων.
4. Καταθέσεις σε πιστωτικά ιδρύματα.
5. Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα
6. Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο δεν μπορεί να αποκτά πολύτιμα μέταλλα ούτε παραστατικούς τίτλους αυτών.
7. Επιτρέπεται η τοποθέτηση μέχρι 10% του καθαρού ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς του ίδιου εκδότη.
8. Επιτρέπεται η τοποθέτηση μέχρι 40% του καθαρού ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς, εκδοτών σε καθέναν από τους οποίους το Αμοιβαίο Κεφάλαιο έχει επενδύσει ποσοστό μεγαλύτερο του 5% του καθαρού ενεργητικού του.
9. Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο δεν επιτρέπεται να τοποθετεί άνω του 20% του καθαρού ενεργητικού του σε καταθέσεις στο ίδιο πιστωτικό ίδρυμα.
10. Κατά παρέκκλιση της παραγράφου 7 του παρόντος άρθρου επιτρέπεται η τοποθέτηση:
 - α) μέχρι του 35% του καθαρού ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς του ίδιου εκδότη, όταν οι κινητές αξίες ή τα μέσα χρηματαγοράς έχουν εκδοθεί ή είναι εγγυημένα από κράτος μέλος ή από τρίτα κράτη,

β) μέχρι του 25% του καθαρού ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε ομολογίες που εκδίδονται από πιστωτικό ίδρυμα που έχει την καταστατική του έδρα σε κράτος μέλος και υπόκειται δια νόμου σε ειδικό καθεστώς δημοσίας εποπτείας που επιτρέπει την προστασία των ομολογιούχων.

Συγκεκριμένα, τα ποσά που προέρχονται από την έκδοση των ομολογιών αυτών πρέπει να επενδύονται κατά το νόμο σε στοιχεία του ενεργητικού, τα οποία, καθ' όλη τη διάρκεια των ομολογιών, είναι σε θέση να καλύψουν τις απαιτήσεις που απορρέουν από τις ομολογίες και τα οποία, σε περίπτωση αδυναμίας πληρωμής εκ μέρους του εκδότη, θα χρησιμοποιηθούν κατά προτεραιότητα για την εξόφληση του αρχικού Κεφαλαίου και των δεδουλευμένων τόκων.

Εάν το Αμοιβαίο Κεφάλαιο επενδύσει πάνω από 5% του καθαρού ενεργητικού του στις ως άνω ομολογίες, που έχουν εκδοθεί από τον ίδιο εκδότη, η συνολική αξία αυτών των επενδύσεων δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει το 80% του καθαρού ενεργητικού του.

11. Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο δεν επιτρέπεται να συνδυάζει, αθροιστικά, άνω του 20% του καθαρού ενεργητικού του σε:

(α) επενδύσεις σε κινητές αξίες ή μμέσα χρηματαγοράς που έχουν εκδοθεί από τον ίδιο οργανισμό,

(β) καταθέσεις στον οργανισμό αυτό, ή/και

(γ) κινδύνους από πράξεις εξωχρηματιστηριακών παράγωγων χρηματοοικονομικών μέσων, που διενεργήθηκαν με τον οργανισμό αυτό.

12. (α) Οι επενδύσεις σε κινητές αξίες ή μέσα χρηματαγοράς που έχουν εκδοθεί από τον ίδιο οργανισμό ή οι επενδύσεις σε καταθέσεις ή παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα στον εν λόγω οργανισμό, δεν πρέπει να

υπερβαίνουν αθροιστικά το 35% του καθαρού ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

(β) Η έκθεση κινδύνου ως προς έναν αντισυμβαλλόμενο, στον οποίο εκτίθεται το Αμοιβαίο Κεφάλαιο κατά τη διενέργεια πράξεως εξωχρηματιστηριακού παραγώγου δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει:

βα) το 10% του καθαρού ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου όταν ο αντισυμβαλλόμενος είναι πιστωτικό ίδρυμα.

ββ) το 5% του καθαρού ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου όταν ο αντισυμβαλλόμενος δεν είναι πιστωτικό ίδρυμα.

13. Το σύνολο των επενδύσεων σε κινητές αξίες και σε μέσα χρηματαγοράς, επιτρέπεται να αυξηθεί μέχρι το 100% του καθαρού ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου εφόσον πληρούνται οι ακόλουθοι όροι και προϋποθέσεις:

- κάθε Αμοιβαίο Κεφάλαιο κατέχει κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς, που ανήκουν τουλάχιστον σε έξι (6) διαφορετικές εκδόσεις και οι αξίες που ανήκουν στην ίδια έκδοση δεν υπερβαίνουν το 30% του καθαρού ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και
- στον κανονισμό του «Αμοιβαίου Κεφαλαίου». αναγράφονται αναλυτικά τα αναφερόμενα ανωτέρω κράτη ή δημόσιοι διεθνείς οργανισμοί που εκδίδουν ή εγγυώνται τις κινητές αξίες και τα μέσα χρηματαγοράς στις οποίες προτίθεται το Αμοιβαίο Κεφάλαιο να επενδύσει άνω του 35% του καθαρού ενεργητικού του.

14. Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο δεν επιτρέπεται να επενδύει αθροιστικά, ποσοστό μεγαλύτερο του 20% του καθαρού ενεργητικού του σε κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς των εταιριών του ίδιου ομίλου.

15. Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο δεν επιτρέπεται να αποκτά ποσοστό μεγαλύτερο του:

- α) 10% των μετοχών χωρίς δικαίωμα ψήφου ενός εκδότη,
- β) 10% των μετοχών με δικαίωμα ψήφου ενός εκδότη,
- γ) 10% του συνόλου των ομολόγων ενός εκδότη,
- δ) 10% των μέσων χρηματαγοράς ενός εκδότη,
- ε) 25% των μεριδίων ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου ή ενός άλλου οργανισμού συλλογικών επενδύσεων.

Τα επενδυτικά όρια των στοιχείων γ', δ' και ε' της παρούσας παραγράφου μπορούν να μην τηρούνται κατά την απόκτηση, εάν τη στιγμή εκείνη δεν είναι δυνατόν να υπολογισθεί η ακαθάριστη αξία των ομολόγων ή των μέσων χρηματαγοράς ή η καθαρή αξία των μεριδίων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων ή άλλων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων.

16. Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο υποχρεούται να εκποιήσει ό,τι απέκτησε καθ' υπέρβαση των ορίων που τίθενται ανωτέρω για λόγους ανεξάρτητους από τη θέλησή του εντός πέντε (5) εργάσιμων ημερών από την απόκτησή του.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Η οικογένεια Αμοιβαίων Κεφαλαίων προσφέρει διαφορετικά Αμοιβαία Κεφάλαια ώστε να καλύπτει τις ανάγκες των επενδυτών με διαφορετικά χαρακτηριστικά κινδύνου και απόδοσης. Ένα από τα μεγαλύτερα πλεονεκτήματα ύπαρξης οικογένειας Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι η εύκολη μεταφορά μέρους ή όλων των χρημάτων από το ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο σε άλλο. Το δικαίωμα αυτό του μεριδιούχου ονομάζεται διεθνώς «conversion privilege».

Η επιλογή του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, στην οποία παίζει σημαντικό ρόλο η επίτευξη αποδόσεων στο παρελθόν, γίνεται με βάση τις προσωπικές προτιμήσεις του κάθε επενδυτή και το είδος των επενδύσεων στις οποίες τοποθετούνται τα χρήματα. Το είδος των επενδύσεων που επιλέγεται από τα Αμοιβαία Κεφάλαια είναι γνωστό εκ των προτέρων και διατηρείται χωρίς ουσιαστική μεταβολή και συνήθως χωρίς μετατροπή σε άλλη κατηγορία, ώστε να ανταποκρίνεται στους αρχικούς στόχους των επενδυτών.

3.1 Κατηγοριοποίηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανάλογα με τη γεωγραφική κατανομή τους

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια κατατάσσονται στις παρακάτω κατηγορίες ανάλογα με την γεωγραφική κατανομή του ενεργητικού τους:

3.1.1 Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού

εφόσον επενδύουν κυρίως σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς ή και σε ομολογίες ή και σε μετοχές, που εκδίδονται από εκδότη που έχει την καταστατική του έδρα στην Ελλάδα.

3.1.2 Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού

εφόσον επενδύουν κυρίως σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς ή και σε ομολογίες ή και σε μετοχές, που εκδίδονται από εκδότη που έχει την καταστατική του έδρα εκτός Ελλάδος. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. οφείλει να περιλαμβάνει στην ονομασία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου τον κατά το δυνατό ακριβή προσδιορισμό της γεωγραφικής κατανομής των επενδύσεών του.

3.2 Κατηγοριοποίηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανάλογα με το είδος των χρηματοπιστωτικών μέσων στα οποία επενδύουν

Βάσει των διαφορετικών επενδυτικών στόχων που διακρίνουν τους επενδυτές – υποστηρικτές των Αμοιβαίων Κεφαλαίων ως είδος επένδυσης, μπορούμε να κατατάξουμε τα Αμοιβαία Κεφάλαια σε διάφορες κατηγορίες όπως διαχείρισης διαθεσίμων, ομολογιακών, μετοχικών, μικτών, αναπαραγωγής χρηματιστηριακού δείκτη και Αμοιβαία Κεφάλαια επενδύσεων σε άλλα Αμοιβαία Κεφάλαια.

3.2.1 Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισης Διαθεσίμων

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια αυτού του είδους είναι η πιο απλή μορφή Αμοιβαίου Κεφαλαίου καθώς επενδύουν σε ποσοστό τουλάχιστον εξήντα πέντε (65%) του ενεργητικού τους, σε βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα, τα οποία πωλούνται στη χρηματαγορά, ενώ δεν επιτρέπεται να επενδύουν σε μετοχές. Τέτοιου είδους χρεόγραφα είναι τα γeros, τα έντοκα Γραμμάτια δημοσίου, τα πιστοποιητικά καταθέσεων μεγάλων τραπεζών, οι καταθέσεις προθεσμίας και τα εμπορικά Γραμμάτια. Αυτού του είδους οι τοποθετήσεις αποδίδουν μια θετική και ως επί τω πλείστον σταθερή απόδοση που προσδιορίζεται από τα ισχύοντα επιτόκια της αγοράς.

Με λίγα λόγια το Αμοιβαίο Κεφάλαιο απευθύνεται στους επενδυτές εκείνους που αναζητούν ασφάλεια, ανταγωνιστικές, σε σχέση με τις καταθέσεις, αποδόσεις για τα διαθέσιμά τους με βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα τοποθέτησης και ελάχιστο κίνδυνο.

3.2.2 Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια

Τα ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια επενδύουν κυρίως στην αγορά ομολόγων, με ποσοστό επένδυσης τουλάχιστον εξήντα πέντε τοις εκατό (65%) επί του καθαρού ενεργητικού τους και σε μετοχές μέχρι ποσοστό 10% του καθαρού ενεργητικού τους. Ειδικεύονται σε επενδύσεις με μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα ομόλογα που εκδίδονται από το κράτος ή κρατικούς οργανισμούς, από δημόσιες εταιρίες καθώς και ομολογίες ιδιωτικών εταιριών. Κάθε ομόλογο φέρει ένα συγκεκριμένο επιτόκιο, το οποίο πρέπει να πληρωθεί σε κάποιο συγκεκριμένο διάστημα, που μπορεί να κυμαίνεται από 20 έως 30 χρόνια. Τα ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια αν και αντιμετωπίζουν επιτοκιακό κίνδυνο, θεωρούνται ως μια επένδυση χαμηλού κινδύνου καθώς είναι ένας συνδυασμός διαφόρων τύπων ομολογιών που έχουν σα σκοπό την παροχή εισοδήματος στους επενδυτές..

Μερικοί τύποι ομολογιακών Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι:

- Αμοιβαία Κεφάλαια Ομολογιών Υψηλής Απόδοσης. Η ειδική αυτή κατηγορία επενδύει τουλάχιστον τα 2/3 του χαρτοφυλακίου σε ομολογίες, οι οποίες εκδίδονται από ιδιωτικές εταιρίες που κατατάσσονται ως χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας.
- Αφορολόγητα Αμοιβαία Κεφάλαια Ομολογιών. Αν και η κατηγορία αυτή είναι ιδιαίτερα δημοφιλής στις ΗΠΑ δεν έχει δημιουργηθεί στην Ελλάδα. Στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνονται οι ακόλουθες υποκατηγορίες:
 - Αμοιβαία Κεφάλαια Βραχυπρόθεσμων Δημοτικών Ομολογιών
 - Αμοιβαία Κεφάλαια Μακροπρόθεσμων Δημοτικών Ομολογιών
 - Βραχυπρόθεσμα Πολιτειακά Αμοιβαία Κεφάλαια Ομολογιών

- Μακροπρόθεσμα Πολιτειακά Αμοιβαία Κεφάλαια Ομολογιών

3.2.3 Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια

Μετοχικά είναι τα Αμοιβαία Κεφάλαια, τα οποία όπως αποδεικνύει ο τίτλος τους, επενδύουν σε μετοχικούς τίτλους, με ποσοστό επένδυσης τουλάχιστον εξήντα πέντε τοις εκατό (65%) επί του καθαρού ενεργητικού τους. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια αυτού του τύπου περιλαμβάνουν επενδύσεις υψηλού κινδύνου αφού δεν υπάρχει ούτε εγγύηση αλλά ούτε και ασφάλεια για το επίπεδο της απόδοσης του συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου. Η τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης επηρεάζεται από την πορεία του κλάδου στην οποία ανήκει η επιχείρηση, από τα οικονομικά στοιχεία της επιχείρησης αλλά και από τις γενικότερες οικονομικές, κοινωνικές και πολιτικές αλλαγές. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια τα οποία επενδύουν σε μετοχές παρέχουν ίσως τις πιο σημαντικές ευκαιρίες για μεγαλύτερη υπεραξία από οποιοδήποτε άλλο Αμοιβαίο Κεφάλαιο.

Υπάρχουν διεθνώς διάφοροι τύποι Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων οι οποίοι διαφοροποιούνται ανάλογα με το βαθμό κινδύνου που αναλαμβάνουν:

- Επιθετικά Υπεραξίας Αμοιβαία Κεφάλαια. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια αυτού του τύπου έχουν σαν επενδυτικό σκοπό την επίτευξη μέγιστης υπεραξίας επενδύοντας σε μετοχές υψηλού κινδύνου όπως: κερδοσκοπικές μετοχές, μετοχές αναπτυσσόμενων εταιριών κ.λπ.
- Αμοιβαία Κεφάλαια Υπεραξίας. Αντικειμενικός σκοπός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων αυτού του τύπου είναι η μακροπρόθεσμη αύξηση των Κεφαλαιακών κερδών επενδύοντας σε μετοχές εταιριών με καλό παρελθόν, καλό όνομα και υψηλή κερδοφορία
- Αμοιβαία Κεφάλαια Εισοδήματος από μετοχές. Το μεγαλύτερο τμήμα του χαρτοφυλακίου αυτού του τύπου των Αμοιβαίων Κεφαλαίων αποτελείται από

μετοχές εταιριών οι οποίες διανέμουν το μεγαλύτερο ποσοστό των κερδών τους με τη μορφή μερίσματος.

- Αμοιβαία Κεφάλαια Υπεραξίας και Εισοδήματος. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια αυτού του τύπου επενδύουν κυρίως σε μετοχές εταιριών με σημαντικές αυξήσεις στην τιμή των μετοχών τους αλλά ταυτόχρονα και μια σταθερή τιμολογιακή πολιτική.
- Κλαδικά Αμοιβαία Κεφάλαια. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια αυτά επενδύουν σε συγκεκριμένους κλάδους όπως ενέργεια, τεχνολογία, νοσοκομειακή περίθαλψη κ.α.
- Αμοιβαία Κεφάλαια τα Οποία Αναπαράγουν Χρηματιστηριακό Δείκτη (Index Funds). Τα Αμοιβαία Κεφάλαια αυτής της κατηγορίας έχουν ως επενδυτική πολιτική, την αναπαραγωγή της σύνθεσης δεδομένου χρηματιστηριακού δείκτη μετοχών και πρέπει να επενδύουν ποσοστό τουλάχιστον ενενήντα πέντε τοις εκατό (95%) επί του καθαρού ενεργητικού τους σε μετοχές οι οποίες περιλαμβάνονται στο συγκεκριμένο χρηματιστηριακό δείκτη. Το ποσοστό επένδυσης επί των μετοχών πρέπει να είναι τουλάχιστο εξήντα πέντε τοις εκατό (65%) επί του καθαρού ενεργητικού τους.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια αυτά απευθύνονται σε επενδυτές που επιθυμούν αποδόσεις ανάλογες με την πορεία του χρηματιστηριακού δείκτη και αναλαμβάνουν τους αντίστοιχους κινδύνους. Ως προϋπόθεση πρέπει ο δείκτης να αποτελεί ένα αντιπροσωπευτικό δείκτη αναφοράς και η σύνθεσή του να είναι επαρκώς διαφοροποιημένη.

