

# ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ



ΤΜΗΜΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ & ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ  
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ  
ΑΝΑΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΕΠΙΣΤΗΜΗ ΚΑΙ ΤΗΝ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ  
ΚΙΝΔΥΝΟΥ

## ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΔΟΣΕΩΝ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Παναγιώτης Ι. Ασημακόπουλος

Διπλωματική Εργασία  
που υποβλήθηκε στο Τμήμα Στατιστικής Ασφαλιστικής  
Επιστήμης του Πανεπιστημίου Πειραιώς  
ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση του  
Μεταπτυχιακού Διπλώματος στην  
Αναλογιστική Επιστήμη και την Διοικητικής Κινδύνου

Πειραιάς  
Ιούλιος 2012

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

# ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ



ΤΜΗΜΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ & ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ  
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ  
ΑΝΑΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΕΠΙΣΤΗΜΗ ΚΑΙ ΤΗΝ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ  
ΚΙΝΔΥΝΟΥ

## ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΔΟΣΕΩΝ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Παναγιώτης Ι. Ασημακόπουλος

Διπλωματική Εργασία  
που υποβλήθηκε στο Τμήμα Στατιστικής Ασφαλιστικής  
Επιστήμης του Πανεπιστημίου Πειραιώς  
ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση του  
Μεταπτυχιακού Διπλώματος στην  
Αναλογιστική Επιστήμη και την Διοικητική Κινδύνου

Πειραιάς  
Ιούλιος 2012

Η παρούσα Διπλωματική Εργασία εγκρίθηκε ομόφωνα από την Τριμελή Εξεταστική Επιτροπή που ορίστηκε από τη ΓΣΕΣ του Τμήματος Στατιστικής και Ασφαλιστικής Επιστήμης του Πανεπιστημίου Πειραιώς στην υπ' αριθμ. .... συνεδρίασή του σύμφωνα με τον Εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών στην Αναλογιστική Επιστήμη και την Διοικητική Κινδύνου.

Τα μέλη της Επιτροπής ήταν:

- ..... (Επιβλέπων)

- .....

- .....

Η έγκριση της Διπλωματικής Εργασίας από το Τμήμα Στατιστικής και Ασφαλιστικής Επιστήμης του Πανεπιστημίου Πειραιώς δεν υποδηλώνει αποδοχή των γνώμων του συγγραφέα.

**UNIVERSITY OF PIRAEUS**



DEPARTMENT OF STATISTICS  
AND INSURANCE SCIENCE  
POSTGRADUATE PROGRAM IN  
ACTUARIAL SCIENCE AND RISK MANAGEMENT

**PERFORMANCE EVALUATION OF THE  
MANAGEMENT OF GREEK MUTUAL  
FUNDS**

By  
Panagiotis I. Asimakopoulos

MSc Dissertation  
submitted to the Department of Statistics and Insurance  
Science of the University of Piraeus in partial fulfilment of  
the requirements for the degree of Master of Actuarial Science and  
Risk Management

Piraeus, Greece

July 2012

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## Περίληψη

Οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων προσπαθούν να διαμορφώσουν (και να προσφέρουν στο επενδυτικό κοινό) μια ευρεία γκάμα χαρτοφυλακίων με αξιόλογη διασπορά, , έτσι ώστε να επιτυγχάνεται ο βέλτιστος συνδυασμός κινδύνου και απόδοσης.

Παρ' όλα αυτά, αρκετές εμπειρικές έρευνες έχουν αμφισβητήσει την αποτελεσματικότητα τους, παρέχοντας ενδείξεις ότι οι επιδόσεις τους συχνά υπολείπονται των αποτελεσμάτων ακόμη και μιας απλής buy-and-hold στρατηγικής.

Στα πλαίσια της παρούσας εργασίας διερευνήθηκε η αποτελεσματικότητα των διαχειριστών μέσω της ανάλυσης των δεδομένων των Ελληνικών ΑΕΔΑΚ. Εφαρμόζοντας τα κριτήρια αξιολόγησης Sharpe, Treynor και Jensen, καταλήξαμε στα ακόλουθα συμπεράσματα.

Οι διαχειριστές των Αμοιβαίων Κεφαλαίων που κατατάσσονται στις πρώτες θέσης με βάση τα εν λόγω κριτήρια αξιολόγησης επιτυγχάνουν στις περισσότερες των περιπτώσεων υψηλότερες επιδόσεις από την αγορά χωρίς όμως να μπορούν να αποτελέσουν ασφαλείς καταφύγιο για τους επενδύτες σε περιόδους ύφεσης λόγω της μεγάλης συσχέτισης που έχουν με την αγορά.

## **Abstract**

The mutual funds managers try to form (and offer to investors) a vast variety of portfolios which are well diversified and, consequently, they optimize the risk-return relationship.

However, numerous empirical studies have questioned their effectiveness, arguing that their performance is relatively poor, compared even to a simple buy-and-hold strategy.

Within the framework of the present study, the performance of the mutual funds managers was evaluated by utilizing the relevant data of the Greek “mutual funds management companies”. After the application of the criteria of Sharpe, Treynor and Jensen, we reached the following conclusions:

The managers of mutual funds that are classified in the first position based on the these benchmarks achieved in most cases higher performance than the market without being able to be a secure choice for investors in times of recession because of the correlation they have with the market .

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



# Περιεχόμενα

Πρόλογος - Σκοπός της Εργασίας .....	xxi
Κεφάλαιο 1ο .....	1
Διαχείριση Χαρτοφυλακίου Επενδύσεων .....	1
1.1 Εισαγωγή .....	1
1.1.1 Επένδυση .....	1
1.1.2 Χαρτοφυλάκιο (portfolio) .....	2
1.1.3 Διαφοροποίηση Χαρτοφυλακίου .....	6
1.2 Διαχείριση Χαρτοφυλακίου .....	6
1.2.1 Στρατηγικές Χαρτοφυλακίου .....	7
1.2.2 Παραδοσιακή Θεωρία Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου .....	8
1.3 Το Μοντέλο του H. Markowitz .....	8
1.3.1 Επιλογή Χαρτοφυλακίου .....	9
1.3.2 Η αναμενόμενη απόδοση και ο κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου .....	9
1.3.3 Επιλογή Άριστου Χαρτοφυλακίου .....	13
1.3.5 Προβλήματα στην Κατασκευή Χαρτοφυλακίων Markowitz .....	15
1.4 Το μοντέλο Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Αγαθών (C.A.P.M.) .....	15
1.4.1 Χαρτοφυλάκιο της Αγοράς .....	17
1.4.2 Η Γραμμή Κεφαλαιαγοράς (CML) .....	17
1.4.3 Η Γραμμή Αξιόγραφων (SML) .....	19
1.4.4 Ο συντελεστής βήτα .....	20
1.5 Το μοντέλο Αντισταθμικής Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Αγαθών (A.P.T.) .....	22
1.5.1 Ανάλυση του υποδείγματος .....	22
1.5.2 Προσδιορισμός των παραγόντων .....	23
1.6 Ανακεφαλαίωση .....	24
Κεφάλαιο 2ο .....	26
Αμοιβαία Κεφάλαια .....	26
2.1. Εισαγωγή .....	26

2.2. Έννοια των Αμοιβαίων Κεφαλαίων .....	27
2.3 Ιστορική Αναδρομή .....	28
2.4 Χαρακτηριστικά Αμοιβαίων Κεφαλαίων .....	30
2.5 Πλεονεκτήματα Επένδυσης σε Αμοιβαία Κεφάλαια .....	33
2.6 Μειονεκτήματα Επένδυσης σε Αμοιβαία Κεφάλαια.....	36
2.7 Στρατηγικές επένδυσης Αμοιβαίων Κεφαλαίων .....	39
2.8 Είδη Αμοιβαίων Κεφαλαίων σε Διεθνές Επίπεδο .....	42
2.9 Αριθμητικά Δεδομένα Αμοιβαίων Κεφαλαίων .....	50
2.10 Ανακεφαλαίωση .....	57
Κεφάλαιο 3ο.....	59
Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελλάδα .....	59
3.1 Εισαγωγή .....	59
3.2 Θεσμικά Όργανα των Ελληνικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων .....	60
3.2.1 Εταιρία Διαχείρισης – Α.Ε.Δ.Α.Κ. ....	60
3.2.2 Εποπτική Αρχή - Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς .....	62
3.2.3 Ένωση Θεσμικών Επενδυτών.....	63
3.2.4 Θεματοφύλακας – Τράπεζες.....	65
3.2.5 Δίκτυο Διάθεσης.....	66
3.3 Κανονισμός Α.Ε.Δ.Α.Κ. ....	66
3.4 Επιτρεπόμενες Επενδύσεις του Αμοιβαίου Κεφαλαίου .....	68
3.5 Πίνακας Επενδύσεων Αμοιβαίου Κεφαλαίου .....	70
3.6 Φορολογικό Καθεστώς Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	72
3.7 Είδη Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελληνική Αγορά.....	73
3.8 Αριθμητικά Δεδομένα Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα.....	76
3.9 Ανακεφαλαίωση .....	84
Κεφάλαιο 4ο.....	86
Αξιολόγηση Επιδόσεων Αμοιβαίων Κεφαλαίων .....	86
4.1 Εισαγωγή .....	86
4.2 Κίνδυνοι Επένδυσης σε Αμοιβαία Κεφάλαια.....	87
4.4 Μέθοδος Απόδοσης ανά Μονάδα Κινδύνου .....	89

4.4.1 Δείκτης Treynor (Treynor Ratio).....	90
4.4.2 Δείκτης Sharpe (Sharpe Ratio) .....	91
4.5 Μέθοδος Διαφορικής Απόδοσης - Δείκτης Jensen (Jensen's Performance Index).....	93
4.7 Ανακεφαλαίωση .....	95
Κεφάλαιο 5ο.....	96
Εμπειρική Μελέτη Αξιολόγησης Επιδοσεων Α.Ε.Δ.Α.Κ.....	96
5.1 Εισαγωγή.....	96
5.1 Δεδομένα Εμπειρικής Μελέτης.....	96
5.1.1 Δεδομένα Αμοιβαίων Κεφαλαίων .....	96
5.1.2 Δεδομένα Δεικτών Αναφοράς (benchmarks).....	100
5.1.3 Επιτόκιο Επένδυσης χωρίς Κίνδυνο .....	100
5.2 Μέτρηση Συντελεστών Μελέτης.....	101
5.2.1 Μέτρηση της αποδοτικότητας .....	101
5.2.2 Μέτρηση Κινδύνου.....	102
5.2.3 Υπολογισμός Δεικτών Αξιολόγησης.....	103
5.4 Μεθοδολογία μελέτης.....	105
Κεφάλαιο 6ο.....	107
Ανάλυση και Ερμηνεία Αξιολόγησης Επιδόσεων Α.Ε.Δ.Α.Κ.....	107
6.1 Εισαγωγή.....	107
6.2 Οικονομική Αναφορά Περιόδου 2006 έως 2011 .....	107
6.3 Παρουσίαση και ερμηνεία αποτελεσμάτων μελέτης.....	110
6.3.1 Συστημικός κίνδυνος .....	110
6.4.2 Ετήσια Απόδοση.....	114
6.4.3 Αξιολόγηση με βάση τον δείκτη Treynor.....	120
6.4.5 Αξιολόγηση με βάση τον δείκτη Jensen .....	145
Κεφάλαιο 7ο.....	151
Συμπεράσματα.....	151
Βιβλιογραφία.....	154

## Περιεχόμενα Διαγραμμάτων

1.1	Κίνδυνος Χαρτοφυλακίου.....	5
1.2	Σύνολο Εφικτών Συνδυασμών.....	12
1.3	Σύνολο δυνατών και αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων.....	14
1.4	Η Γραμμή Κεφαλαιαγοράς (CML).....	18
1.5	Η Γραμμή Αξιογράφων (SML).....	19
1.6	Το βήτα χρεογράφου.....	21
2.1	Διεθνώς επενδυμένα κεφάλαια ανά τρίμηνο.....	51
2.2	Διεθνώς επενδυμένα κεφάλαια ανά τύπο Αμοιβαίου Κεφαλαίου.....	52
2.3	Ποσοστιαία κατανομή Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανά τύπο.....	54
2.4	Κατανομή επενδύσεων κεφαλαίων σε παγκόσμιο επίπεδο.....	55
2.5	Ποσοστιαία κατανομή εδρών επενδυμένων κεφαλαίων παγκοσμίως.....	56
3.1	Ενεργητικά Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανά Κατηγορία.....	80
3.2	Ενεργητικά Αμοιβαίων Κεφαλαίων για το δεύτερο και τρίτο τρίμηνο του 2011.....	80
3.3	Συνολικό Ενεργητικό Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανά τρίμηνο του 2011.....	81
3.4	Εισροές – Εκροές Αμοιβαίων Κεφαλαίων για το 1 <sup>ο</sup> τρίμηνο του 2011.....	82
3.5	Εισροές – Εκροές Αμοιβαίων Κεφαλαίων για το 2 <sup>ο</sup> τρίμηνο του 2011.....	82
3.6	Εισροές – Εκροές Αμοιβαίων Κεφαλαίων για το 3 <sup>ο</sup> τρίμηνο του 2011.....	83
3.7	Εισροές – Εκροές Αμοιβαίων Κεφαλαίων για το 4 <sup>ο</sup> τρίμηνο του 2011.....	83
3.8	Αγορά Συλλογικών Επενδύσεων 3 <sup>ο</sup> τρίμηνο του 2011.....	84
3.9	Αγορά Συλλογικών Επενδύσεων 4 <sup>ο</sup> τρίμηνο του 2011.....	84
4.1	Μέγεθος μέτρησης και σύγκρισης επιδόσεων κατά Treynor.....	91
4.2	Μέγεθος μέτρησης και σύγκρισης επιδόσεων κατά Sharpe.....	92

## Περιεχόμενα Πινάκων

2.1	Αριθμός Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανά τύπο .....	52
2.2	Επενδυμένα κεφάλαια ανά τύπο Αμοιβαίου Κεφαλαίου .....	53
2.3	Κατανομή Αμοιβαίων Κεφαλαίων στις Ευρωπαϊκές χώρες .....	57
3.1	Υπόδειγμα Πίνακα Επενδύσεων Αμοιβαίου Κεφαλαίου .....	71
3.2	Συνολικό Ενεργητικό αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανά Α.Ε.Δ.Α.Κ. στις 24/01/2012 .....	76
3.3	Κατανομή Ενεργητικού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων που διαχειρίζεται η κάθε Α.Ε.Δ.Α.Κ. ....	78
5.1	Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού .....	99
6.1	Αποδόσεις Γενικού Δείκτη Χρηματιστηρίου Αθηνών περιόδου 2006 έως 2011.....	108
6.2	Οικονομικά Στοιχεία Ελληνικής Οικονομίας περιόδου 2006 έως 2011 .....	108
6.3	Ετήσιος συντελεστής beta Α.Ε.Δ.Α.Κ. για το 2006.....	111
6.4	Ετήσιος συντελεστής beta Α.Ε.Δ.Α.Κ. για το 2007.....	111
6.5	Ετήσιος συντελεστής beta Α.Ε.Δ.Α.Κ. για το 2008.....	112
6.6	Ετήσιος συντελεστής beta Α.Ε.Δ.Α.Κ. για το 2009.....	112
6.7	Ετήσιος συντελεστής beta Α.Ε.Δ.Α.Κ. για το 2010.....	113
6.8	Ετήσιος συντελεστής beta Α.Ε.Δ.Α.Κ. για το 2011.....	113
6.9	Ετήσια απόδοση Α.Ε.Δ.Α.Κ. για το 2006.....	115
6.10	Ετήσια απόδοση Α.Ε.Δ.Α.Κ. για το 2007.....	115
6.11	Ετήσια απόδοση Α.Ε.Δ.Α.Κ. για το 2008.....	116
6.12	Ετήσια απόδοση Α.Ε.Δ.Α.Κ. για το 2009.....	117
6.13	Ετήσια απόδοση Α.Ε.Δ.Α.Κ. για το 2010.....	118
6.14	Ετήσια απόδοση Α.Ε.Δ.Α.Κ. για το 2011.....	119
6.15	Κατάταξη των Α.Ε.Δ.Α.Κ. με βάση τον δείκτη Treynor για το 2006 .....	120
6.16	Κατάταξη των Α.Ε.Δ.Α.Κ. με βάση τον δείκτη Treynor για το 2007 .....	121
6.17	Κατάταξη των Α.Ε.Δ.Α.Κ. με βάση τον δείκτη Treynor για το 2008 .....	121
6.18	Κατάταξη των Α.Ε.Δ.Α.Κ. με βάση τον δείκτη Treynor για το 2009 .....	122
6.19	Κατάταξη των Α.Ε.Δ.Α.Κ. με βάση τον δείκτη Treynor για το 2010 .....	123
6.20	Κατάταξη των Α.Ε.Δ.Α.Κ. με βάση τον δείκτη Treynor για το 2011 .....	124

6.21	Συνολική κατάταξη των Α.Ε.Δ.Α.Κ. με βάση τον δείκτη Treynor για την περίοδο 2005 έως 2011 .....	124
6.22	Κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάση τον δείκτη Sharpe για το 2006.....	126
6.23	Κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάση τον δείκτη Sharpe για το 2007.....	129
6.24	Κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάση τον δείκτη Sharpe για το 2008.....	131
6.25	Κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάση τον δείκτη Sharpe για το 2009.....	134
6.26	Κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάση τον δείκτη Sharpe για το 2010.....	136
6.27	Κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάση τον δείκτη Sharpe για το 2011.....	139
6.28	Συνολική κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάση τον δείκτη Sharpe για την περίοδο 2005 έως 2011 .....	142
6.29	Κατάταξη των Α.Ε.Δ.Α.Κ. με βάση τον δείκτη Jensen για το 2006.....	145
6.30	Κατάταξη των Α.Ε.Δ.Α.Κ. με βάση τον δείκτη Jensen για το 2007.....	146
6.31	Κατάταξη των Α.Ε.Δ.Α.Κ. με βάση τον δείκτη Jensen για το 2008.....	146
6.32	Κατάταξη των Α.Ε.Δ.Α.Κ. με βάση τον δείκτη Jensen για το 2009.....	147
6.33	Κατάταξη των Α.Ε.Δ.Α.Κ. με βάση τον δείκτη Jensen για το 2010.....	148
6.34	Κατάταξη των Α.Ε.Δ.Α.Κ. με βάση τον δείκτη Jensen για το 2011.....	149
6.35	Συνολική κατάταξη των Α.Ε.Δ.Α.Κ. με βάση τον δείκτη Jensen για την περίοδο 2005 έως 2011 .....	149

## Πρόλογος - Σκοπός της Εργασίας

Η παρούσα εργασία επικεντρώνεται στην αξιολόγηση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και των διαχειριστών τους που δραστηριοποιούνται στην ελληνική αγορά. Αντικείμενο της μελέτης είναι οι επιδόσεις των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εσωτερικού τα οποία επενδύουν στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά για την περίοδο 2005 έως 2011.

Στο Πρώτο Κεφάλαιο, αφετηρία της εργασίας θα είναι η σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου από όπου πηγάζει (βασίζεται) και η αρχιτεκτονική της διαχείρισης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Ιδιαίτερη έμφαση δίδεται στο μοντέλο Markovitz καθώς και στα μοντέλα Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Αγαθών (C.A.P.M.) και Αντιστάθμικης Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Αγαθών (A.P.T.) που αποτελούν απλοποιήσεις και επεκτάσεις του μοντέλου Markovitz.

Στο Δεύτερο Κεφάλαιο, επόμενο βήμα θα είναι γνωριμία του θεσμού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Για το αυτό σκοπό παρουσιάζονται η εξέλιξη του θεσμού μέσα στο χρόνο όπως επίσης και οι θεσμοθετημένους παράγοντες και χαρακτηριστικά τους, ενώ γίνεται πλήρης καταγραφή των διαφόρων ειδών των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάση την διεθνή πρακτική.

Στο Τρίτο Κεφάλαιο επικεντρωνόμαστε στην ελληνική αγορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων όπως αυτή αναπτύχθηκε τις τελευταίες δεκαετίες. Το παρόν κεφαλαίο σχεδόν εξολοκλήρου βασίζεται στην νομοθεσία που διέπει τον θεσμό των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα και του κύκλου εργασιών των Εταιριών Διαχείρισης (Α.Ε.Δ.Α.Κ.) που δραστηριοποιούνται στην ελληνική αγορά.

Στο Τέταρτο Κεφάλαιο θα γίνει αναφορά στην μεθοδολογία που θα ακολουθήσουμε προκειμένου να προχωρήσουμε στην αξιολόγηση των δεδομένων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Συγκεκριμένα γίνεται η θεωρητική παρουσίαση των δεικτών Treynor, Sharp και Jensen, στους οποίους θα βασιστεί η μελέτη.

Στο Πέμπτο Κεφάλαιο παρατίθενται τα δεδομένα των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εσωτερικού και της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς στα οποία θα βασιστεί η μελέτη μας. Ακολούθως παρουσιάζεται βήμα προς βήμα η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε για να γίνει η

πρακτική αξιολόγηση των δεδομένων χρησιμοποιώντας τους δείκτες Treynor, Sharpe και Jensen.

Στο Έκτο Κεφάλαιο τέλος επιχειρείται η ερμηνεία των αποτελεσμάτων της πρακτικής αξιολόγησης των δεδομένων. Οπότε και αναλύονται τα συμπεράσματα που προκύπτουν από την ολοκλήρωση της μελέτης.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



# Κεφάλαιο 1ο

## Διαχείριση Χαρτοφυλακίου Επενδύσεων

### 1.1 Εισαγωγή

Για τους επενδυτές αλλά και τους επαγγελματίες διαχειριστές, η διάρθρωση και διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου επενδύσεων αποτελούν μια ιδιαίτερα επίπονη προσπάθεια και πρόκληση. Δυστυχώς δεν υπάρχουν αδιαμφισβήτητοι κανόνες για την αποτελεσματική διαχείριση χαρτοφυλακίων. Για να επιτευχθεί το καλύτερο αποτέλεσμα, μια επένδυση δεν θα πρέπει να εξετάζεται μεμονωμένα, αλλά η αξιολόγηση της να βασίζεται στον αναμενόμενο βαθμό απόδοσής της και στον κίνδυνο της.

Ανάλογα λοιπόν από τους στόχους που θέτει και από την στρατηγική που θα ακολουθήσει ένας επενδυτής, είτε ιδιώτης είτε επαγγελματίας διαχειριστής, ο οποίος κατέχει κεφάλαια προς επένδυση με κύριο σκοπό του την αύξηση των κεφαλαίων αυτών, θα καταρτίσει ένα χαρτοφυλάκιο το οποίο του προσφέρει την ευκαιρία ελαχιστοποίησης του κινδύνου ή μεγιστοποίησης της απόδοσης. Συνεπώς πρέπει να επιλέγεται ένα χαρτοφυλάκιο το οποίο του ταιριάζει περισσότερο, που ανταποκρίνεται στην προσωπική του στάση έναντι της σχέσης απόδοση προς ρίσκο.

#### 1.1.1 Επένδυση

Η Επένδυση μπορεί να οριστεί ως μια δέσμευση κεφαλαίων για ένα χρονικό διάστημα, η οποία αναμένεται να αποφέρει πρόσθετα κεφάλαια στον επενδυτή. Κάθε επένδυση απαιτεί από τον επενδυτή να αποφύγει να καταναλώσει κεφάλαια προκειμένου να επιδιώξει μια

αβέβαιη μελλοντική ωφέλεια. Άρα κάθε επένδυση σε κάποιο βαθμό ενέχει κίνδυνο. Η διαδικασία της επένδυσης σε χρεόγραφο μπορεί να διαιρεθεί σε δυο μέρη: στην ανάλυση χρεογράφων και στη διαχείριση χαρτοφυλακίου. Η ανάλυση χρεογράφων ορίζεται ως η προσπάθεια να καθορισθεί εάν ένα χρεόγραφο έχει αποτιμηθεί σωστά από τους επενδυτές στην αγορά.

### 1.1.2 Χαρτοφυλάκιο (portfolio)

Χαρτοφυλάκιο ονομάζεται το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων που έχει ένας επενδυτής στην κατοχή του, όπως οι μετοχές, τα ομόλογα, οι τίτλοι ιδιοκτησίας κτλ. Η απόφαση για το ποια περιουσιακά στοιχεία θα έχει στην κατοχή του και σε ποια ποσότητα, ονομάζεται επιλογή χαρτοφυλακίου και μπορεί να είναι περίπλοκη. Ωστόσο, τα θεμελιώδη χαρακτηριστικά των περιουσιακών στοιχείων που βαραίνουν στην επιλογή χαρτοφυλακίου είναι τρία:

- i. Προσδοκώμενη απόδοση
- ii. Ρευστότητα
- iii. Κίνδυνος

#### i. Προσδοκώμενη απόδοση

Απόδοση ορίζεται το κέρδος που αποκομίζει ένας επενδυτής μέσα σε μια χρονική περίοδο μεταξύ του χρόνου  $t-1$  και του χρόνου  $t$ . Τα στοιχεία που αποτελούν την απόδοση είναι η διαφορά της τιμής που παρουσιάζεται μεταξύ των δύο περιόδων και το μέρισμα που καταβάλλεται στην περίοδο  $t$ . Ως χρονικό διάστημα μπορεί να θεωρηθεί η ημέρα, η εβδομάδα, ο μήνας κτλ. Υπολογίζοντας την απόδοση δύο χρεογράφων, η σύγκριση τους είναι αντικειμενικότερη όταν αυτή βασίζεται σε ποσοστά πάνω στην αρχική επένδυση μέσα στην χρονική περίοδο.

Συνεπώς η σχέση που θα μας δώσει την απόδοση σχηματίζεται ως εξής:

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} + \frac{D_t}{P_{t-1}} \quad (1)$$

Οπού:

- $R_t$  η απόδοση στη χρονική περίοδο  
 $P_t$  η τιμή του χρεογράφου στη χρονική στιγμή  $t$   
 $P_{t-1}$  η τιμή του χρεογράφου την χρονική στιγμή  $t-1$   
 $D_t$  το καταβαλλόμενο μέρισμα την χρονική στιγμή  $t$

Το πρώτο τμήμα της σχέσης (1) είναι γνωστό ως κεφαλαιακή απόδοση και προέρχεται από την διαχρονική εξέλιξη της τιμής του χρεογράφου. Η εξέλιξη αυτή μπορεί να είναι θετική, αρνητική ή ακόμα και μηδέν. Το δεύτερο τμήμα είναι γνωστό ως μερισματική απόδοση, η οποία εξαρτάται από την πολιτική της εταιρείας, η οποία δεν είναι γνωστή εκ των προτέρων.

Από την μελέτη της σχέσεως (1) είναι φανερό ότι η απόδοση του χρεογράφου δεν είναι βέβαιη.

Για την μέση ημερήσια (ή εβδομαδιαία ή μηνιαία κτλ.) απόδοση ενός χρεογράφου χρησιμοποιούμε τον τύπο:

$$\bar{R} = \frac{R_1 + R_2 + R_3 + \dots + R_t}{t} \quad (2)$$

## ii. Ρευστότητα

Η ρευστότητα ενός περιουσιακού στοιχείου χαρακτηρίζεται από την εύκολη και άμεση ανταλλαγή του με αγαθά, υπηρεσίες ή άλλα περιουσιακά στοιχεία. Επειδή είναι αποδεκτά άμεσα ως μέσο συναλλαγών, τα χρήματα διακρίνονται από υψηλή ρευστότητα. Παραδείγματος χάριν, ένα περιουσιακό στοιχείο που ρευστοποιείται δύσκολα είναι το αυτοκίνητο.

Χρειάζεται χρόνος και κόπος για την ανταλλαγή ενός μεταχειρισμένου αυτοκινήτου με άλλα αγαθά κι υπηρεσίες, διότι πρέπει να βρεθεί κάποιος ενδιαφερόμενος να το αγοράσει και να μεταβιβαστεί σε αυτόν νόμιμα. Η ρευστότητα κάνει τις συναλλαγές ευκολότερες και

φθηνότερες, παρέχοντας ευελιξία στον κάτοχο του χαρτοφυλακίου, γιατί ένα περιουσιακό στοιχείο που ρευστοποιείται εύκολα μπορεί να μετατραπεί σε χρήμα γρήγορα αν υπάρχει άμεση ανάγκη κεφαλαίων ή προκύψει μια καλή επενδυτική ευκαιρία. Συνεπώς, *ceteris paribus*, όσο πιο εύκολα ρευστοποιείται ένα περιουσιακό στοιχείο, τόσο ελκυστικότερο είναι για όσους έχουν πλούτο.

### **iii. Κίνδυνος**

Ο κίνδυνος ορίζεται ως η απόκλιση του πραγματοποιηθέντος αποτελέσματος από μια μέση αναμενόμενη αξία. Κίνδυνος μπορεί επίσης να θεωρηθεί η πιθανότητα να υπάρξει ζημία ή κέρδος από την επένδυση σε κάποιο περιουσιακό στοιχείο. Οι πιθανότητες να υπάρξει κέρδος ή ζημία είναι μεγάλες ή μικρές ανάλογα με το βαθμό κινδύνου που χαρακτηρίζει μια συγκεκριμένη επένδυση. Άλλωστε κάθε επένδυση στηρίζεται στην προσδοκία της απόδοσης. Η απόδοση μιας επένδυσης μπορεί να είναι είτε η πρόσθετη εισροή εισοδήματος, είτε η κεφαλαιακή απόδοση. Έτσι, άλλες επενδύσεις προσφέρουν πρόσθετο κεφάλαιο και άλλες πιθανή ανατίμηση του επενδύμενου κεφαλαίου. Στην δεύτερη κυρίως περίπτωση η μελλοντική απόδοση δεν είναι εκ των πρότερων γνωστή. Πρέπει να διαχωρίσουμε την αναμενόμενη από την πραγματοποιούμενη απόδοση. Η αναμενόμενη απόδοση είναι ισοδύναμη με τον αποδεχόμενο κίνδυνο. Ο κίνδυνος εκφράζει την αβεβαιότητα ότι η πραγματοποιούμενη απόδοση δεν θα είναι ίση με την αναμενόμενη απόδοση. Εάν δεν υπήρχε αβεβαιότητα δεν θα υπήρχε και κίνδυνος. Τα χαρακτηριστικά του κινδύνου είναι ο χρόνος και η μεταβλητότητα. Ο κίνδυνος είναι αυξανόμενη συνάρτηση του χρόνου. Όσο περισσότερο είναι το επενδύμενο κεφάλαιο τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος το κεφαλαίο να υποστεί ζημία. Οι επενδύσεις που δεν έχουν σταθερές αποδόσεις στο χρόνο είναι πάντα επικίνδυνες. Υπάρχει η άποψη από κάποιους ότι οι μακροχρόνιες θέσεις σε τίτλους ακόμα και σαν τις μετοχές είναι πάντα αποδοτικές σωρευτικά στο τέλος της περιόδου επένδυσης. Υπάρχει και η άποψη ότι οι μακροχρόνιες αποδόσεις μπορεί να έχουν θετική απόδοση για το επενδύμενο κεφάλαιο αλλά βραχυχρόνια μπορεί να προκαλέσουν σοβαρές ζημίες.

## Συστημικός και μη-συστημικός κίνδυνος

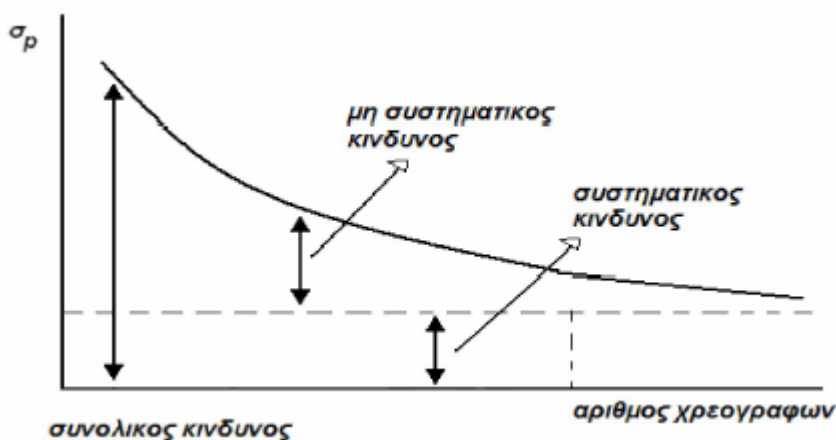
Ο συνολικός κίνδυνος ενός χρεογράφου και κατά συνέπεια ενός χαρτοφυλακίου αποτελείται από δυο τμήματα, τον συστημικό κίνδυνο και τον μη-συστημικό κίνδυνο. Ο μη-συστημικός κίνδυνος μπορεί να εξαλειφεί ή τουλάχιστον το μεγαλύτερο μέρος αυτού να μειωθεί εάν έχουμε ένα χαρτοφυλάκιο με αρκετά χρεόγραφα.

Ο συστημικός κίνδυνος οφείλεται σε παράγοντες όπως η φορολογία, ο πληθωρισμός, οι διεθνείς οικονομικές και πολιτικές κρίσεις που επηρεάζουν όλες τις μετοχές. Ο κίνδυνος αυτός δεν μπορεί να εξαλειφθεί και αναφέρεται και σαν κίνδυνος της αγοράς. Όταν σχηματίζεται ένα χαρτοφυλάκιο καλά διαφοροποιημένο ο συστημικός κίνδυνος μπορεί να μειωθεί.

Ο μη συστημικός κίνδυνος οφείλεται σε παράγοντες που επηρεάζουν ειδικά μια εταιρεία και κατά επέκταση την μετοχή της, όπως το καλό μάρκετινγκ, η ανάληψη ενός μεγάλου έργου. Ο μη συστημικός κίνδυνος μπορεί να εξαλειφθεί, για αυτό όταν μιλάμε για αποτελεσματικά χαρτοφυλάκια, δεν ενδιαφερόμαστε σε αυτόν. Αυτό συμβαίνει γιατί δυσάρεστα γεγονότα για μια εταιρία, της οποίας οι μετοχές περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο, αντισταθμίζονται από ευχάριστα γεγονότα για μια άλλη εταιρεία.