3.2.4 Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια αυτά επιδιώκουν να συνδυάσουν επενδύσεις σε κοινές και προνομιούχες μετοχές, Έντοκα Γραμμάτια Δημοσίου, ομόλογα. Με αυτό τον τρόπο επιτυγχάνουν μια συνολική διαφοροποίηση, η οποία ελαχιστοποιεί τον κίνδυνο. Αυτά τα Αμοιβαία Κεφάλαια έχουν σα σκοπό τη διατήρηση του αρχικού Κεφαλαίου

του επενδυτή και μακροπρόθεσμα την αύξηση τόσο του αρχικού Κεφαλαίου όσο και του εισοδήματος του επενδυτή.

Τα Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια επενδύουν κατ' ελάχιστο ποσοστό δέκα τοις εκατό (10%) του καθαρού ενεργητικού τους σε μετοχές και κατ' ελάχιστο ποσοστό δέκα τοις εκατό (10%) του καθαρού ενεργητικού τους σε ομόλογα. Το μέγιστο ποσοστό επένδυσης σε μετοχές ή σε ομόλογα ή σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει το εξήντα πέντε τοις εκατό (65%) του καθαρού ενεργητικού τους.

3.3 Αμοιβαία Κεφάλαια που Επενδύουν σε Άλλα Αμοιβαία Κεφάλαια

Η επενδυτική πολιτική του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, σύμφωνα με τον κανονισμό του, είναι η επένδυση σε μερίδια Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο επιτρέπεται να αποκτά τα εν λόγω μερίδια μέχρι είκοσι τοις εκατό (20%) του καθαρού ενεργητικού του ανά Αμοιβαίο Κεφάλαιο ή ανά οργανισμό συλλογικών επενδύσεων. Ανάλογα με τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους διακρίνονται σε Fund of Funds Μετοχικά, Ομολογιακά ή Μικτά.

3.4 Κριτήρια Κατηγοριοποίησης και Ονοματολογίας των Αμοιβαίων Κεφαλαίων				
	ΜΕΤΟΧΙΚΑ	ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ	ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	ΜΙΚΤΑ
	Επενδύει κυρίως σε μετοχές	Επενδύει κυρίως σε μακροχρόνιους τίτλους σταθερού εισοδήματος και όχι άνω του 10% σε	Επενδύει κυρίως σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρηματαγοράς, δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού	Συνδυασμός επενδύσεων προηγούμενων κατηγοριών.

		μετοχές.	εισοδήματος και όχι σε μετοχές.	
ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	Επενδύει κυρίως σε μετοχές εσωτερικού	Επενδύει κυρίως σε μακροχρόνιους τίτλους σταθερού εισοδήματος εσωτερικού.	Επενδύει κυρίως σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρηματαγοράς, δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος εσωτερικού.	Επενδύει κατά κύριο λόγο το ενεργητικό του στο εσωτερικό
ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	Επενδύει κυρίως σε μετοχές εξωτερικού	Επενδύει κυρίως σε μακροχρόνιους τίτλους σταθερού εισοδήματος εξωτερικού.	Επενδύει κυρίως σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρηματαγοράς, δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος εξωτερικού.	Επενδύει κατά κύριο λόγο το ενεργητικό του στο εξωτερικό

3.5 Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια (Δ.Α.Κ.)

Τα Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια (Δ.Α.Κ.) είναι μερίδια Αμοιβαίων Κεφαλαίων τα οποία εκδίδονται από τις Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ) και εισάγονται προς διαπραγμάτευση στο χρηματιστήριο. Τα Δ.Α.Κ. αγοράζονται και πωλούνται κατά τη διάρκεια των ωρών διαπραγμάτευσης

του χρηματιστηρίου, μέσω των Μελών του, όπως ακριβώς οι μετοχές. Ένα Δ.Α.Κ. δίνει τη δυνατότητα στον επενδυτή να πραγματοποιήσει διασπορά του κινδύνου της επένδυσής του μέσω της έκθεσης σε διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών, ενώ έχει ως κύριο επενδυτικό στόχο την αναπαραγωγή της απόδοσης ενός συγκεκριμένου δείκτη. Τα ΔΑΚ είναι διεθνώς γνωστά ως ETFs (Exchange Traded Funds).

Τα Δ.Α.Κ. είναι χαρτοφυλάκια μετοχών σχεδιασμένα έτσι ώστε να παρακολουθούν την πορεία ενός συγκεκριμένου δείκτη ή μιας συγκεκριμένης ομάδας μετοχών (καλάθι μετοχών). Τα Δ.Α.Κ. δίνουν την δυνατότητα, με αυτό τον τρόπο, στους επενδυτές να αγοράσουν ή να πουλήσουν ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών επενδύοντας στις μετοχές μιας χώρας, ενός κλάδου ή μιας συγκεκριμένης γεωγραφικής περιοχής με μία μόνο συναλλαγή. Η διαπραγμάτευση των Δ.Α.Κ. πραγματοποιείται όπως ακριβώς και η διαπραγμάτευση των μετοχών, αλλά με τις ακόλουθες σημαντικές διαφορές:

- Τα Δ.Α.Κ. αντιπροσωπεύουν μια επένδυση σε ένα καλάθι μετοχών (π.χ. δείκτη), άρα επιτυγχάνεται διασπορά κινδύνου μέσω της διατήρησης διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου, σε σύγκριση με την επένδυση σε μια μετοχή.
- Η αγορά και η πώληση ενός Δ.Α.Κ. έχει μικρότερο κόστος από την αγορά ή πώληση των μεμονωμένων μετοχών που απαρτίζουν ένα συγκεκριμένο δείκτη (π.χ. μικρότερος αριθμός εντολών, κατά συνέπεια λιγότερες προμήθειες κοκ.). Επίσης στην περίπτωση ενός Δ.Α.Κ. ο επενδυτής δεν χρειάζεται να παρακολουθεί τις εταιρικές πράξεις οι οποίες επηρεάζουν την σύνθεση του δείκτη. Την υποχρέωση αυτή αναλαμβάνει ο εκδότης του Δ.Α.Κ. (ΑΕΔΑΚ).
- Τα Δ.Α.Κ. παρέχουν μία εύκολη μορφή επένδυσης σε ιδιώτες επενδυτές οι οποίοι από μόνοι τους δεν θα είχαν πιθανώς την κατάλληλη γνώση ή τα Κεφάλαια για να διαμορφώσουν ένα σωστά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών (βασισμένο σε ένα τοπικό ή διεθνή δείκτη).

- Τα Δ.Α.Κ. παρέχουν μια εναλλακτική μορφή επένδυσης στους θεσμικούς επενδυτές δίνοντας τους την δυνατότητα για μεγαλύτερη έκθεση κινδύνου αλλά και απόδοσης στις μετοχές που απαρτίζουν ένα δείκτη (τοπικό ή διεθνή).

Πώς «λειτουργεί» η αγορά των Δ.Α.Κ.

Η λειτουργία της αγοράς των Δ.Α.Κ. αφορά σε δύο επίπεδα:

- **Πρωτογενής αγορά.** Η κύρια δραστηριότητα η οποία λαμβάνει χώρα σε αυτό το επίπεδο είναι η δημιουργία/εξαγορά μεριδίων Δ.Α.Κ. και οι φορείς που εμπλέκονται στη διαδικασία είναι οι Ειδικοί Διαπραγματευτές, οι Θεσμικοί Επενδυτές και ο εκδότης του Δ.Α.Κ. Τα μερίδια Δ.Α.Κ. δημιουργούνται (εξαγοράζονται) από τον εκδότη ο οποίος ως αντάλλαγμα λαμβάνει το καλάθι μετοχών οι οποίες συνθέτουν τον υποκείμενο δείκτη (μερίδια Δ.Α.Κ.) ή μετρητά. Η δημιουργία/εξαγορά μεριδίων Δ.Α.Κ. πραγματοποιείται σε μεγάλα πακέτα και πολλαπλάσια αυτών γνωστά ως Creation Units (συνήθως 1 Creation Unit = 50.000 μερίδια Δ.Α.Κ.), ενώ η συχνότητα της συγκεκριμένης διαδικασίας εξαρτάται από τη ζήτηση μεριδίων στην αγορά.

- **Δευτερογενής αγορά.** Η κύρια δραστηριότητα η οποία λαμβάνει χώρα σε αυτό το επίπεδο είναι η διαπραγμάτευση μεριδίων Δ.Α.Κ. και οι φορείς που εμπλέκονται στη διαδικασία είναι το χρηματιστήριο, τα μέλη, οι Ειδικοί Διαπραγματευτές και οι επενδυτές. Οι συναλλαγές σε μερίδια Δ.Α.Κ. πραγματοποιούνται μέσω του ηλεκτρονικού συστήματος συναλλαγών του χρηματιστηρίου και η εξασφάλιση ύπαρξης συνεχούς ρευστότητας επιτυγχάνεται μέσω της παρουσίας τουλάχιστον ενός Ειδικού Διαπραγματευτή.

Ο ρόλος του Ειδικού Διαπραγματευτή

Κατά τη διάρκεια διαπραγμάτευσης του ΔΑΚ στο χρηματιστήριο είναι υποχρεωτικός ο διορισμός ενός τουλάχιστον Ειδικού Διαπραγματευτή από την ΑΕΔΑΚ.

Ο Ειδικός Διαπραγματευτής των ΔΑΚ εκτός από τον κλασικό ρόλο της παροχής ρευστότητας επί των μεριδίων, θα αποτελεί τον κύριο παράγοντα διαμόρφωσης των τιμών στην αγορά, προκειμένου να εξανεμίζει τις αποκλίσεις μεταξύ της χρηματιστηριακή τιμής του μεριδίου ΔΑΚ και της ενδεικτικής τιμής (iNAV), με μηχανισμούς arbitrage: π.χ, εάν ένα μερίδιο ΔΑΚ διαπραγματεύεται σε τιμή ανώτερη από τη iNAV (premium), ο ΕΔ θα αγοράσει τους υποκείμενους τίτλους του δείκτη στο ποσό που αντιστοιχεί στην Ενδεικτική NAV του ΔΑΚ και στη συνέχεια θα ανταλλάξει τους τίτλους αυτούς με τα νέα υπερτιμημένα ΔΑΚ (μέσω δημιουργίας νέων μεριδίων). Αντίθετα, εάν ένα ΔΑΚ διαπραγματεύεται σε τιμή κατώτερη από τη iNAV (discount), θα αγοράσει τα «υποτιμημένα» μερίδια ΔΑΚ και θα τα ανταλλάξει με τις αντίστοιχες μετοχές (μέσω εξαγοράς).

Βασικοί όροι Δ.Α.Κ.

Οι βασικοί όροι οι οποίοι χρησιμοποιούνται στην αγορά ΔΑΚ είναι οι εξής:

- Καθαρή αξία ενεργητικού μεριδίου (NAV4/μερίδιο): Πρόκειται για την καθαρή αξία ανά μερίδιο του ενεργητικού του Δ.Α.Κ. η οποία ανακοινώνεται από τον εκδότη στο τέλος κάθε εργάσιμης ημέρας. Και προκύπτει από τον παρακάτω τύπο:

**NAV/μερίδιο = Τρέχουσα αξία χαρτοφυλακίου + Μετρητά – Υποχρεώσεις
Συνολικός αριθμός μεριδίων Δ.Α.Κ.**

- Ενδεικτική καθαρή αξία ενεργητικού μεριδίου (iNAV5): Πρόκειται για την ενδεικτική καθαρή αξία ανά μερίδιο του ενεργητικού του Δ.Α.Κ. και υπολογίζεται σε πραγματικό χρόνο κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης (κάθε 30” συνήθως).
- Αρχική τιμή διαπραγμάτευσης μεριδίου: Πρόκειται για την τιμή διαπραγμάτευσης του μεριδίου κατά την ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης του Δ.Α.Κ. Προκύπτει ως αναλογία της τιμής του δείκτη που αναπαράγει το Δ.Α.Κ. (συνήθως 1/10, 1/100 της τιμής του δείκτη κτλ.)

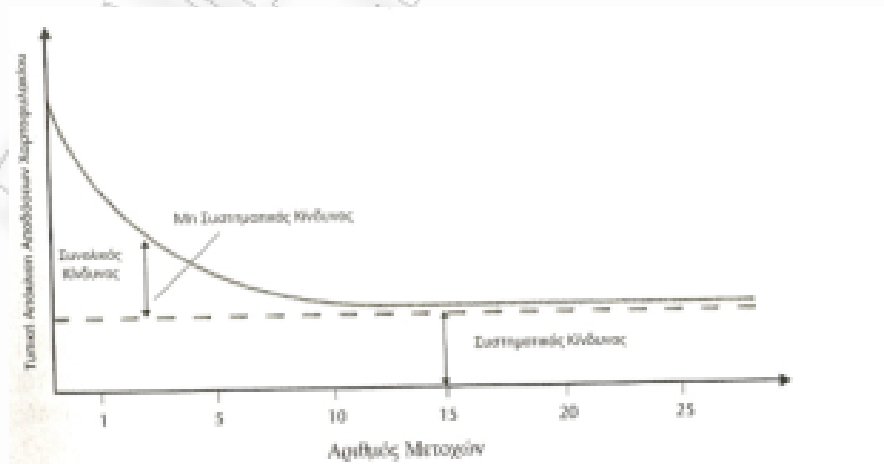
- Τιμή διαπραγμάτευσης μεριδίου: Πρόκειται για την τιμή διαπραγμάτευσης του μεριδίου η οποία προκύπτει βάσει των δυνάμεων της προσφοράς και ζήτησης που διαμορφώνονται σε πραγματικό χρόνο στην αγορά.
- Μονάδα δημιουργίας/εξαγοράς (Creation Unit): Πρόκειται για την ελάχιστη ποσότητα μεριδίων βάσει της οποίας πραγματοποιείται η δημιουργία/εξαγορά μεριδίων Δ.Α.Κ. Συνήθως ανέρχεται στο ύψος των 50.000 μεριδίων ανά Creation Unit.

3.6 Πλεονεκτήματα – Μειονεκτήματα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

3.6.1 Πλεονεκτήματα

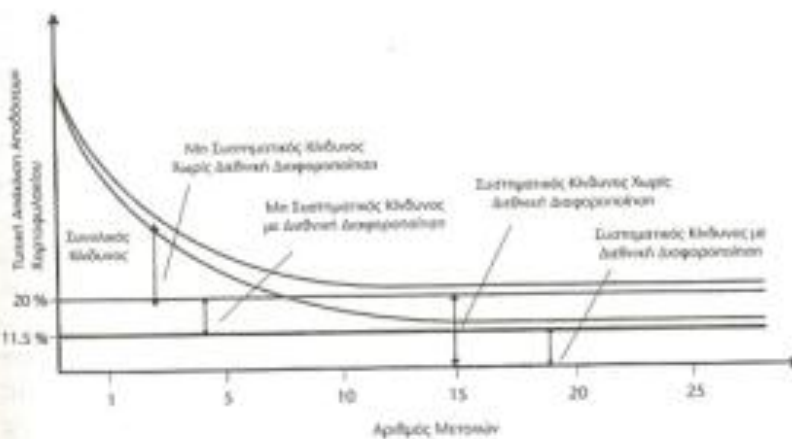
Τα Αμοιβαία Κεφάλαια γνωρίζουν σημαντική επιτυχία στις αναπτυγμένες Κεφαλαιαγορές εξαιτίας των σημαντικών πλεονεκτημάτων που προσφέρουν στους επενδυτές, τα σημαντικότερα των οποίων είναι:

- Ελαχιστοποίηση του κινδύνου μέσω της διασποράς των επενδύσεων. Το σημαντικότερο πλεονέκτημα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι η μείωση του επενδυτικού κινδύνου με την επένδυση σε διαφορετικά αξιόγραφα, όπου η καλή πορεία του ενός αντισταθμίζει την κακή πορεία του άλλου.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1**Διαφοροποίηση και Συστηματικός Κίνδυνος**

ο Επιπρόσθετη μείωση του κινδύνου μέσω της διασποράς των επενδύσεων. Η δυνατότητα διεθνούς διαφοροποίησης των επενδύσεων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων αποτελεί ένα ακόμα σημαντικό πλεονέκτημα που προσφέρουν τα Αμοιβαία Κεφάλαια στους μεριδιούχους. Ο λόγος είναι διττός. Πρώτον, μέσω της επένδυσης σε διεθνή χρηματιστήρια επιτυγχάνεται επιπρόσθετη μείωση του κινδύνου. Επιπλέον, οι Έλληνες επενδυτές αγοράζοντας Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού, στην ουσία έχουν επενδύσει σε μετοχές και ομολογίες μεγάλων επιχειρήσεων, οι οποίες διαπραγματεύονται στα διεθνή χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης, του Τόκιο, του Λονδίνου ή ακόμα της Ινδίας και της Κίνας. Η δυνατότητα αυτή δημιουργεί επιπρόσθετες πιθανότητες αύξησης των αποδόσεων των μεριδίων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων μέσω και του συναλλαγματικών διαφορών.