### Διάγραμμα 1.1

Κίνδυνος Χαρτοφυλακίου



### 1.1.3 Διαφοροποίηση Χαρτοφυλακίου

Διαφοροποίηση Χαρτοφυλακίου είναι η διαδικασία που προβαίνει ένας επενδυτής όταν θέλει να μειώσει τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου του, προσθέτοντας σε αυτό χρεόγραφα των οποίων οι αποδόσεις δεν σχετίζονται πλήρως θετικά μεταξύ τους.

## 1.2 Διαχείριση Χαρτοφυλακίου

Η διαχείριση επενδύσεων αναπτύχθηκε στα τέλη του 1950. Είναι προέκταση της χρηματοοικονομικής θεωρίας, δεν αφορά τις επενδύσεις μεμονωμένα αλλά, από ένα πλήθος επενδύσεων επιλέγει τον κατάλληλο συνδυασμό με την μέγιστη απόδοση. Βρίσκει άμεση εφαρμογή σε χρεόγραφα. Η θεωρία χαρτοφυλακίου βασίζεται στην εργασία του H. Markowitz που αφορούσε στον καθορισμό του άριστου χαρτοφυλακίου. Με τον όρο διαχείριση χαρτοφυλακίου εννοούμε τις απαραίτητες ενέργειες που ο κάθε επενδυτής πρέπει να πραγματοποιήσει για κάθε χαρτοφυλάκιο που δημιουργεί, έτσι ώστε να διασφαλιστεί το κεφάλαιο το οποίο έχει επενδυθεί. Ορίζεται ως η διαδικασία συνδυασμού διαφόρων χρεογράφων σε ένα χαρτοφυλάκιο, το οποίο δημιουργείται ανάλογα με τις ανάγκες του κάθε επενδυτή, η παρακολούθηση του χαρτοφυλακίου αυτού και η αποτίμηση της απόδοσης του.

Η διαχείριση Χαρτοφυλακίου περιλαμβάνει τα παρακάτω τρία στάδια δραστηριοτήτων:

- α. Ανάλυση αξιόγραφων. Στο στάδιο αυτό εξετάζονται από τα διαθέσιμα χρεόγραφα, αυτά τα οποία προβλέπεται να έχουν μεγαλύτερη απόδοση.
- β. Ανάλυση Χαρτοφυλακίου. Στο στάδιο αυτό προβλέπεται η απόδοση ενός χαρτοφυλακίου (συνδυασμός χρεογράφων) και οι πιθανότητες κινδύνου του.
- γ. Επιλογή Χαρτοφυλακίου. Στο στάδιο αυτό, από τα χαρτοφυλάκια τα οποία ελαχιστοποιούν τον κίνδυνο σε σχέση με την απόδοσή τους, επιλέγεται ένα που θα ταιριάζει στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του επενδυτή. Τα χαρακτηριστικά ενός επενδυτή εξαρτώνται από το πόσα χρήματα θέλει να επενδύσει και από το χρονικό

διάστημα που θέλει να επενδύσει.

### 1.2.1 Στρατηγικές Χαρτοφυλακίου

Στο σημείο αυτό θα αναφέρουμε ότι υπάρχουν δύο τύποι Στρατηγικών Χαρτοφυλακίου και είναι οι παρακάτω:

A. **Παθητική Στρατηγική Χαρτοφυλακίου.** Πρόκειται για τη στρατηγική που συμπεριλαμβάνει ελάχιστα δεδομένα πρόβλεψης και αντίθετα στηρίζεται στη διαφοροποίηση προκειμένου να ισοφαρίσει την απόδοση κάποιου δείκτη της αγοράς. Μια παθητική στρατηγική θεωρεί ότι όλες οι διαθέσιμες πληροφορίες αντανακλώνται στην τιμή των χρεογράφων.

B. **Ενεργητική Στρατηγική Χαρτοφυλακίου.** Πρόκειται για τη στρατηγική που χρησιμοποιεί διαθέσιμες πληροφορίες και τεχνικές πρόβλεψης, για να επιτύχει μια καλύτερη απόδοση από ένα χαρτοφυλάκιο που είναι απλά ευρέως διαφοροποιημένο.

Επιπλέον, υπάρχουν τρεις τύποι Χαρτοφυλακίου:

A. **Το Υπομονετικό Χαρτοφυλάκιο.** Αυτός ο τύπος επενδύει σε γνωστές μετοχές. Οι περισσότερες διανεμούν μερίσματα και είναι υποψήφιες, για να αγοραστούν και να διατηρηθούν για μεγάλες χρονικές περιόδους. Η συντριπτική πλειοψηφία των μετοχών σε αυτό το χαρτοφυλάκιο εκπροσωπούν εταιρείες τυπικής ανάπτυξης, εταιρείες που αναμένεται να αποφέρουν υψηλότερα κέρδη σε μια σταθερή βάση, ανεξάρτητα από τις οικονομικές συνθήκες.

B. **Το Επιθετικό Χαρτοφυλάκιο.** Αυτό το χαρτοφυλάκιο επενδύει σε "ακριβές μετοχές" (από την άποψη μετρήσεων, όπως είναι οι δείκτες τιμής-κερδών) που προσφέρουν μεγαλύτερες ανταμοιβές αλλά ενέχουν και υψηλότερους κινδύνους. Αυτό το χαρτοφυλάκιο "συλλέγει" μετοχές ταχέως αναπτυσσόμενων εταιρειών όλων των μεγεθών, οι οποίες μέσα στα επόμενα χρόνια αναμένεται να παρουσιάσουν ταχεία αύξηση στα ετήσια κέρδη τους. Επειδή πολλές από αυτές τις μετοχές ανήκουν στις λιγότερο καθιερωμένες, αυτό το χαρτοφυλάκιο έχει τις περισσότερες πιθανότητες να επιδείξει μεγάλους κύκλους μεταβολών με την πάροδο του

χρόνου, καθώς διαφαίνονται οι κερδισμένοι και οι χαμένοι.

Γ. **Το Συντηρητικό Χαρτοφυλάκιο.** Στο χαρτοφυλάκιο αυτό επιλέγονται μετοχές με κριτήρια την απόδοση καθώς και την αύξηση των κερδών και ένα ιστορικό σταθερού μερίσματος.

### **1.2.2 Παραδοσιακή Θεωρία Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου**

Η παραδοσιακή διαχείριση χαρτοφυλακίου πραγματεύεται κυρίως την δημιουργία ενός αποτελεσματικού χαρτοφυλακίου, το οποίο θα απαρτίζεται από μια ευρεία ποικιλία χρεογράφων. Οι διαχειριστές παραδοσιακών χαρτοφυλακίων αποστρέφονται τον κίνδυνο γι' αυτό και επιθυμούν να επενδύουν σε γνωστές εταιρείες για τρεις λόγους. Ο πρώτος λόγος είναι ότι καθώς αυτές οι εταιρείες είναι γνωστές στην αγορά ως επιτυχημένες, μια επένδυση σε αυτές θεωρείται λιγότερο επικίνδυνη από την επένδυση σε λιγότερο γνωστές επιχειρήσεις. Ο δεύτερος λόγος είναι ότι οι έμπειροι διαχειριστές επιδιώκουν να επενδύουν σε μεγάλες εταιρείες, επειδή τα χρεόγραφα αυτών των επιχειρήσεων είναι περισσότερο ρευστά και διατίθενται σε μεγάλες ποσότητες. Ο τρίτος και τελευταίος λόγος έχει να κάνει με το γεγονός ότι οι διαχειριστές των παραδοσιακών χαρτοφυλακίων προτιμούν τις γνωστές εταιρείες, επειδή λόγω της φήμης τους είναι ευκολότερο να πείσουν τους πελάτες να επενδύσουν σε αυτές. Η μοντέρνα θεωρία χαρτοφυλακίου, χρησιμοποιεί αρκετά βασικά στατιστικά μέτρα για την ανάπτυξη ενός σχεδίου για το χαρτοφυλάκιο. Η στατιστική διαφοροποίηση αποτελεί σημαντικό παράγοντα στην επιλογή χρεογράφων για την δημιουργία ενός χαρτοφυλακίου.

### **1.3 Το Μοντέλο του H. Markowitz**

Το μοντέλο Markowitz, παρά τις όποιες αδυναμίες του, αποτέλεσε τη βάση για τη λεγόμενη "Σύγχρονη Θεωρία Χαρτοφυλακίου". Μια δημοσίευση στην εφημερίδα "Journal of Finance" το 1952 τάραξε τα νερά στο χώρο της διαχείρισης χαρτοφυλακίου και δημιούργησε μια νέα



εποχή και ένα νέο τρόπο σκέψης στην χρηματιστηριακή πρακτική. Ο Η. Markowitz κατέληξε σε κάποια συμπεράσματα, τα οποία αποτέλεσαν την ύλη του βιβλίου του που εκδόθηκε το 1959 και είχε τίτλο "Portfolio Selection".

### 1.3.1 Επιλογή Χαρτοφυλακίου

Ο Η. Markowitz παρουσίασε ένα υπόδειγμα (μοντέλο) κατασκευής αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων. Βασική ιδέα του μοντέλου είναι η επιλογή ενός «άριστου» χαρτοφυλακίου που αποτελείται από μετοχές ή από άλλες επενδύσεις που εμπεριέχουν κίνδυνο, το οποίο προσφέρει στον επενδυτή την καλύτερη δυνατή σχέση κινδύνου - απόδοσης. Σύμφωνα με τον Markowitz, ο μέσος επενδυτής προσπαθεί και να μεγιστοποιήσει την αναμενόμενη απόδοση και να ελαχιστοποιήσει τον κίνδυνο.

### 1.3.2 Η αναμενόμενη απόδοση και ο κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου

Ο Markowitz έχοντας ως αφετηρία τον τύπο (3) της αναμενόμενης απόδοσης:

$$(r_p) = \frac{W_1 - W_0}{W_n} \quad (3)$$

Όπου :

$W_0$  το κεφάλαιο που επενδύθηκε στην αρχή της περιόδου

$W_1$  το κεφάλαιο που θα αποδοθεί στο τέλος της περιόδου,

κατέληξε ότι το τελικό κεφάλαιο εξαρτάται από την άγνωστη απόδοση μιας μετοχής το  $r_p$ , άρα οι τιμές των μετοχών είναι τυχαίες μεταβλητές και σαν τέτοιες μπορούν να περιγραφούν από την αναμενόμενη τιμή τους (μέση απόδοση) και την τυπική τους απόκλιση (κίνδυνος). Στην στατιστική η αναμενόμενη απόδοση μιας τυχαίας μεταβλητής περιγράφεται από την τυπική απόκλιση της μεταβλητής ή τη διακύμανση της μεταβλητής.

Αναμενόμενη απόδοση:  $\bar{r}_p = E(\bar{r})$

Τυπική απόκλιση απόδοσης:  $\sigma^2 = Var(\bar{r})$

Σύμφωνα με το Markowitz, αφού δύο μετοχές μπορούν να συγκριθούν εξετάζοντας την αναμενόμενη απόδοση και την τυπική απόκλιση καθεμιάς, το ίδιο μπορεί να γίνει και για δύο χαρτοφυλάκια. Η αναμενόμενη απόδοση ενός χαρτοφυλακίου θα υπολογίζεται σαν σταθμικός μέσος των αναμενόμενων αποδόσεων των μετοχών που το αποτελούν και η τυπική απόκλιση ή η διακύμανση ενός χαρτοφυλακίου θα είναι ίση με την συνδιακύμανση των αποδόσεων των μετοχών που το αποτελούν.

Συνεπώς:

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n E(R_i)w_i \quad (4)$$

Όπου

$E(R_p)$  η αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου

$W_i$  η αξία που έχει επενδυθεί σε κάθε μετοχή  $i$

$E(R_i)$  η αναμενόμενη απόδοση της μετοχής

$n$  ο αριθμός των μετοχών στο χαρτοφυλάκιο

Ο κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου περιλαμβάνει τον κίνδυνο του κάθε μεμονωμένου χρεογράφου που περιέχει, καθώς επίσης και τις σταθμικές διακύμανσης των αποδόσεων όλων των ζευγαριών των χρεογράφου που περιέχει. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός των χρεογράφων που περιλαμβάνει το χαρτοφυλάκιο, τόσο μεγαλύτερη είναι η σχετική βαρύτητα της μέσης διακύμανσης των αποδόσεων των χρεογράφων.

Οι παράγοντες που καθορίζουν το κίνδυνο ενός χαρτοφυλακίου είναι:

- α. Οι διακυμάνσεις των αποδόσεων κάθε χρεογράφου.
- β. Οι συνδιακυμάνσεις των αποδόσεων μεταξύ των χρεογράφων που περιέχονται στο χαρτοφυλάκιο.
- γ. Οι σταθμίσεις που έχει το κάθε χρεόγραφο (δηλαδή το ποσοστό της αξίας του χαρτοφυλακίου που έχει επενδυθεί στο χρεόγραφο αυτό).

Ο κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου μετριέται με την τυπική απόκλιση  $\sigma_p$  της κατανομής πιθανοτήτων της συνολικής αποδοτικότητας του και εκφράζεται με τον εξής τύπο :

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N w_i w_j \rho_{ij} \sigma_i \sigma_j} \quad (5)$$

Όπου:

$\rho_{ij}$  ο συντελεστής συσχέτισης των δύο χρεογράφων  $i, j$

$\sigma_i, \sigma_j$  οι τυπικές αποκλίσεις των δύο χρεογράφων  $i, j$

$w_i, w_j$  τα ποσοστά συμμετοχής των δύο χρεογράφων  $i, j$

Εξετάζοντας τους παράγοντες που καθορίζουν τη διακύμανση της απόδοσης ενός χαρτοφυλακίου έχουμε τα ακόλουθα αποτελέσματα:

1. Είναι φανερό ότι όσο μεγαλύτερες είναι οι διακυμάνσεις απόδοσης των επιμέρους χρεογράφων τόσο πιο ριψοκίνδυνο θα καθίσταται το χαρτοφυλάκιο.
2. Οι τιμές που μπορεί να λάβει ο συντελεστής συσχέτισης κυμαίνονται μεταξύ  $-1 < \rho < +1$ . Όσο πιο μικροί είναι οι συντελεστές τόσο πιο βέβαιη (σταθερή) είναι η απόδοση του χαρτοφυλακίου.
3. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός χρεογράφων που συμμετέχει στο χαρτοφυλάκιο, τόσο μειώνεται ο κίνδυνος του.
4. Οι διαφορετικές συνθέσεις του χαρτοφυλακίου από τα ποσοστά συμμετοχής προκαλούν διαφορετικά αποτελέσματα, τα οποία καθορίζουν και την αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου.

Φτάνουμε έτσι στο συμπέρασμα ότι ο κίνδυνος μειώνεται όσο αυξάνονται τα χρεόγραφα σε ένα χαρτοφυλάκιο. Εάν υπάρχουν  $N$  χρεόγραφα, μπορούν να γίνουν άπειροι συνδυασμοί μεταξύ τους και να σχηματιστούν άπειρα χαρτοφυλάκια. Ο επενδυτής για να καταλήξει στο ιδανικό για εκείνον χαρτοφυλάκιο δεν χρειάζεται να εκτιμήσει όλα τα χαρτοφυλάκια χάρη στο Θεώρημα των Αποτελεσματικών Συνδυασμών. Τα χαρτοφυλάκια αυτά λέγονται αποτελεσματικά χαρτοφυλάκια.

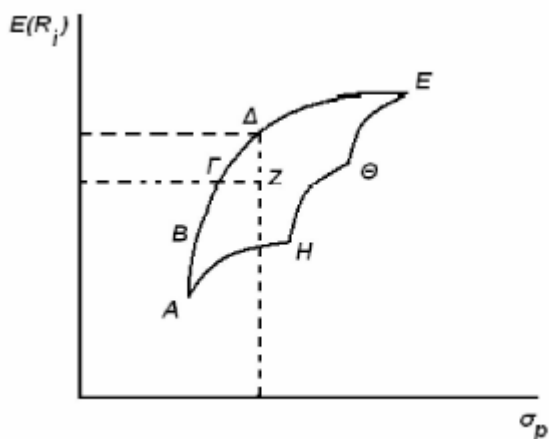
Επομένως, αποτελεσματικό χαρτοφυλάκιο λέγεται εκείνο το οποίο σε δεδομένο επίπεδο κινδύνου παρέχει τη μεγαλύτερη απόδοση και σε δεδομένη απόδοση έχει το μικρότερο κίνδυνο. Σύμφωνα με αυτό το θεώρημα, ένας επενδυτής θα επιλέξει από το σύνολο των δυνατών χαρτοφυλακίων, το χαρτοφυλάκιο εκείνο το οποίο:

1. Του προσφέρει την μέγιστη προσδοκώμενη απόδοση για διάφορα επίπεδα κινδύνου και
2. Του προσφέρει τον μικρότερο κίνδυνο για διάφορα επίπεδα προσδοκώμενης απόδοσης.

Το σύνολο όλων των δυνατών χαρτοφυλακίων που πληρούν τις πιο πάνω προϋποθέσεις ονομάζεται Σύνορο Αποτελεσματικών Συνδυασμών.

## Διάγραμμα 1.2

Σύνολο Εφικτών Συνδυασμών



Στο Διάγραμμα 1.2 σχηματίζονται όλα τα δυνατά χαρτοφυλάκια όπως αυτά διαγράφονται βάσει των σχέσεων αναμενόμενης απόδοσης και κινδύνου. Το σύνολο αυτών των εφικτών συνδυασμών έχει την μορφή ομπρελάς στους άξονες της αναμενόμενης απόδοσης (κάθετος άξονας) και του κινδύνου (οριζόντιος άξονας). Τα σημεία Α,Β,Γ,Δ,Ε,Ζ,Η,Θ δείχνουν μερικά από τα χαρτοφυλάκια. Από όλα τα χαρτοφυλάκια πιο αποδοτικά είναι εκείνα που βρίσκονται στο "βορειοδυτικότερο" μέρος της καμπύλης των αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων μεταξύ Α και Ε. Όλα τα άλλα χαρτοφυλάκια είναι αναποτελεσματικά. Για παράδειγμα, το Γ χαρτοφυλάκιο υπερέχει του Θ γιατί προσφέρει την ίδια απόδοση με μικρότερο κίνδυνο. Αντίστοιχα το Δ χαρτοφυλάκιο υπερέχει του Η γιατί προσφέρει μεγαλύτερη απόδοση στο ίδιο επίπεδο κινδύνου.

### 1.3.3 Επιλογή Άριστου Χαρτοφυλακίου

Το υπόδειγμα του Markowitz καθορίζει το αποτελεσματικό σύνολο, δηλαδή το σύνολο των αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων. Το καλύτερο χαρτοφυλάκιο από όλα τα αποτελεσματικά, το οποίο θα πρέπει να διατηρεί ένας επενδυτής λέγεται άριστο ή βέλτιστο χαρτοφυλάκιο (optimal portfolio) και εξαρτάται από τις προτιμήσεις του συγκεκριμένου επενδυτή ως προς την ανταλλαγή μεταξύ απόδοσης και κινδύνου. Οι προτιμήσεις αυτές περιλαμβάνονται στη συνάρτηση χρησιμότητας του κάθε επενδυτή.

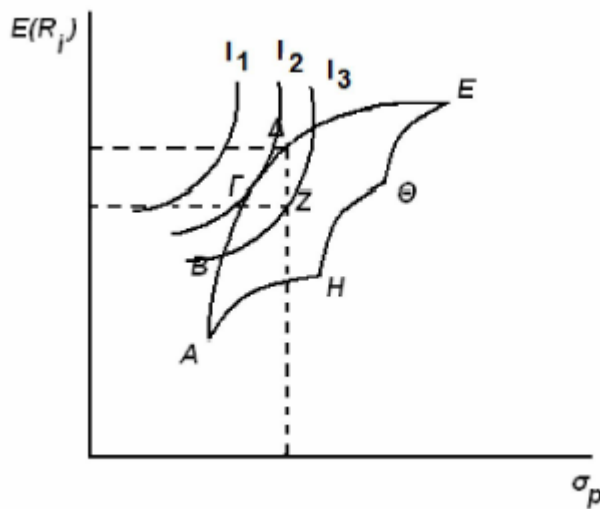
Επιπλέον, είναι γνωστό ότι υπάρχει μια καμπύλη η οποία απεικονίζει στο χώρο αναμενόμενης απόδοσης-κινδύνου όλα τα σημεία που αντιστοιχούν σε ένα δεδομένο επίπεδο χρησιμότητας. Η καμπύλη αυτή παριστάνει τους όρους ανταλλαγής μεταξύ απόδοσης και κινδύνου που απαιτεί ο κάθε επενδυτής και λέγεται καμπύλη αδιαφορίας. Άρα, το άριστο χαρτοφυλάκιο για ένα επενδυτή είναι το αποτελεσματικό χαρτοφυλάκιο που έχει τη μεγαλύτερη για τον επενδυτή χρησιμότητα και καθορίζεται από το σημείο στο οποίο εφάπτεται η υψηλότερη καμπύλη αδιαφορίας του με το αποτελεσματικό σύνολο.

Για την επιλογή του άριστου χαρτοφυλακίου, ο επενδυτής πρέπει να χαράξει τις δίκες του καμπύλες αδιαφορίας, ανάλογα με το μέγεθος του κινδύνου που είναι διατεθειμένος να αναλάβει. Οι καμπύλες αδιαφορίας χαράσσονται στο ίδιο διάγραμμα που έχουν χαραχτεί όλα

τα δυνατά χαρτοφυλάκια. Στο Διάγραμμα 1.3 το άριστο χαρτοφυλάκιο είναι εκείνο το οποίο βρίσκεται στο "βρειοδυτικότερο" μέρος και τέμνει την καμπύλη αδιαφορίας που αυτό είναι το χαρτοφυλάκιο Γ και η καμπύλη αδιαφορίας  $I_2$ .

### Διάγραμμα 1.3

Σύνολο δυνατών και αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων



#### 1.3.4 Καμπύλες Αδιαφορίας

Είναι η μέθοδος που μπορεί να βοηθήσει στην επιλογή του περισσότερο επιθυμητού χαρτοφυλακίου. Η τελική επιλογή χαρτοφυλακίου εξαρτάται από την διάθεση του επενδυτή να αναλάβει μικρότερο ή μεγαλύτερο κίνδυνο, όπως προσδιορίζεται από τις καμπύλες αδιαφορίας του επενδυτή.

Οι καμπύλες αδιαφορίας έχουν τις εξής ιδιότητες:

1. Όλα τα χαρτοφυλάκια που βρίσκονται σε μια δεδομένη καμπύλη αδιαφορίας είναι το ίδιο επιθυμητά από τον επενδυτή,
2. Οι καμπύλες αδιαφορίας είναι παράλληλες,
3. Κάθε επενδυτής έχει άπειρες καμπύλες αδιαφορίας

4. Κάθε χαρτοφυλάκιο που βρίσκεται σε μια καμπύλη αδιαφορίας που είναι "περισσότερο βορειοδυτικά" είναι προτιμότερο από κάθε χαρτοφυλάκιο που βρίσκεται "λιγότερο βορειοδυτικά" .

### **1.3.5 Προβλήματα στην Κατασκευή Χαρτοφυλακίων Markowitz**

Εκτός του ότι τα χαρτοφυλάκια Markowitz πάσχουν από σημαντικά υψηλά λάθη εκτίμησης, παρουσιάζουν επιπλέον δυο προβλήματα. Πρώτον, οι σταθμίσεις πολλών αξιόγραφων είναι ακραίες, είτε υπερβολικά υψηλές (πολύ υψηλότερες της μονάδας), είτε πολύ αρνητικές, παρότι αθροίζουν στη μονάδα. Δεύτερον, παρουσιάζουν αστάθεια, δηλαδή μικρές αλλαγές στις αναμενόμενες αποδόσεις ή στον πίνακα συνδιακύμανσης οδηγούν σε μεγάλες αλλαγές στις σταθμίσεις του χαρτοφυλακίου. Τα προβλήματα αυτά είναι ιδιαίτερα έντονα όταν κάποια αξιόγραφα στο χαρτοφυλάκιο έχουν υψηλή συσχέτιση. Για το λόγο αυτό, αρκετοί ερευνητές υποστηρίζουν ότι οι κλασσικές μέθοδοι αριστοποίησης χαρτοφυλακίου, όπως η μέθοδος του Markowitz, λειτουργούν στην πράξη ως μέθοδοι μεγιστοποίησης του λάθους (Michaud 1989).

Με σκοπό την ελαχιστοποίηση της λάθους εκτίμησης της κλασσικής μεθόδου αριστοποίησης χαρτοφυλακίου, έχουν προταθεί μια σειρά εναλλακτικών μεθόδων. Μεταξύ των μεθόδων αυτών περιλαμβάνονται (α) οι εκτιμητές shrinkage, (β) η χρήση παραγοντικών υποδειγμάτων και (γ) οι περιορισμοί στις σταθμίσεις του χαρτοφυλακίου.

## **1.4 Το μοντέλο Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Αγαθών (C.A.P.M.)**

Σε μια προσπάθεια να απλοποιήσουν το μοντέλο Markowitz και να το επεκτείνουν οι William Sharpe, John Lintner και Jan Mossin, ανέπτυξαν το μοντέλο αυτό.

Με την μέθοδο Markowitz ο επενδυτής πρέπει να υπολογίσει την αναμενόμενη απόδοση και την διακύμανση κάθε μετοχής που κατέχει. Η σημαντική προσφορά του Μοντέλου αυτού είναι ότι η αναμενόμενη απόδοση κάθε χρεογράφου δε συσχετίζεται με τον κίνδυνο των άλλων αγαθών, αλλά με ένα μέτρο του κινδύνου, τον ονομαζόμενο συντελεστή βήτα.

Οι βασικές όμως υποθέσεις κάτω από τις οποίες ισχύει το Μοντέλο είναι οι παρακάτω :

1. Οι επενδυτές αποστρέφονται τον κίνδυνο και μεγιστοποιούν την αναμενόμενη χρησιμότητα τους με βάση τον πλούτο τους στο τέλος της περιόδου.
2. Μεταξύ δύο όμοιων κατά τα άλλα χαρτοφυλάκια, οι επενδυτές θα επιλέξουν εκείνο με την μεγαλύτερη αναμενόμενη απόδοση και συγχρόνως μεταξύ δύο όμοιων χαρτοφυλακίων θα επιλέξουν εκείνο με την μικρότερη τυπική απόκλιση
3. Τα περιουσιακά στοιχεία είναι άπειρα διαιρετά και εύκολα ρευστοποιήσιμα χωρίς κόστος συναλλαγών.
4. Υπάρχει ελεύθερη και ομοιόμορφη πρόσβαση στη διαθέσιμη πληροφόρηση χωρίς κόστος.
5. Υπάρχει ένα επιτόκιο δίχως κίνδυνο στην αγορά, το οποίο είναι το ίδιο για όλους τους επενδυτές και με το οποίο κάθε επενδυτής μπορεί να δανειστεί ή να δανείσει χρήματα.
6. Δεν υπάρχει φορολογία.
7. Οι επενδυτές είναι ορθολογικοί και έχουν ομοιογενείς προσδοκίες όσον αφορά την απόδοση και τον κίνδυνο των διαθέσιμων περιουσιακών στοιχείων.
8. Κανένας επενδυτής δεν μπορεί να επηρεάσει την αγορά προς την κατεύθυνση που θα ήθελε, αγοράζοντας ή πουλώντας περιουσιακά στοιχεία.

Αν εξετάσει κανείς αυτές τις προϋποθέσεις βλέπει ότι το Μοντέλο Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων περιορίζει την κατάσταση σε μια ακραία περίπτωση, όπου ο καθένας έχει τις ίδιες πληροφορίες και όλοι συμφωνούν για τις μελλοντικές προοπτικές των μετοχών. Δηλαδή η αγορά είναι τέλεια και δεν υπάρχουν εμπόδια στις επενδύσεις.



### 1.4.1 Χαρτοφυλάκιο της Αγοράς

Στο Μοντέλο Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Αγαθών (CAPM) κεντρικό ρόλο παίζει το Χαρτοφυλάκιο της Αγοράς (M), το οποίο είναι ένα χαρτοφυλάκιο όπου επενδύονται χρήματα σε όλα τα χρεόγραφα της αγοράς. Το Χαρτοφυλάκιο της Αγοράς είναι ένα άριστο, βέλτιστο χαρτοφυλάκιο. Η πορεία του Χαρτοφυλακίου της Αγοράς (M) συνήθως δίνεται από τους Γενικούς Δείκτες Τιμών και τους επί μέρους Δείκτες, γιατί στην πράξη το M θεωρείται ότι περιέχει μόνο κοινά χρεόγραφα.

Κάθε μια επιλογή, ενός επενδυτή αποτελεί άμεση συνάρτηση του Χαρτοφυλακίου της Αγοράς. Όταν, λοιπόν, η αγορά βρίσκεται σε κατάσταση ισορροπίας, το χαρτοφυλάκιο (M) αποτελείται :

1. Από όλα τα χρεόγραφα που αποτελούν αντικείμενα διαπραγμάτευσης στην αγορά στις αξιακές τους αναλογίες.
2. Από την αναμενόμενη απόδοση ισορροπίας.

### 1.4.2 Η Γραμμή Κεφαλαιαγοράς (CML)

Σύμφωνα με το υπόδειγμα του C.A.P.M. είναι εύκολο να προσδιοριστεί η σχέση κινδύνου και απόδοσης των αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων. Στο διάγραμμα 4 παρουσιάζεται γραφικά αυτή η σχέση. Το σημείο M παριστάνει το χαρτοφυλάκιο της αγοράς και το σημείο  $R_f$  την απόδοση χωρίς κίνδυνο. Τα άριστα χαρτοφυλάκια βρίσκονται στην ευθεία  $R_f M$  και έχουν διαφορετικούς συνδυασμούς κινδύνου και απόδοσης που προκύπτουν από την σύνθεση του χαρτοφυλακίου της αγοράς και του επιτοκίου του ακίνδυνου δανεισμού. Αυτό είναι ένα γραμμικό σύνολο αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων και ονομάζεται Γραμμή Κεφαλαιαγοράς (Capital Market Line) ή CML. Όλα τα άλλα χαρτοφυλάκια βρίσκονται κάτω από την Γραμμή Κεφαλαιαγοράς, αν και πολύ κοντά σε αυτή και στο διάγραμμα 1.4 παριστάνονται με κουκίδες.

Η κλίση της CML είναι:

$$\frac{R_M - R_f}{\sigma_M - 0}$$

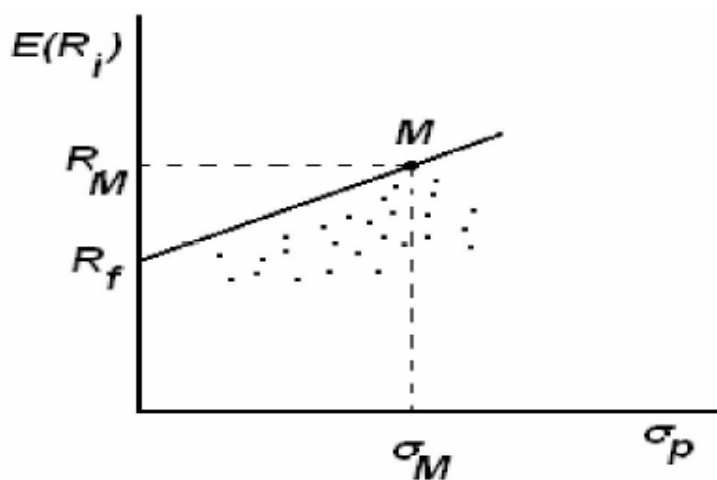
Όπου

$R_M - R_f$  η διαφορά των αποδόσεων του M και του ακίνδυνου χρεογράφου

$\sigma_M - 0$  η διαφορά των κινδύνων τους.

#### Διάγραμμα 1.4

Η Γραμμή Κεφαλαιαγοράς (CML)



Έτσι κάθε αποτελεσματικό χαρτοφυλάκιο θα έχει αναμενόμενη απόδοση :

$$E(R_i) = R_f + \left( \frac{R_M - R_f}{\sigma_M} \right) \sigma_P \quad (7)$$

όπου

$\sigma_M$  η τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου

Η ισορροπία στην αγορά μπορεί να χαρακτηριστεί από δύο σημαντικά στοιχεία :

- α. Τη σταθερά του υποδείγματος CML που είναι η απόδοση χωρίς κίνδυνο και
- β. Την κλίση της CML η οποία αναφέρεται σαν "κέρδος ανά μονάδα κινδύνου".

Ακόμα, επειδή η κεφαλαιαγορά είναι ένας θεσμικός χώρος όπου διαπραγματεύονται ο χρόνος και ο κίνδυνος και οι τιμές τους προσδιορίζονται από την προσφορά και την ζήτηση, μπορούμε να πούμε ότι η σταθερά στην παραπάνω εξίσωση είναι η τιμή του χρόνου και η κλίση είναι η τιμή του κινδύνου.

### 1.4.3 Η Γραμμή Αξιογράφων (SML)

Το πόσο συμμετέχει κάθε χρεόγραφο στο Χαρτοφυλάκιο (M) εξαρτάται από το βαθμό της συνδιακύμανσής του με το Χαρτοφυλάκιο της Αγοράς, άρα το μέτρο του κινδύνου κάθε χρεογράφου είναι η συνδιακύμανσή του με το Χαρτοφυλάκιο της Αγοράς  $\sigma_{iM}$ .