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2****Διεθνική Διαφοροποίηση και Συστηματικός Κίνδυνος**

- Επαγγελματική διαχείριση. Ένα άλλο σημαντικό πλεονέκτημα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι η συνεχής επαγγελματική διαχείριση από εξειδικευμένα στελέχη με μεγάλη εμπειρία στη διαχείριση των επενδύσεων, απαλλάσσοντας έτσι τους επενδυτές από το άγχος της συνεχούς παρακολούθησης των εξελίξεων.
- 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.
- Ρευστότητα. Οι επενδυτές των Αμοιβαίων Κεφαλαίων μπορούν να ρευστοποιήσουν οποιαδήποτε στιγμή τα χρήματά τους, εξαγοράζοντας ανά πάσα στιγμή τα μερίδιά τους με την υποβολή αιτήσεως, στην τιμή εξαγοράς της ημέρας υποβολής της αίτησης.
- 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.
- Απλουστευμένες διαδικασίες παρακολούθησης της εξέλιξης της επένδυσης. Ένα άλλο πλεονέκτημα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι η ευκολία παρακολούθησης της εξέλιξης των χρημάτων που έχουν επενδυθεί σε αυτά. Καθημερινά υπολογίζονται οι καθαρές τιμές, οι τιμές διάθεσης και εξαγοράς των μεριδίων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Οι τιμές αυτές δημοσιεύονται τη μεθεπόμενη ημέρα στις οικονομικές και πολιτικές εφημερίδες.

- Μεταφορά των χρημάτων από το ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο σε άλλο. Ο επενδυτής μπορεί να εκμεταλλευτεί αποτελεσματικά τις επικρατούσες συνθήκες της αγοράς και π.χ. σε μια περίοδο οικονομικής σταθερότητας να μεταφέρει τα χρήματα του σε Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισης Διαθεσίμων ή Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια, ενώ σε περιόδους ανάκαμψης της οικονομίας να τα μεταφέρει σε Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια. Μπορεί ακόμα να επιλέξει τους δικούς του συνδυασμούς Αμοιβαίων Κεφαλαίων επιτυγχάνοντας μεγαλύτερη διαφοροποίηση του κινδύνου.
- Μεγάλη διαπραγματευτική δύναμη. Τα Κεφάλαια των επενδυτών αποκτούν τη διαπραγματευτική δύναμη του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια λόγω του σημαντικού μεγέθους τους μπορούν να επιτύχουν χαμηλές χρηματιστηριακές προμήθειες και καλύτερες τιμές αγοράς των ομολόγων ή πακέτων μετοχών ως προς ένα μεμονωμένο επενδυτή.
- Μεταβίβαση μεριδίων. Επιτρέπεται η μεταβίβαση Αμοιβαίων Κεφαλαίων μεταξύ συζύγων και συγγενών α΄ βαθμού ή σε συγγενείς ανεξαρτήτου βαθμού λόγω θανάτου, χωρίς φορολογική επιβάρυνση.
- Χρησιμοποίηση των μεριδίων για εξασφάλιση δανείου. Οι επενδυτές μπορούν να ενεχυριάσουν τα μερίδια που έχουν στην κατοχή τους για να πάρουν δάνειο.
- 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.

3.6.2 Μειονεκτήματα

Παρόλο που τα Αμοιβαία Κεφάλαια έχουν σημαντικά πλεονεκτήματα, δεν μπορούν να καλύψουν κάποιες ανάγκες. Τα κυριότερα μειονεκτήματα είναι τα ακόλουθα:

- Η γοητεία του ξεχωριστού λογαριασμού. Πολλοί επενδυτές δεν επιθυμούν επαγγελματική διαχείριση αλλά θέλουν να επιλέγουν μόνοι τους τις προσωπικές τους επενδύσεις.
- Τα Αμοιβαία Κεφάλαια δεν είναι η απάντηση για κάποιον επενδυτή που θέλει να αναλάβει μεγαλύτερους κινδύνους επενδύοντας τα χρήματά του σε ορισμένους μόνο τίτλους.
- Η ανοικτή δομή των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. εγκυμονεί προβλήματα στο διαχειριστή επενδύσεων σε περιόδους έντονων ψυχολογικών διακυμάνσεων. Σε περιόδους που η αγορά είναι ανοδική οι επενδυτές έχουν την τάση να τοποθετούν τα Κεφάλαιά τους σε Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια, ενώ όταν η αγορά είναι καθοδική οι μεριδιούχοι προβαίνουν σε εξαγορές αναγκάζοντας τους διαχειριστές να ρευστοποιήσουν πρόωρα μέρος του χαρτοφυλακίου τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

4.1 Μέτρηση Απόδοσης και Κινδύνου

4.1.1 Απόδοση

Η συνολική απόδοση μιας επένδυσης μέσα σε μια χρονική περίοδο υπολογίζεται από την παρακάτω σχέση:

$$\text{Απόδοση} = \frac{\text{Τελική Αξία} - \text{Αρχική Αξία} + \text{Επιπρόσθετη αξία}}{\text{Αρχική αξία}}$$

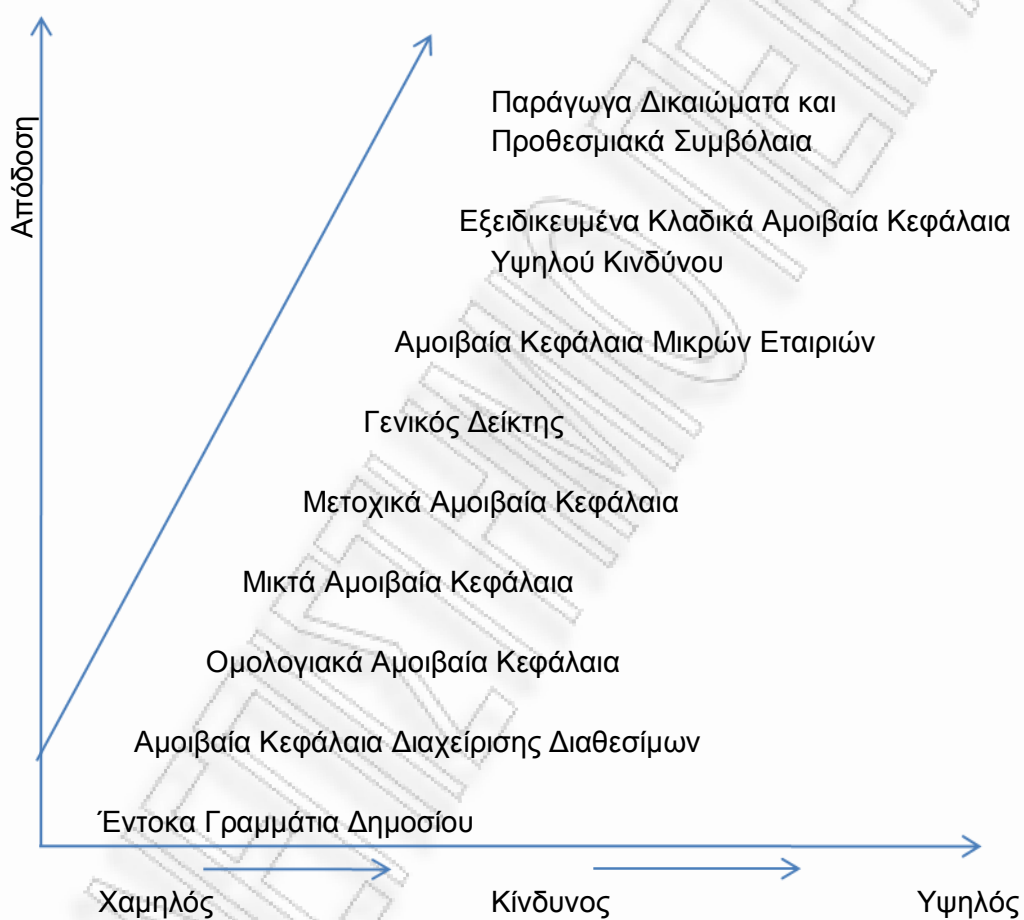
Αν η επένδυση είναι μετοχή, ως αρχική αξία θεωρούμε την τιμή αγοράς της επένδυσης, ως τελική αξία την τιμή πώλησής της και ως επιπρόσθετη ροή τα μερίσματα που τυχόν έχουν διανεμηθεί μέσα στη χρονική περίοδο.

4.1.2 Κίνδυνος

Η αξιολόγηση κάθε χαρτοφυλακίου βασίζεται εκτός από την απόδοση και στον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου. Η έννοια του κινδύνου του χαρτοφυλακίου συνίσταται στην απόκλιση των πραγματοποιηθεισών αποδόσεων ως προς τις αντίστοιχες αναμενόμενες. Συνοπτικά θα έλεγε κανείς ότι η διακύμανση των αποδόσεων ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου εξαρτάται κατά κύριο λόγο από το είδος των κινητών αξιών του χαρτοφυλακίου του και το βαθμό διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου. Θα μπορούσε να αναρωτηθεί κανείς γιατί ένας επενδυτής να επιλέξει επενδύσεις που

ενέχουν κίνδυνο; Ο λόγος είναι απλός. Οι επενδυτές αναλαμβάνουν κινδύνους διότι μόνο η ανάληψη του δημιουργεί τις προϋποθέσεις για υψηλότερες αποδόσεις.

Στο παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζεται η σχέση του κινδύνου μιας επένδυσης και της απαιτούμενης απόδοσής της.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3
Σχέση Απόδοσης – Κινδύνου

Προκειμένου να προσδιοριστεί ο κίνδυνος υπάρχουν διάφοροι τρόποι υπολογισμού.

4.1.2.1 Η Τυπική Απόκλιση (Standard Deviation)

Το κριτήριο της τυπικής απόκλισης εκφράζει τη μεταβλητότητα μιας επένδυσης σε απόλυτους όρους. Η τυπική απόκλιση ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου p δίνεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\sigma_{pt} = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T (r_{pt} - r_p)^2}$$

όπου,

r_{pt} , είναι η απόδοση (ημερήσια, εβδομαδιαία, μηνιαία κ.λ.π) του Αμοιβαίου Κεφαλαίου p , μέσα σε μια χρονική περίοδο,

r_p , είναι η μέση απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου για την εξεταζόμενη χρονική περίοδο και

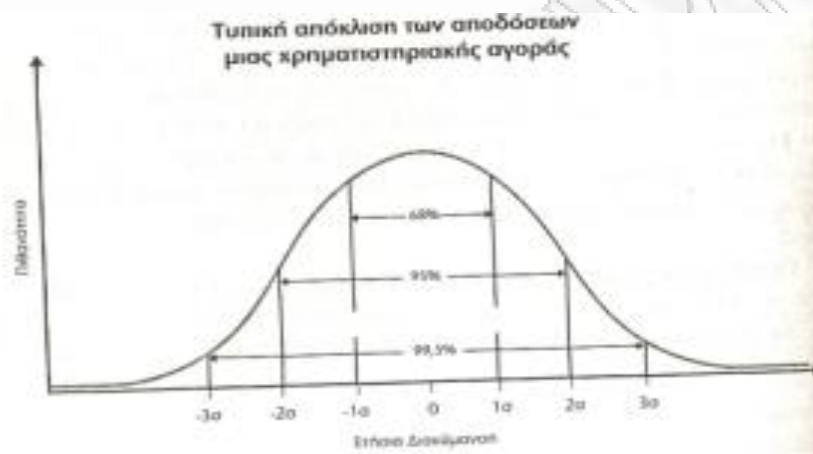
T , είναι ο αριθμός των παρατηρήσεων.

Το βασικό πλεονέκτημα της τυπικής απόκλισης ως μέτρο μέτρησης του κινδύνου είναι η άμεση σύγκριση των εναλλακτικών επενδύσεων. Εντούτοις η χρησιμοποίηση της τυπικής απόκλισης όπως και κάθε άλλης τεχνικής μέτρησης παρουσιάζει ορισμένους περιορισμούς. Συγκεκριμένα, έχει νόημα μόνο όταν συγκρίνεται με τη μέση τιμή. Επιπλέον, βασίζεται στην υπόθεση της κανονικής κατανομής, που σημαίνει ότι υπάρχουν διακυμάνσεις για κάθε πλευρά από τον μέσο της. Η υπόθεση αυτή δεν ικανοποιείται στις χρηματιστηριακές αγορές, οι οποίες παρουσιάζουν μακροπρόθεσμα ανοδική τάση.

Ας υποθέσουμε ότι μια χρηματιστηριακή αγορά είχε σε ετήσια βάση, τυπική απόκλιση 30% και μέσο μηδέν. Σύμφωνα με τις ιδιότητες της κανονικής κατανομής, με πιθανότητα 68%, οι ετήσιες διακυμάνσεις της χρηματιστηριακής αγοράς δεν θα

υπερβούν το $\pm 30\%$ (± 1 τυπική απόκλιση). Με άλλα λόγια, μια επένδυση 100€ θα βρίσκεται με πιθανότητα 68%, στο εύρος των τιμών 70 και 130. Με την ίδια συλλογιστική, η ίδια επένδυση με πιθανότητα 95% θα κυμαίνεται στα όρια των 40 – 160 (\pm τυπική απόκλιση).

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4



4.1.2.2 Ο Συντελεστής Βήτα (Beta)

Ο συντελεστής Βήτα είναι ένα μέτρο της σχετικής επικινδυνότητας της μετοχής ή του Αμοιβαίου Κεφαλαίου ως προς την εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά. Εξ' ορισμού ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών έχει συντελεστή Βήτα ίσο με τη μονάδα.

Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του συντελεστή βήτα μιας επένδυσης τόσο πιο επικίνδυνη είναι αυτή η επένδυση. Μια επένδυση με συντελεστή μεγαλύτερο της μονάδας θεωρείται επιθετική, ενώ αντίθετα θεωρείται αμυντική με συντελεστή βήτα σημαντικά μικρότερο από τη μονάδα. Αμοιβαία Κεφάλαια χρηματαγοράς, των οποίων οι αποδόσεις παρουσιάζουν χαμηλή διακύμανση, έχουν βήτα ίσο με μηδέν, ενώ μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια μπορεί να έχουν συντελεστή ο οποίος πλησιάζει ή ακόμα ξεπερνά τη μονάδα. Τέλος, μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια έχουν συντελεστή βήτα μικρότερο της μονάδας.

Ο συντελεστής βήτα β_p ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου p υπολογίζεται από την παρακάτω σχέση:

$$\beta_p = \frac{COV(r_{pt}, r_{mt})}{\sigma^2(r_{mt})}$$

όπου,

$COV(r_{pt}, r_{mt})$, είναι η συνδιακύμανση των αποδόσεων ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου p με τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου της αγοράς m , κατά την περίοδο t και

$\sigma^2(r_{mt})$, είναι η διακύμανση των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου της αγοράς m .