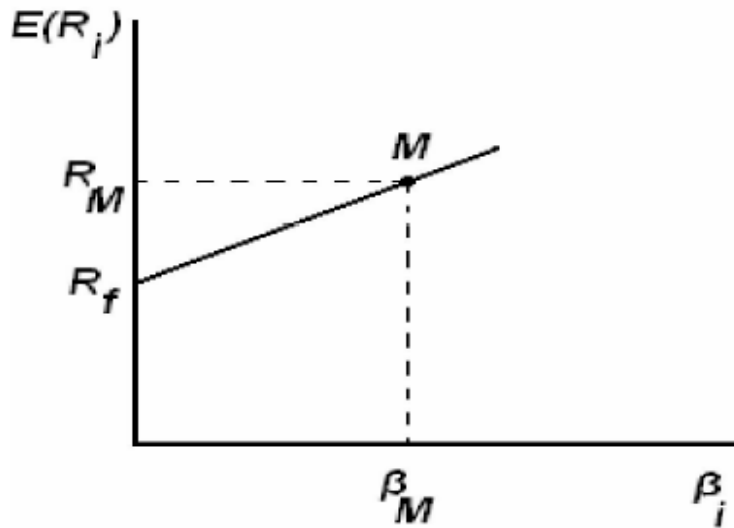
Αυτή είναι μια γραμμική σχέση και ονομάζεται Γραμμή Αξιογράφων (Security Market Line) ή SML και παρουσιάζεται με την εξής σχέση:

$$E(R_i) = R_f + (R_M - R_f) \beta_i + \sigma_e \quad (8)$$

Το  $\beta_i$  είναι ο συντελεστής βήτα ή απλώς βήτα (beta) για το χρεόγραφο  $i$  και είναι ένας εναλλακτικός τρόπος να παρουσιαστεί η συνδιακύμανση του κινδύνου ενός χρεογράφου και το  $\sigma_e$  είναι το σφάλμα διαφοροποίησης.

Διάγραμμα 1.5

Η Γραμμή Αξιογράφων(SML)



#### 1.4.4 Ο συντελεστής βήτα

Ο συντελεστής βήτα αντιπροσωπεύει το συστηματικό κίνδυνο ενός χρεογράφου. Ο συνολικός κίνδυνος ενός χρεογράφου, δηλαδή η διακύμανση του χωρίζεται:

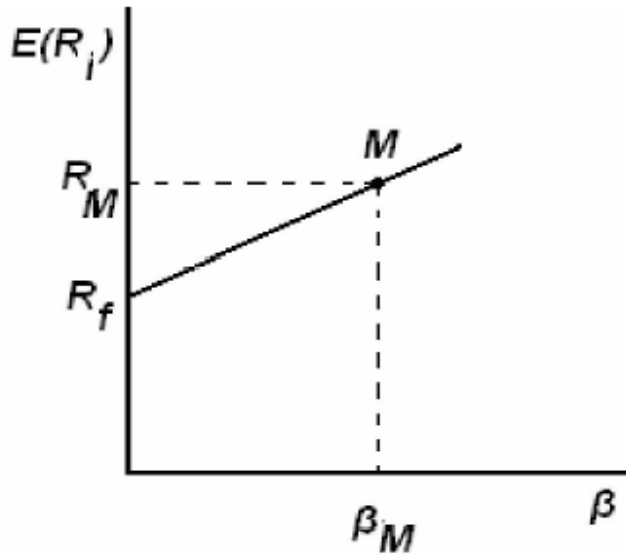
1. Στον συστηματικό κίνδυνο (systematic risk)
2. Στον μη συστηματικό κίνδυνο (specific risk)

Από την σχέση (8) παρατηρούμε ότι η αναμενόμενη απόδοση ενός χρεογράφου συνδέεται γραμμικά με τον κίνδυνο του. Αυτό είναι λογικό, γιατί ένας επενδυτής για να προτιμήσει χρεόγραφα με κίνδυνο, θα πρέπει να περιμένει κάποια πρόσθετη απόδοση από αυτή των χρεογράφων χωρίς κίνδυνο.

Η επιπλέον απόδοση πάνω από την χωρίς κίνδυνο απόδοση ενός χρεογράφου προσδιορίζεται από το βήτα. Στο διάγραμμα 1.6 το M αντιπροσωπεύει το βήτα της αγοράς και εξορισμού είναι ίσο με την μονάδα.

### Διάγραμμα 1.6

Το βήτα χρεογράφου



Ο υπολογισμός του συντελεστή βήτα ενός χαρτοφυλακίου:

Ο συντελεστής βήτα ενός χαρτοφυλακίου ο οποίος συμβολίζεται με  $b_p$ , υπολογίζεται από την σχέση

$$b_p = \sum w_i b_i \quad (9)$$

όπου

$w_i$  ο συντελεστής στάθμισης

$b_i$  το βήτα κάθε χρεογράφου

Ο συντελεστής στάθμισης βρίσκεται από την σχέση :

$$w_i = \frac{n_i P_i}{\sum n_i P_i} * 100 \quad (10)$$

όπου

$n_i$  το πλήθος των τίτλων του χρεογράφου  $i$  και

$p_i$  η χρηματιστηριακή αξία.

### 1.5 Το μοντέλο Αντισταθμικής Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Αγαθών (A.P.T.)

Όπως το C.A.P.M. έτσι και το A.P.T. είναι ένα μοντέλο αποτίμησης χρεογράφων, όταν η αγορά βρίσκεται σε κατάσταση ισορροπίας. Το 1976 ο Stephen Ross διατύπωσε πρώτος το μοντέλο αυτό. Στην αρχή ήταν μια θεωρία για να στηριχτούν επάνω της κάποια υποδείγματα. Η θεωρία αυτή κατά βάση στηρίζεται στην κερδοσκοπία.

Το A.P.T. βασίζεται στον Νόμο της Μοναδικής Τιμής, ο οποίος υποστηρίζει ότι σε ισορροπία:

- α. Δυο αγαθά (πχ. μετοχές) τα οποία είναι ταυτόσημα δεν είναι δυνατό να πωλούνται σε διαφορετικές τιμές και
- β. Ένα αγαθό δεν είναι δυνατό να πωλείται σε δυο διαφορετικές αγορές σε διαφορετικές τιμές.

#### 1.5.1 Ανάλυση του υποδείγματος

Ως υπόδειγμα έχει αρκετές ομοιότητες με το C.A.P.M., αλλά και πολύ ουσιώδεις διαφορές. Η πρώτη και ίσως σημαντικότερη διαφορά είναι ότι δεν στηρίζεται σε ακραίες παραδοχές για τις προτιμήσεις των επενδυτών. Η μόνη του προϋπόθεση είναι ότι οι επενδυτές προτιμούν υψηλότερα επίπεδα εισοδήματος.

Το Α.Ρ.Τ. είναι ένα παραγοντικό μοντέλο, διότι παραδέχεται ότι η απόδοση των μετοχών εξαρτάται από ορισμένους παράγοντες εκτός από την πορεία του Χαρτοφυλακίου της Αγοράς. Τέτοιοι παράγοντες μπορεί να είναι η μεταβολή στο Ακαθάριστο Εθνικό Εισόδημα (ΑΕΠ), οι μεταβολές στα επιτόκια, το επίπεδο του πληθωρισμού κτλ.

Στα παραγοντικά μοντέλα αντί να ονομάζεται κίνδυνος αγοράς, ονομάζεται παραγοντικός κίνδυνος και αντί για ειδικός κίνδυνος, μη παραγοντικός κίνδυνος.

Η αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου βρίσκεται με την εξής σχέση:

$$E(R_T) = R_f + (\lambda_1 - R_f)\beta_{1T} + (\lambda_2 - R_f)\beta_{2T} + \dots + (\lambda_n - R_f)\beta_{nT} \quad (11)$$

Όπου :

$\lambda_1, \lambda_2$  η μοναδιαία απόδοση για δεδομένο κίνδυνο

$\beta_1, \beta_2$  η ευαισθησία περιουσιακού στοιχείου σε σχέση με τον κίνδυνο (για κάθε ένα παράγοντα κινδύνου)

$\lambda_n - R_F$  το ασφάλιστρο κινδύνου

Όλα τα υπόλοιπα  $(\lambda_2 - R_F) \beta_{i2}$  είναι άλλες μορφές απόδοσης που απαιτούνται για κάποιο κίνδυνο που προσδιορίζονται από άλλους παράγοντες.

### 1.5.2 Προσδιορισμός των παραγόντων

Όπως με το CAPM ο παράγοντας βήτα βρίσκεται μέσω μιας γραμμικής παλινδρόμησης, μέσω των ιστορικών αποδόσεων των χρεογράφων (security returns) .

Αντίθετα από το CAPM στο APT δεν αποκαλύπτονται οι ταυτότητες των παραγόντων (ο αριθμός και η φύση) γιατί είναι πιθανό να αλλάξουν κατά την διάρκεια του χρόνου και μεταξύ των οικονομιών.

Το 1986 ο Richard Roll, ο Stephen Ross και ο Nai-Fu Chen προσδιόρισαν τους ακολούθους μακροοικονομικούς παράγοντες στην εξήγηση των αποδόσεων των χρεογράφων (security returns):

1. Μη αναμενόμενη μεταβολή στον πληθωρισμό
2. Μη αναμενόμενη μεταβολή στα επιτόκια
3. Μη αναμενόμενη μεταβολή στο Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν
4. Αιφνιδιαστικές μετατοπίσεις στην καμπύλη παραγωγής
5. Απρόβλεπτη μεταβολή στην εμπιστοσύνη των επενδυτών λόγω των αλλαγών στο ασφάλιστρο προεπιλογής.

## 1.6 Ανακεφαλαίωση

Στο παρόν κεφάλαιο επικεντρωθήκαμε στην σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου στην οποία βασίζεται η επαγγελματική διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου επενδύσεων. Για το σκοπό αυτό ορίζεται η επένδυση και παρουσιάζονται οι παράγοντες επιλογής και συγκρότησης ενός χαρτοφυλακίου δηλαδή η προσδοκώμενη απόδοση, η ρευστότητα και ο κίνδυνος που διέπει ένα χαρτοφυλάκιο επενδύσεων. Κατόπιν αναφέρονται η παθητική και η ενεργητική στρατηγική που αποτελούν τις δύο πιο διαδεδομένες στρατηγικές διαχειρίσεις ενός χαρτοφυλακίου. Ακολούθως πραγματοποιείται παρουσίαση βήμα προς βήμα του μοντέλου Markovitz που αποτελεί την βάση της σύγχρονης θεωρίας χαρτοφυλακίου. Στη συνέχεια παραθέεται το μοντέλο Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Αγαθών (C.A.P.M.), το οποίο πρόκειται για απλοποίηση και επέκταση του μοντέλου Markovitz με κύρια διαφοροποίηση ότι η αναμενόμενη απόδοση κάθε χρεογράφου δε συσχετίζεται με τον κίνδυνο των άλλων αγαθών, αλλά με ένα μέτρο του κινδύνου, τον ονομαζόμενο συντελεστή βήτα.

Τέλος αναλύεται και το μοντέλο Αντιστάθμικης Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Αγαθών (A.P.T.) που έχει επίσης βάση το μοντέλο Markovitz και παρουσιάζει κοινά στοιχεία με το μοντέλο Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Αγαθών (C.A.P.M.) με κύρια διαφοροποίηση μεταξύ



τους το γεγονός ότι το αποτελεί ένα παραγοντικό μοντέλο το οποίο επικεντρώνεται στους επιμέρους παραγοντικούς κινδύνους.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## Κεφάλαιο 2ο

### Αμοιβαία Κεφάλαια

#### 2.1. Εισαγωγή

Τη δεκαετία του '90, σε ένα αφιέρωμά του στα Αμοιβαία Κεφάλαια, το γνωστό οικονομικό περιοδικό Business Week χαρακτήριζε τη μορφή αυτή επένδυσης ως έναν από τους «δημοκρατικότερους θεσμούς στον πλανήτη».

Η διαπίστωση αυτή είναι απόλυτα αληθής, αναλογιζόμενοι ότι οι συλλογικές μορφές επένδυσης και κατά επέκταση τα Αμοιβαία Κεφάλαια παρέχουν την δυνατότητα επένδυσης σε όλους τους επενδυτές, χωρίς να αποτελούν τροχοπέδη οι συντελεστές επένδυσης, όπως μπορεί να ισχύει σε άλλες μορφές επένδυσης. Προκειμένου να συμμετέχει ένας επενδυτής σε Αμοιβαία Κεφάλαια δεν είναι απαραίτητο να διαθέτει μεγάλα κεφάλαια ούτε άριστη γνώση των οικονομικών και του χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος, καθώς επίσης ούτε άμεση και πληρέστατη ενημέρωση για τις οικονομικές εξελίξεις και την κίνηση τιμών των επιμέρους αξιόγραφων. Το πλεονέκτημα της επένδυσης αυτής της μορφής ενισχύεται από το δεδομένο της πολυπλοκότητας που χαρακτηρίζει την οικονομία τα τελευταία χρόνια.

Απόρροια των παραπάνω είναι το γεγονός ότι τα Αμοιβαία Κεφάλαια, παρά τις κατά καιρούς μεγάλες χρηματοπιστωτικές διεθνείς κρίσεις, συνεχίζουν εδώ και πάρα πολλά χρόνια να αποτελούν το κύριο και σημαντικότερο «όχημα» επένδυσης για εκατοντάδες εκατομμύρια ανθρώπους σε δεκάδες χώρες, είτε σε ατομικό είτε σε θεσμικό επίπεδο, όπως τα ταμεία συνταξιοδότησης.

Οι συλλογικές μορφές επένδυσης, στις οποίες συγκαταλέγονται τα Αμοιβαία Κεφάλαια και οι Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, αποτελούν τις πλέον δημοφιλείς και σταθερές επιλογές επένδυσης του επενδυτικού κοινού. Οι συλλογικές επενδύσεις είναι δεξαμενές χρημάτων που συγκεντρώνονται από ατομικούς ή θεσμικούς επενδυτές. Η καθαρή αξία των

επενδύσεων διαιρείται δια τον αριθμό των μεριδίων που κατέχουν οι επενδυτές και το πηλίκο αποτελεί την καθαρή αξία κάθε μεριδίου.

Ο αριθμός των μεριδίων αυτών όσον αφορά τα Αμοιβαία Κεφάλαια δεν παραμένει σταθερός, καθώς σε ημερήσια βάση νέοι επενδυτές προσφέρουν χρήματα σε αντάλλαγμα με τη χρηματική αξία. Λόγω της αυξομείωσης των κεφαλαίων που έχουν στη διάθεσή τους, τα αμοιβαία κεφάλαια θεωρούνται ανοικτού τύπου (open-end funds).

Οι Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου είναι επίσης δεξαμενές χρημάτων, μόνο που η ονομαστική αξία των κεφαλαίων τους δεν αυξομειώνεται και θεωρούνται κλειστού τύπου (close-end funds). Με άλλα λόγια τα επενδυμένα κεφάλαια παραμένουν ως έχουν από τη σύσταση της εταιρείας έως ότου η εταιρία επενδύσεων αποφασίσει αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Βέβαια, η αγοραία αξία των κεφαλαίων της εταιρίας επενδύσεων αυξομειώνεται καθημερινά ανάλογα με τις μεταβολές της αξίας των αξιόγραφων του χαρτοφυλακίου.

## **2.2. Έννοια των Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

Συμφώνα με το Αγγλοελληνικό λεξικό Ευρωπαϊκών και Χρηματοοικονομικών όρων τα Αμοιβαία Κεφάλαια (Α/Κ) είναι ένα σύνολο περιουσίας, το οποίο αποτελείται από μετρητά, καταθέσεις, μέσα της χρηματαγοράς, χρεόγραφα και μετοχές εγχωρίων ή και ξένων χρηματιστηρίων, που ανήκει σε επενδυτές-μεριδιούχους του ίδιου προφίλ, ανάλογα με τη συμμετοχή τους σε αυτό. (Γεώργιος Κασκαρέλης 2009)

Ένας πιο σύνθετος ορισμός που θα μπορούσαμε να παραθέσουμε είναι ότι το Αμοιβαίο Κεφάλαιο είναι ένας χρηματοοικονομικός διαμεσολαβητής που επιτρέπει σε μια ομάδα επενδυτών να τοποθετήσουν τα χρήματά τους σύμφωνα με ένα προκαθορισμένο επενδυτικό σκοπό. Σύμφωνα με το νόμο 3284/2004, το Αμοιβαίο Κεφάλαιο ορίζεται ως ομάδα περιουσίας που αποτελείται από κινητές αξίες και μετρητά, της οποίας τα επιμέρους στοιχεία ανήκουν εξ' αδιαίρετου σε περισσότερα πρόσωπα. Τα βασικά χαρακτηριστικά ενός

Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι ότι στερείται νομικής προσωπικότητας και ότι το κεφάλαιό του είναι μεταβλητό (open-end fund) (Φίλιππας 1999).

Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο έχει ένα διαχειριστή κεφαλαίων που είναι υπεύθυνος για την επένδυση των χρημάτων σε συγκεκριμένα χρεόγραφα (συνήθως μετοχές ή ομόλογα). Επενδύοντας σε ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο, ουσιαστικά ο επενδυτής αγοράζει μερίδια του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και γίνεται μεριδιούχος. Έτσι, με την τοποθέτηση των χρημάτων του σε Αμοιβαία Κεφάλαια κάθε επενδυτής εκχωρεί το δικαίωμα στην ομάδα διαχείρισης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου να επενδύσει εκ μέρους του κατά το δοκούν και εφόσον ικανοποιούνται οι όροι επίτευξης της μέγιστης δυνατής απόδοσης για τον κίνδυνο που διατρέχει η επένδυση. Σε αντίθετη περίπτωση, ο επενδυτής έχει την επιλογή να αποσύρει τα χρήματά του από το Αμοιβαίο Κεφάλαιο που απέτυχε το στόχο του και να τα τοποθετήσει σε κάποιο άλλο Αμοιβαίο Κεφάλαιο που εμφανίζει μεγαλύτερες πιθανότητες επιτυχίας. Η επιλογή του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, στην οποία παίζει σημαντικό ρόλο η επίτευξη αποδόσεων στο παρελθόν, γίνεται με βάση το είδος των επενδύσεων στις οποίες τοποθετούνται τα χρήματα. Βραχυπρόθεσμες ή μακροπρόθεσμες επενδύσεις, με κίνδυνο ή χωρίς, σταθερού εισοδήματος ή υπεραξίας, επιτοκιακού χαρακτήρα ή μετοχικές, ελληνικές ή διεθνείς είναι τα κύρια είδη των επενδύσεων που επιλέγουν τα Αμοιβαία Κεφάλαια. 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 συνεχίσει να ανταποκρίνεται στους αρχικούς στόχους των επενδυτών (Μυλωνάς, 1999).

### **2.3 Ιστορική Αναδρομή**

Η κοινή αντιμετώπιση των κινδύνων μέσω των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν είναι εφεύρεση του εικοστού αιώνα, αλλά πολύ παλιότερη. Η έννοια της κοινής περιουσίας υπό συλλογική

διαχείριση, που αποτελεί και την πεμπτουσία των αμοιβαίων κεφαλαίων, μπορεί να αναζητηθεί πολύ μακριά μέσα στην ιστορία, καθώς και σε διάφορες πρωτόγονες κοινωνίες.

Η πρώτη μορφή συλλογικής περιουσίας υπό κοινή διαχείριση συναντάται στην Αθηναϊκή Συμμαχία, που συγκρότησε η αρχαία Αθήνα τον 5ο π.Χ. αιώνα για πολεμικούς σκοπούς, περίοδο κατά την οποία είναι αποδεδειγμένο ότι υπήρχε κοινή περιουσία και κανόνες διαχείρισης αυτής. Επιπλέον υπήρχαν διαχειριστές, που θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι έπαιζαν το ρόλο της εταιρίας διαχείρισης, καθώς και θεματοφύλακες της κοινής περιουσίας, όπως και η έννοια της παραβίασης του κανονισμού για όσους χρησιμοποιούσαν την κοινή περιουσία προς ίδιο όφελος. Αντίστοιχο εγχείρημα αποτέλεσε η Δελφική Αμφικτιονία, όπου για θρησκευτικούς τη φορά αυτή σκοπούς δημιουργείται κοινή περιουσία, την διαχείριση της οποίας είχαν αναλάβει οι ιερείς του ιερού των Δελφών υπό την προστασία των γειτονικών πόλεων.

Στο σύγχρονο κόσμο, ο θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με την σημερινή μορφή έχει τις ρίζες του στις Κεφαλαιαγορές των Η.Π.Α., όπου το 1924 ιδρύθηκε το πρώτο σχετικά οργανωμένο Αμοιβαίο Κεφάλαιο από την εταιρεία επενδύσεων Massachusetts Investors Trust. Στις αρχές του αιώνα, η χρηματιστηριακή αγορά των Η.Π.Α. χαρακτηρίστηκε από ιδιαίτερα έντονες ανοδικές τάσεις. Πλήθος επενδυτών έσπευσαν να επενδύσουν τα κεφάλαιά τους στο χρηματιστήριο. Το νέο επενδυτικό προϊόν του Αμοιβαίου Κεφαλαίου παρείχε την δυνατότητα αποχώρησης των συμμετεχόντων όποτε θα το επιθυμούσαν. Όμως, ακόμα δεν υπήρχε σαφές νομοθετικό και κανονιστικό πλαίσιο για τη λειτουργία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και έτσι με τη χρηματιστηριακή κρίση του 1929 πολλοί επενδυτές έχασαν τις περιουσίες τους. Το γεγονός αυτό προκάλεσε την έρευνα από την Αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η οποία φυσικά διαπίστωσε σφάλματα και παραλείψεις στη λειτουργία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, που διαπράχθηκαν τόσο πριν όσο και κατά την οικονομική κρίση. Το 1940 το Κογκρέσο ενέκρινε ένα νόμο, σταθμό διεθνώς, για το θεσμό των Αμοιβαίων Κεφαλαίων ο οποίος ισχύει ακόμα και σήμερα, γνωστός ως “Investment Company Act.”

Τη δεκαετία του 1950 επανέρχεται το ενδιαφέρον των επενδυτών για τα Αμοιβαία Κεφάλαια. Στη δεκαετία του 1960 εμφανίζονται κάποιοι ευφυείς διαχειριστές οι οποίοι καταφέρνουν να δημιουργήσουν εκπληκτικές, για τα δεδομένα της εποχής, αποδόσεις. Η νέα ύφεση όμως στη χρηματιστηριακή αγορά στις αρχές της δεκαετίας του 1970 γίνεται η αφορμή για την

αποσύνδεση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων από το χρηματιστήριο και την αρχή επενδύσεων σε τίτλους της χρηματαγοράς. Η κίνηση αυτή αλλάζει εντελώς το τοπίο και έτσι τα Αμοιβαία Κεφάλαια αποτελούν πια το καταφύγιο των επενδυτών σε περιόδους κρίσεων. Χαρακτηριστικό είναι το γεγονός ότι στα τέλη της δεκαετίας του 1970 επικρατούσε έξαρση στις αγορές μετάλλων. Έτσι τα Αμοιβαία Κεφάλαια επένδυναν, μέσω των χρηματιστηρίων μετάλλων ή παραγώγων, σε χρυσό και πολύτιμα μέταλλα. Με την επενδυτική αυτή στροφή προς όλες τις αγορές του κόσμου στην ουσία ξεκίνησε η ανοδική πορεία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Κατά την διάρκεια των δεκαετιών του 1980 και 1990 η βιομηχανία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων συνέχισε να μεγεθύνεται, ως αποτέλεσμα τριών καθοριστικών παραγόντων: της εκρηκτικής ανάπτυξης της δευτερεύουσας αγοράς των χρηματιστηριακών τίτλων και των ομολογιών, της διάθεσης νέων προϊόντων – τύπων Αμοιβαίων Κεφαλαίων - και τέλος της εμφάνισης νέων καναλιών διάθεσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, όπως τα ασφαλιστικά και συνταξιοδοτικά ταμεία. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια αποτελούν την προτεινομένη επενδυτική επιλογή για κάθε ταχέως αναπτυσσόμενο συνταξιοδοτικό ταμείο.

Το σύνολο των Αμοιβαίων Κεφαλαίων σημείωσε πτώση μέσα στο 2008, σαν συνεπεία της πιστωτικής κρίσης του 2008. Το 2010 η παγκόσμια αγορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων αριθμούσε περίπου 69.000 Αμοιβαία Κεφάλαια, συγκεντρώνοντας \$17,36 τρις σε παγκόσμια κλίμακα (πηγή: European Fund and Asset Management Association, Σεπτέμβριος 2010).

## **2.4 Χαρακτηριστικά Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

Προϋπόθεση προκειμένου να αποκτήσουμε μια πλήρη εικόνα αναφορικά με τη λειτουργία ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου συνιστά η παρουσίαση των ακόλουθων εννοιών που αποτελούν τα χαρακτηριστικά της συλλογικής επένδυσης.

## **Ενεργητικό**

Ενεργητικό Αμοιβαίων Κεφαλαίων ονομάζεται η συνολική περιουσία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε τρέχουσες τιμές. Καθημερινά υπολογίζονται οι τιμές των ομολόγων, των μετοχών, οι τόκοι, τα μετρητά, οι καταθέσεις, σε συνάλλαγμα κτλ και αθροίζονται για να προκύψει το Ενεργητικό. Η αξία του Ενεργητικού μεταβάλλεται τόσο από τη διακύμανση της αξίας των επενδύσεων, όσο και από τις συμμετοχές και εξαγορές της κάθε μέρας. Επίσης το Ενεργητικό μεταβάλλεται ως αποτέλεσμα των ενεργειών των διαχειριστών του επί των κινητών αξιών που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο του Αμοιβαίου Κεφαλαίου καθώς και από την εισροή ή εκροή κεφαλαίων από αυτό.

## **Μερίδιο**

Η περιουσία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου (ενεργητικό), διαιρείται ισάξια σε μερίδια ή κλάσματα μεριδίου. Οι κάτοχοι των μεριδίων αυτών ονομάζονται μεριδιούχοι και ο αριθμός των μεριδίων ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου αυξάνεται καθώς νέοι επενδυτές αγοράζουν μερίδια και μειώνεται όταν οι μεριδιούχοι αποχωρούν από αυτό. Τα μερίδια αποτελούν ονομαστικούς τίτλους που εκδίδονται από τον διαχειριστή.

## **Καθαρή τιμή μεριδίου**

Η καθαρή τιμή του μεριδίου προκύπτει από την διαίρεση της ημερήσιας αξίας του ενεργητικού με τον συνολικό αριθμό μεριδίων της εκάστοτε ημέρας. Όταν ο επενδυτής γίνεται μεριδιούχος σε ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο αποκτάει τόσα μερίδια όσο το πηλίκο της διαίρεσης της αξίας της επένδυσης δια την τιμή του μεριδίου, την ημέρα κατά την οποία πραγματοποιήθηκε η εγγραφή του. Η καθαρή τιμή χρησιμοποιείται για τον προσδιορισμό της απόδοσης αλλά και των τιμών διάθεσης και εξαγοράς.

### **Αριθμός Μεριδίων Επενδυτή**

= ποσό επένδυσης / τιμή διάθεσης μεριδίων Αμοιβαίου Κεφαλαίου

## Διάθεση Μεριδίων

Η διάθεση των μεριδίων γίνεται με βάση την τιμή διάθεσης των μεριδίων και είναι η τιμή της ημέρας, κατά την οποία τα χρήματα του επενδυτή είναι διαθέσιμα στο λογαριασμό του Αμοιβαίου κεφαλαίου. Η τιμή διάθεσης είναι δυνατόν να υπερβαίνει την καθαρή τιμή κατά την προμήθεια διάθεσης, που αποτελεί ένα ποσοστό επί της καθαρής τιμής του μεριδίου.

### Προμήθεια Διάθεσης

= καθαρή τιμή X ποσοστό προμήθειας διάθεσης

### Τιμή Διάθεσης Μεριδίου

= καθαρή τιμή + προμήθεια διάθεσης

## Εξαγορά μεριδίων

Η εξαγορά των μεριδίων είναι υποχρεωτική όταν τη ζητήσει ο μεριδιούχος, με την παράδοση των τίτλων του προς ακύρωση. Είναι δυνατή και η μερική εξαγορά, ανάλογα με την επιθυμία του μεριδιούχου. Τα μερίδια εξαγοράζονται στην τιμή εξαγοράς της ημέρας που υποβλήθηκε η αίτηση. Η τιμή εξαγοράς είναι δυνατόν να είναι μικρότερη από την καθαρή τιμή κατά την προμήθεια εξαγοράς, που αποτελεί ένα ποσοστό της καθαρής τιμής του μεριδίου.

### Προμήθεια εξαγοράς

= καθαρή τιμή X ποσοστό προμήθειας εξαγοράς

### Τιμή εξαγοράς Μεριδίου

= καθαρή τιμή - προμήθεια εξαγοράς

## Απόδοση

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια δεν δίνουν τόκους ούτε και προκαθορισμένες αποδόσεις. Η απόδοση για τον μεριδιούχο είναι η διάφορα που προκύπτει ανάμεσα στο κεφάλαιο της επένδυσης και στην αποτίμηση αυτής σε χρονική διάρκεια.



## **Κίνδυνος**

Κίνδυνος επένδυσης είναι η πιθανότητα ζημίας στο επενδύόμενο κεφάλαιο βραχυπρόθεσμα ή η μείωση της απόδοσης που τυχόν έχει επιτευχθεί. Ο επενδυτικός κίνδυνος είναι υψηλός στα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια λόγω της επένδυσης σε κινητές αξίες (μετοχές). Μέσος κίνδυνος υπάρχει στα Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια, ενώ στις κατηγορίες των Ομολογιακών και Διαχείρισης Διαθεσίμων ο επενδυτικός κίνδυνος είναι χαμηλός έως ελάχιστος.

## **Κέρδος**

Κέρδος επένδυσης είναι το κέρδος που επιτυγχάνει ο διαχειριστής του Αμοιβαίου Κεφαλαίου μέσα από τις συμμετοχές του κεφαλαίου σε χρηματοοικονομικά προϊόντα.

## **2.5 Πλεονεκτήματα Επένδυσης σε Αμοιβαία Κεφάλαια**

Ο θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων έχει γνωρίσει σημαντική επιτυχία στις αναπτυγμένες κεφαλαιαγορές τις τελευταίες δεκαετίες καθιστώντας τα σταθερή και ασφαλή επιλογή επένδυσης. Η επιτυχημένη πορεία τους οφείλεται στα πλεονεκτήματα που προσφέρει στο ευρύ επενδυτικό κοινό, τα κυριότερα από τα οποία παρουσιάζονται ακολούθως.

### **Ελαχιστοποίηση του κινδύνου μέσω της διαφοροποίησης των επενδύσεων (diversification)**

Το σημαντικότερο πλεονέκτημα που προσφέρουν τα Αμοιβαία Κεφάλαια είναι η ελαχιστοποίηση του κινδύνου, η οποία επιτυγχάνεται με την ταυτόχρονη επένδυση σε διαφορετικού τύπου περιουσιακά στοιχεία επιτυγχάνοντας έτσι μεγάλη διασπορά. Με αυτόν τον τρόπο ο κίνδυνος μειώνεται σημαντικά. Αυτό συμβαίνει, διότι η άσχημη για παράδειγμα πορεία ενός ή περισσότερων επενδυτικών στοιχείων θα αντισταθμιστεί από τη θετική πορεία

κάποιον άλλων επενδυτικών στοιχείων, που επίσης περιλαμβάνονται στο εν λόγω χαρτοφυλάκιο. Μέσω της διαφοροποίησης ο επενδυτής ουσιαστικά επιδιώκει την αγορά πολλών και διαφορετικών ειδών αξιόγραφων έναντι μόνο ενός.

Σύγχρονες μελέτες επισημαίνουν ότι ο συνολικός κίνδυνος της μέσης μετοχής συγκροτείται κατά 30% από το συστημικό κίνδυνο και 70% από το μη-συστημικό κίνδυνο. Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι, το 30% της συνολικής μεταβλητότητας της τιμής μίας μετοχής οφείλεται στη μεταβλητότητα της χρηματιστηριακής αγοράς, ενώ το υπόλοιπο 70% οφείλεται σε παράγοντες που σχετίζονται με την εταιρία υποκείμενο. Το γεγονός αυτό έχει σημαντικές επιπτώσεις στο βαθμό που ο μη συστημικός κίνδυνος μπορεί να εξαλειφθεί με την κατασκευή αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων. Στο βαθμό που ο μη συστημικός κίνδυνος δεν αμείβεται από την αγορά, οι κάτοχοι καλά διαφοροποιημένων χαρτοφυλακίων θα κερδίσουν αποδόσεις, οι οποίες θα αντιστοιχούν σε αποδόσεις περιουσιακών στοιχείων υψηλού κινδύνου, ενώ ταυτόχρονα αναλαμβάνουν μόνον το 1/3 του κινδύνου.

Η εμπειρία των αναλύσεων των διεθνών Αμοιβαίων Κεφαλαίων αποκαλύπτει ότι τα Αμοιβαία Κεφάλαια μέσω της αποτελεσματικής διαφοροποίησης, μειώνουν το μη-συστημικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου τους από 70% σε 15%. Αντίθετα, ένας ιδιώτης ο οποίος κατέχει μία μεμονωμένη μετοχή κάποιου κινδύνου, αναλαμβάνει τρεις φορές υψηλότερο κίνδυνο από έναν άλλο επενδυτή, ο οποίος κατέχει ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, το οποίο αποτελείται από μετοχές του ίδιου επιπέδου κινδύνου. (Φίλιππας 1999)

### **Συνεχής επαγγελματική διαχείριση των χρημάτων των επενδυτών (professional management)**

Ένα άλλο εξίσου σημαντικό πλεονέκτημα που προσφέρουν οι συλλογικές επενδύσεις στους επενδυτές, είναι η ύπαρξη συνεχούς επαγγελματικής διαχείρισης των χρημάτων τους. Οι διαχειριστές των Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι εξειδικευμένα στελέχη, με σημαντική πείρα στην επιλογή και διαχείριση των επενδύσεων, και συνεπώς οι επενδυτές απαλλάσσονται από το άγχος της συνεχούς παρακολούθησης των εξελίξεων (Φίλιππας). Τα στελέχη αυτά εργάζονται αποκλειστικά για το συμφέρον των επενδυτών. Έχουν ως κύρια αποστολή όσα ο μεριδιούχος δεν έχει την ικανότητα, τον χρόνο και την διάθεση να κάνει από μόνος του: την παρακολούθηση των αγορών, την ανάλυση των οικονομικών εξελίξεων, την έρευνα και ανάλυση εταιρειών, την αναζήτηση ευκαιριών στις αγορές, την λήψη αποφάσεων για τα

συγκεκριμένα αξιόγραφα που πρέπει να αγοραστούν ή να πουληθούν την κατάλληλη χρονική στιγμή καθώς και τα ποσοστά κάθε κατηγορίας αξιόγραφων που θα πρέπει να περιληφθούν στο χαρτοφυλάκιό τους (Καραθανάσης, Λυμπερόπουλος) .Επομένως, συμμετέχοντας σε ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο, ουσιαστικά ο επενδυτής προσλαμβάνει έναν επαγγελματία διαχειριστή σε μια σχετικά χαμηλή τιμή.

### **Επένδυση με μικρό αρχικό κεφάλαιο**

Τα αμοιβαία κεφάλαια είναι η κατάλληλη επένδυση για επενδυτές μικρών και μεσαίων δυνατοτήτων, διότι η επένδυση σε Αμοιβαία Κεφάλαια προσφέρει πρόσβαση σε υψηλής ποιότητας τεχνογνωσία και επαγγελματική διαχείριση με σχετικά μικρό κεφάλαιο. Ο μεριδιούχος έχει την υποχρέωση της καταβολής του κατώτερου ορίου χρημάτων που επιτρέπεται να επενδύσει σε Αμοιβαία Κεφάλαια, αποκομίζοντας όμως τα οφέλη της επένδυσης του συνόλου του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου.

### **Διαπραγματευτική δύναμη συλλογικής επένδυσης**

Λόγω του σημαντικού μεγέθους τους, τα Αμοιβαία Κεφάλαια μπορούν να επιτύχουν χαμηλές χρηματιστηριακές προμήθειες (brokerage commissions) ως προς έναν ατομικό επενδυτή. Επιπροσθέτως, λόγω της μεγάλης αγοραστικής δύναμης που διαθέτουν, επιτυγχάνουν καλύτερες τιμές αγοράς ή πώλησης των αξιόγραφων τους.

### **Δυνατότητα άμεσης Ρευστοποίησης (liquidity)**

Η επένδυση σε μερίδια Αμοιβαία Κεφάλαια είναι μια υψηλά ρευστοποιήσιμη επένδυση, γιατί ο επενδυτής δε δεσμεύει τα χρήματά του για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και μπορεί οποιαδήποτε στιγμή να ρευστοποιήσει τα μερίδιά του. Βέβαια, στην περίπτωση ρευστοποίησης καταβάλλεται προμήθεια εξαγοράς, αλλά αυτό είναι ένα κόστος εκ των προτέρων γνωστό.

### **Εύκολη παρακολούθηση της επένδυσης**

Η παρακολούθηση της πορείας των επενδύσεων σε Αμοιβαία Κεφάλαια είναι αρκετά απλή και ικανοποιεί τις απαιτήσεις των επενδυτών για συνεχή και άμεση ενημέρωση. Δεν απαιτούνται ειδικές γνώσεις ή ιδιαίτερη προσπάθεια. Η καθαρή αξία των μεριδίων

δημοσιεύεται καθημερινά σε όλες τις πολιτικές ή οικονομικές εφημερίδες, αυξάνοντας την διαφάνεια του θεσμού.

### **Είσπραξη ετήσιου μερίσματος με δυνατότητα επανεπένδυσης**

Τα έσοδα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων προέρχονται από τα μερίσματα των μετοχών που έχουν στο χαρτοφυλάκιο τους καθώς και από τους τόκους που πληρώνουν τα ομόλογα, έντοκα και λοιπά χρεόγραφα που εμπεριέχονται σε αυτό. Από τα έσοδα αυτά προκύπτει και η λεγόμενη μερισματική απόδοση (dividend yield) των επενδύσεων. Μια άλλη πηγή εσόδων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι η πώληση των μετοχών που έχουν στο χαρτοφυλάκιο τους. Όταν ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο πουλά μετοχές σε υψηλότερη τιμή από την τιμή κτήσης επιτυγχάνει κεφαλαιακά κέρδη (capital gains). (Καραθανάσης, Λυμπερόπουλος)

### **Ευνοϊκό φορολογικό καθεστώς**

Σε πολλές αγορές υπάρχει ευνοϊκό φορολογικό καθεστώς για την επένδυση σε Αμοιβαία Κεφάλαια. Χαρακτηριστικό παράδειγμα στην Ελλάδα, όπου ο μεριδιούχος δεν φορολογείται για τα κέρδη και τις υπεραξίες της επένδυσής του. Το ενεργητικό των Αμοιβαίων Κεφαλαίων επιβαρύνεται με ένα πολύ χαμηλό συντελεστή φόρου, αναλόγως της κατηγορίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, που καταβάλλεται από την εταιρία διαχείρισης του κεφαλαίου.

## **2.6 Μειονεκτήματα Επένδυσης σε Αμοιβαία Κεφάλαια**

Υπάρχουν, λοιπόν, αρκετές περιπτώσεις όπου τα Αμοιβαία Κεφάλαια δεν ενδείκνυνται ως μορφή επένδυσης. Ο κύριος παράγοντας είναι το χαρακτηριστικό της ομαδοποίησης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, η οποία δεν συνάδει πάντα με τις ατομικές ανάγκες και τα χαρακτηριστικά του κάθε επενδυτή. Τέτοιες περιπτώσεις είναι οι ακόλουθες.

## **Άτομα πεπειραμένα στην επιλογή μετοχών και τη δημιουργία Χαρτοφυλακίων**

Υπάρχουν αρκετά άτομα τα οποία διαθέτουν γνώσεις και την εμπειρία που χρειάζεται, προκειμένου να δημιουργήσουν μόνα τους το δικό τους χαρτοφυλάκιο. Συνεπώς, δεν χρειάζεται να αποταθούν σε κάποιο Αμοιβαίο Κεφάλαιο, όπου ουσιαστικά αποκτούν μερίδιο σε ένα χαρτοφυλάκιο που έχει δημιουργήσει κάποιος άλλος και επιπλέον επιβαρύνονται με μια σειρά εξόδων. (Καραθανάσης, Λυμπερόπουλος)

## **Επενδυτές που δεν επιθυμούν επαγγελματική διαχείριση**

Δεν επιθυμούν όλοι οι επενδυτές επαγγελματική διαχείριση. Πολλοί άνθρωποι θέλουν να επιλέγουν μόνοι τους ή με τη βοήθεια κάποιου συμβούλου επενδύσεων τις προσωπικές τους επενδύσεις, πιστεύοντας ότι η επιλογή και διαχείριση του χαρτοφυλακίου τους με αυτόν τον τρόπο είναι πιο αποδοτική. Το φαινόμενο αυτό έχει διεθνώς ονομαστεί “η γοητεία του ξεχωριστού λογαριασμού”. (Φίλιππας)

## **Επενδυτές που δεν επιθυμούν διαφοροποίηση**

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια δεν είναι προτεραιότητα επιλογής για επενδυτές που θέλουν να αναλάβουν μεγαλύτερους κινδύνους επενδύοντας τα χρήματά τους σε μερικούς μόνο τίτλους, καθώς, οι επενδυτές αυτοί δεν επιθυμούν διαφοροποίηση. Θα πρέπει να τονιστεί ότι τα Αμοιβαία Κεφάλαια είναι δημοφιλή επειδή ακριβώς η πλειοψηφία των μεμονωμένων επενδυτών υπέστησαν ζημιές αρνούμενοι να διαφοροποιήσουν τις επενδύσεις τους (Φίλιππας).

## **Επιθυμία επένδυσης μόνο σε ομόλογα**

Υπάρχουν επενδυτές που αποστρέφονται τον κίνδυνο (risk avoiders), δηλαδή άτομα που δεν είναι διατεθειμένα να αναλάβουν κανέναν κίνδυνο, όποια και αν είναι η ανταμοιβή (απόδοση). Οι παραπάνω επενδυτές επιθυμούν να τοποθετούν τα κεφάλαιά τους αποκλειστικά σε ομόλογα, ομολογίες, έντοκα γραμμάτια του δημοσίου, τραπεζικούς λογαριασμούς κ.ά. Επενδύουν δηλαδή σε επενδυτικά προϊόντα που έχουν μια συγκεκριμένη γνωστή εκ των προτέρων – χωρίς διακυμάνσεις – ονομαστική απόδοση και συνεπώς είναι απαλλαγμένη του επενδυτικού κινδύνου. Συνεπώς για αυτά τα άτομα τα Αμοιβαία Κεφάλαια δεν ενδείκνυνται ως μορφή επένδυσης (Καραθανάσης, Λυμπερόπουλος).

## **Η ανοιχτή δομή εγκυμονεί δυσχέρειες**

Η ανοιχτή δομή των Αμοιβαίων Κεφαλαίων εγκυμονεί δυσχέρειες στο διαχειριστή επενδύσεων σε περιόδους έντονων ψυχολογικών διακυμάνσεων. Έχει παρατηρηθεί ότι σε περιόδους που η αγορά είναι ανοδική οι επενδυτές έχουν την τάση να τοποθετούν τα κεφάλαιά τους σε μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια, που οι διαχειριστές τα επενδύουν σε υψηλές τιμές. Αντιθέτως, όταν η αγορά είναι καθοδική, οι μεριδιούχοι προβαίνουν σε εξαγορές αναγκάζοντας τους διαχειριστές να ρευστοποιήσουν πρόωρα μέρος του χαρτοφυλακίου τους και να υφίστανται το κόστος από την πώληση μετοχών, καθώς και από την προεξόφληση άλλων αξιόγραφων, σε τιμή χαμηλότερη από την τιμή αγοράς. Στο βαθμό που το Αμοιβαίο Κεφάλαιο οφείλει να εξαγοράζει όσα μερίδια επιθυμούν να ρευστοποιήσουν οι μεριδιούχοι του, τότε οι διαχειριστές είναι υποχρεωμένοι εκ των πραγμάτων να διατηρούν - σε περιόδους ύφεσης της αγοράς και όχι μόνο - υψηλά ρευστά διαθέσιμα, προκειμένου να είναι σε θέση να καλύψουν ένα μεγάλο αριθμό εξαγορών. Συνεπώς, η δομή των Αμοιβαίου Κεφαλαίου οδηγεί τους διαχειριστές σε καταστρατήγηση των προσωπικών τους επιλογών και πολλές φορές σε κακές επενδυτικές αποφάσεις: αγοράζουν σε υψηλές τιμές, πωλούν σε χαμηλές και κρατούν μεγάλα ποσά χωρίς να τα επενδύουν αποτελεσματικά. (Φίλιππας)

## **Εξειδικευμένες οικονομικές ανάγκες**

Κάθε Αμοιβαίο Κεφάλαιο χαρακτηρίζεται από τον σκοπό του και την επενδυτική πολιτική που ακολουθεί. Τα δύο αυτά χαρακτηριστικά προσδίδουν στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο την ικανότητα να ικανοποιεί συγκεκριμένες χρηματοοικονομικές ανάγκες και επιθυμίες των μεριδιούχων. Δεν μπορούμε ωστόσο να αποκλείσουμε την περίπτωση ύπαρξης ατόμων που έχουν συγκεκριμένες – εξειδικευμένες οικονομικές ανάγκες οι οποίες δεν μπορούν να καλυφθούν από τα Αμοιβαία Κεφάλαια που κυκλοφορούν στην επενδυτική αγορά. (Καραθανάσης, Λυμπερόπουλος)

## 2.7 Στρατηγικές επένδυσης Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Το κριτήριο για την διάκριση των αμοιβαίων κεφαλαίων σε κατηγορίες είναι η επενδυτική πολιτική του και η σύνθεση του ενεργητικού του. Η πολιτική αυτή καθορίζει την τοποθέτηση των κεφαλαίων σε διάφορων ειδών κινητές αξίες, δηλαδή καθορίζει τον τρόπο με τον οποίο θα διαρθρωθεί το χαρτοφυλάκιο κάθε αμοιβαίου. Η ακολουθούμενη επενδυτική πολιτική είναι, με τη σειρά της, συνάρτηση των στόχων κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου.

Οι γενικότεροι στόχοι κάθε Αμοιβαίου Κεφαλαίου περικλείονται στις ακόλουθες τρεις εκφράσεις:

- **Εισόδημα.** Έμφαση στην δημιουργία μιας σχετικά σταθερής ροής ρευστών προς τους μεριδιούχους μέσω της καταβολής μερισμάτων.
- **Κεφαλαιακά Κέρδη.** Επικέντρωση στην αύξηση της αξίας του ενεργητικού που επιτυγχάνεται με την αύξηση της αξίας των κινητών αξιών που περιλαμβάνουν στο χαρτοφυλάκιο του.
- **Εισόδημα και Κεφαλαιακά Κέρδη.** Συνδυασμός των δύο πιο πάνω στόχων.

Η κατηγοριοποίηση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων επιτρέπει στον υποψήφιο επενδυτή να διακρίνει σε ποία κατηγορία εντάσσεται κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο, έτσι ώστε να είναι σε θέση να εκτιμήσει τις προσδοκώμενες αποδόσεις και τους κινδύνους που εμπεριέχουν αυτές. Επίσης, επιτρέπει τη σύγκριση αποδόσεων ομοειδών Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται όλες οι υφιστάμενες από το νόμο κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων, καθώς και τα κριτήρια κατηγοριοποίησης τους.

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

## Παθητική Διαχείριση (passive management)

Παθητική είναι η διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου όταν οι διαχειριστές δεν υποχρεώνονται να κάνουν αναθεωρήσεις του χαρτοφυλακίου με βάση τις δικές τους αναλύσεις και επιλογές. Το είδος της διαχείρισης υποθέτει ότι το χαρτοφυλάκιο δημιουργείται με συγκεκριμένους σκοπούς και κριτήρια και η ακολουθούμενη διαχείριση θα πρέπει να εξασφαλίσει τη συνέχιση των σκοπών αυτών και να προβεί σε αναγκαίες οριακές αναθεωρήσεις του χαρτοφυλακίου ώστε να μη παραβιαστούν τα κριτήρια.

Κλασσικά παραδείγματα παθητικής διαχείρισης είναι η διαχείριση χαρτοφυλακίων που δημιουργούνται με βάση το χαμηλό λόγο τιμής προς κέρδη, ή μετοχών με μικρή κεφαλαιοποίηση, ή μετοχών που προσφέρουν υψηλά μερίσματα, ή μετοχών σε ορισμένο κλάδο. Η διαχείριση δεν αποσκοπεί στο να προβλέψει την απόδοση του χαρτοφυλακίου αλλά στο να επιδιώξει να διατηρήσει τις μετοχές σε ορισμένο κλάδο. Επιπλέον παράδειγμα έχουμε όταν η διαχείριση δεν αποσκοπεί στο να προβλέψει την απόδοση του χαρτοφυλακίου αλλά στο να επιδιώξει να διατηρήσει τις μετοχές που πληρούν τα κριτήρια. Η απόδοση θα υπολογιστεί με βάση την προβλεπόμενη επιτυχία που έχει εξ αρχής η εφαρμοσμένη επενδυτική στρατηγική σε σχέση με την εξέλιξη της αγοράς.

Την στρατηγική της παθητικής διαχείρισης, που πρόσφατα γνωρίζει μεγάλη αποδοχή και ανάπτυξη, ακολουθούν αμοιβαία κεφάλαια δεικτών. Αυτά είναι χαρτοφυλάκια μετοχών ή και άλλων αξιόγραφων και χρεογράφων που έχουν παρόμοια σύνθεση με τη σύνθεση που έχουν συγκεκριμένοι και ευρέως γνωστοί δείκτες.

Πολλά άλλα Αμοιβαία Κεφάλαια ακολουθούν γνωστούς δείκτες μετοχών μικρής κεφαλαιοποίησης, επιλεγμένων αξιών, ομολογιών. Όλα αυτά τα Αμοιβαία Κεφάλαια δεν υπόσχονται τίποτε πέραν του γεγονότος ότι θα ακολουθήσουν πιστά τις κινήσεις του δείκτη που είναι συνδεδεμένα. Η αποτελεσματικότητά τους κρίνεται με το πώς συγκρίνεται η απόδοσή τους με την απόδοση του δείκτη καθώς και από το κόστος που ενέχει αυτή η προσπάθειά τους.

Ο Gruber (1996) χρησιμοποιώντας πέντε έτη παρατηρήσεων (1990-1994) Αμοιβαίων Κεφαλαίων δεικτών μετοχών και ομολογιών διαπίστωσε ότι ο συντελεστής συσχετισμού των



μηνιαίων αποδόσεων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με τους αντίστοιχους δείκτες ήταν τουλάχιστον 98,6%. Αυτό υποδηλώνει ότι, τα Αμοιβαία Κεφάλαια πετυχαίνουν να ακολουθούν πιστά τους δείκτες με τους οποίους συνδέονται.

### **Ενεργητική Διαχείριση (Active Management)**

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

Άλλοι δείκτες με διαφορετικά χαρακτηριστικά, όπως οι δείκτες ομολογιών, μπορούν να αντιπροσωπεύουν άλλα τμήματα της αγοράς στα οποία δραστηριοποιούνται επενδυτές, που έχουν ανάλογα χαρακτηριστικά κινδύνου και απόδοσης.

Οι ενεργητικοί διαχειριστές χαρτοφυλακίου είναι υποχρεωμένοι να παίρνουν θέσεις στην αγορά και να προβαίνουν σε συνεχείς αναλύσεις ώστε είτε να αποφασίζουν να διατηρούν τις θέσεις αυτές ή να τις αναθεωρούν. Με άλλα λόγια οι ενεργητικοί διαχειριστές πρέπει να αναλαμβάνουν συνεχώς νέες πρωτοβουλίες που στηρίζονται σε ένα μηχανισμό ανάλυσης και προωθούνται με βάση την κρίση που διαθέτουν κάθε στιγμή.

Η προσπάθεια τους αυτή θα κριθεί από την ικανότητα που διαθέτουν να πετύχουν αποδόσεις μεγαλύτερες της αγοράς, με κόστος που όμως δεν ξεπερνά τις επιπλέον αποδόσεις που δημιουργούν. Αυτός είναι και ο βασικός λόγος που οι λογικοί επενδυτές θα προτιμούσαν να επενδύσουν σε Αμοιβαία Κεφάλαια με ενεργητική διαχείριση από το να επενδύσουν σε Αμοιβαία Κεφάλαια με παθητική διαχείριση.

Με εξαίρεση τα Αμοιβαία Κεφάλαια δεικτών, τα περισσότερα Αμοιβαία Κεφάλαια καταφεύγουν σε ενεργητική διαχείριση. Αυτό είναι και ένα μεγάλο πλεονέκτημα που προσφέρουν τα Αμοιβαία Κεφάλαια στους ατομικούς επενδυτές: την ενεργητική διαχείριση από επαγγελματίες του είδους.

Σύμφωνα με τον Gruber (1996) τα ενεργητικά διαχειριζόμενα Αμοιβαία Κεφάλαια κατά μέσο όρο δημιουργούν αξία, αλλά το πρόβλημα είναι ότι δαπανώνται περισσότεροι πόροι απ' ότι η αξία που δημιουργείται.

## 2.8 Είδη Αμοιβαίων Κεφαλαίων σε Διεθνές Επίπεδο

Οι κυριότερες κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων όπως αυτές συναντώνται στις διεθνείς αγορές είναι οι εξής:

### **Money-market funds (Χρηματαγοράς ή Διαχείρισης Διαθεσίμων)**

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια του τύπου αυτού αποτελούν την πιο απλή μορφή Αμοιβαίων Κεφαλαίων εισοδήματος και επενδύουν σε βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα, τα οποία διατίθενται στη χρηματαγορά και πιστοποιητικά καταθέσεων.

Αμοιβαία αυτού του τύπου έχουν πολλά κοινά χαρακτηριστικά με τις τραπεζικές καταθέσεις. Ενδείκνυνται ως κατάλληλα για επενδυτές που εναλλακτικά θα τοποθετούσαν τα χρηματικά διαθέσιμά τους σε τραπεζικές καταθέσεις μιας και επενδύοντας σε αυτά έχουν την ευκαιρία, επωμιζόμενοι περιορισμένο κίνδυνο, να επιτύχουν υψηλότερες αποδόσεις σε σύγκριση με τα επιτόκια των τραπεζικών καταθέσεων.

Τα χρεόγραφα στα οποία συμμετέχουν, είναι σε γενικές γραμμές τα πλέον ασφαλή και ταυτόχρονα, έχουν τη μικρότερη χρονική διάρκεια λήξης (maturity), προσφέροντας ρευστότητα στους επενδυτές. Τέτοιου είδους χρεόγραφα είναι κυρίως τα Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου, τα πιστοποιητικά καταθέσεων μεγάλων τραπεζών και τα εμπορικά γραμμάτια.

Συνοψίζοντας, επισημαίνουμε ότι τα Αμοιβαία Κεφάλαια Χρηματαγοράς, προσφέρουν στους επενδυτές εισόδημα, ελάχιστο κίνδυνο και ρευστότητα.

### **Bond funds (Ομολογιακά)**

Τα Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια είναι στην ουσία ένας συνδυασμός διαφόρων τύπων μακροπρόθεσμων ομολογιών. Τα Αμοιβαία Ομολογιών έχουν ως σκοπό την παροχή σταθερού εισοδήματος στους επενδυτές και θεωρούνται μία επένδυση χαμηλού κινδύνου. Τα ενεργητικά τους επενδύονται στην αγορά ομολογιών, γεγονός που σημαίνει ότι χρησιμοποιούνται για μακροπρόθεσμα δάνεια, τα οποία έχουν εκδοθεί από το κράτος, από

δημόσιες εταιρείες ή από μεγάλες ιδιωτικές εταιρείες. Συνεπώς η επένδυση δεν είναι πλήρως απαλλαγμένη από τον κίνδυνο καθώς η διακύμανση των αποδόσεων των Αμοιβαίων καθορίζεται από τον κίνδυνο φερεγγυότητας (credit risk) των ομολόγων και την διακύμανση των επιτοκίων (interest – rate risk).

Για την εκτίμηση του κινδύνου φερεγγυότητας που ενέχουν οι διάφορες ομολογίες, οι διαχειριστές των Αμοιβαίων Κεφαλαίων βασίζονται στην ανάλυση και την αξιολόγηση που γίνεται από ιδιωτικές εταιρείες διαβάθμισης του κινδύνου όπως η Standard & Poor, η Moody. Για παράδειγμα, η Standard & Poor αξιολογεί και ταξινομεί τις ομολογίες που εκδίδονται χαρακτηρίζοντας με AAA τις ομολογίες που παρουσιάζουν το μικρότερο κίνδυνο και συνεχίζουν με AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC.

Η μεγάλη κατηγορία των ομολογιακών Αμοιβαίων Κεφαλαίων μπορεί να διαχωριστεί σε μια σειρά επί μέρους κατηγοριών, ανάλογα με τα συγκεκριμένα επενδυτικά στοιχεία που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο κάθε ομολογιακού Αμοιβαίου.

#### **i. Government bond funds (Κρατικών Ομολόγων)**

Πρόκειται για Αμοιβαία που επενδύουν πρωτίστως σε ομόλογα που εκδίδονται από το κράτος της χώρας (χωρών) στην οποία επενδύουν, και φυσικά έχουν το μικρότερο δυνατό πιστωτικό κίνδυνο. Ωστόσο, ακριβώς λόγω της μεγάλης ασφάλειας που έχουν, οι αποδόσεις τους είναι παραδοσιακά χαμηλότερες από αυτές των Αμοιβαίων εισοδήματος που επενδύουν σε ομολογίες επιχειρήσεων. Συνήθως οι πραγματικές τους αποδόσεις, λαμβανομένου υπόψη του πληθωρισμού, είναι περιορισμένες.

#### **ii. Corporate bond funds (Ομολογιών Επιχειρήσεων)**

Αυτά τα Αμοιβαία αγοράζουν ως επί το πλείστον ομολογίες που εκδίδονται από υψηλής ποιότητας επιχειρήσεις που είναι αρκετά γνωστές. Επιπλέον, τοποθετούν και ένα μικρό μέρος του χαρτοφυλακίου τους σε κρατικά ομόλογα. Επενδύουν σε ομολογίες επιχειρήσεων που χαρακτηρίζονται για την υψηλή πιστοληπτική τους ικανότητα και τη μικρή πιθανότητα αθέτησης των υποχρεώσεών τους. Ωστόσο, επειδή οι εκδότες αυτοί δεν είναι τόσο αξιόπιστοι

όσο το κράτος, δηλαδή παρουσιάζουν υψηλότερο κίνδυνο αθέτησης των υποχρεώσεών τους, "αποζημιώνουν" τους επενδυτές τους με υψηλότερες ονομαστικές αποδόσεις. Τα εν λόγω Αμοιβαία είναι κατάλληλα για επενδυτές που επιθυμούν αποδόσεις υψηλότερες από αυτές που μπορούν να τους προσφέρουν τα government bond funds και είναι διατεθειμένοι να ανέβουν λίγο στη "σκάλα" του επενδυτικού κινδύνου.

### **iii. High Yield Bond Funds (Ομολόγων Υψηλής Απόδοσης)**

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια της κατηγορίας αυτής διατηρούν τουλάχιστον τα 2/3 των χαρτοφυλακίων τους σε ομολογίες, οι οποίες εκδίδονται από ιδιωτικές εταιρείες οι οποίες κατατάσσονται ως χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας από τους οργανισμούς διαβάθμισης του κινδύνου (BAA ή χαμηλότερα από τη Moody's rating service και BBB ή χαμηλότερα από τη Standard and Poor's rating service). Για την επίτευξη υψηλών αποδόσεων, οι επενδυτές πρέπει να αναλάβουν ένα μεγαλύτερο βαθμό κινδύνου ως προς τις ομολογίες, οι οποίες κατατάσσονται ως υψηλής πιστοληπτικής ικανότητας και που προσφέρουν χαμηλότερες αποδόσεις.

### **iv. International bond funds (Διεθνικά Ομολογιών)**

Μία ειδική κατηγορία Αμοιβαίων Κεφαλαίων ομολογιών, είναι τα διεθνικά. Αποτελούνται από χρεόγραφα, κυρίως από ομολογίες και ομόλογα, που διαπραγματεύονται σε πολλά κράτη ενώ συνήθως αναμένουν απόδοση και από τις συναλλαγματικές διακυμάνσεις. Με αυτό τον τρόπο προσφέρουν μικρότερο κίνδυνο λόγω διασποράς των επενδύσεων σε περισσότερα του ενός κράτη.

### **Equity funds (Μετοχικά)**

Τα μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια απευθύνονται κυρίως σε επενδυτές που επιθυμούν υψηλότερες αποδόσεις από αυτές των ομολογιακών Αμοιβαίων και παράλληλα είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν ένα σημαντικό υψηλότερο κίνδυνο. Η καθαρή αξία του ενεργητικού και των μεριδίων των μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα από όλες τις άλλες κατηγορίες αμοιβαίων. Ο λόγος είναι ότι σε καθημερινή βάση οι μετοχές διαπραγματεύονται στα χρηματιστήρια αξιών και ανάλογα με τη

ζήτηση και την προσφορά οι τιμές τους διαμορφώνονται σε ένα συγκεκριμένο επίπεδο που τις περισσότερες φορές διαφέρει από αυτό της προηγούμενης ημέρας. Άρα και η καθαρή αξία των μεριδίων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων μεταβάλλεται, επηρεαζόμενη από τις μεταβολές στις τιμές των μετοχών. Φυσικά, οι διαχειριστές των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, ακολουθώντας βασικές αρχές της σύγχρονης θεωρίας του χαρτοφυλακίου, προσπαθούν να μετριάσουν τον ομολογουμένως υψηλότερο κίνδυνο που ενέχουν τα μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια.

Ανάλογα με το σκοπό του κάθε Αμοιβαίου καθορίζεται η επενδυτική πολιτική που θα ακολουθηθεί. Ακόμα και μεταξύ των μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων, υπάρχει διάσταση ως προς το σκοπό τους. Δηλαδή, άλλα μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια θέτουν ως πρώτιστο στόχο την πραγματοποίηση κεφαλαιακών κερδών, άλλα την επίτευξη κάποιου εισοδήματος με τη μορφή μερισμάτων για τους μεριδιούχους. Η ύπαρξη διαφορετικών σκοπών σημαίνει ότι και η ακολουθούμενη επενδυτική πολιτική των διάφορων μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων θα διαφέρει. Επομένως, η μεγάλη αυτή κατηγορία Αμοιβαίων που ονομάζεται μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια, μπορεί να χωριστεί σε μια σειρά από επί μέρους κατηγορίες που κάθε μία έχει διαφορετική πολιτική από την άλλη και επενδύει σε διαφορετικού είδους μετοχές. Ποιο αναλυτικά, τα επί μέρους είδη Αμοιβαίων, που περιλαμβάνονται στην κατηγορία των μετοχικών, καθώς και η επενδυτική φιλοσοφία αυτών είναι τα ακόλουθα:

#### **i. Aggressive-growth funds (Επιθετικά Υπεραξίας)**

Είναι γνωστά και ως "go-go funds" και αποσκοπούν στην επίτευξη κεφαλαιακών κερδών, δηλαδή στην όσο το δυνατόν μεγαλύτερη αύξηση της αξίας του καθαρού ενεργητικού και των μεριδίων. Για την επίτευξη υψηλών κεφαλαιακών κερδών επενδύουν σε μετοχές υψηλού κινδύνου όπως: κερδοσκοπικές μετοχές, μετοχές αναπτυσσόμενων εταιρειών, μετοχές εταιρειών οι οποίες περνούν προσωρινά κρίσεις. Αν και στο χαρτοφυλάκιό τους περιλαμβάνονται μετοχές και μικρού και μεσαίου μεγέθους εταιρειών, το κριτήριο για την επένδυση σε μια εταιρεία δεν είναι το μέγεθος αυτής αλλά ο ρυθμός αύξησης των κερδών της.

Πολλές φορές τα Αμοιβαία Κεφάλαια του τύπου αυτού χρησιμοποιούν τη χρηματοοικονομική μόχλευση, δανειζόμενα κεφάλαια και αγοράζοντας δικαιώματα μετοχών (stock options). Αποτέλεσμα αυτών των ενεργειών είναι η περαιτέρω αύξηση του κινδύνου

που ούτως ή αλλιώς αντιμετωπίζουν τα μετοχικά Αμοιβαία. Τα ιστορικά διεθνή δεδομένα έχουν δείξει ότι τα χαρτοφυλάκια αυτού του τύπου επιτυγχάνουν ικανοποιητικές μέσες ετήσιες αποδόσεις σε μακροχρόνιο διάστημα. Ωστόσο, οι τιμές των μεριδίων τους υπόκεινται σε έντονες βραχυχρόνιες διακυμάνσεις, ειδικότερα όταν το χρηματιστήριο κινείται πτωτικά.

Είναι επομένως κατάλληλα για επενδυτές που έχουν τη δυνατότητα να επενδύσουν για μεγάλο χρονικό διάστημα, άνω της πενταετίας, και που φυσικά είναι διατεθειμένοι να ανεχτούν υψηλές διακυμάνσεις στις οποίες ενδέχεται να υπόκεινται οι αποδόσεις των επενδύσεών τους. Επιπροσθέτως, προτείνονται σε επενδυτές οποίοι έχουν την ικανότητα να προβλέπουν την κίνηση της χρηματιστηριακής αγοράς.

## **ii. Growth funds (Υπεραξίας ή Αναπτυξιακά)**

Όπως και το όνομα δηλώνει, πρόκειται για Αμοιβαία Κεφάλαια που κατευθύνουν τις επενδύσεις τους σε μετοχές εταιρειών, των οποίων τα κέρδη αυξάνονται με ρυθμούς υψηλότερους από το μέσο όρο. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια του τύπου αυτού, σε αντίθεση με τα επιθετικά, δεν χρησιμοποιούν κερδοσκοπικές τακτικές όπως μόχλευση ή short selling. Όπως είναι φυσικό, είναι λιγότερο ευμετάβλητα από τα επιθετικά, στο βαθμό που οι διαχειριστές των συγκεκριμένων Αμοιβαίων αναζητούν μετοχές εταιρειών που έχουν κυρίαρχη θέση στον κλάδο τους και διακρίνονται για την ποιότητα της διοίκησής τους. Στοχεύουν εταιρείες που έχουν υψηλά περιθώρια κέρδους και μπορούν να επιτύχουν υψηλές αποδόσεις για μια σειρά ετών. Παρά τη μικρότερη διακύμανση που παρουσιάζει η καθαρή αξία των μεριδίων αυτών των Αμοιβαίων, δεν ενδείκνυνται για επενδυτές που αναζητούν σταθερές αποδόσεις και έχουν βραχυχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα.

## **iii. Equity-income funds (Εισοδήματος)**

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια εισοδήματος θέτουν ως πιο σημαντικό στόχο την εξασφάλιση κάποιου εισοδήματος για τους μεριδιούχους, χωρίς βέβαια να παραμελείται η προσπάθεια επίτευξης κεφαλαιακών κερδών. Το μεγαλύτερο τμήμα του χαρτοφυλακίου των Αμοιβαίων αυτού του τύπου αποτελείται συνήθως από μετοχές εταιρειών, οι οποίες διανέμουν το υψηλότερο ποσοστό των κερδών με τη μορφή μερισμάτων. Το υπόλοιπο τμήμα του χαρτοφυλακίου τους αποτελείται από προνομιούχες μετοχές και ίσως ομολογίες. Είναι

προφανές ότι, τα Αμοιβαία Κεφάλαια του τύπου αυτού ενέχουν χαμηλότερο κίνδυνο, από αυτά των κοινών μετοχών.

#### **iv. Growth-and-income funds (Υπεραξίας και Εισοδήματος)**

Πρόκειται για Αμοιβαία Κεφάλαια που επενδύουν τόσο σε μετοχές εταιρειών που έχουν καλές προοπτικές όσο και σε μετοχές που δίνουν μέρισμα. Επίσης, ένα μικρό μέρος του ενεργητικού τους μπορεί να τοποθετηθεί και σε μετατρέψιμες ομολογίες (convertible bonds). Η αύξηση του καθαρού ενεργητικού, η εξασφάλιση εισοδήματος μέσω μερισμάτων και ο μελλοντικός ρυθμός αύξησης των μερισμάτων είναι τα βασικά χαρακτηριστικά του χαρτοφυλακίου που δημιουργούν οι διαχειριστές αυτής της κατηγορίας. Ωστόσο, μεταξύ αυτών των χαρακτηριστικών στόχων, ο σημαντικότερος είναι η αύξηση του ενεργητικού και συνεπώς και της καθαρής αξίας των μεριδίων. Είναι κατάλληλα για εκείνη την κατηγορία επενδυτών που επιθυμούν να έχουν κάποιο εισόδημα και επιπλέον δεν είναι διατεθειμένοι να δεχθούν τον κίνδυνο, διακύμανση στις αποδόσεις τους, που ενέχουν τα growth funds.