4.2 Χρησιμότητα Αξιολόγησης των Διαχειριστών

Από κοινωνική άποψη και με δεδομένο ότι τα τελευταία χρόνια ένα μεγάλο ποσοστό επενδύσεων πραγματοποιείται από επαγγελματίες διαχειριστές, η αξιολόγηση της επίδοσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι ιδιαίτερης σπουδαιότητας, γιατί πρέπει να γνωρίζουμε εάν οι διαχειριστές ως ομάδα προσθέτουν αξία στα χαρτοφυλάκια που διαχειρίζονται, ή αν απλά προκαλούν σπατάλες πόρων μέσω του υψηλού κόστους συναλλαγών, που δημιουργεί η ενεργητική διαχείριση. Σε μικρο-επίπεδο είναι πολύ σημαντικό για τον επενδυτή που τοποθετεί τα Κεφάλαιά του στην επαγγελματική διαχείριση, να αξιολογεί τις επιδόσεις του Αμοιβαίου Κεφαλαίου που επιλέγει σε σχέση με τα υπόλοιπα, αλλά και να κατανοεί την πολιτική που θα ακολουθήσει ο διαχειριστής, ώστε να είναι σε θέση να διακρίνει αν τελικά σε ποιο βαθμό ήταν αποτελεσματικός. Θα πρέπει δηλαδή να είναι σε θέση να απαντήσει σε ερωτήματα, όπως:

α) Πόσο διαφοροποιημένο είναι το διαχειριζόμενο χαρτοφυλάκιο,

β) Πόσο συχνά εκμεταλλεύεται ο διαχειριστής τις βραχυπρόθεσμες μεταβολές των τιμών,

γ) Ποια είναι η σύνθεση του χαρτοφυλακίου και σε ποιο βαθμό αλλάζει αυτή.

Εάν παρατηρήσουμε προσεκτικά τις επιδόσεις των διαχειριστών των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, διαπιστώνουμε ότι κάποιοι διαχειριστές πέτυχαν καλύτερη απόδοση από ένα «παθητικό» χαρτοφυλάκιο, όπως αυτό του Γενικού Δείκτη του χρηματιστηρίου, ενώ άλλοι πέτυχαν χειρότερη. Ένας διαχειριστής Αμοιβαίου Κεφαλαίου μπορεί να επιτύχει κέρδη εάν έχει την ικανότητα να επιλέγει υποτιμημένα αξιόγραφα και με κατάλληλες κινήσεις να τοποθετείται στην αγορά προσαρμόζοντας τη σύνθεση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου στις συνθήκες της αγοράς. Συνεπώς, οποιαδήποτε ανάλυση της ικανότητας του διαχειριστή πρέπει να περιλαμβάνει την ικανότητα επιλογής των αξιόγραφων και την ικανότητα συγχρονισμού των κινήσεών του.

Στις ανεπτυγμένες Κεφαλαιαγορές συγκροτείται η επιτροπή Αμοιβών των διαχειριστών (compensation committee), η οποία χρειάζεται πληροφορίες για τη σχετική επίδοσή τους. Εάν ένας διαχειριστής Αμοιβαίου Κεφαλαίου συστηματικά επιτυγχάνει υψηλότερες αποδόσεις από ένα παθητικό χαρτοφυλάκιο ισοδύναμου κινδύνου, τότε ο διαχειριστής θα λάβει μια επιπλέον Αμοιβή. Από την άλλη πλευρά αν ένας διαχειριστής επιτυγχάνει συστηματικά χαμηλότερες αποδόσεις από ένα παθητικό χαρτοφυλάκιο ισοδύναμου κινδύνου, τότε ίσως θα έπρεπε να αντικατασταθεί.

Από τη μεριά τους οι επενδυτές χρειάζονται αυτά τα στοιχεία γιατί προσπαθούν να επιλέξουν το κατάλληλο Αμοιβαίο Κεφάλαιο, χρησιμοποιώντας παρελθούσες πληροφορίες για την επίδοση των διαχειριστών. Εάν η αγορά δεν είναι αποτελεσματική, τότε ίσως ο καλύτερος διαχειριστής του παρελθόντος παραμένει ο καλύτερος και στο μέλλον. Όμως εάν η αγορά είναι αποτελεσματική, τότε η παρελθούσα απόδοση κατά μέσο όρο δε μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την πρόβλεψη της αντίστοιχης μελλοντικής. Εντούτοις δεν είναι καθόλου απίθανο κάποιος να ανακαλύψει μερικούς καλούς διαχειριστές οι οποίοι να υπερέιχαν της αγοράς (beat the market) και στο παρελθόν και στο μέλλον.

4.3 Μέτρα Αποδοτικότητας

4.3.1 Δείκτης Treynor

Ο Jack Treynor (1965) ήταν ο πρώτος που δημιούργησε δείκτη αξιολόγησης της αποδοτικότητας ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Από την απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου R_p αφαίρεσε την απόδοση που θα μπορούσε να είχε επιτύχει ο επενδυτής, τοποθετώντας τα χρήματά του σε Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου ή άλλη ανάλογη «ακίνδυνη» επένδυση R_f . Η επιπλέον απόδοση που δημιουργείται, προσαρμόζεται ανάλογα με το συστηματικό κίνδυνο β_p στον οποίο εκτίθεται το Αμοιβαίο Κεφάλαιο. Ο δείκτης αξιολόγησης του Treynor είναι:

$$\text{Treynor Ratio (TR)} = [R_p - R_f] / \beta_p$$

Ο δείκτης Treynor είναι απόλυτα σύμφωνος με την άποψη ότι καλώς διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια εμφανίζουν μόνο συστηματικό κίνδυνο β , καθώς μέσω της διαφοροποίησης εξαλείφουν εντελώς τον μη συστηματικό κίνδυνο.

4.3.2 Δείκτης Sharpe

Παρότι με τη χρήση του β επιτυγχάνεται η δέουσα προσαρμογή στην απόδοση ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου, είναι δυνατόν υπό ορισμένες συνθήκες να δημιουργηθούν προβλήματα στον υπολογισμό. Αυτά τα προβλήματα επεδίωξε να αντιμετωπίσει ο δείκτης Sharpe. Συγκεκριμένα, ο Sharpe (1966) αντικατέστησε τη μέτρηση του συστηματικού κινδύνου β_p με το συνολικό κίνδυνο ενός χαρτοφυλακίου, σ_p :

$$\text{Sharpe Ratio (SR)} = [R_p - R_f] / \sigma_p$$

Αν τα συγκρινόμενα Αμοιβαία Κεφάλαια δεν είναι καλά διαφοροποιημένα, ο δείκτης Sharpe θα συμπεριλάβει και το μη-συστηματικό κίνδυνο της ατελούς

διαφοροποίησης. Εάν οι διαφορές κατάταξης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων μεταξύ των δεικτών Treynor και Sharpe είναι ελάχιστες, αυτό σημαίνει ότι τα Αμοιβαία Κεφάλαια έχουν επιτύχει μεγάλο βαθμό διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου.

Ο συστηματικός κίνδυνος – και κατά συνέπεια ο δείκτης Sharpe – είναι πιο κατάλληλος για τη μέτρηση κινδύνου σε ιστορικές τιμές, όταν προσωρινά γεγονότα επιφέρουν αποκλίσεις στις αποδόσεις που δεν εξηγούνται από το συστηματικό κίνδυνο. Ο συστηματικός κίνδυνος β – και κατά συνέπεια ο δείκτης Treynor – είναι πιο κατάλληλος για την πρόβλεψη μελλοντικών τιμών.

Οι δείκτες Treynor και Sharpe, αν και χρονικά παλαιοί, χρησιμοποιούνται ακόμα και σήμερα για την κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάση τις αποδόσεις τους. Όσο υψηλότερο είναι το R_p των δεικτών, τόσο υψηλότερη είναι η κατάταξη του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Η αδυναμία, όμως, των δύο αυτών δεικτών έγκειται στο ότι για τον υπολογισμό τους χρησιμοποιούνται μέσες τιμές μεγεθών και η σύγκρισή τους με κάποιο δείκτη αλλά και μεταξύ τους στερείται της δυνατότητας στατιστικού ελέγχου. Αυτή η αδυναμία αντιμετωπίστηκε από τον Jensen.

4.3.3 Δείκτης Jensen

Χρησιμοποιώντας ως σημείο αναφοράς το υπόδειγμα CAPM, ο Jensen (1968) έλαβε υπόψη του, όχι μέσες τιμές μεγεθών, αλλά ιστορικές παρατηρήσεις σε μακροοικονομικό επίπεδο (επιτόκια, ή δείκτες χρηματιστηρίων). Το υπόδειγμά του συγκρίνει την υπερ-απόδοση ενός Α/Κ με αυτήν ενός αγοραίου χαρτοφυλακίου έναντι μιας επένδυσης “χωρίς κίνδυνο”, ανάλογα με τον κίνδυνο που εμφανίζει το Αμοιβαίο Κεφάλαιο., ο Jensen χρησιμοποίησε το ακόλουθο υπόδειγμα γραμμικής παλινδρόμησης (regression model):

$$(R_{pt} - R_f) = \alpha_p + \beta_p(R_m - R_f) + u_{pt}$$

όπου,

R_m είναι η απόδοση του χαρτοφυλακίου αγοράς,

R_f είναι το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο

α_p είναι η μη φυσιολογική απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου (η διαφορά της πραγματοποιηθείσας απόδοσης από την απόδοση που θα έπρεπε να είχε το Αμοιβαίο Κεφάλαιο με βάση το συστηματικό κίνδυνο)

Ο συντελεστής α_p εκφράζει το δείκτη του Jensen. Η χρησιμότητα του μοντέλου αυτού έγκειται στο να προσδιορισθεί με αξιοπιστία ο συντελεστής α_p . Αν ο α_p βρεθεί ότι είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός, σημαίνει ότι ο διαχειριστής πέτυχε αποδόσεις πέραν της αναμενόμενης (επιτυχημένη διαχείριση). Αν, αντίθετα, ο α_p βρεθεί αρνητικός και στατιστικά σημαντικός, σημαίνει ότι ο διαχειριστής πέτυχε αποδόσεις χαμηλότερες της αναμενόμενης (αποτυχημένη διαχείριση). Αν ο α_p βρεθεί ίσος με μηδέν, τότε το διαχειριστής πέτυχε την αναμενόμενη απόδοση.

4.4 Επιλεκτικότητα και Συγχρονισμός

Μια σημαντική συμβολή της χρηματοοικονομικής θεωρίας είναι η παροχή ενός συγκεκριμένου και εξειδικευμένου τρόπου μέτρησης της απόδοσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Σύμφωνα με τον Fama η ικανότητα πρόβλεψης του διαχειριστή διακρίνεται σε δύο κατηγορίες: α) τις μικρο-προβλέψεις (micro forecasting), οι οποίες αναφέρονται στην ικανότητα πρόβλεψης των κινήσεων των μεμονωμένων μετοχών σε σχέση με την κίνηση του συνόλου των τιμών των μετοχών και β) τις μακρο- προβλέψεις (macro forecasting), οι οποίες αναφέρονται στην ικανότητα πρόβλεψης της πορείας των μετοχών γενικά ως προς την πορεία των επιτοκίων των τίτλων σταθερού εισοδήματος. Το πρώτο επιμέρους στοιχείο ονομάζεται συχνά «επιλογή μετοχών» ή «επιλεκτικότητα» (selectivity), ενώ το δεύτερο «συγχρονισμός» (market timing).

Ορισμένοι διαχειριστές ισχυρίζονται ότι η διαχείριση του χαρτοφυλακίου βασίζεται σε προνομιακή πληροφόρηση. Εάν αυτό αληθεύει, τότε βασικό ρόλο στη διαχείριση θα αποτελεί η ποιότητα της πληροφόρησης που κατέχει ο διαχειριστής. Τα στοιχεία αυτά αποτελούν βασικές προϋποθέσεις που πρέπει να πληροί ένας επαγγελματίας

διαχειριστής χαρτοφυλακίου. Επιπλέον, θα πρέπει να έχει τη δυνατότητα να ελαχιστοποιεί το μη συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου του.

Αναλυτικότερα, αν ένας διαχειριστής χαρτοφυλακίου έχει την ικανότητα να κάνει σωστές προβλέψεις όσον αφορά στις κινήσεις της αγοράς ή τις μεταβολές των επιτοκίων, τότε μπορεί να αλλάξει τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου του και να το προσαρμόσει σύμφωνα με τις νέες εξελίξεις της αγοράς. Για παράδειγμα ένας διαχειριστής μετοχικού χαρτοφυλακίου θα επέλεγε μετοχές υψηλού κινδύνου (υψηλών δυνητικών αποδόσεων) για το χαρτοφυλάκιό του, αν οι προβλέψεις του αναφέρονταν σε ανοδική αγορά. Η επιλογή αυτή θα οδηγήσει σε αύξηση του συστηματικού κινδύνου του χαρτοφυλακίου (υψηλός συντελεστής βήτα). Αντίθετα αν οι προβλέψεις του αναφέρονταν σε καθοδική αγορά θα μείωνε το συντελεστή βήτα του χαρτοφυλακίου, επιλέγοντας μετοχές χαμηλού κινδύνου και τοποθετώντας τα Κεφάλαια σε άλλες βραχυπρόθεσμες και πιο ασφαλείς αποδόσεις (money market instruments), εξασφαλίζοντας έτσι αποδόσεις υψηλότερες από τις αποδόσεις της αγοράς, προσαρμοσμένες στον κίνδυνο.

Επίσης ένας διαχειριστής χαρτοφυλακίου σταθερού εισοδήματος θα άλλαζε τη σταθμισμένη χρονική διάρκεια (duration) του χαρτοφυλακίου αν προσδοκούσε μεταβολές στο ύψος των επιτοκίων, αυξάνοντας τη σταθμισμένη χρονική διάρκεια υπό την προσδοκία πτώσης των επιτοκίων και αντιστρόφως. Υπό την προϋπόθεση ότι η στρατηγική αυτή θα εφαρμοστεί σωστά, παρέχει επίσης υψηλότερες αποδόσεις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο. Ακόμα, εάν ο διαχειριστής του χαρτοφυλακίου και οι αναλυτές του είναι σε θέση να επιλέγουν συνεχώς υποτιμημένα αξιόγραφα για ένα δεδομένο επίπεδο κινδύνου, τότε το χαρτοφυλάκιο αυτό θα παρουσιάσει επίσης υψηλή, προσαρμοσμένη στον κίνδυνο απόδοση.

Ο δεύτερος παράγοντας που πρέπει επίσης να ληφθεί υπόψη για την εκτίμηση των ικανοτήτων ενός διαχειριστή χαρτοφυλακίου είναι η ικανότητά του για πλήρη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου. Η αγορά ανταμείβει εκείνους τους επενδυτές που υφίστανται μόνο συστηματικό κίνδυνο (κίνδυνο αγοράς) και όχι μη συστηματικό κίνδυνο. Αυτό συμβαίνει επειδή η διαφοροποίηση εξαλείφει τον μη συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου. Κατά συνέπεια οι επενδυτές επιδιώκουν να διατηρούν

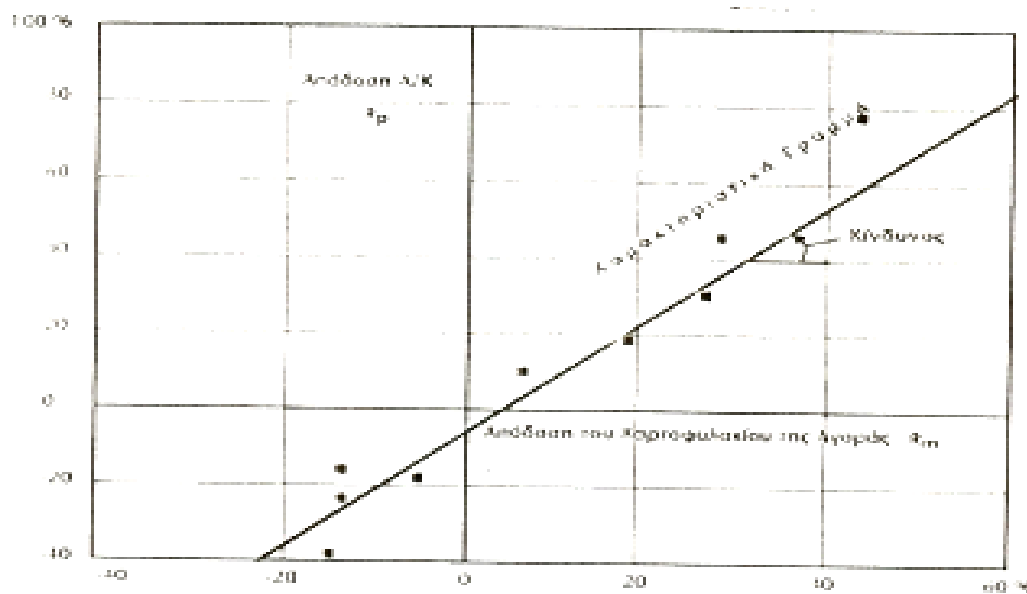
πλήρως διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια. Το επίπεδο της διαφοροποίησης υπολογίζεται με τη συσχέτιση ανάμεσα στην απόδοση του χαρτοφυλακίου και την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Στην πραγματικότητα ένα πλήρως διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο είναι τέλεια συσχετισμένο με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς.