#### **v. Sector funds (Κλαδικά)**

Τα συγκεκριμένα Αμοιβαία αντί να διαφοροποιούν το χαρτοφυλάκιό τους μεταξύ διάφορων κλάδων, επικεντρώνουν την προσοχή τους σε συγκεκριμένους τομείς μιας οικονομίας. Ως εκ τούτου, έχουν την τάση να είναι περισσότερο ευμετάβλητα απ' ό,τι τα ευρύτερα διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια. Βέβαια, επενδύουν σε περισσότερες από μια επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου και έτσι καταφέρνουν να εξαλείψουν σε μεγάλο βαθμό τον ειδικό κίνδυνο.

Χαρακτηριστικότερα Αμοιβαία Κεφάλαια αυτής της κατηγορίας αποτελούν τα **Utility Funds** που επενδύουν σε μετοχές επιχειρήσεων κοινής ωφελείας και τα **Precious-Metal Funds** που επενδύουν σε εταιρίες ορυχείων χρυσού και άλλων πολύτιμων μετάλλων.

#### **Balanced funds (Μικτά)**

Πρόκειται για Αμοιβαία Κεφαλαία με μεγάλη ευελιξία στις επενδύσεις. Στόχος τους είναι η εξασφάλιση ενός ικανοποιητικού εισοδήματος για τους μεριδιούχους, ενώ η πραγματοποίηση

κεφαλαιακών κερδών δεν παραβλέπεται εντελώς. Το χαρτοφυλάκιο των Αμοιβαίων Κεφαλαίων του τύπου αυτού περιλαμβάνει κοινές μετοχές, προνομιούχες μετοχές, ομόλογα και ομολογίες, απευθύνεται δε σε συντηρητικούς επενδυτές.

Από την ποικιλία των επενδυτικών στοιχείων που περιλαμβάνονται σε αυτή την κατηγορία Αμοιβαίων Κεφαλαίων, γίνεται αντιληπτό ότι επιτυγχάνεται ικανοποιητική διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου τους. Ως αποτέλεσμα του είδους των επενδύσεων που πραγματοποιούν αλλά και του βαθμού διαφοροποίησης που επιτυγχάνουν, οι αποδόσεις των μικτών Αμοιβαίων παρουσιάζουν συνήθως μικρότερες διακυμάνσεις από αυτές των μετοχικών αλλά μεγαλύτερες από αυτές των ομολογιακών.

Συνοψίζοντάς τα Μικτού τύπου Αμοιβαία έχουν τρεις ταυτόχρονους επενδυτικούς σκοπούς:

- Να διατηρήσουν το αρχικό κεφάλαιο του επενδυτή.
- Να διανείμουν ένα μέρος στους επενδυτές για την κάλυψη των τρεχουσών αναγκών τους.
- Να συμβάλλουν αποφασιστικά στη μακροπρόθεσμη αύξηση, τόσο του αρχικού κεφαλαίου του επενδυτή όσο και του εισοδήματός του.

### **Ειδικού τύπου**

Σε αυτή την κατηγορία περιλαμβάνονται αρκετά εξειδικευμένα Αμοιβαία Κεφάλαια. Συγκεκριμένα, αυτή η κατηγορία περικλείει τις ακόλουθες υποκατηγορίες αμοιβαίων.

#### **i. Option-income funds (Δικαιωμάτων Αγοράς / Πώλησης)**

Τα χαρτοφυλάκια αυτών των Αμοιβαίων περιλαμβάνουν επενδύσεις σε options (δικαιώματα). Δηλαδή οι διαχειριστές των συγκεκριμένων χαρτοφυλακίων αγοράζουν ή πωλούν δικαιώματα αγοράς και πώλησης μετοχών. Ενώ τα συγκεκριμένα Αμοιβαία έχουν υψηλό κίνδυνο εξ' αιτίας της ύπαρξης options στο χαρτοφυλάκιο τους, στην πραγματικότητα μπορούν να χρησιμοποιηθούν και ως εργαλεία για τον περιορισμό του κινδύνου. Παραδείγματος χάρη, ο διαχειριστής ενός τέτοιου Αμοιβαίου μπορεί αντί να αγοράσει μια συγκεκριμένη μετοχή σήμερα, να αγοράσει το δικαίωμα αγοράς της στο μέλλον σε



συγκεκριμένη τιμή, πληρώνοντας σήμερα γι' αυτό το δικαίωμα (strike price). Αν η τιμή της μετοχής μειωθεί σε επίπεδο που δεν συμφέρει το διαχειριστή, αυτός δεν ασκεί το δικαίωμα και η ζημιά του περιορίζεται μόνο κατά το ποσό που είχε διαθέσει για να αγοράσει το δικαίωμα, ενώ αν είχε αγοράσει τη μετοχή η ζημιά του θα ήταν πολύ μεγαλύτερη.

## ii. Index funds (Δεικτοποιημένα)

Ένα Index Fund είναι ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο το οποίο "αντιγράφει" σε μεγάλο βαθμό τη διάρθρωση του χρηματιστηριακού δείκτη. Συγκροτείται δηλαδή από μετοχές εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών, οι οποίες συγκροτούν το γενικό δείκτη της συγκεκριμένης χρηματιστηριακής αγοράς. Η βαρύτητα που έχει η διάρθρωση των συγκεκριμένων μετοχών στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο, είναι σχεδόν ίδια με τη βαρύτητα που έχουν οι μετοχές αυτές στο γενικό δείκτη. Οπότε ο στόχος του συγκεκριμένου Αμοιβαίου είναι να επιτυγχάνει τις αποδόσεις του γενικού δείκτη με τον οποίο είναι συνδεδεμένος.

Εάν για παράδειγμα ο γενικός δείκτης αυξάνεται κατά 12% ετησίως, το Αμοιβαίο Κεφάλαιο θα πρέπει να επιτυγχάνει περίπου αντίστοιχη απόδοση. Από πλευράς τοποθετήσεων των κεφαλαίων, η συγκεκριμένη κατηγορία δε διαφέρει σε τίποτα από τα μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια. Ωστόσο, παρουσιάζεται ξεχωριστά διότι η επενδυτική φιλοσοφία των index funds είναι διαφορετική από αυτή των μετοχικών. Η διάρθρωση ενός μετοχικού Αμοιβαίου γίνεται βάση των επιλογών των διαχειριστών του. Συνεπώς, αγοράζοντας μερίδια μετοχικών Αμοιβαίων δεν επενδύουμε στη "γενικότερη" πορεία της αγοράς, όπως γίνεται με τα index funds, αλλά στις συγκεκριμένες επιλογές των διαχειριστών. Τα index funds είναι σχεδιασμένα να "ακολουθούν" ένα συγκεκριμένο δείκτη χρηματιστηρίου και όχι να τον ξεπερνούν από πλευράς αποδόσεων.

Εξαιτίας του γεγονότος, ότι όλα τα Αμοιβαία Κεφάλαια έχουν έξοδα που τα επιβαρύνουν, οι αποδόσεις τους ενδέχεται να είναι μικρότερες από τις μεταβολές του δείκτη. Έχουν συνεπώς σχεδιαστεί προκειμένου να μπορεί ο μικρού και μεσαίου μεγέθους επενδυτής να επενδύει συνολικά στη χρηματιστηριακή αγορά χωρίς να χρειάζεται μεγάλα κεφάλαια. Επενδύει κανείς σε index funds όταν πιστεύει ότι η συγκεκριμένη χρηματιστηριακή αγορά θα έχει καλή απόδοση και παράλληλα θέλει να αποφύγει το άγχος της παρακολούθησης

συγκεκριμένων μετοχών, ή όταν κάποιος δεν έχει τις γνώσεις να παρακολουθήσει συγκεκριμένες εταιρείες και μετοχές.

### **iii. Funds of funds (Αμοιβαία επί Αμοιβαίων)**

Αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν σε άλλα Αμοιβαία Κεφάλαια συμπεριλαμβανομένων και των κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνων (hedge funds). Τέτοιου είδους Αμοιβαία δημιουργούνται συνήθως από μεγάλες εταιρίες διαχείρισης Αμοιβαίων οι οποίες, εκτός των άλλων Αμοιβαίων που διαθέτουν, δημιουργούν και ένα ή περισσότερα αμοιβαία που περιλαμβάνουν μερίδια των υπολοίπων που υπόκεινται στη διαχείρισή τους. Η συνήθης δομή του χαρτοφυλακίου της συγκεκριμένης κατηγορίας Αμοιβαίων περιλαμβάνει κατά 60% με 70% μερίδια "μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων και κατά το υπόλοιπο 40% με 30% μερίδια Αμοιβαίων ομολογιών και χρηματαγορών. Όπως γίνεται αντιληπτό η διαφοροποίηση που επιτυγχάνει το συγκεκριμένο Αμοιβαίο είναι μεγαλύτερη από κάθε άλλο.

## **2.9 Αριθμητικά Δεδομένα Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

Οι πληροφορίες που παρουσιάζονται στην παρούσα ενότητα γνωστοποιήθηκαν σε σχετική έκθεση από τον Ευρωπαϊκό Οργανισμό Αμοιβαίων Κεφαλαίων (EFAMA) και το Ινστιτούτο Επενδύσεων (Investment Company Institute) για λογαριασμό της Διεθνούς Ένωσης Επενδυτικών Κεφαλαίων (International Investment Funds Association), τον οργανισμό των εθνικών ενώσεων επενδυτικών κεφαλαίων. Η συλλογή για το δεύτερο τρίμηνο του 2011 περιέχει στατιστικά στοιχεία από 45 χώρες και προκύπτουν τα παρακάτω στοιχεία.

## Διάγραμμα 2.1

Διεθνώς επενδυμένα κεφάλαια ανά τρίμηνο.



Πηγή: EFAMA International Statistical Release (2011:Q2)

Συμφώνα με την έκθεση τα επενδυμένα κεφάλαια διεθνώς παραμείνανε σχετικά σταθερά κατά την διάρκεια του δεύτερου τρίμηνου και ανερχόντουσαν στα € 19,49 τρισεκατομμύρια ευρώ στο τέλος του Ιουνίου του 2011. Οι καθαρές ταμειακές εισροές για όλα τα κεφάλαια παρέμειναν σε θετικό πρόσημο κατά το δεύτερο τρίμηνο και ανήλθαν σε € 147 δις ευρώ, σε σύγκριση με € 102 δις ευρώ καθαρές εισροές κατά το πρώτο τρίμηνο. Οδηγό αυτών των παραπάνω τάσεων αποτελούν τα διαγράμματα 2.1 και 2.2.

Αναλυτικότερα ανά τύπο Αμοιβαίου παρατηρούμε ότι τα μακροπρόθεσμα Αμοιβαία Κεφάλαια (long-term funds) συμμετείχαν στην αύξηση των καθαρών ταμειακών εισροών κατά το δεύτερο τρίμηνο εγγραφής με € 206 δισεκατομμύρια σε καθαρές εισροές, από € 176 δισεκατομμύρια καθαρές εισροές που καταγράφηκαν το πρώτο τρίμηνο του έτους.

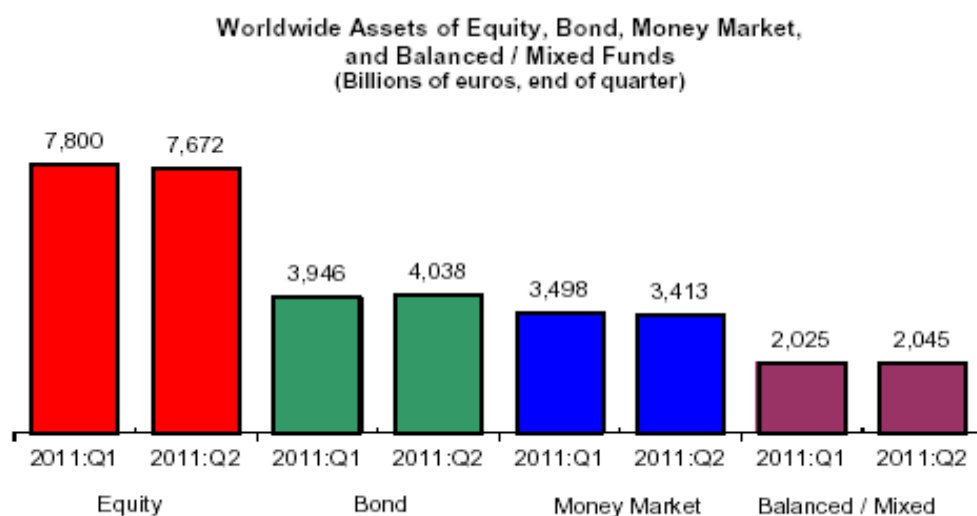
Ακολούθως τα μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια (equity funds) κατέγραψαν μειωμένες καθαρές εισροές κατά το δεύτερο τρίμηνο ύψους € 16 δις, σε σύγκριση με καθαρές εισροές ύψους € 45 δις το προηγούμενο τρίμηνο.

Οι καθαρές ροές για τα ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια (bond funds) παρουσιάζουν ένα άλμα κατά τη διάρκεια του τριμήνου στα € 70 δις, έναντι € 42 δις το πρώτο τρίμηνο.

Σε αντίθεση με τα μακροπρόθεσμα κεφάλαια, τα Αμοιβαία Κεφάλαια της αγοράς χρήματος (money market funds) συνέχισαν να καταγράφουν αρνητικές καθαρές ταμειακές ροές για ένατο συνεχόμενο τρίμηνο. Ως επακόλουθο τα Αμοιβαία Κεφάλαια της αγοράς χρήματος (money market funds) κατέγραψαν καθαρές εκροές € 59 δις, ελαφρώς χαμηλότερα από τα €74 δις εκροές κατά το πρώτο τρίμηνο του 2011.

## Διάγραμμα 2.2

Διεθνώς επενδυμένα κεφάλαια ανά τύπο Αμοιβαίου Κεφαλαίου



Πηγή: EFAMA International Statistical Release (2011:Q2)

## Πίνακας 2.1

Αριθμός Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανά τύπο

NUMBER OF FUNDS, 2006-2011:Q2  
End of period

ITEM	2006	2007	2008	2009	2010			2011	
					Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
<b>All Reporting Countries<sup>1</sup></b>	<b>61,855</b>	<b>66,348</b>	<b>68,574</b>	<b>67,552</b>	<b>68,819</b>	<b>68,860</b>	<b>69,519</b>	<b>70,359</b>	<b>71,030</b>
Equity	25,698	27,316	27,879	27,526	27,497	27,465	27,754	27,923	27,884
Bond	13,573	13,309	12,218	12,417	12,572	12,683	12,768	12,860	12,843
Money Market	3,408	3,450	3,700	3,521	3,437	3,380	3,344	3,304	3,211
Balanced/Mixed	12,529	13,756	14,510	14,656	15,294	15,636	15,896	16,238	16,613
Other	4,116	5,619	7,170	6,711	6,777	6,839	6,858	7,072	7,462
<b>Countries Reporting in Every Period<sup>2</sup></b>	<b>58,405</b>	<b>62,243</b>	<b>65,776</b>	<b>64,566</b>	<b>65,369</b>	<b>65,840</b>	<b>66,398</b>	<b>67,203</b>	<b>67,826</b>
Equity	23,263	24,452	25,731	25,347	25,400	25,371	25,576	25,732	25,654
Bond	13,115	12,812	11,961	12,083	12,278	12,387	12,447	12,523	12,487
Money Market	3,311	3,316	3,617	3,434	3,353	3,297	3,260	3,214	3,129
Balanced/Mixed	12,208	13,360	14,206	14,275	14,965	15,293	15,539	15,876	16,257
Other	3,977	5,405	7,164	6,706	6,589	6,635	6,677	6,896	7,282

Source: National mutual fund associations; EFAMA provides data for all European countries except Russia.

<sup>1</sup> Components may not sum to total because of unclassified funds.

<sup>2</sup> Number of countries is 40.

Πηγή: EFAMA International Statistical Release (2011:Q2)

## Πίνακας 2.2

### Επενδυμένα κεφάλαια ανά τύπο Αμοιβαίου Κεφαλαίου

#### TOTAL NET ASSETS, 2006-2011:Q2

Billions of euros, end of period

ITEM	2006	2007	2008	2009	2010			2011	
					Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
<b>All Reporting Countries<sup>1</sup></b>	<b>16,560</b>	<b>17,752</b>	<b>13,595</b>	<b>15,933</b>	<b>17,476</b>	<b>17,362</b>	<b>18,485</b>	<b>18,029</b>	<b>17,936</b>
Equity	7,982	8,453	4,669	6,211	6,699	6,866	7,895	7,800	7,672
Bond	2,940	2,907	2,435	3,156	3,884	3,859	4,048	3,946	4,038
Money Market	2,922	3,356	4,158	3,691	3,647	3,360	3,738	3,498	3,413
Balanced/Mixed	1,553	1,790	1,274	1,628	1,832	1,873	2,033	2,025	2,045
Other	513	600	486	583	663	695	770	759	769
<b>Countries Reporting in Every Period<sup>2</sup></b>	<b>16,065</b>	<b>16,881</b>	<b>13,380</b>	<b>15,641</b>	<b>17,202</b>	<b>17,079</b>	<b>18,178</b>	<b>17,748</b>	<b>17,662</b>
Equity	7,633	7,831	4,569	6,054	6,552	6,713	7,731	7,648	7,524
Bond	2,851	2,807	2,410	3,136	3,862	3,835	4,023	3,922	4,010
Money Market	2,899	3,323	4,112	3,656	3,633	3,347	3,719	3,482	3,399
Balanced/Mixed	1,527	1,679	1,230	1,549	1,754	1,794	1,949	1,951	1,973
Other	506	595	486	583	650	682	756	745	755

Source: National mutual fund associations; EFAMA provides data for all European countries except Russia.

<sup>1</sup> Components may not sum to total because of rounding or unclassified funds.

<sup>2</sup> Number of countries is 40. Components may not sum to total because of rounding.

Πηγή: EFAMA International Statistical Release (2011:Q2)

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια κεφαλαίων (funds of funds) βάση των επενδυτικών κεφαλαίων σε παγκόσμιο επίπεδο αυξήθηκαν κατά 1,7% κατά το δεύτερο τρίμηνο του 2011, στα \$ 28,17 τρισεκατομμύρια. Συγκεκριμένα τα επενδυμένα κεφάλαια στις Ηνωμένες Πολιτείες αυξήθηκαν 1,0% κατά το δεύτερο τρίμηνο, σε σύγκριση με μείωση 0,8% στα κεφάλαια που επενδύθηκαν στην Ευρώπη. Τα ακόλουθα διαγράμματα δείχνουν την αύξηση των καθαρών περιουσιακών στοιχείων από τις έξι μεγαλύτερες χώρες / περιφέρειες.

Τέλος τα μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια (balanced/mixed funds) παρουσίασαν μια μικρή αύξηση της τάξης του 1,0% και διαμορφώθηκε στα € 40 δις. Αναλυτικότερα στην Ευρώπη σημειώθηκε αύξηση των καθαρών εισροών σε μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια κατά το δεύτερο τρίμηνο εγγραφής σε € 23 δις, από € 20 δις το προηγούμενο τρίμηνο. Ωστόσο, οι καθαρές ροές σε μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια στις Ηνωμένες Πολιτείες μειώθηκε σε € 9 δις ευρώ κατά το δεύτερο τρίμηνο από € 15 δις το πρώτο τρίμηνο.

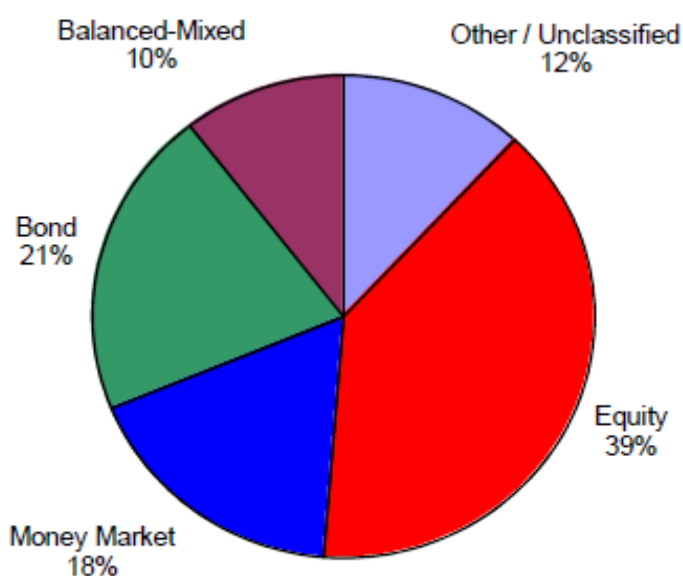
Στο τέλος του δεύτερου τριμήνου του 2011, 39% του παγκόσμιου ενεργητικού των επενδυτικών κεφαλαίων αντιστοιχούσαν σε μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια. Το μερίδιο του ενεργητικού των ομολογιακών Αμοιβαίων Κεφαλαίων ήταν 21% και το μερίδιο των μικτών Αμοιβαίων Κεφαλαίων ήταν 10%. Το ενεργητικό Αμοιβαίων Κεφαλαίων της χρηματαγοράς

αντιπροσώπευαν το 18% του παγκόσμιου συνόλου όπως αποτυπώνεται και στο διάγραμμα 2.3 που ακολουθεί.

### Διάγραμμα 2.3

Ποσοστιαία κατανομή Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανά τύπο.

**Composition of Worldwide Investment Fund Assets, 2011:Q2**  
(Percent of total assets, end of quarter)

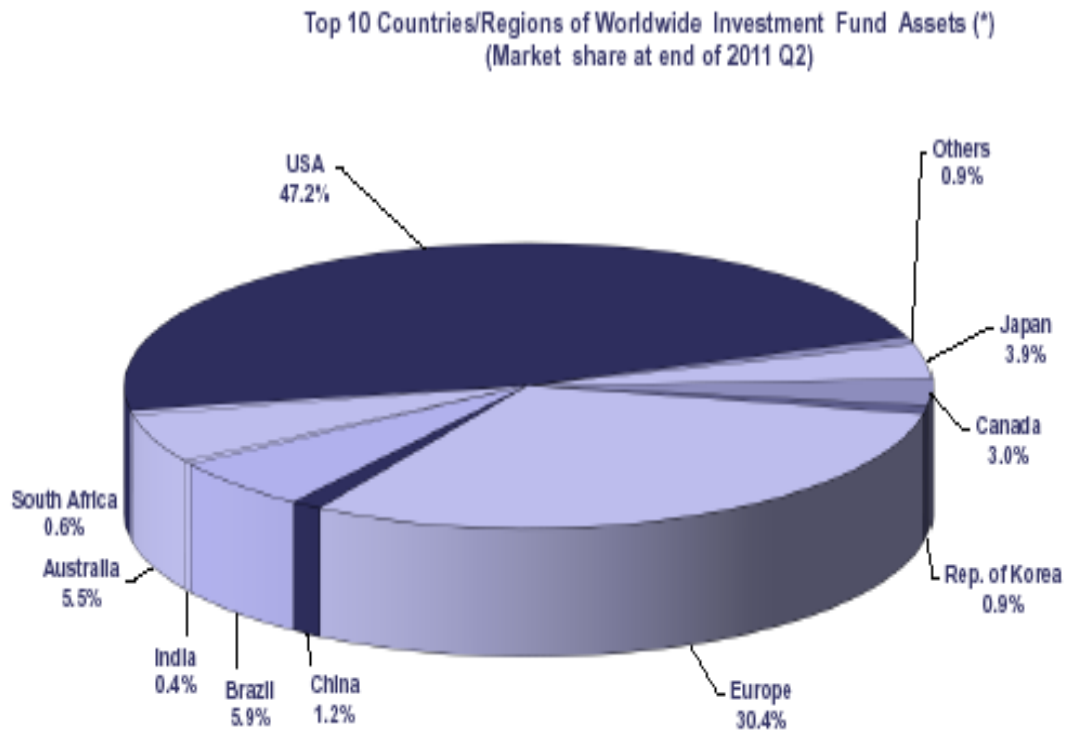


Πηγή: EFAMA International Statistical Release (2011:Q2)

Όσον αφορά την παγκόσμια κατανομή του ενεργητικού των επενδυτικών κεφαλαίων, οι Ηνωμένες Πολιτείες και η Ευρώπη κατέχουν το μεγαλύτερο μερίδιο στην παγκόσμια αγορά, με 47,2% και 30,4% αντίστοιχα. Βραζιλία, Αυστραλία, Ιαπωνία, Καναδάς, Κίνα, Δημοκρατία της Κορέας, Νότια Αφρική και Ινδία ακολουθούν αυτής της κατάταξης. Λαμβάνοντας υπόψη περιουσιακά στοιχεία μη-ΟΣΕΚΑ, το μερίδιο αγοράς της Ευρώπης έφθασε 37,4 % στο τέλος Ιουνίου 2011 όπως αποτυπώνεται και στο διάγραμμα 2.4.

## Διάγραμμα 2.4

Κατανομή επενδυμένων κεφαλαίων σε παγκόσμιο επίπεδο

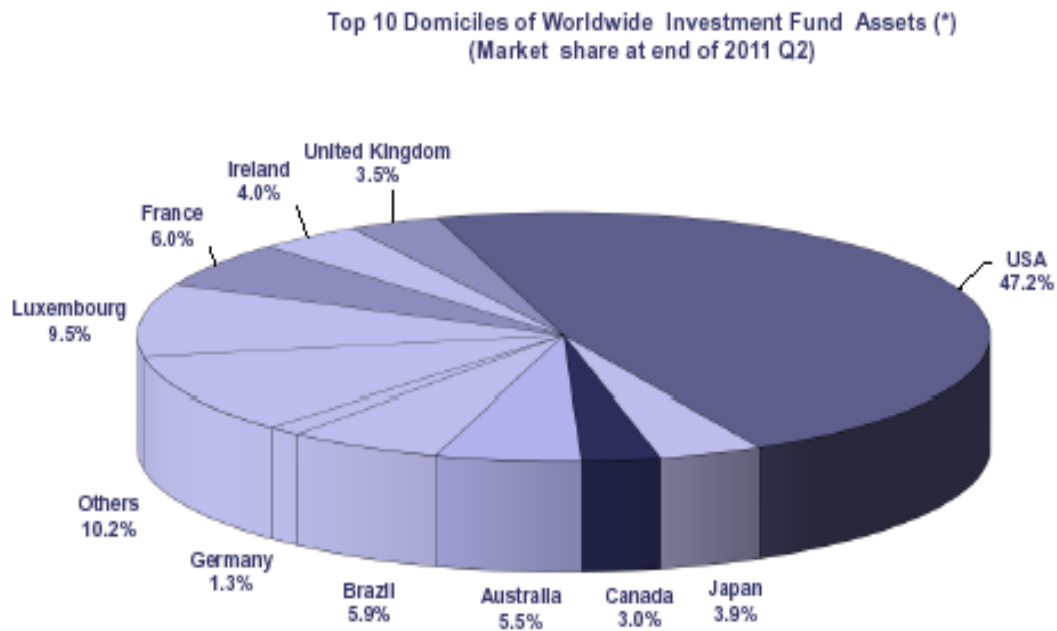


Πηγή: EFAMA International Statistical Release (2011:Q2)

Επιπροσθέτως στο διάγραμμα 2.5 που ακολουθεί αναδεικνύονται οι κορυφαίες δέκα έδρες επενδυμένων κεφαλαίων σε παγκόσμιο επίπεδο στο τέλος Ιουνίου 2011 με τις Ηνωμένες Πολιτείες να αποσπών την πρώτη θέση με συντριπτική διαφορά και να ακολουθούν το Λουξεμβούργο και η Βραζιλία.

## Διάγραμμα 2.5

Ποσοστιαία κατανομή εδρών επενδυμένων κεφαλαίων παγκοσμίως



(\*) Including funds of funds.

Πηγή: EFAMA International Statistical Release (2011:Q2)

Τέλος, στο πίνακα 2.3 αποτυπώνεται η αριθμητική και ποσοτική κατανομή των επενδυμένων κεφαλαίων στις χώρες της Ευρώπης με το Λουξεμβούργο και την Γαλλία να εμφανίζονται στην πρώτη και δεύτερη θέση αντίστοιχα, τόσο στον αριθμό των Αμοιβαίων Κεφαλαίων όσο και στο επίπεδο του συνολικού ενεργητικού.



## Πίνακας 2.3

Κατανομή Αμοιβαίων Κεφαλαίων στις Ευρωπαϊκές χώρες

### TOTAL NET ASSETS OF THE EUROPEAN INVESTMENT FUND INDUSTRY, End June 2011

	Overall Fund Industry			UCITS Market <sup>1</sup>			Non-UCITS Market <sup>2</sup>		
	Number of funds	Net assets		Number of funds	Net assets		Number of funds	Net assets	
		in mio euro	in mio US \$		in mio euro	in mio US \$		in mio euro	in mio US \$
Austria	2,203	145,027	209,607	1,392	80,359	116,143	811	64,667	93,464
Belgium	1,953	93,854	135,648	1,919	87,478	126,432	34	6,376	9,216
Bulgaria	95	233	337	94	231	333	1	2	4
Czech Republic	117	4,912	7,099	114	4,828	6,978	3	84	121
Denmark	829	135,986	196,541	511	66,966	96,787	318	69,020	99,755
Finland	497	60,536	87,493	371	52,441	75,793	126	8,095	11,699
France	11,925	1,476,467	2,133,937	7,855	1,172,954	1,695,270	4,070	303,513	438,667
Germany	5,884	1,140,540	1,648,423	2,049	247,337	357,475	3,835	893,204	1,290,947
Greece	239	8,170	11,809	231	6,188	8,943	8	1,982	2,865
Hungary	471	14,261	20,612	359	9,659	13,960	112	4,602	6,652
Ireland	4,893	974,335	1,408,206	3,017	769,966	1,112,832	1,876	204,369	295,375
Italy	1,016	218,522	315,830	654	161,933	234,042	362	56,589	81,788
Liechtenstein	694	31,288	45,220	449	26,713	38,609	245	4,574	6,611
Luxembourg	13,164	2,184,999	3,157,979	9,455	1,857,679	2,684,903	3,709	327,320	473,076
Netherlands	620	75,023	108,431	492	62,006	89,617	128	13,017	18,813
Norway	507	67,997	98,276	507	67,997	98,276	0	0	0
Poland	559	29,443	42,554	239	19,028	27,501	320	10,415	15,053
Portugal	567	24,135	34,882	195	7,829	11,315	372	16,306	23,567
Romania	84	3,324	4,804	60	1,583	2,288	24	1,741	2,516
Slovakia	78	3,712	5,364	72	3,428	4,954	6	284	410
Slovenia	137	2,116	3,059	136	1,985	2,869	1	131	189
Spain	2,585	169,024	244,290	2,522	162,020	234,168	63	7,004	10,122
Sweden	575	160,822	232,436	553	157,478	227,603	22	3,344	4,833
Switzerland	893	268,010	388,169	670	207,371	300,528	223	60,639	87,641
Turkey	384	19,698	28,469	330	12,594	18,201	54	7,104	10,268
United Kingdom	3,024	791,677	1,144,211	2,487	673,098	972,828	537	118,579	171,382
Europe <sup>3</sup>	53,993	8,104,111	11,713,687	36,733	5,921,149	8,558,651	17,260	2,182,962	3,155,036

Source: EFAMA

<sup>1</sup> In the sense of publicly offered open-end investment funds (transferable securities and money market instruments), including funds-of-funds assets.

<sup>2</sup> In the sense of nationally regulated investment funds for which a classification in terms of market exposure (equity, bond, balanced and money market) is not possible.

<sup>3</sup> Data for Russia are not included in this table.

Πηγή: EFAMA International Statistical Release (2011:Q2)

## 2.10 Ανακεφαλαίωση

Οι συλλογικές μορφές επένδυσης και κατ' επέκταση τα Αμοιβαία Κεφάλαια αποτελούν ένα τομέα τις παγκόσμιας οικονομίας που διαχειρίζεται κεφάλαια περί τα €20 τρις. Στο παρόν

κεφάλαιο έγινε προσπάθεια παρουσίασης του θεσμού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Στα πλαίσια του κεφαλαίου αναφέρουμε τις πρώτες μορφές Αμοιβαίων Κεφαλαίων και την ιστορική εξέλιξη τους μέσα στο χρόνο. Κατόπιν παραθέσαμε τα χαρακτηριστικά και τις έννοιες που διέπουν τα Αμοιβαία Κεφάλαια. Ως κύριο χαρακτηριστικό των Αμοιβαίων είναι η μαζικότητα και τη απλή διάθρωση τους η οποία γίνεται κατανοητή μέσα από την αναφορά των εννοιών και των χαρακτηριστικών που διέπουν τα Αμοιβαία Κεφάλαια. Ακολούθως αναφερθήκαμε στα πλεονεκτήματα και στα μειονεκτήματα αυτής της επενδυτικής επιλογής. Επίσης παρουσιάσαμε αναλυτικά τα είδη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων όπως αυτά διατίθενται στην διεθνή αγορά. Τέλος μέσα από μια ευρεία γκάμα διαγραμμάτων και πινάκων γνωστοποιήσαμε τις τάσεις και τα αριθμητικά δεδομένα που ισχύουν σήμερα για τα Αμοιβαία ως κλάδο αλλά και ανά είδος καθώς και ανά οικονομική περιφέρεια (Η.Π.Α., Ευρωπαϊκή Αγορά).

## Κεφάλαιο 3ο

### Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελλάδα

#### 3.1 Εισαγωγή

Ο θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων αποτελεί για την Ελλάδα ένα πρόσφατο κομμάτι της οικονομικής ιστορίας. Εναρκτήριο λάκτισμα αποτέλεσε η θέσπιση του Νομοθετικού Διατάγματος (Ν.Δ.) 608/70 το 1970. Στα τέλη του 1972, το συγκρότημα της Εμπορικής Τράπεζας δημιουργεί την πρώτη Εταιρεία Διαχείρισης, την "Ελληνική" Α.Ε.Δ.Α.Κ και προσφέρει ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο μικτού τύπου με την ονομασία ΕΡΜΗΣ. Την ίδια περίοδο (αρχές 1973), ο όμιλος Εθνική / ΕΤΕΒΑ δημιουργεί την Εταιρεία Διαχείρισης "Διεθνική" και προσφέρει στο ευρύ επενδυτικό κοινό ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο μικτού τύπου με την ονομασία ΔΗΛΟΣ. Αυτά ήταν και τα μοναδικά ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια για τα επόμενα 15 χρόνια.

Η μεγάλη ανάπτυξη των συλλογικών επενδύσεων αρχίζει το έτος 1989 στα πλαίσια μιας μεγάλης σειράς αλλαγών που έγιναν στην Ελληνική Οικονομία και την Ελληνική Κεφαλαιαγορά. Ειδικότερα μετά το 1990 ιδρύεται σημαντικός αριθμός Εταιριών Διαχείρισεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων συνήθως θυγατρικές Τραπεζών και Ασφαλιστικών Εταιριών. Παράλληλα τότε ιδρύθηκαν οι περισσότερες Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου. Το 1991 εκσυγχρονίστηκε και το νομοθετικό πλαίσιο για τη λειτουργία των Εταιριών και του θεσμού των Συλλογικών Επενδύσεων με το Νόμο 1969/91 που ευθυγράμμισε την Ελληνική νομοθεσία με τους κοινοτικούς κανόνες (κοινοτική οδηγία 85/611). Σημαντικό σημείο της περιόδου αυτής αποτέλεσε η δημιουργία των πρώτων Α.Ε.Δ.Α.Κ από μη κρατικές εταιρείες (Intertrust, Alpha, Ευρωπαϊκή Πίστη, Ασπίς Πρόνοια) με Αμοιβαία Κεφάλαια μικτού κυρίως τύπου. Την ίδια περίοδο, τα αποτελέσματα των

θεσμικών μεταρρυθμίσεων στο χώρο της κεφαλαιαγοράς είχαν ήδη καταγραφεί μέσω σημαντικής ανόδου των τιμών των μετοχών που ήταν εισηγμένες στη χρηματιστηριακή αγορά των Αθηνών.

Το τέλος της δεκαετίας του 1990 έως και τα μέσα της δεκαετίας του 2000 συνδέεται με την έκρηξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα. Την περίοδο αυτή τα Αμοιβαία Κεφάλαια υπερπενταπλασίασαν τα υπό διαχείριση κεφάλαια, περιορίζοντας αισθητά τους ρυθμούς αύξησης των ιδιωτικών επενδύσεων. Χαρακτηριστικά, τα υπό διαχείριση κεφάλαια αποτελούν πλέον ποσοστό που πλησιάζει το 39% των ιδιωτικών καταθέσεων, όταν το 1991 το ποσοστό αυτό ήταν μόλις 1,94%. Το επιτυχημένο παρελθόν των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, σε συνδυασμό με τη διαχρονική μείωση των επιτοκίων των καταθέσεων και του πληθωρισμού, ώθησαν τις ιδιωτικές αποταμιεύσεις στα Αμοιβαία Κεφάλαια. Αξίζει να σημειωθεί ότι, την περίοδο αυτή δραστηριοποιούνται μεγάλες τράπεζες στο χώρο της επαγγελματικής διαχείρισης (Εργασίας, Ιονική, ΑΤΕ, Γενική), με αποτέλεσμα να αλλάξει σημαντικά η ολιγοπωλιακή διάρθρωση της αγοράς. Οι παραδοσιακά τρεις μεγάλες εταιρείες διαχείρισης (Alpha, Διεθνική, Intertrust) κατείχαν το 1997 το 42% του μεριδίου της αγοράς όταν στα 1991, 1992 και 1993 τα αντίστοιχα ποσοστά ήταν 82,6%, 81,5% και 71,2%.

Σήμερα που επικρατεί κλίμα έντονης αβεβαιότητας, δεδομένης και της ελληνικής κρίσης χρέους, αλλά και τις προγενέστερης παγκόσμιας οικονομικής κρίσης του 2008, η ελληνική αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων δέχεται εδώ και χρόνια σημαντικές πιέσεις. Ειδικότερα, τα συνολικά υπό διαχείριση κεφάλαια των Α.Ε.Δ.Α.Κ. τον Απρίλιο έφτασαν τα € 7,8 δισ., εν συγκρίσει με τα € 35 δισ. στις 31/12/99 (-78%)(Ενωση Θεσμικών Επενδυτών).

## **3.2 Θεσμικά Όργανα των Ελληνικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

### **3.2.1 Εταιρία Διαχείρισης – Α.Ε.Δ.Α.Κ.**

Οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (Ο.Σ.Ε.Κ.Α.) αποτελούν διεθνώς παράγοντα ανάπτυξης της οικονομίας και των κεφαλαιαγορών. Στην Ελλάδα οι Ο.Σ.Ε.Κ.Α.

λαμβάνουν τη μορφή Αμοιβαίου Κεφαλαίου τα οποία διαχειρίζεται η Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων(Α.Ε.Δ.Α.Κ.). Η σύσταση και λειτουργία της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και του Αμοιβαίου Κεφαλαίου διέπεται από το νόμο 3283/2004 όπως ισχύει καθώς και από τις κανονιστικές αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Όλες οι Ελληνικές Α.Ε.Δ.Α.Κ. αποτελούν Τακτικά Μέλη της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών.

Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. έχει ως αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων, εγκεκριμένων σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου 3283/2004, καθώς και την ανάληψη της διαχείρισης Ο.Σ.Ε.ΚΑ κατά την έννοια της Οδηγίας 85/611/ΕΟΚ, όπως ισχύει, και άλλων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων για τους οποίους υπόκειται σε προληπτική εποπτεία και για τους οποίους δεν επιτρέπεται η διάθεση μεριδίων τους σε άλλα κράτη μέλη σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου.

Η εταιρία αυτή έχει την ευθύνη της τοποθέτησης των κεφαλαίων των Αμοιβαίων που διαχειρίζονται στις κατά περίπτωση επενδυτικές επιλογές και της καθημερινής επέμβασης στις αγορές, εφόσον αυτή κριθεί αναγκαία. Πέρα από τα στελέχη που χαράζουν και εφαρμόζουν τις επενδυτικές στρατηγικές, υφίσταται η Επενδυτική Επιτροπή που εκτός από τα βασικά στελέχη της Α.Ε.Δ.Α.Κ. απαρτίζεται από άτομα που έχουν θεωρητική και πρακτική κατάρτιση και προσαρμόζουν την επενδυτική πολιτική στα τεκταινόμενα της αγοράς και των διεθνών τάσεων. Τέλος το Διοικητικό Συμβούλιο της Α.Ε.Δ.Α.Κ. επιβλέπει τις επενδύσεις στρατηγικές που εφαρμόζονται και προτείνει κατευθυντήριες γραμμές.

Πέραν τις επενδυτικής διαχείρισης η Α.Ε.Δ.Α.Κ. επιφορτίζεται και με την διοικητική διαχείριση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων που περιλαμβάνει τις παρακάτω λειτουργίες:

- Νομικές υπηρεσίες.
- Υπηρεσίες λογιστικής διαχείρισης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.
- Υπηρεσίες εξυπηρέτησης πελατών.
- Αποτίμηση του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.
- Καθορισμό της αξίας των μεριδίων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.
- Έλεγχο της τήρησης των κανονιστικών διατάξεων.
- Τήρηση μητρώου μεριδιούχων.
- Διανομή κερδών.

- Έκδοση και εξαγορά μεριδίων Αμοιβαίων Κεφαλαίων.
- Διεκπεραίωση εγγράφων και Αποστόλης εντύπων και βεβαιώσεων.

### **3.2.2 Εποπτική Αρχή - Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς**

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι αρμόδια για την εποπτεία της εφαρμογής των διατάξεων της νομοθεσίας για την κεφαλαιαγορά. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αποτελεί νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου με ίδιους πόρους, λειτουργεί αποκλειστικά χάριν του δημοσίου συμφέροντος και απολαμβάνει λειτουργικής ανεξαρτησίας και διοικητικής αυτοτέλειας. 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).

Στόχος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αποτελεί η διασφάλιση της ακεραιότητας της αγοράς, ο περιορισμός του συστημικού κινδύνου, και η προστασία του επενδυτικού κοινού με την προώθηση της διαφάνειας.

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.

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. Επιπροσθέτως 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.

### **3.2.3 Ένωση Θεσμικών Επενδυτών**

Η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών (Ε.Θ.Ε.), είναι ο φορέας εκπροσώπησης των Αωνόμων Εταιρειών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.) που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα, καθώς και των Αωνόμων Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (Α.Ε.Ε.Χ.), Αωνόμων Εταιρειών Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας (Α.Ε.Ε.Α.Π.) και Αωνόμων Εταιρειών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Α.Ε.Π.Ε.Υ.). Η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών ιδρύθηκε το 1985 και είναι νομικό πρόσωπο ιδιωτικού δικαίου, μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα.

Η Ε.Θ.Ε. εκφράζει τις θέσεις των εταιρειών-μελών της, συμμετέχει στη νομοπαρασκευαστική διαδικασία στο εθνικό επίπεδο, αλλά και στις κανονιστικές εξελίξεις σε ευρωπαϊκό και διεθνές επίπεδο. Στα πλαίσια των εργασιών της η Ε.Θ.Ε συνεργάζεται με αντίστοιχους φορείς και ενώσεις άλλων χωρών. Είναι μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης Συλλογικών Επενδύσεων και Asset Management (European Fund and Asset Management Association - E.F.A.M.A.) και της Διεθνούς Ένωσης Συλλογικών Επενδύσεων (International Investment Funds Association - I.I.F.A.)

Τα Μέλη της Ένωσης διακρίνονται σε Τακτικά και Συνδεδεμένα.

Τακτικά Μέλη της Ε.Θ.Ε μπορούν να καταστούν νομικά πρόσωπα τα οποία υπόκεινται σε εποπτεία και έχουν:

- Έδρα ή εγκατάσταση στην Ελλάδα και δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα στη διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων, ή/και άλλων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες, ή/και άλλων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων (είτε κινητών αξιών, είτε ακίνητης περιουσίας) ή/και στη διαχείριση επενδύσεων χαρτοφυλακίου ίδιων περιουσιακών στοιχείων (είτε κινητών αξιών, είτε ακίνητης περιουσίας) με βάση την αρχή της κατανομής των κινδύνων.

- Έδρα ή εγκατάσταση στην Ελλάδα και δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα στην παροχή της επενδυτικής υπηρεσίας της διαχείρισης επενδυτικών χαρτοφυλακίων πελατών τους,
- Έδρα εκτός Ελλάδας και δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα χωρίς εγκατάσταση, υπό το κοινοτικό καθεστώς της ελεύθερης παροχής υπηρεσιών, στη διαχείριση ελληνικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Συνδεδεμένα Μέλη της Ένωσης μπορούν να είναι νομικά πρόσωπα ελληνικού ή κοινοτικού δικαίου τα οποία δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα στη διαχείριση ή/και διάθεση οργανισμών συλλογικών επενδύσεων, στη διαχείριση επενδυτικών χαρτοφυλακίων πελατών. Επίσης Συνδεδεμένα Μέλη της Ε.Θ.Ε. μπορούν να είναι Ασφαλιστικά Ταμεία, Επαγγελματικά Ταμεία και Φορείς Κοινωνικής Ασφάλισης, ασφαλιστικές επιχειρήσεις, πιστωτικά ιδρύματα καθώς και επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στο χρηματοοικονομικό τομέα.

Ο Καταστατικός σκοπός της Ένωσης είναι η προώθηση και ανάπτυξη του θεσμού της επαγγελματικής διαχείρισης συλλογικών επενδύσεων και επενδύσεων χαρτοφυλακίου, ως αποτελεσματικό μέσο οικονομικής και κοινωνικής προόδου και διασφάλισης της προστασίας του επενδυτικού κοινού και η προαγωγή και ανάπτυξη της δραστηριότητας των μελών της και η προάσπιση των επαγγελματικών συμφερόντων τους.

Για την πραγματοποίηση των σκοπών της η Ένωση:

- Προβάλλει και προάγει το θεσμό των συλλογικών επενδύσεων και των επενδύσεων χαρτοφυλακίου και της επαγγελματικής διαχείρισης αυτών.
- Προάγει τον υγιή ανταγωνισμό και την εφαρμογή κανόνων δεοντολογίας στον κλάδο.
- Ενημερώνει, επιμορφώνει και εκπαιδεύει τα μέλη της και το κοινό για θέματα που άπτονται του θεσμού της επαγγελματικής διαχείρισης συλλογικών επενδύσεων και του χρηματοπιστωτικού συστήματος.
- Προωθεί τη διαμόρφωση νομοθετικού και ρυθμιστικού πλαισίου ανταγωνιστικού για τα μέλη της, για το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα και για την ελληνική οικονομία εν γένει.



- Επικουρεί τη διαμόρφωση κοινών θέσεων των μελών της επί του νομοθετικού και κανονιστικού πλαισίου που τα διέπει, με τη συμμετοχή της σε προπαρασκευαστικές αυτού εργασίες, και με τη γνωμοδότηση προς τα μέλη της και προς φορείς του κλάδου, επί νόμων και κανονισμών που διέπουν τη λειτουργία των μελών της και που χρήζουν ερμηνείας ή ομοιόμορφης εφαρμογής.
- Αναπτύσσει σχέσεις και εκπροσωπεί τα μέλη της ενώπιον ημεδαπών, αλλοδαπών και διεθνών αρχών, οργανισμών και συγγενών με τους σκοπούς της ενώσεων.

### 3.2.4 Θεματοφύλακας – Τράπεζες

Ο θεματοφύλακας (custodian) αποτελεί έναν από τους συντελεστές των επενδύσεων ανοικτού τύπου στην αγορά. Πρόκειται για μια τράπεζα που λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα, η οποία φροντίζει για τη φύλαξη της περιουσίας, τις εισπράξεις και πληρωμές και τη σωστή εκτέλεση των συναλλαγών. Ο θεματοφύλακας ελέγχει ανά πάσα στιγμή τη νομιμότητα των κινήσεων και την τήρηση του κανονισμού.

Τα βασικά καθήκοντα του θεματοφύλακα είναι:

- Η φύλαξη των στοιχείων του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.
- Η εκτέλεση των εντολών των Α.Ε.Δ.Α.Κ..
- Η εξασφάλιση της νομιμότητας των διαδικασιών πώλησης, έκδοσης, εξαγοράς, εξόφλησης του τρόπου υπολογισμού της αξίας των μεριδίων.
- Η εξασφάλιση της νομότυπης διανομής των κερδών.
- Η συνυπογράφη, από κοινού με την Α.Ε.Δ.Α.Κ., των εκθέσεων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Προκειμένου να παραιτηθεί από τα καθήκοντα του, ο θεματοφύλακας θα πρέπει να ενημερώσει την ΑΕΔΑΚ προ τριών μηνών και φυσικά οι υποχρεώσεις του παραμένουν μέχρι το διορισμό του νέου θεματοφύλακα.

### 3.2.5 Δίκτυο Διάθεσης

Η διάθεση των αμοιβαίων κεφαλαίων στη ελληνική αγορά αναλαμβάνεται με τα έως τώρα δεδομένα κατά το κύριο μέρος από τη μητρική εταιρεία του αμοιβαίου. Οι μητρικές εταιρίες είναι συνήθως τράπεζες ή ασφαλιστικές εταιρίες της Ελλάδας ή του εξωτερικού. Συνεπώς η διάθεση των αμοιβαίων κεφαλαίων γίνεται μέσω των ήδη υπαρχόντων υποκαταστημάτων και των αντιπροσώπων οι οποίοι αναφέρονται γενικώς ως χρηματοοικονομικοί σύμβουλοι.

### 3.3 Κανονισμός Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Ο Κανονισμός Συμπεριφοράς των Εταιριών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων ορίζεται με τις υπ αριθ. 1/462/7.2.2008 απόφαση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και σκοπός τους είναι η θέσπιση κανόνων που διέπουν τις σχέσεις και τη συμπεριφορά των Εταιριών και των Καλυπτόμενων Προσώπων κατά την άσκηση των δραστηριοτήτων τους ώστε να:

- Διαφυλάσσεται η εύρυθμη λειτουργία της αγοράς και να υποστηρίζεται η ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς.
- Διασφαλίζεται η διενέργεια της Διαχείρισης αποκλειστικά προς το συμφέρον των επενδυτών .

Οι βασικές αρχές συμπεριφοράς που καθορίζει ο Κανονισμός Συμπεριφοράς είναι:

- Οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. ενεργούν εντίμως και νομίμως κατά τη διεξαγωγή των επαγγελματικών τους δραστηριοτήτων προς το συμφέρον των συλλογικών ή ατομικών χαρτοφυλακίων που διαχειρίζονται, και χάριν της ακεραιότητας της αγοράς.
- Οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. ενεργούν με την απαιτούμενη προσοχή και επιμέλεια, προς το συμφέρον των Ο.Σ.Ε.Κ.Α. που διαχειρίζονται και χάριν της ακεραιότητας της αγοράς.

- Οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. διαθέτουν και χρησιμοποιούν αποτελεσματικά τους πόρους και τις διαδικασίες που απαιτούνται για τη δέουσα διεξαγωγή των επαγγελματικών τους δραστηριοτήτων.
- Οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. λαμβάνουν μέτρα ώστε να αποτρέπουν τις συγκρούσεις συμφερόντων και, όταν αυτό δεν είναι δυνατόν, μεριμνούν ώστε τα συλλογικά και ατομικά χαρτοφυλάκια που διαχειρίζονται να τυγχάνουν δίκαιης μεταχείρισης.
- Οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. τηρούν όλες τις διατάξεις της ισχύουσας νομοθεσίας που διέπουν την άσκηση των επαγγελματικών τους δραστηριοτήτων και λαμβάνουν τα κατάλληλα μέτρα, έτσι ώστε να εξυπηρετούνται κατά τον πλέον επωφελή τρόπο τα συμφέροντα των πελατών τους και η ακεραιότητα της αγοράς.

Ο κανονισμός του αμοιβαίου κεφαλαίου περιέχει σύμφωνα με το ΦΕΚ Β΄ 297/25.2.2008 κατ' ελάχιστον τα παρακάτω:

1. Την ονομασία και τη διάρκεια του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και την επωνυμία της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και του θεματοφύλακα.
2. Τον επενδυτικό σκοπό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, την επενδυτική του πολιτική, τους επενδυτικούς περιορισμούς και 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.
3. Την τυχόν εξασφάλιση εγγύησης επί του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου από πιστωτικό ίδρυμα, σύμφωνα με τις διατάξεις της παρ. 9 του άρθρου 22.
4. Το είδος των επενδύσεων στα οποία μπορεί να επενδύεται το ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.
5. Την τιμή των μεριδίων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου κατά το χρόνο της σύστασής του.
6. 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.
7. Το χρόνο και τη διαδικασία διανομής των κερδών του Αμοιβαίου Κεφαλαίου στους μεριδιούχους.
8. Τους όρους συμμετοχής στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο και της εξαγοράς των μεριδίων του.
9. Αναφορά σύμφωνα με το περιεχόμενο των διατάξεων της παρ.1 του άρθρου 12 και

των άρθρων 14, 19, 20 και 29.

### **3.4 Επιτρεπόμενες Επενδύσεις του Αμοιβαίου Κεφαλαίου**

Στο πλαίσιο του σκοπού της επενδυτικής πολιτικής, το ενεργητικό του Α/Κ επιτρέπεται να επενδύεται αποκλειστικά στα παρακάτω:

1. Σε μέσα χρηματαγοράς που γίνονται δεκτά ή /και αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη αγορά κατά την έννοια της παρ. 10 του άρθρου 2 του Ν. 3606/2007 καθώς και των αντιστοίχων διατάξεων των εθνικών νομοθεσιών των κρατών μελών της ΕΕ.
2. Σε μέσα χρηματαγοράς που γίνονται δεκτά ή /και αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε χρηματιστήριο αξιών τρίτου κράτους ή σε άλλη αγορά τρίτου κράτους, εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης, η οποία υπόκειται σε εποπτεία, λειτουργεί κανονικά, είναι αναγνωρισμένη και ανοικτή στο κοινό. Τα χρηματιστήρια αξιών και οι αγορές του παρόντος εδαφίου ορίζονται εκάστοτε με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.
3. Σε μερίδια Ο.Σ.Ε.Κ.Α. εγκεκριμένα βάσει των εθνικών νομοθεσιών με τις οποίες επήλθε εναρμόνιση με την Οδηγία 85/611/ΕΟΚ, όπως ισχύει, ή και άλλων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων, ανεξάρτητα από το εάν εδρεύουν σε κράτος μέλος όπως ορίζει ο Ν.3283/2004. Κατά παρέκκλιση της παραγράφου 2 του άρθρου 22 και με την επιφύλαξη των διατάξεων του άρθρου 26 του Ν.3283/2004, περί απαγόρευσης αποκτήσεως ελέγχου, το Αμοιβαίου Κεφαλαίου επιτρέπεται να αποκτά τα εν λόγω μερίδια μέχρι είκοσι τοις εκατό (20%) του καθαρού ενεργητικού του ανά αμοιβαίο κεφάλαιο ή ανά Ο.Σ.Ε.Κ.Α.. Το άθροισμα των επενδύσεων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε μερίδια Ο.Σ.Ε.Κ.Α. που δεν εμπίπτουν στον ορισμό της παραγράφου 2

του άρθρου 2 του Ν.3283/2004 δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει συνολικά το τριάντα τοις εκατό (30%) του καθαρού ενεργητικού του.

4. Σε μέσα χρηματαγοράς, πλην των διαπραγματεύσιμων σε εποπτευόμενη αγορά που εμπίπτουν στα στοιχεία 1α και 1β του παρόντος άρθρου, εφόσον η έκδοση ή ο εκδότης των μέσων αυτών υπόκειται σε ρυθμίσεις για την προστασία των επενδυτών και της αποταμίευσης, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 21 του Ν. 3283/2004.
5. Σε τραπεζικές καταθέσεις αποδοτέες σε πρώτη ζήτηση ή προθεσμιακές καταθέσεις διάρκειας έως 12 μήνες, υπό τον όρο ότι η επένδυση πραγματοποιείται μέσω πιστωτικού ιδρύματος που έχει την έδρα του σε κράτος-μέλος ή /και σε Τρίτη χώρα, στην οποία υπόκειται σε καθεστώς προληπτικής εποπτείας ισοδύναμο με αυτό που προβλέπει η κοινοτική νομοθεσία και οι οποίες ορίζονται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ύστερα από γνωμοδότηση της Τραπέζης της Ελλάδος.

Επιπροσθέτως υπάρχουν συγκεκριμένοι, σαφείς περιορισμοί ως προς τις επενδυτικές τοποθετήσεις που μπορεί να πραγματοποιήσει ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο:

1. Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο μπορεί να επενδύει έως δέκα τοις εκατό (10%) του καθαρού ενεργητικού του σε λοιπά μέσα χρηματαγοράς εκτός από τα αναφερόμενα στην παράγραφο 1 του παρόντος άρθρου. Απαγορεύεται, όμως, να αποκτά πολύτιμα μέταλλα ή παραστατικούς τους τίτλους.
2. Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο δεν επιτρέπεται να αποκτά ποσοστό μεγαλύτερο του εικοσιπέντε τοις εκατό (25%) των κατά το χρόνο κτήσεως κυκλοφορούντων μεριδίων ενός αμοιβαίου κεφαλαίου που εμπίπτει στην έννοια του άρθρου 2 του Ν. 3283/2004.
3. Κατά την πραγματοποίηση επενδύσεων, απαγορεύεται η τοποθέτηση άνω του δέκα τοις εκατό (10%) της καθαρής αξίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε μέσα χρηματαγοράς του ίδιου εκδότη και άνω του σαράντα τοις εκατό (40%) της καθαρής αξίας του, σε μέσα χρηματαγοράς εκδοτών, σε καθένα από τους οποίους έχει επενδύσει ποσοστό μεγαλύτερο του πέντε τοις εκατό (5%) της καθαρής αξίας του.

4. Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο δεν επιτρέπεται να τοποθετεί άνω του είκοσι τοις εκατό (20%) του καθαρού ενεργητικού του σε καταθέσεις στο ίδιο πιστωτικό ίδρυμα.
5. Με την επιφύλαξη των παραγράφων 4 και 5, το Αμοιβαίο Κεφάλαιο δεν επιτρέπεται να συνδυάζει αθροιστικά άνω του είκοσι τοις εκατό (20%) του καθαρού ενεργητικού του σε καταθέσεις και μέσα χρηματαγοράς του ίδιου οργανισμού ή των εταιρειών του ίδιου ομίλου, οι οποίες για τους σκοπούς των ενοποιημένων λογαριασμών, σύμφωνα με την Οδηγία 83/349/ΕΟΚ, θεωρούνται ως ενιαίος οργανισμός.

### **3.5 Πίνακας Επενδύσεων Αμοιβαίου Κεφαλαίου**

Η ΑΕΔΑΚ συντάσσει Πίνακα Επενδύσεων με την ποσοστιαία ανά ημερολογιακό τρίμηνο ημερήσια διάρθρωση του καθαρού ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων που διαχειρίζεται, σύμφωνα με το Υπόδειγμα που επισυνάπτεται στην παρούσα απόφαση. Εντός δέκα (10) εργασίμων ημερών από τη λήξη κάθε ημερολογιακού τριμήνου, ο Πίνακας Επενδύσεων τίθεται στη διάθεση του επενδυτικού κοινού στην ιστοσελίδα της ΑΕΔΑΚ στο διαδίκτυο, καθώς και στα γραφεία της ΑΕΔΑΚ, και υποβάλλεται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

### Πίνακας 3.1

Υπόδειγμα Πινάκα Επενδύσεων Αμοιβαίου

Κεφαλαίου

#### ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ

<b>ΣΥΝΘΕΣΗ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (Περίοδος Τριμήνου)</b>			
Ενεργητικό Αμοιβαίου Κεφαλαίου		Μέσος Όρος Τριμήνου	
		Ποσό (€)	Ποσοστό (%) του Καθαρού Ενεργητικού
1	Καταθέσεις		
	...		
	Σύνολο 1		
2	Μέσα Χρηματαγοράς		
	...		
	Σύνολο 2		
3	Ομολογίες		
	...		
	Σύνολο 3		
4	Λοιποί Χρεωστικοί τίτλοι		
	...		
	Σύνολο 4		
5	Μετοχές		
	...		
	Σύνολο 5		
6	Αμοιβαία Κεφάλαια / ΟΣΕΚΑ		
	...		
	Σύνολο 6		
7	Άλλοι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων		
	...		
	Σύνολο 7		
8	Περιθώριο Ασφάλισης / Τμήμα Δικαιώματος Παραγωγών		
	...		
	Σύνολο 8		
	<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>		
	Απαιτήσεις μείον Υποχρεώσεις		
	<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>		
	<b>ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΜΕΣΑ</b>		

Σημείωση:

Κατά τη συμπλήρωση του Πίνακα, προσδιορίζεται το είδος των στοιχείων του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου ανά επιμέρους κατηγορία, σύμφωνα με την επενδυτική του πολιτική, όπως αυτή περιγράφεται στον κανονισμό του.

Πηγή : Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

### 3.6

Το φορολογικό καθεστώς που διέπει τα Αμοιβαία Κεφάλαια καθορίζεται από το Άρθρο 15 του Νόμου 3522/22.12.2006, ο οποίος αντικατέστησε την παράγραφο 3 του άρθρου 33 του Νόμου 3283/2004 ως εξής:

Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. υποχρεούται σε καταβολή φόρου, του οποίου ο συντελεστής ορίζεται σε δέκα τοις εκατό (10%) επί του εκάστοτε ισχύοντος επιτοκίου παρέμβασης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (Επιτοκίου Αναφοράς) προσαυξανόμενου ως ακολούθως, αναλόγως της κατηγορίας κάθε Αμοιβαίου Κεφαλαίου βάσει της υπ' αριθμ. 1/317/11.11.2004 αποφάσεως του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (ΦΕΚ 1746Β'/26.11.2004), όπως εκάστοτε ισχύει:

- Για Αμοιβαία Κεφάλαια διαθεσίμων άνευ προσαυξήσεως
- Για ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια, κατά είκοσι πέντε εκατοστά της μονάδας ( 0,25)
- Για μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια, κατά πέντε δέκατα της μονάδας (0,5)
- Για μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια και για κάθε άλλο τύπο αμοιβαίων πλην των αναφερόμενων πιο πάνω περιπτώσεων, κατά μία (1) μονάδα.

Ο φόρος υπολογίζεται επί του εξαμηνιαίου μέσου όρου του καθαρού ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, υπολογίζεται καθημερινά και αποδίδεται στην αρμόδια Δημόσια Οικονομική Υπηρεσία μέσα στο πρώτο δεκαπενθήμερο των μηνών Ιουλίου και Ιανουαρίου του επόμενου εξαμήνου από τον υπολογισμό του. Η καταβολή του φόρου γίνεται στο όνομα και για λογαριασμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

Σε περίπτωση Αμοιβαίου Κεφαλαίου το οποίο επενδύει το ενεργητικό του σε μερίδια άλλων Αμοιβαίων Κεφαλαίων (άρθρο 23 του ν. 3283/2004), ο οφειλόμενος φόρος υπολογίζεται ανάλογα με την κατηγορία στην οποία κατατάσσεται το Αμοιβαίο αυτό Κεφάλαιο με βάση την ανωτέρω απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Ο φόρος ο οποίος αναλογεί επί των επιμέρους Αμοιβαίων Κεφαλαίων και έχει καταβληθεί εκπίπτει μέχρι του ποσού του οφειλόμενου φόρου από το Αμοιβαίο Κεφάλαιο του παρόντος εδαφίου.

Σε περίπτωση μεταβολής του Επιτοκίου Αναφοράς ή της κατάταξης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, η προκύπτουσα νέα βάση υπολογισμού του φόρου ισχύει από την πρώτη ημέρα του επομένου της μεταβολής μήνα.



Με την καταβολή του φόρου εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και των μεριδιούχων του. Οι διατάξεις των άρθρων 113 και 116 του Κώδικα Φορολογίας Εισοδήματος εφαρμόζονται ανάλογα και για το φόρο που οφείλεται με βάση τις διατάξεις αυτής της παραγράφου.

### **3.7 Είδη Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελληνική Αγορά**

Τα αμοιβαία κεφάλαια, ανάλογα με το είδος των χρηματοπιστωτικών μέσων στα οποία επενδύουν το ενεργητικό τους άμεσα ή έμμεσα (με τη χρήση παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων), όπως ορίζεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (απόφαση Δ.Σ. 6/587/2.6.2011), κατατάσσονται στις εξής κατηγορίες:

- Αμοιβαία Κεφάλαια Χρηματαγοράς
- Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια
- Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια
- Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια
- Σύνθετα Αμοιβαία Κεφάλαια

#### **Αμοιβαία Κεφάλαια Χρηματαγοράς**

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια Χρηματαγοράς έχουν ως επενδυτικό σκοπό τη διατήρηση της αξίας του αρχικού ενεργητικού τους και την παροχή αποδόσεων αναλόγων με τις αποδόσεις στις χρηματαγορές. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια Χρηματαγοράς επενδύουν κυρίως σε μέσα χρηματαγοράς και τοποθετούν το ενεργητικό τους σε καταθέσεις που τηρούνται σε πιστωτικά ιδρύματα.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια Χρηματαγοράς επιτρέπεται να επενδύσουν σε:

- Παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα που συμφωνούν με την επενδυτική στρατηγική τους.

- Παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα με υποκείμενη αξία συνάλλαγμα μόνον για λόγους αντιστάθμισης.
- Χρεωστικούς τίτλους εκφρασμένους σε νόμισμα διαφορετικό από το νόμισμα βάσης του αμοιβαίου κεφαλαίου (non-base currency securities), υπό την προϋπόθεση ότι η έκθεση στο συνάλλαγμα είναι πλήρως αντισταθμισμένη.

Τέλος Αμοιβαία Κεφάλαια Χρηματαγοράς δεν επιτρέπεται να επενδύουν, άμεσα ή έμμεσα, σε μετοχές ή εμπορεύματα, ούτε σε παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα με υποκείμενες αξίες μετοχές ή εμπορεύματα.

### **Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια**

Τα Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια επενδύουν κυρίως σε χρεωστικούς τίτλους. Ποσοστό μέχρι δέκα τοις εκατό (10%) του καθαρού ενεργητικού τους μπορεί να επενδύεται και σε μετοχές.

### **Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια**

Τα Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια επενδύουν ποσοστό τουλάχιστον δέκα τοις εκατό (10%) του καθαρού ενεργητικού τους σε μετοχές και ποσοστό τουλάχιστον δέκα τοις εκατό (10%) του καθαρού ενεργητικού τους σε χρεωστικούς τίτλους. Το μέγιστο ποσοστό επένδυσης σε μετοχές ή σε χρεωστικούς τίτλους ή σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς δεν μπορεί να υπερβαίνει το εξήντα πέντε τοις εκατό (65%) του καθαρού ενεργητικού τους.

### **Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια**

Τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια επενδύουν κυρίως σε μετοχές εταιριών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Σε περίπτωση που μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια αναπαράγουν τη σύνθεση συγκεκριμένου χρηματιστηριακού δείκτη (π.χ Γενικός Δείκτης, FTSE/ASE 20), οφείλουν να επενδύουν το 95% του καθαρού ενεργητικού τους σε μετοχές του συγκεκριμένου δείκτη.