Είναι πολύ σημαντικό να γνωρίζουμε και τις δύο προϋποθέσεις που πρέπει να πληροί ένας διαχειριστής χαρτοφυλακίου, διότι κάποιες τεχνικές εκτίμησης λαμβάνουν υπόψη τους μόνο μία προϋπόθεση, όχι όμως και τις δύο, ενώ άλλες λαμβάνουν υπόψη τους και τις δύο, χωρίς όμως να κάνουν διαχωρισμό ανάμεσά τους.

4.4.1 Το Υπόδειγμα Treynor – Mazuy

Ένας ικανοποιητικός τρόπος μέτρησης της ικανότητας του συγχρονισμού είναι η απευθείας σύγκριση των αποδόσεων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου με τις αποδόσεις της αγοράς. Διαγραμματικά οι Treynor και Mazuy (1966) παρουσίασαν τη στρατηγική αυτή με τη βοήθεια της χαρακτηριστικής γραμμής, η οποία συνιστά μια ευθεία με σταθερή κλίση εφόσον δεν αλλάξει η επικινδυνότητα του χαρτοφυλακίου, ανεξαρτήτως εάν η αγορά είναι ανοδική ή καθοδική.

Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο του Διαγράμματος 2 έχει διατηρήσει μία σταθερή μεταβλητότητα διαχρονικά.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5

Αμοιβαίο Κεφάλαιο με σταθερή επικινδυνότητα

Η προσέγγιση των συγκεκριμένων αναλυτών για τον έλεγχο της καμπύλης βασίζεται σε ένα υπόδειγμα τετραγωνικής μορφής και την εφαρμογή των στοιχείων απόδοσης, βάσει της ακόλουθης σχέσης:

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + b_p(R_{mt} - R_{ft}) + c_p[(R_{mt} - R_{ft})^2] + u_{pt}$$

όπου,

R_{pt} η απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου p κατά τη χρονική στιγμή t ,

R_{mt} η απόδοση της αγοράς κατά τη χρονική περίοδο t ,

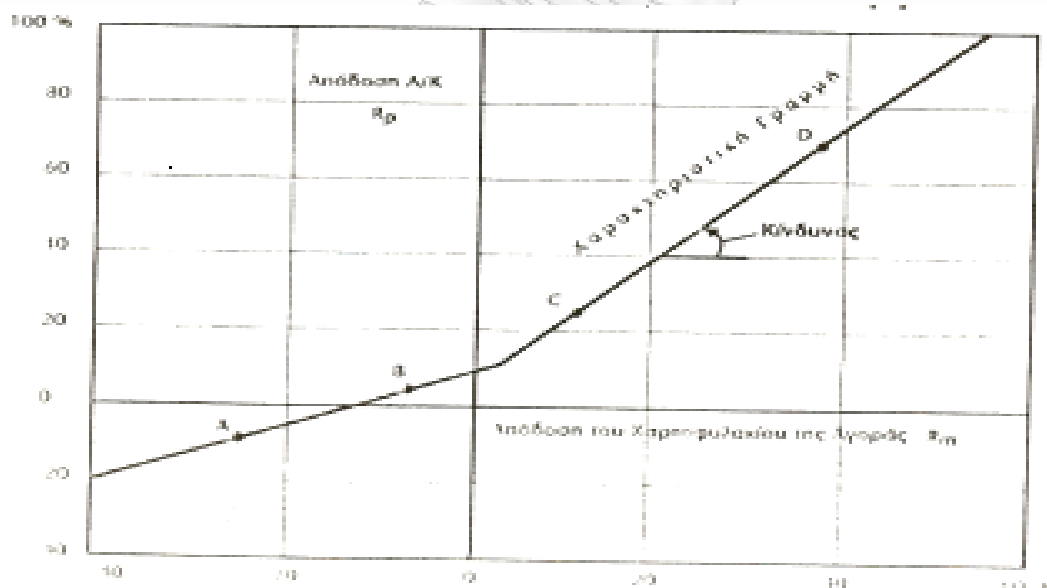
R_{ft} η απόδοση της επένδυσης μηδενικού κινδύνου κατά τη χρονική περίοδο t ,

u_{pt} μια τυχαία μεταβλητή που υποδηλώνει το σφάλμα,

α_p , b_p , c_p οι παράμετροι που πρόκειται να εκτιμηθούν από το υπόδειγμα. Μάλιστα το α_p μετρά την ικανότητα του διαχειριστή να επιλέγει μεμονωμένες μετοχές (selectivity), ενώ το c_p είναι ένα κριτήριο μέτρησης της ύπαρξης ικανότητας

συγχρονισμού (timing). Ως εκ τούτου η ικανοποιητική διαχείριση προϋποθέτει τιμές των παραμέτρων α_p και c_p θετικές και στατιστικά σημαντικές.

Το διάγραμμα 3 παρουσιάζει την ακραία περίπτωση στην οποία, ο διαχειριστής του Αμοιβαίου Κεφαλαίου έχει την ικανότητα να προεξοφλεί με ακρίβεια όλες τις μεταβολές στις κινήσεις της αγοράς. Αυτό γίνεται με το συνδυασμό δύο χαρακτηριστικών γραμμών, από τις οποίες η μία εμφανίζει υψηλή, ενώ η άλλη χαμηλή μεταβλητότητα. Όποτε ο διαχειριστής προβλέπει ανοδική αγορά, επιλέγει τη σύνθεση υψηλής μεταβλητότητας, που παρουσιάζεται από τη χαρακτηριστική γραμμή C-D. Όποτε ο διαχειριστής προβλέπει το αντίθετο επιλέγει τη χαρακτηριστική γραμμή A-B. Είναι εμφανές ότι στην περίπτωση αυτή η χαρακτηριστική γραμμή δεν είναι ευθεία.

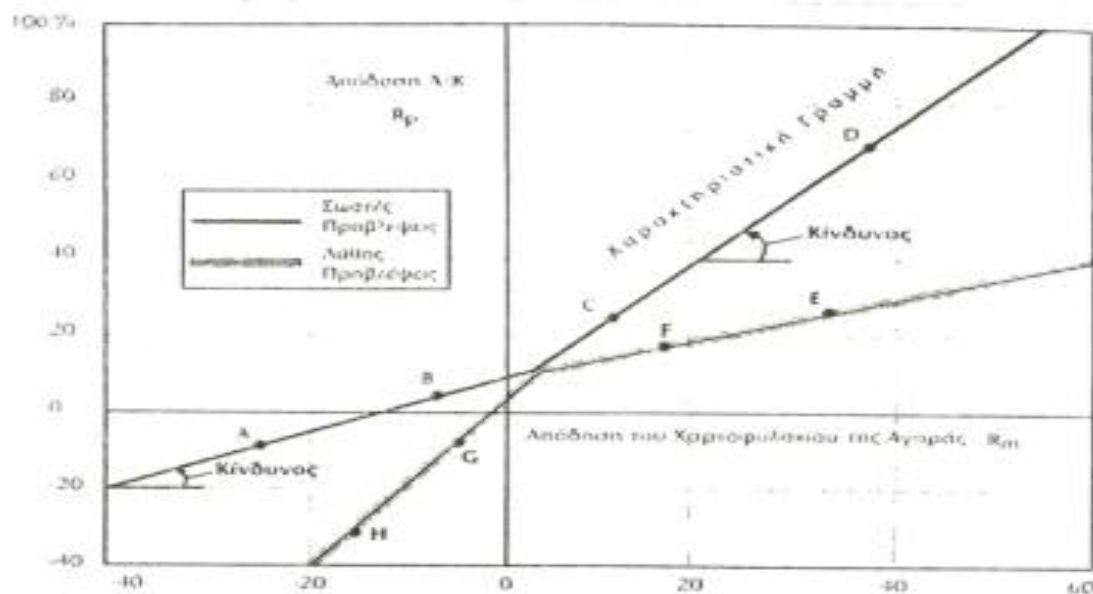


ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6

Αμοιβαίο Κεφάλαιο που προεξοφλεί τέλεια την αγορά

Στην περίπτωση που οι προβλέψεις του διαχειριστή δεν είναι σωστές τότε η ανάλογη χαρακτηριστική γραμμή παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 4. Η διαχείριση του

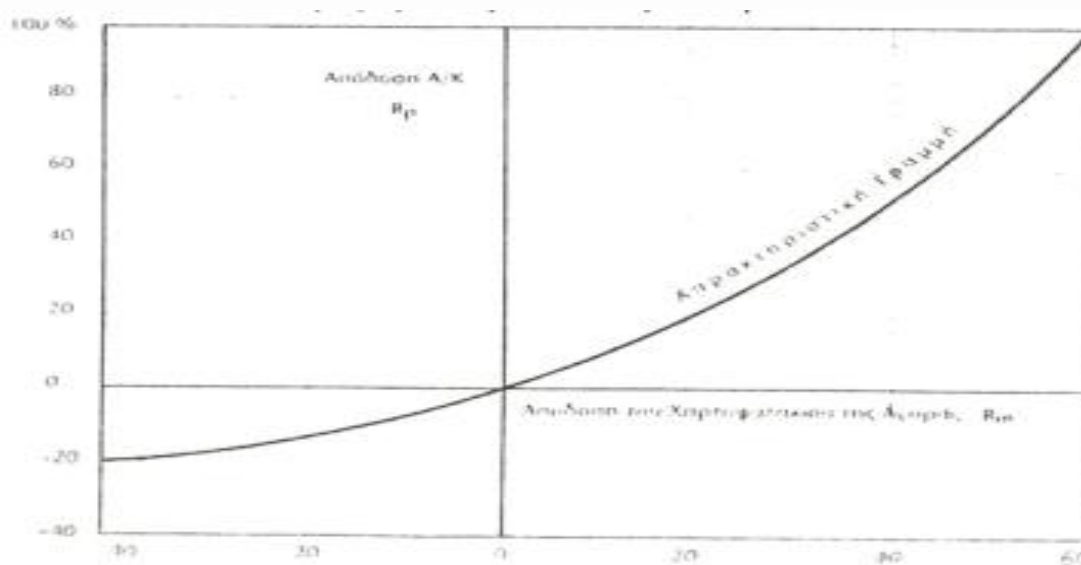
Αμοιβαίου Κεφαλαίου αγγίζει τα μη επιθυμητά σημεία H, G, F και E με την ίδια συχνότητα που αγγίζει τα επιθυμητά σημεία A, B, C και D.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7

Αμοιβαίο Κεφάλαιο με σωστές και λάθος προβλέψεις

Σύμφωνα με τους Treynor και Mazuy υποθέτουμε ότι οι επαγγελματίες διαχειριστές έχουν κάποιες ικανότητες πρόβλεψης. Ο έλεγχος της επιτυχίας των προβλέψεων, είναι απλός: ο μόνος τρόπος με τον οποίο οι διαχειριστές των χαρτοφυλακίων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων μπορούν να μετατρέψουν την ικανότητά τους να προεξοφλούν τις κινήσεις της αγοράς σε κέρδος για τους μεριδιούχους, είναι να αλλάξουν τη μεταβλητότητα του χαρτοφυλακίου συστηματικά και κατά τέτοιο τρόπο ώστε η χαρακτηριστική γραμμή που προκύπτει να είναι καμπύλη με ανοδική κατεύθυνση (Διάγραμμα 5). Αν οι προβλέψεις του διαχειριστή αναφορικά με τις κινήσεις της αγοράς είναι στην πλειοψηφία τους σωστές, τότε η χαρακτηριστική γραμμή δεν θα είναι πλέον ευθεία, αλλά καμπύλη.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8

**Αμοιβαίο Κεφάλαιο που προεξοφλεί την αγορά
με μεγαλύτερη από το μέσο όρο επιτυχία**

4.4.2 Το Υπόδειγμα Henriksson – Merton

Οι Henriksson – Merton (1981) υποθέτουν ότι η τιμή του συστηματικού κινδύνου των Αμοιβαίων Κεφαλαίων μπορεί να πάρει δύο τιμές, ανάλογα με το εάν η χρηματιστηριακή αγορά είναι ανοδική ή καθοδική.

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) αν 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) αν 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

Για τον έλεγχο της ικανότητας συγχρονισμού, οι ερευνητές πρότειναν ένα υπόδειγμα με ψευδομεταβλητές:

$$R_{pt} = \alpha_p + b_{pd}R_{mt} + b_{po}R_{mt}D_{ut} + u_{pt}$$

όπου,

$R_{pt} = R_{pt} - R_{ft}$ είναι η απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου R_{pt} μείον το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο R_{ft} ,

$R_{mt} = R_{mt} - R_{ft}$ είναι η απόδοση του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου μείον το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο,

u_{pt} είναι μια τυχαία μεταβλητή,

D_{ut} είναι μια ψευδομεταβλητή που λαμβάνει την τιμή 1 αν $R_{mt} > 0$ (ανοδική αγορά) και την τιμή 0 αν $R_{mt} \leq 0$ (καθοδική αγορά),

b_{pd} η τιμή του συστηματικού κινδύνου του Αμοιβαίου Κεφαλαίου για πτωτικές αγορές,

b_{pu} η τιμή του συστηματικού κινδύνου του Αμοιβαίου Κεφαλαίου για ανοδικές αγορές, και

b_{po} η διαφορά των συντελεστών βήτα μεταξύ των ανοδικών και καθοδικών αγορών ($b_{pu} - b_{pd}$).

α_p η παράμετρος που μετρά την επιλεκτικότητα, δηλαδή την επιπλέον απόδοση που επιτυγχάνει ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο p λόγω της ικανότητας του διαχειριστή.

Η ικανότητα του διαχειριστή για μακροπροβλέψεις μπορεί να αξιολογηθεί χρησιμοποιώντας το γνωστό κριτήριο t για το συντελεστή b_{po} , με την υπόθεση $b_{po} = 0$. Μια στατιστικά σημαντική θετική τιμή του συνεπάγεται ότι ο διαχειριστής άλλαξε τη διάρθρωση του χαρτοφυλακίου του, με αποτέλεσμα να είναι πιο επικίνδυνο στις ανοδικές αγορές και λιγότερο επικίνδυνο στις καθοδικές αγορές. Στην αντίθετη περίπτωση, εάν $b_{po} \leq 0$ σημαίνει ότι ο διαχειριστής δεν έλαβε υπόψη του τις μεταβολές της αγοράς και η διάρθρωση του χαρτοφυλακίου του παρέμεινε η ίδια, ή ακόμη χειρότερα ήταν σε αντίθετη κατεύθυνση από αυτή της χρηματιστηριακής αγοράς.

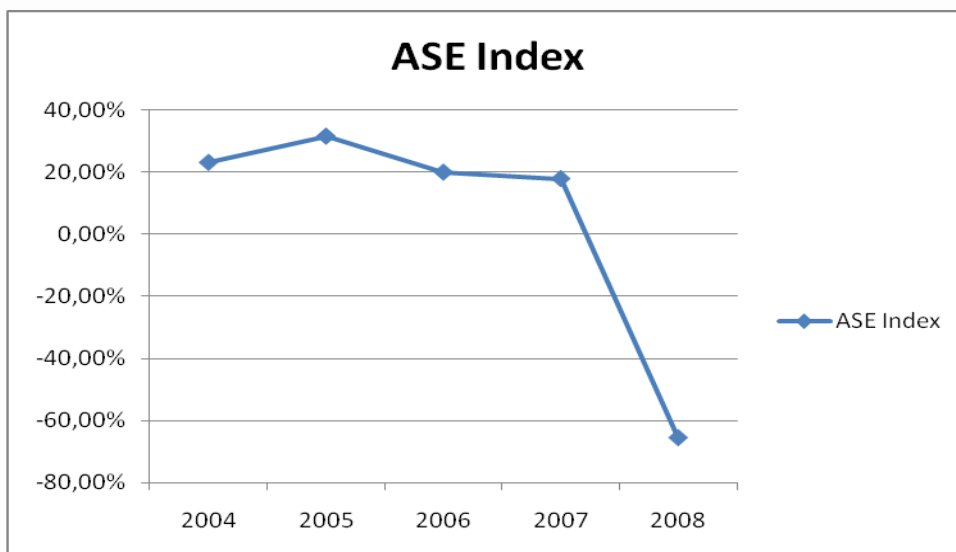
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

5.1 Επιλογή Δείγματος

Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν αρχικά προτού υποστούν την ανάλογη επεξεργασία τους, ήταν οι Καθαρές Τιμές των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, όπως αυτές λαμβάνονταν στο τέλος κάθε ημέρας για τα έτη 2004 – 2008.