## **Σύνθετα Αμοιβαία Κεφάλαια**

Τα Σύνθετα Αμοιβαία Κεφάλαια μπορούν να επενδύουν σε όλα τα χρηματοπιστωτικά μέσα που προβλέπονται στο ν. 3283/2004. Τα Σύνθετα Αμοιβαία Κεφάλαια εφαρμόζουν διαχείριση που αποσκοπεί, βάσει μαθηματικού τύπου, στην επίτευξη προκαθορισμένης απόδοσης κατά τη λήξη τους, διακρατώντας καθ' όλη τη διάρκειά τους τα στοιχεία του ενεργητικού που απαιτούνται για την επίτευξη του στόχου τους. Η προκαθορισμένη απόδοσή τους αναφέρεται σε ορισμένο αριθμό σεναρίων, τα οποία βασίζονται στην αξία των υποκείμενων στοιχείων και προσφέρουν στους μεριδιούχους διαφορετικές αποδόσεις ανά σενάριο.

## **Αμοιβαία Κεφάλαια Δείκτη**

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια Δείκτη αναπαράγουν τη σύνθεση δείκτη μετοχών ή ομολόγων και επενδύουν ποσοστό τουλάχιστον ενενήντα πέντε τοις εκατό (95%) του καθαρού ενεργητικού τους σε:

- Κινητές αξίες οι οποίες περιλαμβάνονται στο δείκτη τον οποίο αναπαράγουν.
- Παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα με υποκείμενη αξία:
- Τον υποκείμενο δείκτη που αναπαράγουν.
- Τις κινητές αξίες που περιλαμβάνονται στο δείκτη που αναπαράγουν.
- Άλλους δείκτες οι οποίοι έχουν μεγάλο συντελεστή συσχέτισης με το δείκτη που αναπαράγουν.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια Δείκτη δεν επιτρέπεται να επενδύουν σε παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα με σκοπό την κάλυψη ή τη μείωση (αντιστάθμιση) του κινδύνου των στοιχείων που συνθέτουν το δείκτη που αναπαράγουν.

## **Αμοιβαία Κεφάλαια Κεφαλαίων**

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια Κεφαλαίων επενδύουν κυρίως σε μερίδια Αμοιβαίων Κεφαλαίων και σε μερίδια ή μετοχές Ο.Σ.Ε.Κ.Α. ή άλλων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων του στοιχείου (ε) της παραγράφου 1 του άρθρου 21 του ν. 3283/2004.

### 3.8 Αριθμητικά Δεδομένα Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα

Αυτή την στιγμή στην Ελληνική Αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων δραστηριοποιούνται είκοσι δύο Α.Ε.Δ.Α.Κ. με συνολικά κεφάλαια διαχείρισης άνω των € 5,2 δις, σύμφωνα με τον πίνακα 3.2 που ακολουθεί.

#### Πίνακας 3.2

Συνολικό Ενεργητικό αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανά Α.Ε.Δ.Α.Κ. στις 24/01/2012

Συνολικό Ενεργητικό αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανά Α.Ε.Δ.Α.Κ							
A/A	Α.Ε.Δ.Α.Κ.	Συν. Α/Κ	Συνολικό Ενεργητικό σε € την 1/1/2012	Συνολικό Ενεργητικό σε € την 24/01/2012	Μερίδιο Αγοράς 1/1/2012	Μερίδιο Αγοράς 24/01/2012	Μεταβολή ή Μεριδίου Αγοράς
1	Eurobank EFG Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ.	89	1.433.712.220,70	1.489.002.259,04	27,42%	28,13%	0,71
2	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMEN T Α.Ε.Δ.Α.Κ.	40	912.204.391,06	928.928.167,40	17,44%	17,55%	0,11
3	ALPHA ASSET MANAGEMEN T Α.Ε.Δ.Α.Κ.	27	815.053.392,41	821.371.550,38	15,59%	15,52%	-0,07
4	Α.Ε.Δ.Α.Κ. ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ	2	495.638.111,56	478.387.833,46	9,48%	9,04%	-0,44
5	T.T. ΕΛΤΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	7	235.348.499,77	240.764.894,57	4,50%	4,55%	0,05
6	MetLife Alico Α.Ε.Δ.Α.Κ.	19	216.159.823,43	218.567.224,94	4,13%	4,13%	0,00
7	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMEN	14	161.118.659,85	160.344.803,71	3,08%	3,03%	-0,05

	Τ Α.Ε.Δ.Α.Κ.						
8	ΑΤΕ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	11	138.074.616,14	138.503.854,89	2,64%	2,62%	-0,02
9	HSBC (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε.Δ.Α.Κ.	8	124.598.470,71	124.766.498,05	2,38%	2,36%	-0,02
10	ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ.	12	107.461.867,31	107.246.509,17	2,06%	2,03%	-0,03
11	PROBANK Α.Ε.Δ.Α.Κ.	4	93.526.310,51	93.413.227,61	1,79%	1,76%	-0,03
12	AMUNDI ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	4	93.178.197,20	91.225.451,46	1,78%	1,72%	-0,06
13	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT Τ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	13	79.830.829,42	79.145.385,94	1,53%	1,50%	-0,03
14	ALLIANZ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	7	59.590.072,23	58.689.613,66	1,14%	1,11%	-0,03
15	ING Α.Ε.Δ.Α.Κ.	3	56.172.041,21	56.200.889,11	1,07%	1,06%	-0,01
16	ATTICA WEALTH MANAGEMENT Τ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	8	52.370.508,19	52.757.330,62	1,00%	1,00%	0,00
17	MILLENNIUM Α.Ε.Δ.Α.Κ.	9	43.633.859,91	44.359.835,69	0,83%	0,84%	0,01
18	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT Τ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	10	35.863.367,26	36.578.060,37	0,69%	0,69%	0,00
19	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT Τ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	9	27.998.349,80	27.357.407,86	0,54%	0,52%	-0,02
20	T FUNDS Α.Ε.Δ.Α.Κ.	4	26.377.385,95	24.541.603,07	0,50%	0,46%	-0,04
21	INTERNATIO NAL Α.Ε.Δ.Α.Κ.	6	17.490.072,22	17.376.389,50	0,33%	0,33%	0,00
22	PROTON Α.Ε.Δ.Α.Κ.	4	3.678.131,39	3.564.024,65	0,07%	0,07%	0,00
	<b>ΣΥΝΟΛΑ</b>	<b>310</b>	<b>5.229.079.178,23</b>	<b>5.293.092.815,15</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

### Πίνακας 3.3

Κατανομή Ενεργητικού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων που διαχειρίζεται η κάθε Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Κατανομή Ενεργητικού των Α/Κ που διαχειρίζεται η κάθε Α.Ε.Δ.Α.Κ.										
N O	Εταιρείες Διαχείρισης Α/Κ	Χρηματαγοράς			Ομολογι σκά	Μικτά	Μετοχι κά	Funds of Funds	Δείκτη	Σύνθε τα
		Βραχ	Δ.Διαθ	ΣΥΝΟ ΛΟ						
1	ALLIANZ Α.Ε.Δ.Α.Κ.		7,38%	7,38%	20,67%	46,37%	25,58%			
2	ALPHA ASSET MANAGEME NT Α.Ε.Δ.Α.Κ.		16,29%	16,29%	20,69%	9,46%	24,59%	18,29%	2,79%	7,90%
3	ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ.	8,68%		8,68%	9,20%	13,68%	62,47%	5,97%		
4	AMUNDI ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ.		21,36%	21,36%	18,79%	10,56%	49,29%			
5	ATTICA WEALTH MANAGEME NT Α.Ε.Δ.Α.Κ.		2,90%	2,90%	42,01%	43,13%	11,96%			
6	Eurobank EFG Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ.	2,49%	7,20%	9,69%	10,47%	1,25%	16,73%	13,74%		48,13%
7	HSBC (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε.Δ.Α.Κ.	36,14 %		36,14%	6,55%	9,09%	48,22%			
8	ING Α.Ε.Δ.Α.Κ.	12,87 %		12,87%		13,05%	74,08%			
9	INTERNATIO NAL Α.Ε.Δ.Α.Κ.		10,43%	10,43%	27,46%	28,23%	33,89%			
10	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEME NT Α.Ε.Δ.Α.Κ.		46,17%	46,17%	12,10%	3,33%	20,56%	17,83%		
11	MILLENNIUM Α.Ε.Δ.Α.Κ.		10,50%	10,50%	4,09%		60,54%	24,87%		
12	MetLife Alico Α.Ε.Δ.Α.Κ.		5,70%	5,70%	51,00%	10,64%	19,78%	7,16%	5,73%	
13	PROBANK Α.Ε.Δ.Α.Κ.		89,24%	89,24%	4,97%	0,45%	5,34%			
14	PROTON Α.Ε.Δ.Α.Κ.				32,88%	22,12%	45,00%			
15	T FUNDS Α.Ε.Δ.Α.Κ.		29,35%	29,35%	54,86%	2,78%	13,01%			

16	Α.Ε.Δ.Α.Κ. ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚ ΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩ Ν				35,43%	64,57%				
17	ΑΤΕ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	3,30%		3,30%	22,29%	38,85%	32,19%	3,38%		
18	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT NT Α.Ε.Δ.Α.Κ.		3,02%	3,02%	41,28%	10,75%	23,59%	11,54%	0,47%	9,34%
19	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT NT Α.Ε.Δ.Α.Κ.				52,26%	4,00%	43,74%			
20	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT NT Α.Ε.Δ.Α.Κ.		7,67%	7,67%	28,04%	17,34%	38,11%	7,28%		1,55%
21	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT NT Α.Ε.Δ.Α.Κ.	35,15 %	8,16%	43,32%	16,91%	7,12%	21,44%	11,21%		
22	Τ.Τ. ΕΛΤΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ.		90,67%	90,67%	4,10%	4,36%	0,87%			
	<b>ΜΕΡΙΔΙΑ ΑΓΟΡΑΣ</b>	<b>2,48 %</b>	<b>13,32%</b>	<b>15,79 %</b>	<b>22,40%</b>	<b>13,40 %</b>	<b>21,05 %</b>	<b>10,19 %</b>	<b>0,75%</b>	<b>16,41 %</b>

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Επιμερίζοντας τα στοιχεία ως προς το είδος Αμοιβαίου Κεφαλαίου που διαχειρίζονται οι ΑΕΔΑΚ προκύπτει ότι κερδίζουν τις προτιμήσεις των επενδυτών τα Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια με συνολικό ενεργητικό € 1,204 δις και με δεύτερα σε προτίμηση να έρχονται τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια με συνολικό ενεργητικό € 1,084 δις όπως αναλύεται και στα διαγράμματα 3.1 και 3.2 που ακολουθούν.

### Διάγραμμα 3.1

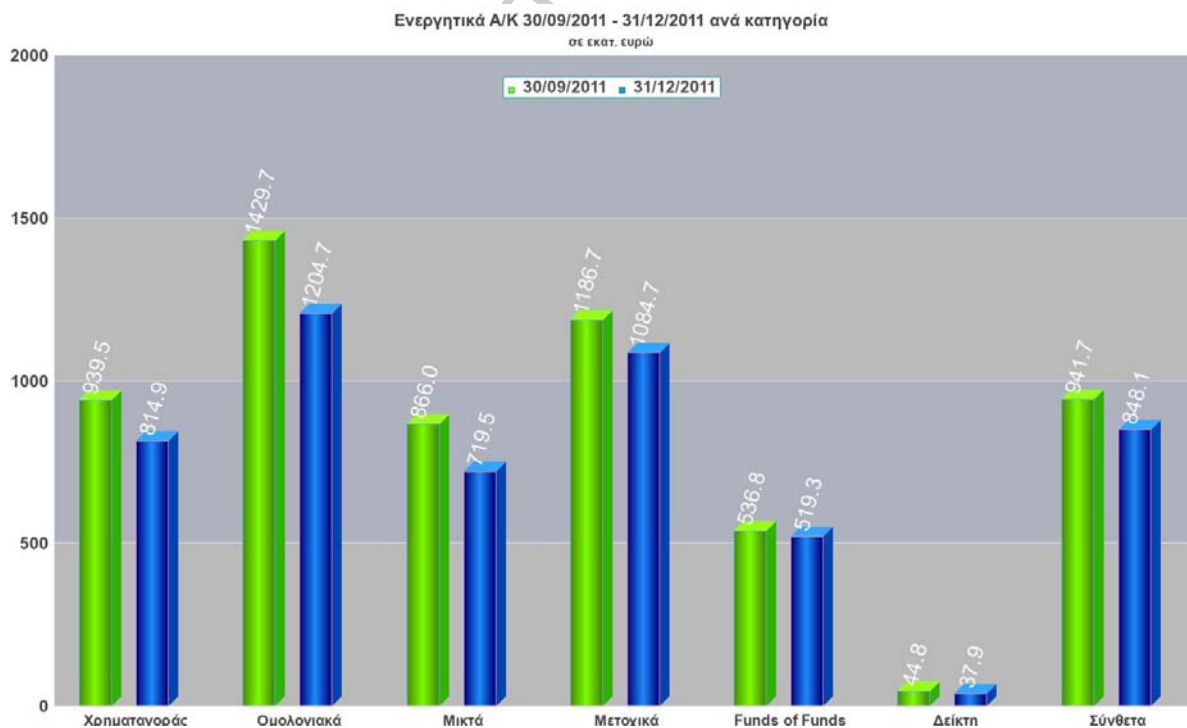
Ενεργητικά Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανά Κατηγορία



Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

### Διάγραμμα 3.2

Ενεργητικά Αμοιβαίων Κεφαλαίων για το δεύτερο και το τρίτο τρίμηνο του 2011



Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών



Όσον αφορά την διαφορά εκροών και εισροών κεφαλαίων προκύπτει μια αρνητική τάση, απόρροια των τρεχουσών οικονομικών εξελίξεων στην ελληνική οικονομία. Τα διαγράμματα 3.3, 3.4, 3.5, 3.6 και 3.7 που ακολουθούν είναι κατατοπιστικά ως προς την αποτύπωση αυτής της τάσης.

### Διάγραμμα 3.3

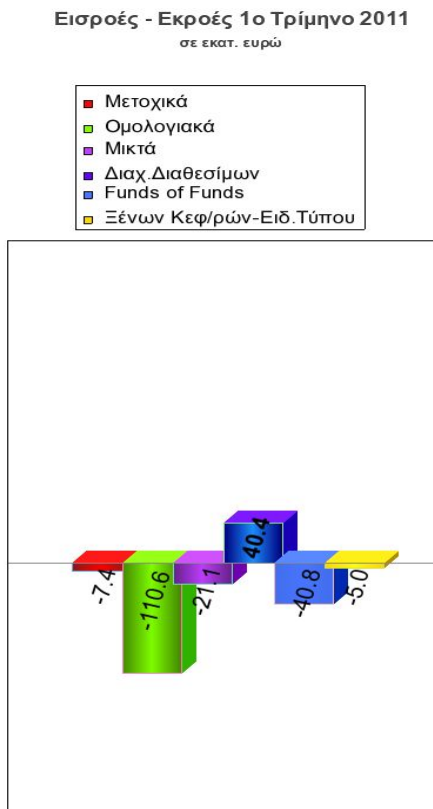
Συνολικό Ενεργητικό Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανά τρίμηνο του 2011



Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

### Διάγραμμα 3.4

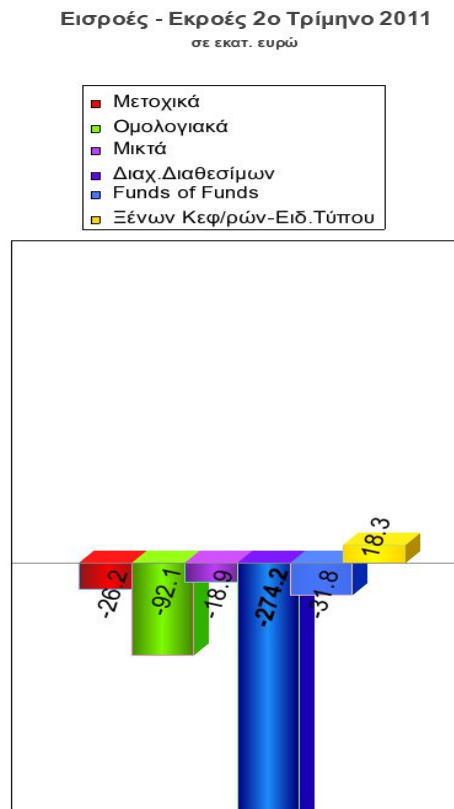
Εισροές-Εκροές Α/Κ για το  
1<sup>ο</sup> τρίμηνο του 2011



Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

### Διάγραμμα 3.5

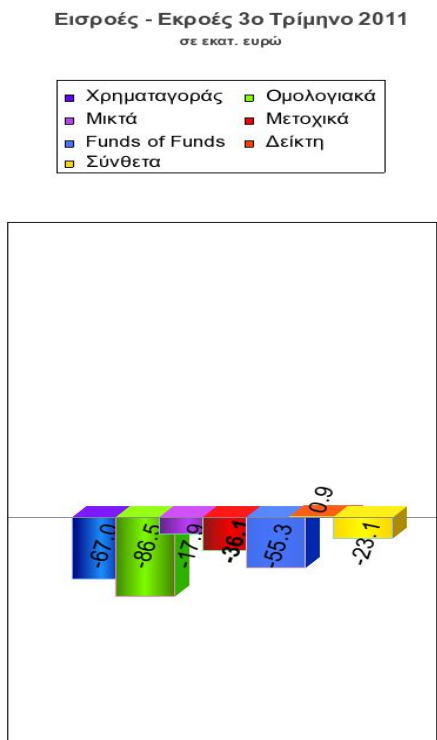
Εισροές-Εκροές Α/Κ για το  
2<sup>ο</sup> τρίμηνο του 2011



Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

### Διάγραμμα 3.6

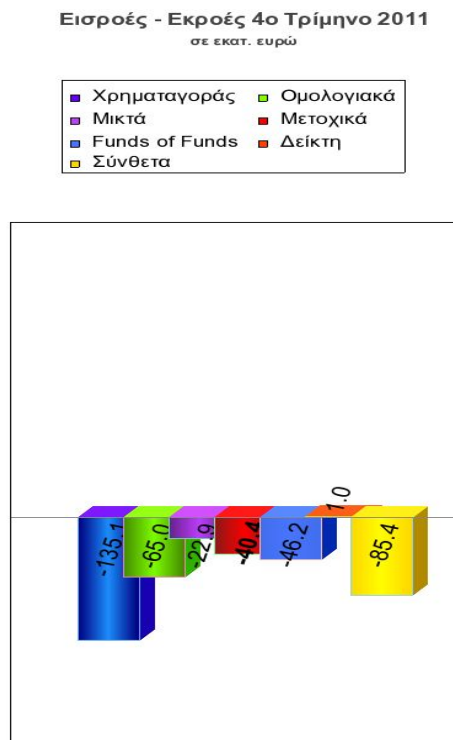
Εισροές-Εκροές Α/Κ για το  
3<sup>ο</sup> τρίμηνο του 2011



Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

### Διάγραμμα 3.7

Εισροές-Εκροές Α/Κ για το  
4<sup>ο</sup> τρίμηνο του 2011



Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Ενδιαφέρον εύρημα αποτελεί και το γεγονός ότι μελετώντας την διάθρωση όλων των συλλογικών μορφών επένδυσης στην ελληνική αγορά προκύπτει μια προφανής μείωση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων ως ποσοστό έναντι των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου. Κάτι που αιτιολογείται από το δεδομένο ότι οι Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου απευθύνονται ως επί το πλείστον σε «επαγγελματίες επενδυτές» εν αντιθέσει με την μαζικότητα που χαρακτηρίζει τα Αμοιβαία Κεφάλαια όπως διαφαίνεται και στα διαγράμματα 3.8 και 3.9 που ακολουθούν.

### Διάγραμμα 3.8

Αγορά Συλλογικών Επενδύσεων  
3<sup>ο</sup> τρίμηνο του 2011

Η Αγορά των Συλλογικών Επενδύσεων στην Ελλάδα - 30/09/2011  
( Συνολικό Ενεργητικό 7.56 δισ. ευρώ )



Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

### Διάγραμμα 3.9

Αγορά Συλλογικών Επενδύσεων  
4<sup>ο</sup> τρίμηνο του 2011

Η Αγορά των Συλλογικών Επενδύσεων στην Ελλάδα - 31/12/2011  
( Συνολικό Ενεργητικό 6.71 δισ. ευρώ )



Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

## 3.9 Ανακεφαλαίωση

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια έχουν μια σύντομη παρουσία στην οικονομία της Ελλάδος καθότι αποτελούν επιλογή για τους επενδυτές μόλις τις τελευταίες δεκαετίες, με ιδιαίτερο χαρακτηριστικό την ραγδαία ανάπτυξη του κλάδου την πρώτη δεκαετία του 2000. Το παρόν κεφάλαιο έχει σκοπό την ανάλυση του θεσμού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα. Στην Ελληνική αγορά δραστηριοποιούνται αυτή την στιγμή 22 Α.Ε.Δ.Α.Κ. με συνολικό ενεργητικό 5,2 δισ ευρώ. Ο κύκλος εργασιών των Α.Ε.Δ.Α.Κ. καθώς και του Θεματοφύλακα των Εποπτικών Αρχών και της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών που αποτελούν τα θεσμικά όργανα της αγοράς καθορίζονται πλήρως και αναλυτικώς από τον νόμο 3283/2004 και τις συμπληρωματικές απόφασης της επιτροπής Κεφαλαιαγοράς που ακολούθησαν. Αναλυτικότερα ορίζονται τα είδη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων που διατίθενται στην Ελλάδα καθώς και ο κανονισμός συμπεριφοράς τους. Ιδιαίτερη αναφορά γίνεται για τις επιτρεπόμενες επενδύσεις των διαχειριστών καθώς και για το φορολογικό καθεστώς που ισχύει για τα εν λόγω επενδυτικά προϊόντα. Τέλος με την παρουσίαση των αριθμητικών δεδομένων του

κλάδου ολοκληρώνεται η αποτύπωση των τάσεων στην αγορά αλλά και η δυσοίωνη τρέχουσα συγκυρία τις οικονομικής κρίσης που επηρεάζει την χώρα.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## Κεφάλαιο 4ο

### Αξιολόγηση Επιδόσεων Αμοιβαίων Κεφαλαίων

#### 4.1 Εισαγωγή

Υπάρχουν πολλοί τρόποι να επενδύσει κάποιος τα χρήματα που διαθέτει. Κάποιοι από τους τρόπους επένδυσης κεφαλαίου είναι η αγορά ομολόγων, μετοχών ή Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Είναι προφανές ότι κάθε επενδυτής θα ήθελε να επενδύσει τα χρήματά του με τέτοιο τρόπο ώστε να είναι σίγουρος ότι δεν υπάρχει περίπτωση να έχει ζημία. Δεχόμενοι αυτήν την υπόθεση οδηγούμαστε στο συμπέρασμα ότι κάθε επενδυτής θα έπρεπε να κάνει επενδύσεις στις οποίες η πιθανότητα να έχει ζημία θα είναι ίση με το μηδέν. Στην πραγματικότητα, όμως, αυτό δεν συμβαίνει πάντα.

Τα ομόλογα έχουν σταθερή απόδοση και αποτελούν σίγουρη λύση επένδυσης καθότι ο επενδυτής γνωρίζει το ακριβές ποσό των χρημάτων που θα διαθέτει την ημερομηνία λήξης του ομόλογου. Υπάρχουν όμως χρηματοπιστωτικά προϊόντα που προσφέρουν αποδόσεις μεγαλύτερες από αυτές των ομολόγων. Έτσι, αν κάποιος θέλει μεγαλύτερη απόδοση του κεφαλαίου που διαθέτει θα πρέπει να τα απορρίψει. Σε αυτή την περίπτωση θα πρέπει να δεχτεί ότι η επένδυση που θα πρέπει κάνει (π. χ. μετοχές) θα ενέχει κίνδυνο. Άρα, ο λόγος που οι επενδυτές διαλέγουν επενδύσεις που ενέχουν κίνδυνο είναι η προσδοκία για μεγαλύτερη απόδοση του κεφαλαίου που διαθέτουν. Αυτό που θέλει κάθε επενδυτής είναι να έχει την μέγιστη δυνατή απόδοση με τον ελάχιστο δυνατό κίνδυνο. Άλλοι επενδυτές θέλουν η επένδυσή τους να μην ενέχει κανένα κίνδυνο, άλλοι είναι διατεθειμένοι να δεχτούν μικρό κίνδυνο για να αυξήσουν την απόδοσή τους και άλλοι είναι διατεθειμένοι να ρισκάρουν περισσότερο.

## **4.2 Κίνδυνοι Επένδυσης σε Αμοιβαία Κεφάλαια**

Κατά τον ίδιο τρόπο ένας υποψήφιος επενδυτής σε Αμοιβαία Κεφάλαια θα αναζητήσει την ιδανική για αυτόν ισορροπία μεταξύ κινδύνου και απόδοσης. Όπως κάθε επένδυση τα Αμοιβαία Κεφάλαια εμπεριέχουν κινδύνους που διαφοροποιείται αναλόγως το είδος του Αμοιβαίου με τα ομολογιακά να εμπεριέχουν το λιγότερο κίνδυνο αλλά και ιστορικά τις μικρότερες αποδόσεις και τα μετοχικά να θεωρούνται τα πλέον επικίνδυνα με αντίστοιχα ιστορικά μεγαλύτερες αποδόσεις.

Σύμφωνα με τις σχετικές μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί από τους διαχειριστές των κεφαλαίων και τις εποπτικές αρχές οι βασικοί κίνδυνοι που συνοδεύουν την επένδυση σε Αμοιβαία Κεφάλαια είναι οι εξής :

### **Κίνδυνος Αγοράς**

Ο κίνδυνος υποχώρησης του επιπέδου των τιμών της αγοράς συνολικά ή ορισμένης κατηγορίας στοιχείων του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και ο επακόλουθος επηρεασμός της τιμής των μεριδίων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

### **Πιστωτικός Κίνδυνος**

Ο κίνδυνος αδυναμίας εκπλήρωσης υποχρεώσεων εκ μέρους ενός εκδότη κινητών αξιών, στις οποίες έχει επενδύσει το Αμοιβαίο Κεφάλαιο, ή ενός αντισυμβαλλομένου κατά τη διενέργεια συναλλαγών για λογαριασμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

### **Κίνδυνος Διακανονισμού**

Ο κίνδυνος να μην ολοκληρωθεί ομαλά ο διακανονισμός συναλλαγών επί χρηματοπιστωτικών μέσων, ειδικά εάν ο αντισυμβαλλόμενος δεν καταβάλλει χρήματα ή δεν παραδίδει τίτλους έγκαιρα, σε εκπλήρωση της υποχρέωσής του για την εκκαθάριση συναλλαγών.

### **Κίνδυνος Ρευστότητας**

Ο κίνδυνος αδυναμίας ρευστοποίησης στοιχείων του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, έγκαιρα και σε εύλογη τιμή.

### **Συναλλαγματικός Κίνδυνος**

Ο κίνδυνος επιρροής της αποτίμησης των στοιχείων του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, λόγω της διακύμανσης των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

### **Κίνδυνος Θεματοφυλακής**

Ο κίνδυνος απώλειας στοιχείων του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, λόγω πράξεων ή παραλείψεων του θεματοφύλακα ή ακόμα λόγω απάτης σε περίπτωση που ο θεματοφύλακας ή κάθε τρίτο πρόσωπο στο οποίο έχει ανατεθεί η φύλαξη επί μέρους στοιχείων του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, καταστεί αφερέγγυος.

### **Κίνδυνος Διασποράς**

Ο κίνδυνος που απορρέει από την περιορισμένη διασπορά των στοιχείων του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

### **Κίνδυνος Απόδοσης**

Ο κίνδυνος που σχετίζεται με τη διακύμανση της απόδοσης των στοιχείων του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, σε συνδυασμό με την τυχόν παροχή εγγύησης επί του συνόλου ή μέρους του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου από πιστωτικό ίδρυμα.

### **Κίνδυνος Μείωσης Ενεργητικού**

Ο κίνδυνος που σχετίζεται με τη μείωση του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, είτε λόγω εξαγοράς ή ακύρωσης μεριδίων του, είτε λόγω της διανομής μεριδίων του, η αξία των οποίων είναι μεγαλύτερη από τα επιτευχθέντα κέρδη του κατά τη διάρκεια της διαχειριστικής χρήσης.

### **Κίνδυνος Πληθωρισμού**

Ο κίνδυνος που σχετίζεται με τη μείωση της απόδοσης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε σταθερές τιμές, λόγω της ανόδου του γενικού δείκτη τιμών καταναλωτή.



## **Κίνδυνος Κράτους**

Ο κίνδυνος που σχετίζεται με το θεσμικό και το κανονιστικό πλαίσιο του κράτους στο οποίο επενδύονται τα στοιχεία του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

### **4.3 Μέθοδοι Αξιολόγησης Επιδόσεων Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

Η ύπαρξη των κινδύνων της επένδυσης σε Αμοιβαία Κεφάλαια γεννά στην ανάγκη ανάπτυξης των κατάλληλων εργαλείων ούτως ώστε να επιτυγχάνεται η αξιολόγηση της επίδοσης ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου, όχι μόνο στο ποσοστό της απόδοσης αλλά και σε ποσοστό του κινδύνου που αυτά εμπεριέχουν.

Η γνώση του επιπέδου του κινδύνου των Αμοιβαίων Κεφαλαίων μας επιτρέπει τη χρήση κατάλληλων μεθόδων αξιολόγησης της επίδοσης τους. Οι μέθοδοι αυτές λαμβάνουν υπ' όψη τους την προσαρμογή της απόδοσης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε τυχούσες διαφορές στον κίνδυνο τον οποίο ενσωματώνουν. Για το σκοπό αυτό έχουν αναπτυχθεί διάφορες μέθοδοι, οι κυριότερες των οποίων είναι:

- Η μέθοδος της απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου (return per unit of risk).
- Η μέθοδος της διαφορικής απόδοσης (differential return).

Οι δύο προσεγγίσεις συσχετίζονται και οδηγούν, κάτω από συγκεκριμένες καταστάσεις, σε παρόμοια συμπεράσματα.

### **4.4 Μέθοδος Απόδοσης ανά Μονάδα Κινδύνου**

Η μέθοδος της απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου συσχετίζει το απόλυτο επίπεδο της απόδοσης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, που επιτεύχθηκε μέσα σε μία χρονική περίοδο, με το επίπεδο του κινδύνου που ενσωματώνεται σε αυτό.

Σε διεθνές επίπεδο έχουν προταθεί κυρίως δύο μέτρα απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, τα οποία παρουσιάζουν παρόμοια χαρακτηριστικά. Πρόκειται για τον δείκτη του Treynor (Treynor Ratio) και τον δείκτη του Sharpe (Sharpe Ratio).

#### 4.4.1 Δείκτης Treynor (Treynor Ratio)

Ο Jack Treynor (1965) ήταν ο πρώτος που δημιούργησε ένα δείκτη αξιολόγησης της αποδοτικότητας ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου που συγκρίνεται με άλλα Αμοιβαία Κεφάλαια λαμβάνοντας υπόψη τόσο το μακροοικονομικό όσο και το μικροοικονομικό επίπεδο στο οποίο λειτουργούν. Ο Treynor συγκεκριμένα, από την απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου αφαίρεσε την απόδοση που θα μπορούσε να είχε επιτύχει ο επενδυτής τοποθετώντας τα χρήματα του σε έντοκα γραμμάτια του δημοσίου ή άλλη ανάλογη ακίνδυνη επένδυση.

Περαιτέρω, η επί πλέον απόδοση που δημιουργείται προσαρμόζεται ανάλογα με το συστηματικό κίνδυνο στον οποίο εκτίθεται.

Ο δείκτης αξιολόγησης του Treynor υπολογίζεται ως εξής:

$$T_P = \frac{R_p - R_f}{\beta_p}$$

Όπου :

$R_p$  η πραγματοποιηθείσα απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

$R_f$  η ακίνδυνη απόδοση από επένδυση σε αξιόγραφα χωρίς κίνδυνο

$\beta_p$  ο συστηματικός κίνδυνος του αμοιβαίου κεφαλαίου

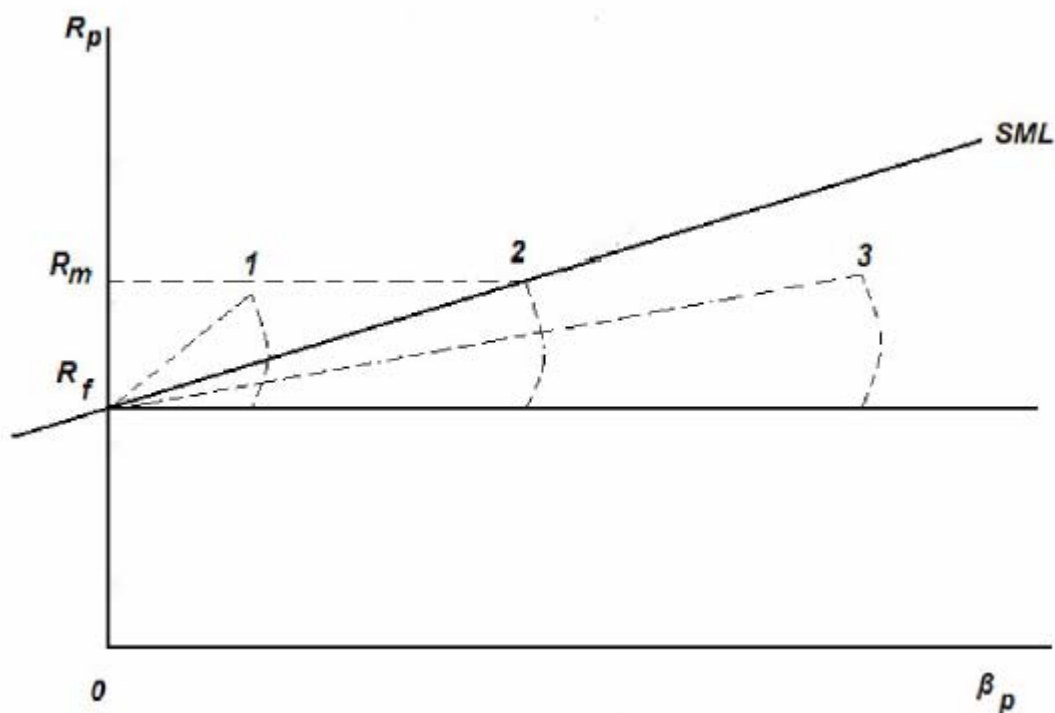
Ο αριθμητής του λόγου εκφράζεται σε ποσοστά και ο παρανομαστής σε καθαρό αριθμό. Συνεπώς, ο δείκτης του Treynor εκφράζεται σε ποσοστά.