Εκτός όμως από τις καθαρές τιμές των μεριδίων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων που ενδιαφέρει ιδιαίτερα, η λήψη δεδομένων αφορούσε και στις αντίστοιχες ημερήσιες τιμές του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, καθώς η σύγκριση των επιλεγόμενων μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων θα γίνει με βάση το διαμορφωμένο χαρτοφυλάκιο της αγοράς, που θα περιλαμβάνει όλο το εύρος των μετοχών της και άρα θα στηρίζεται στο γενικό δείκτη, που αναφέραμε προηγουμένως. Εξάλλου, τελικά η αξιολόγηση των Α/Κ θα αφορά στο αν το Αμοιβαίο Κεφάλαιο κινείται παράλληλα ή όχι και προς ποια κατεύθυνση ως προς την αγορά και αν αποτελούν αξιόπιστη λύση επένδυσης ή όχι.

Παρακάτω παρουσιάζεται διαγραμματικά η απόδοση του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών κατά τα έτη 2004 έως 2008.



Στη συνέχεια βρέθηκαν και οι αποδόσεις του Εντόκου Γραμματίου του Ελληνικού Δημοσίου (ΕΓΕΔ) και πάλι συναρτήσει της ίδιας περιόδου αναφοράς, που συνιστούν ουσιαστικά την ποσοστιαία απόδοση μηδενικού κινδύνου. Πρόκειται στην πράξη για την απόδοση που ούτως ή άλλως θα μπορούσε να επιτύχει ο επενδυτής, τοποθετώντας τα χρήματά του σε ομόλογα του δημοσίου.

Το δείγμα αποτελείται από τα ακόλουθα 32 μετοχικά Α/Κ που λειτουργούσαν στην Ελλάδα την περίοδο 2004 – 2008:

- 1 ALICO Μετοχικό Εσωτερικού
- 2 ALLIANZ Α/Κ Μετοχών Εσωτερικού
- 3 ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού
- 4 ALPHA ATHENS INDEX FUND Μετοχικό Εσωτερικού
- 5 ALPHA Blue Chips Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού
- 6 ALPHA TRUST Αναπτυξιακό
- 7 ALPHA TRUST Νέων Επιχειρήσεων
- 8 ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού
- 9 CITIFUND Μετοχικό Εσωτερικού
- 10 EUROBANK Θεσμικών χαρτοφυλακίων Μετοχικό Εσωτερικού
- 11 GENIKI Επιλεγμένων Αξιών
- 12 HSBC Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού

- 13 ING Μετοχικό Εσωτερικού
- 14 INTERAMERICAN Δυναμικό
- 15 INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών
- 16 INTERNATIONAL Μετοχικό Εσωτερικού
- 17 MARFIN Ολυμπία Μετοχικό Εσωτερικού
- 18 METROLIFE Αναπτυξιακό Εσωτερικού
- 19 PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού
- 20 PROTON Μετοχικό Εσωτερικού
- 21 A/K ATE Μετοχικό Εσωτερικού
ΑΑΒ Αμοιβαίο Κεφάλαιο Ελληνικό Αναπτυξιακό Μετοχών
- 22 Εσωτερικού
- 23 ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού
- 24 ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS Μετοχικό Εσωτερικού
- 25 ΔΗΛΟΣ TOP30 Μετοχικό Εσωτερικού
- 26 ΕΛΛΗΝΙΚΗ TRUST Μετοχικό Εσωτερικού
- 27 ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Αμοιβαίο Κεφάλαιο Μετοχικό
- 28 Εσωτερικού
- 29 ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού
- 30 ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Αμοιβαίο Κεφάλαιο Μετοχικό Εσωτερικού
- 31 Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού
- 32 ΠΕΙΡΑΙΩΣ A/K Μετοχικό Εσωτερικού

Για να είναι δυνατή η πραγματική σύγκριση και τα αποτελέσματα αξιόπιστα επιλέχθηκαν, από το σύνολο των μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων εσωτερικού που υπήρχαν στο τέλος του 2008, μόνο εκείνα που άρχισαν τη λειτουργία τους πριν την 1^η Ιανουαρίου 2004. Δεν συμπεριλήφθησαν όσα A/K άρχισαν τη λειτουργία τους κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου.

5.2 Κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάση την απόδοσή τους

5.2.1 Κατάταξη με βάση την απόδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων κατά τα έτη 2004 έως 2008

Κατά την περίοδο 2004 έως 2008 παρατηρήθηκε ότι από τα 32 μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια τα 29 ξεπέρασαν το γενικό δείκτη. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια με την καλύτερη απόδοση ήταν τα ALPHA TRUST Αναπτυξιακό, HSBC Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού και ALPHA TRUST Νέων Επιχειρήσεων.

Ενώ αυτά με τη χειρότερη απόδοση ήταν τα INTERNATIONAL Μετοχικό Εσωτερικού, ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού και ΕΛΛΗΝΙΚΗ TRUST Μετοχικό Εσωτερικού, όπως φαίνεται και στην παρακάτω κατάταξη:

1	ALPHA TRUST Αναπτυξιακό	28,60%
2	HSBC Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	25,46%
3	ALPHA TRUST Νέων Επιχειρήσεων	20,43%
4	GENIKI Επιλεγμένων Αξιών	12,90%
5	ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού	9,34%
6	INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών	-2,50%
7	ALLIANZ A/K Μετοχών Εσωτερικού	-5,23%
8	METROLIFE Αναπτυξιακό Εσωτερικού	-5,51%
9	ΔΗΛΟΣ TOP30 Μετοχικό Εσωτερικού	-6,12%
	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Αμοιβαίο Κεφάλαιο Μετοχικό	
10	Εσωτερικού	-6,15%
11	MARFIN Ολυμπία Μετοχικό Εσωτερικού	-6,77%
12	CITIFUND Μετοχικό Εσωτερικού	-8,15%
13	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	-9,16%
14	ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	-9,74%
15	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS Μετοχικό Εσωτερικού	-11,13%
	ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Αμοιβαίο Κεφάλαιο Μετοχικό	
16	Εσωτερικού	-12,13%
17	ALPHA Blue Chips A/K Μετοχικό Εσωτερικού	-12,33%
18	PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού	-12,37%
19	ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού	-12,64%

20	INTERAMERICAN Δυναμικό	-13,06%
21	ALPHA ATHENS INDEX FUND Μετοχικό Εσωτερικού	-13,61%
22	A/K ATE Μετοχικό Εσωτερικού	-16,78%
23	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού	-17,45%
24	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού	-17,71%
25	EUROBANK Θεσμικών χαρτοφυλακίων Μετοχικό Εσωτερικού	-17,87%
26	ING Μετοχικό Εσωτερικού	-19,47%
27	PROTON Μετοχικό Εσωτερικού	-19,95%
28	ΑΑΑΒ Αμοιβαίο Κεφάλαιο Ελληνικό Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	-20,21%
29	ΠΕΙΡΑΙΩΣ A/K Μετοχικό Εσωτερικού	-20,47%
30	ASE Index	-21,08%
31	INTERNATIONAL Μετοχικό Εσωτερικού	-22,76%
32	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού	-23,34%
33	ΕΛΛΗΝΙΚΗ TRUST Μετοχικό Εσωτερικού	-30,36%

5.2.2 Κατάταξη με βάση την απόδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων κατά το έτος 2004

Κατά το έτος 2004 από τα 32 εξεταζόμενα Αμοιβαία Κεφάλαια μόλις ένα κατάφερε να ξεπεράσει το γενικό δείκτη και αυτό ήταν το δεικτιοποιημένο ALPHA ATHENS INDEX FUND Μετοχικό Εσωτερικού.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια με τη χειρότερη απόδοση ήταν τα PROTON Μετοχικό Εσωτερικού, ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού και ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού.

1	ALPHA ATHENS INDEX FUND Μετοχικό Εσωτερικού	25,27%
2	ASE Index	23,09%
3	INTERAMERICAN Δυναμικό	22,86%
4	ALPHA Blue Chips A/K Μετοχικό Εσωτερικού	20,98%

5	EUROBANK Θεσμικών χαρτοφυλακίων Μετοχικό Εσωτερικού	20,22%
6	CITIFUND Μετοχικό Εσωτερικού	20,08%
7	INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών	19,17%
8	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού	19,01%
9	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Αμοιβαίο Κεφάλαιο Μετοχικό Εσωτερικού	16,91%
10	PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού	16,90%
11	HSBC Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	16,61%
12	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS Μετοχικό Εσωτερικού	16,54%
13	METROLIFE Αναπτυξιακό Εσωτερικού	16,27%
14	ΔΗΛΟΣ TOP30 Μετοχικό Εσωτερικού	16,18%
15	ALLIANZ A/K Μετοχών Εσωτερικού	15,99%
	AAAB Αμοιβαίο Κεφάλαιο Ελληνικό Αναπτυξιακό Μετοχών	
16	Εσωτερικού	15,90%
17	ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού	15,78%
18	ING Μετοχικό Εσωτερικού	15,69%
19	ΠΕΙΡΑΙΩΣ A/K Μετοχικό Εσωτερικού	15,69%
20	ALPHA TRUST Νέων Επιχειρήσεων	15,50%
21	ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	15,15%
22	P&K Μετοχικό Εσωτερικού	14,52%
23	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού	12,92%
24	ALPHA TRUST Αναπτυξιακό	12,61%
25	A/K ATE Μετοχικό Εσωτερικού	11,42%
26	ΓΕΝΙΚΙ Επιλεγμένων Αξιών	8,75%
27	ΕΛΛΗΝΙΚΗ TRUST Μετοχικό Εσωτερικού	8,42%
28	MARFIN Ολυμπία Μετοχικό Εσωτερικού	7,05%
29	INTERNATIONAL Μετοχικό Εσωτερικού	5,29%
30	ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Αμοιβαίο Κεφάλαιο Μετοχικό Εσωτερικού	3,59%
31	PROTON Μετοχικό Εσωτερικού	3,49%
32	ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού	2,29%
33	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού	-1,24%

5.2.3 Κατάταξη με βάση την απόδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων κατά το έτος 2005

Το 2005 παρατηρούμε πως έξι Αμοιβαία Κεφάλαια ξεπέρασαν το Γενικό Δείκτη σε αντίθεση με το 2006 όπου σε σύνολο 32 Αμοιβαίων Κεφαλαίων 28 πραγματοποίησαν απόδοση μεγαλύτερη από αυτή του Γενικού Δείκτη.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια με την καλύτερη απόδοση ήταν τα ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού, CITIFUND Μετοχικό Εσωτερικού και GENIKI Επιλεγμένων Αξιών.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια που παρουσίασαν τη χειρότερη απόδοση ήταν το ΕΛΛΗΝΙΚΗ TRUST Μετοχικό Εσωτερικού, το HSBC Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού και το PROTON Μετοχικό Εσωτερικού όπως φαίνεται και από την κατάταξη που ακολουθεί.

1	ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού	37,14%
2	CITIFUND Μετοχικό Εσωτερικού	35,20%
3	GENIKI Επιλεγμένων Αξιών	33,71%
4	ALPHA ATHENS INDEX FUND Μετοχικό Εσωτερικού	33,65%
5	ALPHA TRUST Νέων Επιχειρήσεων	33,58%
6	ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	32,86%
7	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού	32,63%
8	ALLIANZ A/K Μετοχών Εσωτερικού	31,96%
9	ASE Index	31,50%
10	INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών	31,47%
	EUROBANK Θεσμικών χαρτοφυλακίων Μετοχικό	
11	Εσωτερικού	30,88%
12	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού	30,50%
13	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS Μετοχικό Εσωτερικού	30,46%
14	ALPHA Blue Chips A/K Μετοχικό Εσωτερικού	30,00%
15	ING Μετοχικό Εσωτερικού	29,54%
16	ΠΕΙΡΑΙΩΣ A/K Μετοχικό Εσωτερικού	29,54%

17	METROLIFE Αναπτυξιακό Εσωτερικού	29,53%
18	ALPHA TRUST Αναπτυξιακό ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Αμοιβαίο Κεφάλαιο Μετοχικό	29,50%
19	Εσωτερικού ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Αμοιβαίο Κεφάλαιο Μετοχικό	29,37%
20	Εσωτερικού ΑΑΑΒ Αμοιβαίο Κεφάλαιο Ελληνικό Αναπτυξιακό Μετοχών	29,03%
21	Εσωτερικού	28,31%
22	MARFIN Ολυμπία Μετοχικό Εσωτερικού	28,00%
23	ΔΗΛΟΣ TOP30 Μετοχικό Εσωτερικού	27,93%
24	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	27,79%
25	INTERAMERICAN Δυναμικό	27,33%
26	ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού	26,16%
27	PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού	26,07%
28	Α/Κ ΑΤΕ Μετοχικό Εσωτερικού	25,60%
29	INTERNATIONAL Μετοχικό Εσωτερικού	24,48%
30	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού	24,27%
31	ΕΛΛΗΝΙΚΗ TRUST Μετοχικό Εσωτερικού	24,05%
32	HSBC Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	23,90%
33	PROTON Μετοχικό Εσωτερικού	23,78%

5.2.4 Κατάταξη με βάση την απόδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων κατά το έτος 2006

Το 2006, 27 Αμοιβαία Κεφάλαια πραγματοποίησαν απόδοση μεγαλύτερη από την απόδοση του δείκτη αναφοράς. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια με την καλύτερη απόδοση ήταν το ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού, το ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού και το ALLIANZ Α/Κ Μετοχών Εσωτερικού.

Σύμφωνα με την παρακάτω κατάταξη τα Αμοιβαία Κεφάλαια με τη χειρότερη απόδοση ήταν τα ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού, ING Μετοχικό Εσωτερικού και Α/Κ ΑΤΕ Μετοχικό Εσωτερικού.

1	ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού	32,95%
2	ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	30,43%
3	ALLIANZ Α/Κ Μετοχών Εσωτερικού	29,89%
4	ALPHA TRUST Αναπτυξιακό	29,53%
5	MARFIN Ολυμπία Μετοχικό Εσωτερικού	27,71%
6	HSBC Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	27,14%
7	INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών	27,00%
8	ΔΗΛΟΣ TOP 30 Μετοχικό Εσωτερικού	26,37%
	ΑΑΑΒ Αμοιβαίο Κεφάλαιο Ελληνικό Αναπτυξιακό Μετοχών	
9	Εσωτερικού	26,35%
10	ALPHA TRUST Νέων Επιχειρήσεων	25,96%
11	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS Μετοχικό Εσωτερικού	25,71%
12	ΓΕΝΙΚΙ Επιλεγμένων Αξιών	25,58%
13	PROTON Μετοχικό Εσωτερικού	22,79%
	ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Αμοιβαίο Κεφάλαιο Μετοχικό	
14	Εσωτερικού	22,76%
	EUROBANK Θεσμικών χαρτοφυλακίων Μετοχικό	
15	Εσωτερικού	22,61%
16	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού	21,93%
17	PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού	21,92%
	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Αμοιβαίο Κεφάλαιο Μετοχικό	
18	Εσωτερικού	21,70%
19	ALPHA ATHENS INDEX FUND Μετοχικό Εσωτερικού	21,59%
20	ALPHA Blue Chips Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	21,45%
21	METROLIFE Αναπτυξιακό Εσωτερικού	21,42%
22	INTERAMERICAN Δυναμικό	21,12%
23	INTERNATIONAL Μετοχικό Εσωτερικού	21,03%
24	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	20,67%

25	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	20,35%
26	ΕΛΛΗΝΙΚΗ TRUST Μετοχικό Εσωτερικού	20,11%
27	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού	20,01%
28	ASE Index	19,93%
29	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού	19,17%
30	CITIFUND Μετοχικό Εσωτερικού	19,05%
31	ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού	18,37%
32	ING Μετοχικό Εσωτερικού	17,76%
33	Α/Κ ΑΤΕ Μετοχικό Εσωτερικού	15,03%

5.2.5 Κατάταξη με βάση την απόδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων κατά το έτος 2007

Το 2007 μόνο οκτώ Αμοιβαία Κεφάλαια παρουσίασαν απόδοση μεγαλύτερη του Γενικού Δείκτη.

Αυτά με την καλύτερη απόδοση ήταν τα HSBC Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού, ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού και ALPHA TRUST Αναπτυξιακό.

Αντιθέτως τα τρία Αμοιβαία Κεφάλαια που πραγματοποίησαν τη μικρότερη απόδοση του έτους ήταν τα ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού, PROTON Μετοχικό Εσωτερικού και ΕΛΛΗΝΙΚΗ TRUST Μετοχικό Εσωτερικού

1	HSBC Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	24,02%
2	ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού	21,02%
3	ALPHA TRUST Αναπτυξιακό	20,07%
4	ΓΕΝΙΚΙ Επιλεγμένων Αξιών	19,92%
5	ALPHA TRUST Νέων Επιχειρήσεων	19,33%
6	INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών	19,24%
7	ALPHA ATHENS INDEX FUND Μετοχικό Εσωτερικού	19,14%
8	ALPHA Blue Chips Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	18,64%

9	ASE Index	17,86%
	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Αμοιβαίο Κεφάλαιο Μετοχικό	
10	Εσωτερικού	17,08%
11	METROLIFE Αναπτυξιακό Εσωτερικού	16,66%
12	INTERAMERICAN Δυναμικό	16,07%
13	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού	15,87%
14	ALLIANZ Α/Κ Μετοχών Εσωτερικού	15,87%
15	PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού	15,50%
16	ΔΗΛΟΣ TOP30 Μετοχικό Εσωτερικού	15,46%
17	ING Μετοχικό Εσωτερικού	15,44%
18	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS Μετοχικό Εσωτερικού	15,31%
19	MARFIN Ολυμπία Μετοχικό Εσωτερικού	15,31%
	EUROBANK Θεσμικών χαρτοφυλακίων Μετοχικό	
20	Εσωτερικού	15,12%
	ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Αμοιβαίο Κεφάλαιο Μετοχικό	
21	Εσωτερικού	13,88%
22	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού	13,75%
23	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	13,60%
24	ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	13,27%
25	CITIFUND Μετοχικό Εσωτερικού	12,63%
26	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	12,37%
27	INTERNATIONAL Μετοχικό Εσωτερικού	11,70%
28	ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού	11,63%
29	Α/Κ ΑΤΕ Μετοχικό Εσωτερικού	11,45%
	ΑΑΑΒ Αμοιβαίο Κεφάλαιο Ελληνικό Αναπτυξιακό Μετοχών	
30	Εσωτερικού	10,31%
31	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού	8,58%
32	PROTON Μετοχικό Εσωτερικού	7,66%
33	ΕΛΛΗΝΙΚΗ TRUST Μετοχικό Εσωτερικού	6,61%

5.2.6 Κατάταξη με βάση την απόδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων κατά το έτος 2008

Το 2008 αποδεικνύεται μια πολύ άσχημη χρονιά για το ελληνικό χρηματιστήριο καθώς εξανεμίστηκαν τα κέρδη που είχαν πραγματοποιηθεί κατά τη χρονική περίοδο 2004 έως 2007, με το Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών να κλείνει με ζημιές της τάξεως του 65,5%. Τα 32 Αμοιβαία Κεφάλαια αυτής της περιόδου πραγματοποίησαν ζημιές σε επίπεδα χαμηλότερα από αυτά του Γενικού Δείκτη.

Τα ALPHA TRUST Αναπτυξιακό, HSBC Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού και ALPHA TRUST Νέων Επιχειρήσεων ήταν τα Αμοιβαία Κεφάλαια με τα μικρότερα ποσοστά ζημιών, ενώ τα ALPHA ATHENS INDEX FUND Μετοχικό Εσωτερικού, EUROBANK Θεσμικών χαρτοφυλακίων Μετοχικό Εσωτερικού και ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού είχαν τις μεγαλύτερες ζημιές.

1	ALPHA TRUST Αναπτυξιακό	-43,30%
2	HSBC Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	-44,93%
3	ALPHA TRUST Νέων Επιχειρήσεων	-48,07%
4	GENIKI Επιλεγμένων Αξιών	-48,44%
5	ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού	-48,77%
6	PROTON Μετοχικό Εσωτερικού	-52,73%
7	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού	-52,81%
8	ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Αμοιβαίο Κεφάλαιο Μετοχικό Εσωτερικού	-53,10%
9	A/K ATE Μετοχικό Εσωτερικού	-53,61%
10	MARFIN Ολυμπία Μετοχικό Εσωτερικού	-53,79%
11	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	-54,72%
12	METROLIFE Αναπτυξιακό Εσωτερικού	-55,71%
13	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Αμοιβαίο Κεφάλαιο Μετοχικό Εσωτερικού	-56,33%
14	INTERNATIONAL Μετοχικό Εσωτερικού	-56,41%
15	ΔΗΛΟΣ TOP30 Μετοχικό Εσωτερικού	-56,71%
16	ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού	-57,20%
17	PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού	-57,78%
18	CITIFUND Μετοχικό Εσωτερικού	-57,81%

19	ALLIANZ A/K Μετοχών Εσωτερικού	-58,86%
20	INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών	-58,91%
21	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού	-59,56%
22	ΕΛΛΗΝΙΚΗ TRUST Μετοχικό Εσωτερικού	-59,56%
23	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS Μετοχικό Εσωτερικού	-59,68%
24	ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	-60,06%
25	ING Μετοχικό Εσωτερικού	-60,47%
26	INTERAMERICAN Δυναμικό	-60,47%
27	ΠΕΙΡΑΙΩΣ A/K Μετοχικό Εσωτερικού	-60,76%
28	ALPHA Blue Chips A/K Μετοχικό Εσωτερικού AAAB Αμοιβαίο Κεφάλαιο Ελληνικό Αναπτυξιακό Μετοχών	-61,31%
29	Εσωτερικού	-61,50%
30	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού	-61,69%
31	EUROBANK Θεσμικών χαρτοφυλακίων Μετοχικό Εσωτερικού	-63,02%
32	ALPHA ATHENS INDEX FUND Μετοχικό Εσωτερικού	-64,38%
33	ASE Index	-65,50%

5.2.7 Οι Top διαχειριστές του 2004 με βάση την απλή απόδοση και η μετέπειτα εξέλιξή τους

Παρακάτω παρουσιάζονται οι κατατάξεις των μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάση την απόδοσή τους για το 2004 και για τα επόμενα έτη.

Αξίζει να σημειωθούν ωστόσο ορισμένες παρατηρήσεις: ορισμένα από τα κορυφαία σε αποδόσεις Αμοιβαία Κεφάλαια του 2004 κατετάγησαν τις επόμενες χρονιές στις χειρότερες θέσεις. Το γεγονός αυτό αποκαλύπτει ότι οι συγκεκριμένοι διαχειριστές δεν προέβλεψαν την επερχόμενη πτώση διατηρώντας υψηλή επικινδυνότητα στα χαρτοφυλάκια τους.

Από την άλλη μεριά υπήρχαν και Αμοιβαία Κεφάλαια που παρουσίασαν σταθερότητα στις αποδόσεις τους, όπως ήταν το Αμοιβαίο Κεφάλαιο INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών.

	2004	2005	2006	2007	2008
ALPHA ATHENS INDEX FUND Μετοχικό Εσωτερικού	1	4	19	7	32
ASE Index	2	9	28	9	33
INTERAMERICAN Δυναμικό	3	25	22	12	26
ALPHA Blue Chips A/K Μετοχικό Εσωτερικού	4	14	20	8	28
EUROBANK Θεσμικών χαρτοφυλακίων Μετοχικό Εσωτερικού	5	11	15	20	31
CITIFUND Μετοχικό Εσωτερικού	6	2	30	25	18
INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών	7	10	7	6	20
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού	8	7	27	22	30
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Αμοιβαίο Κεφάλαιο Μετοχικό Εσωτερικού	9	20	18	10	13
PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού	10	27	17	15	17
HSBC Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	11	32	6	1	2
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS Μετοχικό Εσωτερικού	12	13	11	18	23
METROLIFE Αναπτυξιακό Εσωτερικού	13	17	21	11	12
ΔΗΛΟΣ TOP30 Μετοχικό Εσωτερικού	14	23	8	16	15
ALLIANZ A/K Μετοχών Εσωτερικού	15	8	3	14	19
ΑΑΑΒ Αμοιβαίο Κεφάλαιο Ελληνικό Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	16	21	9	30	29
ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού	17	1	1	2	16
ING Μετοχικό Εσωτερικού	18	15	32	17	25
ΠΕΙΡΑΙΩΣ A/K Μετοχικό Εσωτερικού	19	16	25	26	27
ALPHA TRUST Νέων Επιχειρήσεων	20	5	10	5	3

ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	21	6	2	24	24
Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	22	24	24	23	11
ALICO Μετοχικό Εσωτερικού	23	12	29	13	21
ALPHA TRUST Αναπτυξιακό	24	18	4	3	1
Α/Κ ΑΤΕ Μετοχικό Εσωτερικού	25	28	33	29	9
ΓΕΝΙΚΙ Επιλεγμένων Αξιών	26	3	12	4	4
ΕΛΛΗΝΙΚΗ TRUST Μετοχικό Εσωτερικού	27	31	26	33	22
MARFIN Ολυμπία Μετοχικό Εσωτερικού	28	22	5	19	10
INTERNATIONAL Μετοχικό Εσωτερικού	29	29	23	27	14
ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Αμοιβαίο Κεφάλαιο Μετοχικό Εσωτερικού	30	19	14	21	8
PROTON Μετοχικό Εσωτερικού	31	33	13	32	6
ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού	32	26	31	28	5
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού	33	30	16	31	7

5.3 Κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάση το Συνολικό Κίνδυνο

Όλα τα Αμοιβαία Κεφάλαια είχαν συνολικό κίνδυνο μικρότερο από εκείνο του Γενικού Δείκτη.

Το δεικτιοποιημένο Αμοιβαίο Κεφάλαιο ALPHA ATHENS INDEX FUND Μετοχικό Εσωτερικού είχε το μεγαλύτερο συνολικό κίνδυνο, ενώ ακολουθούσε το Αμοιβαίο Κεφάλαιο EUROBANK Θεσμικών χαρτοφυλακίων Μετοχικό Εσωτερικού και το ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια με το μικρότερο συνολικό κίνδυνο ήταν το ALPHA TRUST Αναπτυξιακό, το ALPHA TRUST Νέων Επιχειρήσεων και το ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού.

Είναι ενδιαφέρον να επισημανθεί ότι το Αμοιβαίο Κεφάλαιο το οποίο παρουσίασε τη μεγαλύτερη απόδοση το διάστημα 2004 έως 2008 είχε το μικρότερο συνολικό κίνδυνο από τα 32 Αμοιβαία Κεφάλαια του δείγματος.

1	ASE Index	1,43%
2	ALPHA ATHENS INDEX FUND Μετοχικό Εσωτερικού	1,42%
3	EUROBANK Θεσμικών χαρτοφυλακίων Μετοχικό Εσωτερικού	1,35%
4	ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού	1,31%
5	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού	1,31%
6	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	1,29%
7	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού	1,27%
8	INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών	1,26%
9	ALPHA Blue Chips Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	1,26%
10	ING Μετοχικό Εσωτερικού	1,25%
11	ΕΛΛΗΝΙΚΗ TRUST Μετοχικό Εσωτερικού	1,24%
12	INTERAMERICAN Δυναμικό	1,24%
13	CITIFUND Μετοχικό Εσωτερικού	1,24%
14	PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού	1,22%
15	ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	1,22%
16	ΔΗΛΟΣ TOP30 Μετοχικό Εσωτερικού	1,21%
17	ΑΑΑΒ Αμοιβαίο Κεφάλαιο Ελληνικό Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	1,21%
18	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS Μετοχικό Εσωτερικού	1,20%
19	MARFIN Ολυμπία Μετοχικό Εσωτερικού	1,20%
20	ALLIANZ Α/Κ Μετοχών Εσωτερικού	1,19%
21	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Αμοιβαίο Κεφάλαιο Μετοχικό Εσωτερικού	1,18%
22	METROLIFE Αναπτυξιακό Εσωτερικού	1,18%
23	ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Αμοιβαίο Κεφάλαιο Μετοχικό Εσωτερικού	1,14%
24	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	1,14%
25	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού	1,14%
26	PROTON Μετοχικό Εσωτερικού	1,13%
27	INTERNATIONAL Μετοχικό Εσωτερικού	1,11%

28	A/K ATE Μετοχικό Εσωτερικού	1,11%
29	GENIKI Επιλεγμένων Αξιών	1,04%
30	HSBC Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	1,02%
31	ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού	1,01%
32	ALPHA TRUST Νέων Επιχειρήσεων	0,97%
33	ALPHA TRUST Αναπτυξιακό	0,92%

5.4 Κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάση το Συστηματικό Κίνδυνο

Κατά την κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάση το συντελεστή βήτα παρατηρήθηκε ότι κανένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο δεν παρουσίασε βήτα μεγαλύτερο της μονάδας, γεγονός που σημαίνει ότι οι μεταβολές των Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι μικρότερες από αυτές του Γενικού Δείκτη.

Το ALPHA ATHENS INDEX FUND Μετοχικό Εσωτερικού είχε το μεγαλύτερο συστηματικό κίνδυνο, κάτι που είναι αναμενόμενο καθώς το συγκεκριμένο Αμοιβαίο Κεφάλαιο αναπαράγει το Γενικό Δείκτη. Στη συνέχεια ακολουθούσαν τα Αμοιβαία Κεφάλαια EUROBANK Θεσμικών χαρτοφυλακίων Μετοχικό Εσωτερικού και ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού.

Το μικρότερο συστηματικό κίνδυνο παρουσίασαν τα Αμοιβαία Κεφάλαια ALPHA TRUST Αναπτυξιακό, ALPHA TRUST Νέων Επιχειρήσεων τα οποία είχαν και το μικρότερο συνολικό κίνδυνο και HSBC Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού. Τα συγκεκριμένα Αμοιβαία Κεφάλαια πραγματοποίησαν τη μεγαλύτερη απόδοση για το εξεταζόμενο διάστημα.

1	ASE Index	1,00
2	ALPHA ATHENS INDEX FUND Μετοχικό Εσωτερικού	0,99
3	EUROBANK Θεσμικών χαρτοφυλακίων Μετοχικό Εσωτερικού	0,93
4	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού	0,90

5	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	0,89
6	ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού	0,89
7	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού	0,88
8	ALPHA Blue Chips Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	0,87
9	INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών	0,86
10	ING Μετοχικό Εσωτερικού	0,86
11	CITIFUND Μετοχικό Εσωτερικού	0,86
12	INTERAMERICAN Δυναμικό	0,86
13	ΕΛΛΗΝΙΚΗ TRUST Μετοχικό Εσωτερικού	0,85
14	PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού	0,84
15	ΔΗΛΟΣ TOP30 Μετοχικό Εσωτερικού	0,83
16	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS Μετοχικό Εσωτερικού	0,82
17	ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	0,82
18	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Αμοιβαίο Κεφάλαιο Μετοχικό Εσωτερικού	0,82
19	MARFIN Ολυμπία Μετοχικό Εσωτερικού	0,82
20	METROLIFE Αναπτυξιακό Εσωτερικού	0,81
	ΑΑΑΒ Αμοιβαίο Κεφάλαιο Ελληνικό Αναπτυξιακό Μετοχών	
21	Εσωτερικού	0,81
22	ALLIANZ Α/Κ Μετοχών Εσωτερικού	0,80
23	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	0,78
24	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού	0,77
25	PROTON Μετοχικό Εσωτερικού	0,77
26	ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Αμοιβαίο Κεφάλαιο Μετοχικό Εσωτερικού	0,77
27	Α/Κ ΑΤΕ Μετοχικό Εσωτερικού	0,76
28	INTERNATIONAL Μετοχικό Εσωτερικού	0,75
29	ΓΕΝΙΚΙ Επιλεγμένων Αξιών	0,70
30	ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού	0,69
31	HSBC Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	0,65
32	ALPHA TRUST Νέων Επιχειρήσεων	0,62
33	ALPHA TRUST Αναπτυξιακό	0,61

5.5 Κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάση το Δείκτη Treynor

Ο λόγος του Treynor εκφράζει την υπερβάλλουσα απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, η οποία προκύπτει με τη διαφορά της απόδοσης από το επιτόκιο προς τη μεταβλητότητα των αποδόσεων όπως εκφράζεται με το βήτα. Οι αρνητικές τιμές που παρουσιάζονται κατά την κατάταξη με βάση το δείκτη Treynor υποδεικνύουν κακή αποδοτικότητα γεγονός που οφείλεται στην πολύ κακή πορεία της αγοράς κυρίως κατά το έτος 2008.

Στην κατάταξη με βάση το δείκτη Treynor το μεγαλύτερο δείκτη έχει ο Γενικός Δείκτης. Ακολουθούν τα Αμοιβαία Κεφάλαια ALPHA ATHENS INDEX FUND Μετοχικό Εσωτερικού και EUROBANK Θεσμικών χαρτοφυλακίων Μετοχικό Εσωτερικού και ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού, γεγονός που ερμηνεύεται ως χειρότερη αποδοτικότητα από αυτή του Γενικού Δείκτη.

Το μικρότερο δείκτη έχουν τα Αμοιβαία Κεφάλαια ALPHA TRUST Αναπτυξιακό, .ALPHA TRUST Νέων Επιχειρήσεων και HSBC Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού.

1	ASE Index	-2,87
2	ALPHA ATHENS INDEX FUND Μετοχικό Εσωτερικού	-2,89
3	EUROBANK Θεσμικών χαρτοφυλακίων Μετοχικό Εσωτερικού	-3,09
4	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού	-3,19
5	ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού	-3,19
6	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	-3,21
7	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού	-3,26
8	ALPHA Blue Chips Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	-3,30
9	INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών	-3,30
10	ING Μετοχικό Εσωτερικού	-3,32
11	CITIFUND Μετοχικό Εσωτερικού	-3,34
12	INTERAMERICAN Δυναμικό	-3,35
13	ΕΛΛΗΝΙΚΗ TRUST Μετοχικό Εσωτερικού	-3,39

14	PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού	-3,42
15	ΔΗΛΟΣ TOP30 Μετοχικό Εσωτερικού	-3,43
16	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS Μετοχικό Εσωτερικού	-3,47
17	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Αμοιβαίο Κεφάλαιο Μετοχικό Εσωτερικού	-3,48
18	ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	-3,49
19	MARFIN Ολυμπία Μετοχικό Εσωτερικού	-3,49
20	METROLIFE Αναπτυξιακό Εσωτερικού	-3,50
	ΑΑΑΒ Αμοιβαίο Κεφάλαιο Ελληνικό Αναπτυξιακό Μετοχών	
21	Εσωτερικού	-3,56
22	ALLIANZ Α/Κ Μετοχών Εσωτερικού	-3,56
23	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	-3,67
24	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού	-3,71
25	ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Αμοιβαίο Κεφάλαιο Μετοχικό Εσωτερικού	-3,72
26	PROTON Μετοχικό Εσωτερικού	-3,73
27	Α/Κ ΑΤΕ Μετοχικό Εσωτερικού	-3,77
28	INTERNATIONAL Μετοχικό Εσωτερικού	-3,81
29	ΓΕΝΙΚΙ Επιλεγμένων Αξιών	-4,08
30	ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού	-4,18
31	HSBC Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	-4,32
32	ALPHA TRUST Νέων Επιχειρήσεων	-4,56
33	ALPHA TRUST Αναπτυξιακό	-4,66

5.6 Κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάση το Δείκτη Sharpe

Ο λόγος του Sharpe εκφράζει την υπερβάλλουσα απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, η οποία προκύπτει με τη διαφορά της απόδοσης από το επιτόκιο προς τη μεταβλητότητα των αποδόσεων όπως αυτή εκφράζεται με την τυπική απόκλιση. Οι αρνητικές τιμές του δείκτη Sharpe υποδηλώνουν την κακή αποδοτικότητα των χαρτοφυλακίων για τη συγκεκριμένη περίοδο.

Με βάση το δείκτη Sharpe τα Αμοιβαία Κεφάλαια ALPHA ATHENS INDEX FUND Μετοχικό Εσωτερικού και ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού ξεπέρασαν το Γενικό Δείκτη.

Το μικρότερο δείκτη Sharpe είχαν τα Αμοιβαία Κεφάλαια ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού, ALPHA TRUST Αναπτυξιακό και INTERNATIONAL Μετοχικό Εσωτερικού

1	ALPHA ATHENS INDEX FUND Μετοχικό Εσωτερικού	-2,16
2	ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού	-2,16
3	ASE Index	-2,22
4	EUROBANK Θεσμικών χαρτοφυλακίων Μετοχικό Εσωτερικού	-2,30
5	INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών	-2,33
6	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού	-2,38
7	ALPHA Blue Chips A/K Μετοχικό Εσωτερικού	-2,42
8	CITIFUND Μετοχικό Εσωτερικού	-2,42
9	ΠΕΙΡΑΙΩΣ A/K Μετοχικό Εσωτερικού	-2,43
10	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού	-2,45
11	INTERAMERICAN Δυναμικό	-2,46
12	ΔΗΛΟΣ TOP30 Μετοχικό Εσωτερικού	-2,47
13	ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	-2,48
14	MARFIN Ολυμπία Μετοχικό Εσωτερικού	-2,49
15	PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού	-2,50
16	ING Μετοχικό Εσωτερικού	-2,50
17	ALLIANZ A/K Μετοχών Εσωτερικού	-2,51
18	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Αμοιβαίο Κεφάλαιο Μετοχικό Εσωτερικού	-2,52
19	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS Μετοχικό Εσωτερικού	-2,52
20	METROLIFE Αναπτυξιακό Εσωτερικού	-2,52
	ΑΑΑΒ Αμοιβαίο Κεφάλαιο Ελληνικό Αναπτυξιακό Μετοχών	
21	Εσωτερικού	-2,60
22	ΕΛΛΗΝΙΚΗ TRUST Μετοχικό Εσωτερικού	-2,63
23	HSBC Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	-2,64

24	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	-2,64
25	ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Αμοιβαίο Κεφάλαιο Μετοχικό Εσωτερικού	-2,66
26	ΓΕΝΙΚΙ Επιλεγμένων Αξιών	-2,70
27	PROTON Μετοχικό Εσωτερικού	-2,78
28	Α/Κ ΑΤΕ Μετοχικό Εσωτερικού	-2,79
29	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού	-2,79
30	ALPHA TRUST Νέων Επιχειρήσεων	-2,83
31	INTERNATIONAL Μετοχικό Εσωτερικού	-2,85
32	ALPHA TRUST Αναπτυξιακό	-2,90
33	ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού	-3,01

5.7 Κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάση το Δείκτη Jensen

Στην παρακάτω κατάταξη κατά Jensen παρατηρούμε πως μόνο ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο είχε θετικό συντελεστή α , γεγονός που σημαίνει ότι ο διαχειριστής πέτυχε καλύτερη απόδοση από αυτή που ανέμενε με βάση το συστηματικό κίνδυνο που ανέλαβε.

Τα υπόλοιπα 31 Αμοιβαία Κεφάλαια εκτός από το ALPHA ATHENS INDEX FUND Μετοχικό Εσωτερικού είχαν αρνητικό συντελεστή α του Jensen και οι διαχειριστές επικρίνονται για τη διαχείρισή τους.

1	ALPHA ATHENS INDEX FUND Μετοχικό Εσωτερικού	0,05
2	ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού	-0,03
3	EUROBANK Θεσμικών χαρτοφυλακίων Μετοχικό Εσωτερικού	-0,19
4	INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών	-0,23
5	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού	-0,28
6	CITIFUND Μετοχικό Εσωτερικού	-0,31
7	ALPHA Blue Chips Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,32

8	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,33
9	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού	-0,34
10	ΔΗΛΟΣ TOP30 Μετοχικό Εσωτερικού	-0,36
11	INTERAMERICAN Δυναμικό	-0,36
12	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Αμοιβαίο Κεφάλαιο Μετοχικό Εσωτερικού	-0,40
13	ING Μετοχικό Εσωτερικού	-0,41
14	METROLIFE Αναπτυξιακό Εσωτερικού	-0,41
15	PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,41
16	MARFIN Ολυμπία Μετοχικό Εσωτερικού	-0,42
17	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS Μετοχικό Εσωτερικού	-0,44
18	ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	-0,44
19	ALLIANZ Α/Κ Μετοχών Εσωτερικού	-0,45
20	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,57
21	ΕΛΛΗΝΙΚΗ TRUST Μετοχικό Εσωτερικού	-0,59
	ΑΑΒ Αμοιβαίο Κεφάλαιο Ελληνικό Αναπτυξιακό Μετοχών	
22	Εσωτερικού	-0,60
23	ΓΕΝΙΚΗ Επιλεγμένων Αξιών	-0,61
24	ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Αμοιβαίο Κεφάλαιο Μετοχικό Εσωτερικού	-0,63
25	HSBC Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	-0,64
26	Α/Κ ΑΤΕ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,71
27	PROTON Μετοχικό Εσωτερικού	-0,71
28	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,74
29	ALPHA TRUST Αναπτυξιακό	-0,77
30	ALPHA TRUST Νέων Επιχειρήσεων	-0,79
31	INTERNATIONAL Μετοχικό Εσωτερικού	-0,80
32	ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,89

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

6.1 Συμπεράσματα

Οι επενδύσεις σε Αμοιβαία Κεφάλαια παρέχουν ένα σύνολο πλεονεκτημάτων στον επενδυτή μεταξύ των οποίων συγκαταλέγεται η επαγγελματική διαχείριση του χαρτοφυλακίου, η ελαχιστοποίηση του κινδύνου, η άμεση ρευστοποίηση και η μεγάλη διαπραγματευτική δύναμη. Τα τελευταία χρόνια έχουν αναπτυχθεί διάφορες κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων οι οποίες στοχεύουν στην ικανοποίηση των επενδυτικών στόχων των διαφορετικών επενδυτών.

Η παρούσα εργασία χρησιμοποίησε δείγμα από 32 μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια εσωτερικού με συνεχή διαπραγμάτευση στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά την περίοδο από 01/01/2004 έως 31/12/2008.

Από το σύνολο των 32 μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων τα 29 ξεπέρασαν το Γενικό δείκτη σε όρους απλής απόδοσης για την περίοδο 2004 έως 2008, μόνο όμως 4 Αμοιβαία Κεφάλαια είχαν θετικές αποδόσεις. Τα έτη 2004, 2005, 2006 και 2007 τα Αμοιβαία Κεφάλαια πραγματοποίησαν υψηλές αποδόσεις καταφέροντας να ικανοποιήσουν τις προσδοκίες των επενδυτών. Το έτος 2008 όμως αποδείχτηκε μια πολύ καταστροφική χρονιά για το Ελληνικό Χρηματιστήριο. Ο Γενικός Δείκτης πραγματοποίησε ζημιές ύψους 65,5% συμπαρασύροντας και τα μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια, τα οποία στο σύνολο τους έκλεισαν πραγματοποιώντας ζημιές.

Αξίζει εδώ ωστόσο να σημειωθεί πως ορισμένα από τα κορυφαία σε αποδόσεις Αμοιβαία Κεφάλαια του 2004 κατετάγησαν τις επόμενες χρονιές στις χειρότερες θέσεις. Το γεγονός αυτό αποκαλύπτει ότι οι συγκεκριμένοι διαχειριστές δεν πρόβλεψαν την επερχόμενη πτώση διατηρώντας υψηλή επικινδυνότητα στα χαρτοφυλάκια τους. Για παράδειγμα, τα Αμοιβαία Κεφάλαια που πραγματοποίησαν

τις υψηλότερες αποδόσεις το εξεταζόμενο διάστημα παρουσίασαν παράλληλα το χαμηλότερο συνολικό αλλά και συστηματικό κίνδυνο.

Επιπλέον, εφαρμόστηκαν στο δείγμα οι δείκτες Treynor, Sharpe και Jensen. Από την επεξεργασία των πορισμάτων κάθε μεθόδου εξάχθηκε το συμπέρασμα ότι:

1. Σύμφωνα με την ανάλυση του δείκτη Treynor και τα 32 Αμοιβαία Κεφάλαια εμφάνισαν δείκτη μικρότερο από αυτό του Γενικού Δείκτη γεγονός που οδηγεί στο συμπέρασμα ότι είχαν μικρότερη αποδοτικότητα από αυτή του Γενικού Δείκτη. Οι αρνητικές τιμές που παρουσιάζονται κατά την κατάταξη με βάση το δείκτη Treynor υποδεικνύουν κακή αποδοτικότητα, γεγονός που οφείλεται στην πολύ κακή πορεία της αγοράς κυρίως κατά το έτος 2008.
2. Οι αρνητικές τιμές του δείκτη Sharpe υποδηλώνουν την κακή αποδοτικότητα των χαρτοφυλακίων για τη συγκεκριμένη περίοδο. Από την ανάλυση των αποτελεσμάτων του παραπάνω δείκτη προκύπτει ότι μόνο 2 από τα 32 Αμοιβαία Κεφάλαια παρουσιάζουν τιμές καλύτερες από αυτές του Γενικού Δείκτη.
3. Όπως ήταν αναμενόμενο λόγω της κακής πορείας της αγοράς κατά το 2008 οι τιμές του συντελεστή α του Jensen είναι στην πλειοψηφία τους αρνητικές. Ένα μόνο Αμοιβαίο Κεφάλαιο είχε θετικό συντελεστή α , γεγονός που σημαίνει ότι μόνο ένας διαχειριστής πέτυχε καλύτερη απόδοση από αυτή που ανέμενε με βάση το συστηματικό κίνδυνο που ανέλαβε

Δεν μπορεί κανείς να υποστηρίξει με βεβαιότητα ότι επειδή κατά το παρελθόν, έστω και για μια σειρά ετών, κάποιο Αμοιβαίο Κεφάλαιο πέτυχε υψηλές αποδόσεις θα τις επαναλάβει και στο μέλλον. Είναι γνωστό ότι τα Αμοιβαία Κεφάλαια δεν έχουν εγγυημένη απόδοση και πως οι προηγούμενες αποδόσεις τους δε διασφαλίζουν τις μελλοντικές, ωστόσο κοιτάζοντας κανείς στο παρελθόν μπορεί να εξαγάγει χρήσιμα συμπεράσματα για το πώς συμπεριφέρονται συγκεκριμένα Αμοιβαία Κεφάλαια.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια χαρακτηρίζονται κυρίως από μεγαλύτερη ευελιξία στην επενδυτική τους πολιτική και τις στρατηγικές που ακολουθούν. Επιπλέον, μέσω της κατάλληλης διασποράς των Κεφαλαίων σε ένα σημαντικό αριθμό αξιόγραφων (μετοχές, ομόλογα, υψηλότοκες καταθέσεις, προϊόντα χρηματαγοράς κ.α.) επιτυγχάνεται η ελαχιστοποίηση του επενδυτικού κινδύνου.

Περαιτέρω έρευνα για την αξιολόγηση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι δυνατό να πραγματοποιηθεί λαμβάνοντας υπόψη περισσότερα κριτήρια για την ανάπτυξη μιας πιο ολοκληρωμένης κατάταξης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Η πρακτική εφαρμογή μιας τέτοιας ερευνητικής εργασίας θα δώσει τη δυνατότητα στους επενδυτές για την καλύτερη αξιολόγηση ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου προτού προβούν στην τελική επιλογή του χαρτοφυλακίου τους.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

Φίλιππας Ν, 2005, « *Επενδύσεις*», Πανεπιστημιακό, Αθήνα

Μυλωνάς, Ν, 1999, «*Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια: Θεωρία και Πρακτική*», Σάκκουλα, Αθήνα

Νόμος 3283/2004

Ξενόγλωσση

Sharpe, W.F. 1994, "The Sharpe Ratio", *Journal of Portfolio Management*, 21 (Fall), pp. 49-58.

Baiert Gary T. and Chen Peng, 2000, "Choosing Managers and Funds", *Journal of Portfolio Management*, 26 (2), pp. 47-53

Grinblatt, M. & Titman, S, 1994, "A Study of Monthly Mutual Fund Returns and Performance Evaluation Techniques", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29(3), pp.419-444

Lee Cheng Few & Rahman Shafiqur, 1991, "Market Timing, Selectivity, and Mutual Fund Performance: An Empirical Investigation", *Journal of Business*, 63(2), pp. 80-83.

Lehmann B & Modest D, 1987, "Mutual Fund Performance Evaluation: A Comparison of Benchmarks and Benchmark Comparisons", Journal of Finance, 42(2), pp. 233-265

Kon S, 1983, "The Market Timing Performance of Mutual Fund Managers", Journal of Business, 56(3), pp.323- 347

Philippas N, 2002, "Market Timing and Selectivity: An Empirical Investigation into the Features of Greek Mutual Fund Managers", Journal of Applied Business Research, 18(3), pp. 97-108.

Fama, Eugene F. 1968, "Risk, Return and Equilibrium: Some Clarifying Comments", Journal of Finance 23(1), pp. 29-40

French, Craig W, 2003, "The Treynor Capital Asset Pricing Model", Journal of Investment Management, 1(20), pp. 60-72

Treynor J.L. and J. Mazuy, 1966, "Can Mutual Funds Outguess the Market?" Harvard Business Review, Vol. 44, No. 4, pp. 131-136.

Ηλεκτρονικές Πηγές

www.hcmc.gr

www.agii.gr

www.ase.gr

www.mof-glκ.gr