Ο λόγος του Treynor εκφράζει την υπερβάλλουσα απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, η οποία προκύπτει από την διαφορά της πραγματοποιηθείσας απόδοσης από το ακίνδυνο

επιτόκιο ( $R_f$ ), δια της μεταβλητότητας των αποδόσεων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου ( $R_p$ ), όπως αυτή προσεγγίζεται από το συστημικό κίνδυνο που εκφράζεται από τον συντελεστή βήτα ( $\beta_p$ ).

#### Διάγραμμα 4.1

Μέγεθος μέτρησης και σύγκρισης επιδόσεων κατά Treynor.



#### 4.4.2 Δείκτης Sharpe (Sharpe Ratio)

Ο δείκτης Sharpe (1966), που προτάθηκε από τον Sharpe ως δείκτης αποτελεσματικότητας, μετράει την απόδοση της μετοχής ή του Αμοιβαίου Κεφαλαίου που μας ενδιαφέρει σε συνάρτηση με τον κίνδυνο που ενέχει. Ο δείκτης αυξάνεται όσο αυξάνεται η απόδοση, ενώ μειώνεται όσο αυξάνεται ο κίνδυνος της επένδυσης.

Ο δείκτης Sharpe συμβολίζεται με το κεφαλαίο λατινικό γράμμα S και υπολογίζεται ως εξής:

$$S_p = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

Όπου :

$R_p$  η πραγματοποιηθείσα απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου

$R_f$  η ακίνδυνη απόδοση από επένδυση σε αξιόγραφα χωρίς κίνδυνο

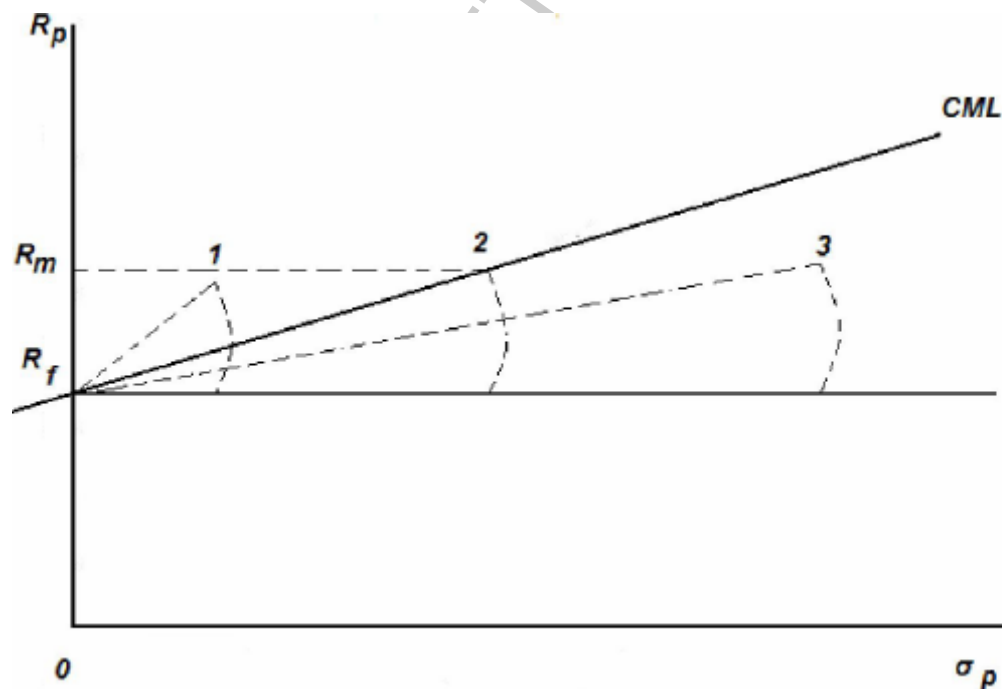
$\sigma_p$  η τυπική απόκλιση δηλαδή ο συνολικός κίνδυνος του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Ο δείκτης αυτός εκφράζεται σε καθαρό αριθμό.

Σύμφωνα με τον ορισμό του δείκτη Sharpe, αυτός εκφράζει την υπερβάλλουσα απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, η οποία προκύπτει από τη διαφορά της πραγματοποιηθείσας απόδοσης ( $R_p$ ) από το χρεόγραφο χωρίς κίνδυνο ( $R_f$ ), δια της μεταβλητότητας των αποδόσεων, όπως αυτή προσεγγίζεται από την τυπική απόκλιση ( $\sigma_p$ ).

#### Διάγραμμα 4.2

Μέγεθος μέτρησης και σύγκρισης επιδόσεων κατά Sharpe.



Η μόνη διαφορά που παρουσιάζουν οι δείκτες των Treynor και Sharpe έγκειται στον παρονομαστή των δεικτών. Ο Sharpe αντικατέστησε τη μέτρηση του συστηματικού κινδύνου με το συνολικό κίνδυνο ενός χαρτοφυλακίου. Όπως έχει ήδη αναφερθεί, η χρήση της τυπικής απόκλισης ως μέτρο κινδύνου είναι κατάλληλη όταν το εξεταζόμενο χαρτοφυλάκιο δεν είναι καλά διαφοροποιημένο. Όταν το εξεταζόμενο χαρτοφυλάκιο είναι καλά διαφοροποιημένο, το κατάλληλο μέτρο είναι ο συντελεστής  $\beta$ .

Η αξιολόγηση των αμοιβαίων κεφαλαίων με τη βοήθεια αυτών των δεικτών δείχνει ότι αμοιβαία κεφάλαια που παρέχουν μεγαλύτερη απόδοση ανά μονάδα κινδύνου κρίνονται ως αυτά με την καλύτερη διαχείριση, ενώ αμοιβαία κεφάλαια που παρέχουν τη χαμηλότερη απόδοση ανά μονάδα κινδύνου κρίνονται ως αυτά με τη χειρότερη διαχείριση.

#### **4.5 Μέθοδος Διαφορικής Απόδοσης - Δείκτης Jensen (Jensen's Performance Index)**

Ο Michael Jensen (1968) ακολούθησε το παράδειγμα των Treynor και Sharpe αναδεικνύοντας μια νέα μέτρηση της αποδοτικότητας των Αμοιβαίων Κεφαλαίων βασισμένη στις νέες θεωρήσεις της διαφοροποίησης του κινδύνου μέσω της επιλογής του χαρτοφυλακίου και του Υποδείγματος Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Αγαθών (C.A.P.M.). Χρησιμοποιώντας ως σημείο αναφοράς το υπόδειγμα αυτό, ο Jensen ανέπτυξε την τεχνική αξιολόγησης της αποδοτικότητας ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε μια συγκεκριμένη περίοδο λαμβάνοντας υπόψη όχι μέσα μεγέθη αλλά ιστορικές παρατηρήσεις του μακροοικονομικού περιβάλλοντος, όπως αυτό αντικατοπτρίζεται στα επιτόκια και στο δείκτη τιμών του χρηματιστηρίου. Περαιτέρω, η τεχνική αυτή εξετάζει τη στατιστική σημαντικότητα της απόδοσης ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου να διαφοροποιείται από την απόδοση ενός ακίνδυνου αξιόγραφου αλλά και από την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς, ανάλογα με τον κίνδυνο που εμφανίζει.

Δείκτης Jensen (Jensen's  $\alpha$ ) είναι η αξία άλφα ενός χαρτοφυλακίου, η οποία υπολογίζεται ως η διάφορα μεταξύ της πραγματοποιηθείσας απόδοσης του εξεταζομένου χαρτοφυλακίου από τη απαιτούμενη του απόδοση, που αντιστοιχεί στο συστηματικό κίνδυνο που περιέχει το χαρτοφυλάκιο.

$$\alpha = R_p - R_f - [(R_M - R_f)\beta_p]$$

Όπου :

$R_p$  η πραγματοποιηθείσα απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου

$R_f$  η ακίνδυνη απόδοση από επένδυση σε αξιόγραφα χωρίς κίνδυνο

$R_M$  η πραγματοποιηθείσα απόδοση του δείκτη τιμών του χρηματιστηρίου

$\beta_p$  ο συστηματικός κίνδυνος του αμοιβαίου κεφαλαίου

Η σχέση αυτή δείχνει ότι η αξία άλφα ( $\alpha$ ) ενός χαρτοφυλακίου είναι η διαφορά μεταξύ της πραγματοποιηθείσας απόδοσης ( $R_p - R_f$ ) από την απαιτούμενη απόδοση που αντιστοιχεί στον συστηματικό κίνδυνο που έχει αναληφθεί  $\{(R_M - R_f)\beta_p\}$ .

Το μετρό του Jensen χρησιμοποιεί τον συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου και επομένως δεν αξιολογεί την ικανότητα του διαχειριστή να διαφοροποιεί το χαρτοφυλάκιο του.

Το μέτρο αυτό απαιτεί την χρήση διαφορετικών αποδόσεων χωρίς κίνδυνο για κάθε χρονικό διάστημα κατά την περίοδο εξέτασης. Αυτό έρχεται σε αντίθεση με τα μέτρα Treynor και Sharpe, τα οποία εξετάζουν τη μέση απόδοση για την συνολική περίοδο, για όλες τις μεταβλητές.

Ο Jensen εφάρμοσε τη μεθοδολογία του σε 115 ανοικτά αμοιβαία κεφάλαια στην περίοδο 1945-1964. Τα αποτελέσματα, από τη μελέτη αυτή είναι παρόμοια των αποτελεσμάτων του Sharpe: η αποδοτικότητα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων μετά τον υπολογισμό των

διαχειριστικών εξόδων ήταν κατώτερη της αποδοτικότητας ενός τυχαία επιλεγμένου χαρτοφυλακίου που είχε παρόμοιο κίνδυνο. Αλλά ακόμη και χωρίς τον υπολογισμό των εξόδων, η αποδοτικότητα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων δεν διέφερε από αυτή του τυχαία επιλεγμένου χαρτοφυλακίου. Έτσι συμπεραίνεται ότι γενικά οι διαχειριστές δεν χαρακτηρίζονται από ιδιαίτερες ικανότητες επιλογής ή διαχείρισης χαρτοφυλακίου ή ακόμη και από κατοχή και αξιοποίηση ιδιωτικών πληροφοριών.

#### 4.7 Ανακεφαλαίωση

Η ανάπτυξη της σύγχρονης θεωρίας του χαρτοφυλακίου, κατέστησε ικανή την ποσοτικοποίηση του κινδύνου σε όρους μεταβλητότητας αποδόσεων. Η εξέλιξη αυτή είχε ως αποτέλεσμα την ανάπτυξη μεθοδολογιών για την μέτρηση της επίδοσης των διαχειριστών των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Οι μεθοδολογίες αυτές, οι οποίες σχετίζονται με τον κίνδυνο με την απόδοση, μπορούν να διακριθούν σε δύο βασικές κατηγορίες :

- Την μέθοδο της απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου (return per unit of risk) που εκφράζεται από τον Δείκτη Treynor (Treynor Ratio) και τον Δείκτη Sharpe (Sharpe Ratio).
- Την μέθοδο της διαφορικής απόδοσης (differential return) που εκφράζεται από τον Δείκτη Jensen (Jensen's Performance Index).

Τα μέτρα απόδοσης των χαρτοφυλακίων, τα οποία χρησιμοποιούν τον συντελεστή βήτα, κριτήρια Treynor και Jensen, βασίζονται στην εγκυρότητα του Υποδείγματος Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Αγαθών (C.A.P.M.). Αντιθέτως, το μέτρο απόδοσης του Sharpe βασίζεται τον συνολικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου ως μέτρο επικινδυνότητας.

## **Κεφάλαιο 5ο**

### **Εμπειρική Μελέτη Αξιολόγησης Επιδόσεων Α.Ε.Δ.Α.Κ.**

#### **5.1 Εισαγωγή**

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η Αξιολόγηση των Επιδόσεων των Ελληνικών Α.Ε.Δ.Α.Κ. Προκείμενου να επιτευχθεί αυτός ο στόχος θα προχωρήσουμε στην εμπειρική μελέτη της αξιολόγησης των επιδόσεων των διαχειριστών των ελληνικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Ως εργαλεία αξιολόγησης και σύμφωνα με τις διεθνείς πρακτικές ορίζονται οι δείκτες Treynor, Sharpe και Jensen. Τα δεδομένα τόσο των Αμοιβαίων Κεφαλαίων όσο και τον Δεικτών Αναφοράς που θα χρησιμοποιηθούν θα αφορούν την εξαετία από το 2005 έως το 2011.

#### **5.1 Δεδομένα Εμπειρικής Μελέτης**

##### **5.1.1 Δεδομένα Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

Στα πλαίσια της μελέτης θα χρησιμοποιούμε ως βάση τις ημερήσιες τιμές μεριδίων των σαράντα εννιά (49) Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εσωτερικού που διαχειρίζονται οι είκοσι μια (21) ελληνικές Α.Ε.Δ.Α.Κ. που περιέχουν στο χαρτοφυλάκιο τους αυτού του είδους Αμοιβαία Κεφαλαία.



Σημειώνεται ότι η Α.Ε.Δ.Α.Κ. Ασφαλιστικών Οργανισμών διαχειρίζεται μόνο δύο Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια εσωτερικού για το λόγο αυτό δεν θα συμπεριληφθεί στην εν λόγω μελέτη.

Τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού που διατίθενται την περίοδο από το 2005 έως το τέλος 2011 καθώς και οι διαχειριστές αυτών είναι οι εξής:

### Πινάκας 5.1

Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού

<b>ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>		
	<b>Α.Ε.Δ.Α.Κ.</b>	<b>ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>
1	ALLIANTZ Α.Ε.Δ.Α.Κ	ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής (Μετοχ. Εσωτ.)
2	ALLIANTZ Α.Ε.Δ.Α.Κ	ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού
3	ALPHA ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	ALPHA Blue Chips Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού
4	ALPHA ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού
5	ALPHA ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	ALPHA Athens Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού
6	ALPHA ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	ALPHA ETF FTSE Athex 20 Μετοχικό Εσωτερικού
7	ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ	ALPHA TRUST New Strategy Μετοχικό Εσωτερικού
8	ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (Μετοχικό Εσωτ.)
9	ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ	ALPHA TRUST Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού
10	AMUNDI ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχών Εσωτερικού
11	ATTICA WEALTH MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού
12	ATTICA WEALTH MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	Attica Marathon Μετοχικό Εσωτερικού
13	Eurobank EFG Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ	EUROBANK EFG I (LF) EQUITY - FLEXI STYLE GREECE FUND
14	Eurobank EFG Asset	EUROBANK EFG (LF) EQUITY - FLEXI STYLE

	Management A.E.Δ.A.K	GREECE FUND
15	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	EUROBANK ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ Μετοχικό Εσωτερικού
16	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	EUROBANK Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού
17	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	EUROBANK EFG (LF) EQUITY-GREEK EQUITIES
18	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.
19	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	EUROBANK EFG (LF) EQUITY-INSTITUTIONAL PORTOFOLIO
20	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού
21	HSBC (ΕΛΛΑΣ) A.E.Δ.A.K	HSBC Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού
22	ING A.E.Δ.A.K	ING A/K Μετοχικό Εσωτερικού
23	INTERNATIONAL A.E.Δ.A.K	INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών Μετοχικό Εσωτερικού
24	INTERNATIONAL A.E.Δ.A.K	INTERNATIONAL Μετοχικό Εσωτερικού
25	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	MARFIN ΑΘΗΝΑ Δυναμικό Μετοχών Εσωτερικού
26	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	MARFIN ΟΛΥΜΠΙΑ Μετοχικό Εσωτερικού
27	MetLife Alico A.E.Δ.A.K	ALICO Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης
28	MetLife Alico A.E.Δ.A.K	Ελληνικό Μετοχικό Μεγάλης και Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης
29	MetLife Alico A.E.Δ.A.K	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού
30	MetLife Alico A.E.Δ.A.K	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού FTSE 20 Index Fund
31	MILLENNIUM A.E.Δ.A.K	Millennium Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού
32	MILLENNIUM A.E.Δ.A.K	Millennium Mid Cap Μετοχικό Εσωτερικού
33	PROBANK A.E.Δ.A.K	PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού
34	PROTON A.E.Δ.A.K	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ ΑΚ Μετοχικό Εσωτ.
35	PROTON A.E.Δ.A.K	PROTON Μετοχικό Εσωτερικού
36	T FUNDS A.E.Δ.A.K	ΑΑΑΒ Α.Κ. Επιλεγμένων Μετοχών Εσωτερικού
37	ΑΤΕ Α.Ε.Δ.Α.Κ	Α/Κ ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ (ΜΕΣΑΙΑΣ & ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛ.)

		ΕΣΩΤ.
38	ΑΤΕ Α.Ε.Δ.Α.Κ	Α/Κ ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
39	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	ΔΗΛΟΣ Small Cap (Μετοχικό Εσωτ.)
40	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	NBGAM ETF Γενικός Δείκτης Χ.Α. - Μετοχικό Εσωτερικού
41	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)
42	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	ΔΗΛΟΣ Top-30 (Μετοχικό Εσωτερικού)
43	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	NBG INTERNATIONAL FUNDS SICAV/HELLENIC ALLSTARS/B
44	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	NBG INTERNATIONAL FUNDS SICAV/HELLENIC ALLSTARS/A
45	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)
46	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Μετοχικό Εσωτ.
47	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Δυναμικών Επιχειρήσεων Μετοχικό Εσωτερικού
48	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού
49	Τ.Τ. ΕΛΤΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ	Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Μετοχικό Εσωτερικού

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Οι τιμές των ημερήσιων μεριδίων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων για την περίοδο 2005 έως 2011 αντλήθηκαν από την βάση δεδομένων της που διατηρεί στην ιστοσελίδα της ([www.agii.gr](http://www.agii.gr)) η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών και κατόπιν σχετικής αδείας που δόθηκε από αυτή.

### **5.1.2 Δεδομένα Δεικτών Αναφοράς (benchmarks)**

Όλα τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια συνδέονται με διεθνώς αναγνωρισμένους Δείκτες Αναφοράς (benchmarks), με σκοπό να είναι σαφής ο επενδυτικός στόχος, ο βαθμός ανάληψης κινδύνου και η αξιολόγηση της απόδοσης. Με βάση τον Δείκτη Αναφοράς θα μπορέσουμε να υπολογίσουμε την απόδοση της αγοράς (κριτήριο Jensen) αλλά και να παλινδρομήσουμε τα δεδομένα ώστε να υπολογίσουμε το συστημικό κίνδυνο (συντελεστής β) της επένδυσης. Οι πληροφορίες για τους αντίστοιχους δείκτες αναφοράς κάθε Αμοιβαίου αντλήθηκαν από τα Ενημερωτικά Δελτία που δημοσιεύουν οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. για τα Αμοιβαία Κεφάλαια που διαχειρίζονται.

Όσον αφορά τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού που επενδύουν εξολοκλήρου στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά στην πλειονότητα τους έχουν ως Δείκτη Αναφοράς τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ASE) και ακολουθούν ο Δείκτης Υψηλής Κεφαλαιοποίησης (FTSE-20), ο Δείκτης Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης (FTSE-40 Mid) και ο Δείκτης Μικρής Κεφαλαιοποίησης (FTSE-80 Small Cap).

Οι ημερήσιες τιμές κλεισίματος των παραπάνω δεικτών για την περίοδο 2005 έως 2011 αντλήθηκαν από την ιστοσελίδα της οικονομικής εφημερίδας ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ ([www.naftemporiki.gr](http://www.naftemporiki.gr)) χωρίς την απαίτηση κάποιας σχετικής άδειας.

### **5.1.3 Επιτόκιο Επένδυσης χωρίς Κίνδυνο**

Ως ακίνδυνο επιτόκιο ορίστηκε για τους υπολογισμούς να ανέρχεται στο 3% . Το επιτόκιο αυτό προέκυψε με βάση τις τιμές των επιτοκίων των δεκαετών ομολόγων των Ευρωπαϊκών Χωρών με άριστη πιστοληπτική ικανότητα (AAA) κατά το διάστημα 2005 έως 2011. Οι τιμές των επιτοκίων αντλήθηκαν από την ιστοσελίδα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) χωρίς την απαίτηση κάποιας σχετικής άδειας.

## 5.2 Μέτρηση Συντελεστών Μελέτης

### 5.2.1 Μέτρηση της αποδοτικότητας

Για τον υπολογισμό της ημερήσιας απόδοσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων χρησιμοποιήθηκε η ημερήσια τιμή μεριδίου για κάθε Αμοιβαίο Κεφάλαιο για την περίοδο από 31/12/2004 έως 1/1/2012. Το ίδιο πράξαμε και για την ημερήσια απόδοση των Δεικτών Αναφοράς.

Με βάση τις ημερήσιες αποδόσεις υπολογίσαμε την μέση ημερήσια απόδοση ανά έτος για κάθε Αμοιβαίο Κεφάλαιο και δείκτη αναφοράς.

Καθώς η μελέτη έχει σκοπό την αξιολόγηση της συνολικής επίδοσης των διαχειριστών υπολογίστηκαν οι μέσες ημερήσιες αποδόσεις ανά έτος όλων των Αμοιβαίων της κάθε Α.Ε.Δ.Α.Κ.. Κατά τον ίδιο τρόπο υπολογίσαμε τις μέσες σταθμισμένες αποδόσεις ανά έτος των αντίστοιχων Δεικτών Αναφοράς των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Η μαθηματική σχέση υπολογισμού της ημερήσιας απόδοσης είναι η εξής :

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Οπού:

$R_t$  η απόδοση στη χρονική περίοδο

$P_t$  η τιμή του αξιόγραφου στη χρονική στιγμή  $t$

$P_{t-1}$  η τιμή του αξιόγραφου την χρονική στιγμή  $t-1$

Η μαθηματική σχέση υπολογισμού της μέσης ημερήσιας απόδοσης είναι η εξής:

$$\bar{R} = \frac{R_1 + R_2 + R_3 + \dots + R_t}{t}$$

Σημειώνεται ότι η μέση ημερήσια απόδοση ανά έτος υπολογίζεται πολλαπλασιάζοντας την μέση ημερήσια απόδοση με 250 που αντιστοιχεί στις ημέρες διαπραγμάτευσης ενός αξιόγραφου ανά έτος.

### 5.2.2 Μέτρηση Κινδύνου

Οι ημερήσιες αποδόσεις των μεριδίων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και των Δεικτών Αναφοράς τις περιόδου 31/12/2004 έως 1/1/2012 χρησιμοποιήθηκαν για την εκτίμηση του συνολικού και του συστημικού κινδύνου.

#### Συνολικός Κίνδυνος

Ο κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου μετριέται με την τυπική απόκλιση  $\sigma_p$  της κατανομής πιθανοτήτων της συνολικής αποδοτικότητας του και εκφράζεται με τον εξής τύπο :

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N w_i w_j \rho_{ij} \sigma_i \sigma_j} \quad (5)$$

Όπου:

$\rho_{ij}$  ο συντελεστής συσχέτισης των δύο χρεογράφων  $i, j$

$\sigma_i, \sigma_j$  οι τυπικές αποκλίσεις των δύο χρεογράφων  $i, j$

$w_i, w_j$  τα ποσοστά συμμετοχής των δύο χρεογράφων  $i, j$

## Συστημικός Κίνδυνος

Ο συστημικός κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου που εκφράζεται από τον συντελεστή βήτα, υπολογίζεται από την γραμμική παλινδρόμηση του υποδείγματος αγοράς:

$$r_i = \alpha_i + \beta_i \cdot r_M + \varepsilon_i$$

Όπου :

$r_i$  η ημερήσια απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

$r_M$  η ημερήσια απόδοση του Δείκτη Αναφοράς

$\beta_i$  ο συστηματικός κίνδυνος του αμοιβαίου κεφαλαίου

### 5.2.3 Υπολογισμός Δεικτών Αξιολόγησης

Κάνοντας χρήση των δεδομένων από τους υπολογισμούς της μέσης ημερήσιας απόδοσης ανά έτος των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και των Δεικτών Αναφοράς καθώς και του συνολικού και του συστημικού κίνδυνου ανά έτος, μπορούμε να προχωρήσουμε στον υπολογισμό των δεικτών Αξιολόγησης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Οι μαθηματικοί τύποι που χρησιμοποιήθηκαν ανά δείκτη είναι οι εξής:

**Δείκτης Treynor :**

$$T_P = \frac{R_P - R_f}{\beta_P}$$

Όπου :

- $R$  η πραγματοποιηθείσα απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου
- $R_f$  η ακίνδυνη απόδοση από επένδυση σε αξιόγραφα χωρίς κίνδυνο
- $\beta_p$  ο συστηματικός κίνδυνος του αμοιβαίου κεφαλαίου

**Δείκτης Sharpe:**

$$S_p = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

Όπου :

- $R_p$  η πραγματοποιηθείσα απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου
- $R_f$  η ακίνδυνη απόδοση από επένδυση σε αξιόγραφα χωρίς κίνδυνο
- $\sigma_p$  η τυπική απόκλιση δηλαδή ο συνολικός κίνδυνος του αμοιβαίου κεφαλαίου

**Δείκτης Jensen :**

$$\alpha = R_p - R_f - [(R_M - R_f)\beta_p]$$

Όπου :

- $R_p$  η πραγματοποιηθείσα απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου
- $R_f$  η ακίνδυνη απόδοση από επένδυση σε αξιόγραφα χωρίς κίνδυνο
- $R_M$  η πραγματοποιηθείσα απόδοση του δείκτη τιμών του χρηματιστηρίου
- $\beta_p$  ο συστηματικός κίνδυνος του αμοιβαίου κεφαλαίου



## 5.4 Μεθοδολογία μελέτης

Συνοπτικά για την ολοκλήρωση της μελέτης ακολουθήθηκαν τα παρακάτω βήματα:

### **Βήμα 1<sup>ο</sup>**

Άντληση δεδομένων των ημερήσιων τιμών μεριδίων των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εσωτερικού που διαχειρίζονται οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. από την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών.

### **Βήμα 2<sup>ο</sup>**

Άντληση δεδομένων των ημερήσιων τιμών κλεισίματος των Δεικτών Αναφοράς την ιστοσελίδα της οικονομικής εφημερίδας ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ.

### **Βήμα 3<sup>ο</sup>**

Ταξινόμηση των δεδομένων ανά έτος μελέτης με εκκίνηση το έτος 2005 και λήξη το έτος 2011 με χρήση υπολογιστικών φύλλων (excel)

### **Βήμα 4<sup>ο</sup>**

Υπολογισμός της ημερήσιας απόδοσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και των Δεικτών Αναφοράς

### **Βήμα 5<sup>ο</sup>**

Υπολογισμός της μέσης ημερήσιας απόδοσης ανά έτος των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και των Δεικτών Αναφοράς

### **Βήμα 6<sup>ο</sup>**

Υπολογισμός της τυπικής απόκλισης ανά έτος για τα Αμοιβαία Κεφάλαια με χρήση σχετικής συνάρτησης {STDEVP (:)} στα αρχεία των υπολογιστικών φύλλων (excel).

### **Βήμα 7<sup>ο</sup>**

Υπολογισμός του συντελεστή βήτα ανά προγενέστερο της μελέτης έτος, μέσω του στατιστικού προγράμματος SPSS και κατόπιν χρήσης των σχετικών εντελών Analyse → Regression → Linear.

### **Βήμα 8<sup>ο</sup>**

Υπολογισμός του μέσου συντελεστή βήτα ανα Α.Ε.Δ.Α.Κ. στα αρχεία των υπολογιστικών φύλλων (excel).

### **Βήμα 9<sup>ο</sup>**

Υπολογισμός του δείκτη αξιολόγησης Sharpe του κάθε Αμοιβαίου Κεφαλαίου ανά έτος στα αρχεία των υπολογιστικών φύλλων (excel).

### **Βήμα 10<sup>ο</sup>**

Υπολογισμός του δείκτη αξιολόγησης Treynor για κάθε Α.Ε.Δ.Α.Κ. ανά έτος στα αρχεία των υπολογιστικών φύλλων (excel).

### **Βήμα 11<sup>ο</sup>**

Υπολογισμός του δείκτη αξιολόγησης Jensen για κάθε Α.Ε.Δ.Α.Κ. ανά έτος στα αρχεία των υπολογιστικών φύλλων (excel).

## **Κεφάλαιο 6ο**

# **Ανάλυση και Ερμηνεία Αξιολόγησης Επιδόσεων Α.Ε.Δ.Α.Κ.**

### **6.1 Εισαγωγή**

Η Μελέτη είχε ως αφετηρία το δεδομένο ότι ένα μεγάλο κομμάτι των επενδυτών, ιδιαίτερα όσων δεν διαθέτουν επαρκή οικονομική κατάρτιση και άμεση πληροφόρηση, επιλέγουν αντί μεμονωμένων επενδύσεων σε διαδεδομένα αξιόγραφα όπως μετοχές και ομόλογα τα Αμοιβαία Κεφάλαια. Η αιτιολόγηση αυτής της τάσης έρχεται μέσα από τα πλεονεκτήματα που συνοδεύουν την επένδυση σε Αμοιβαία Κεφάλαια όπως αυτά παρουσιάστηκαν σε προηγούμενο κεφάλαιο της εργασίας. Κυρία πλεονεκτήματα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων όπως η συνεχής επαγγελματική διαχείριση των χρημάτων των επενδυτών και η ελαχιστοποίηση του κινδύνου μέσω της διαφοροποίησης των επενδύσεων αιτιολογούν αυτήν την επιλογή.

Όμως όπως κάθε επένδυση έτσι και Αμοιβαία Κεφάλαια κρίνονται επί της βάσης που είναι η απόδοση που προσφέρουν και η ανταπόκρισή τους στο κίνδυνο.

Τα μέτρα απόδοσης που αναπτύχθηκαν με βάση την σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου μας δίνουν την δυνατότητα να κρίνουμε αξιολογώντας τα Αμοιβαία Κεφάλαια αν όντως πρόκειται για μια συμφέρουσα επιλογή για τους επενδυτές.

### **6.2 Οικονομική Αναφορά Περιόδου 2006 έως 2011**

Πρώτου προχωρήσουμε στην ανάλυση και ερμηνεία των επιδόσεων των Α.Ε.Δ.Α.Κ κρίνεται απαραίτητο να ορίσουμε το μέτρο σύγκρισης των επενδύσεων σε Αμοιβαία Κεφάλαια.

Εφόσον το είδος των αμοιβαίων κεφαλαίων που μελετάμε είναι τα Μετοχικά Εσωτερικού θα ορίσουμε ως μέτρο σύγκρισης την Ελληνική Κεφαλαιαγορά και πιο συγκεκριμένα τον Γενικό Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Η μεγάλη συσχέτιση του Γενικού Δείκτη με τις Μετοχές που διαπραγματεύονται αποτυπώνουν την πορεία μιας επένδυσης σε πακέτο μετοχών από μεμονωμένο επενδύτη.

Όποτε και παραθέτουμε τις αποδόσεις του Γενικού Δείκτη κατά την περίοδο 2005 έως 2011.

### Πίνακας 6.1

Αποδόσεις Γενικός Δείκτης Χρηματιστηρίου Αθηνών περιόδου 2006 έως 2011.

έτος	Γενικός Δείκτης Χρηματιστηρίου Αθηνών
2006	2,01%
2007	1,41%
2008	-10,09%
2009	2,50%
2010	-4,45%
2011	- 6,38%

Πέρα όμως από τον Γενικό Δείκτη ο οποίος καθρεφτίζει την πορεία του συνόλου της Ελληνικής Οικονομίας θα ήταν ίσως χρήσιμο να παραθέσουμε επιπλέον μακροοικονομικά στοιχεία της Ελλάδας για την περίοδο 2005 έως 2011. Με αυτόν το τρόπο έχουμε την δυνατότητα να αποκτήσουμε μια σφαιρική εικόνα των οικονομικών δεδομένων της περιόδου και στην συνέχεια να επιτύχουμε ολοκληρωμένα συμπεράσματα της αξιολόγησης.

### Πίνακας 6.2

Οικονομικά Στοιχεία Ελληνικής Οικονομίας περιόδου 2006 έως 2011.

έτος	Ρυθμός Ανάπτυξης	Α.Ε.Π.	Έλλειμμα	Χρέος
2006	5,5 %	203,750 € δις	-5,7 %	106,1 %
2007	3,0 %	215,152 € δις	-6,5 %	107,4 %
2008	-0,2 %	222,421 € δις	- 9,8 %	113,0 %

2009	-3,2 %	225,349 € δις	-15,6 %	129,4 %
2010	-3,5 %	223,495 € δις	-10,3 %	145,0 %
2011	-6,9 %	211,619 € δις	-9,1 %	165,3 %

Ανατρέχοντας στις οικονομικές εξελίξεις της εν λόγω περιόδου μπορούμε να αντλήσουμε στοιχεία που ερμηνεύουν τις κινήσεις του Γενικού Δείκτη αλλά και της Ελληνικής Οικονομίας.

Για την υποπερίοδο από το 2006 έως το 2007 έχουμε μια ανοδική πορεία της Οικονομίας που αποτυπώνεται τόσο από τις θετικές αποδόσεις του Γενικού Δείκτη. Όσο και από το χαμηλό spread που καταγράφεται μέσα σε όλη την διάρκεια του 2007 για το Ελληνικό δεκαετές ομόλογο σε σχέση με το αντίστοιχο Γερμανικό, υστέρη από μια ανοδική περίοδο τον προηγούμενο έτος, στοιχείο που δείχνει τις θετικές προσδοκίες που υφίσταται την περίοδο εκείνη για την Ελληνική Οικονομία.

Εν συνεχεία σημαντικό γεγονός που πρέπει να αναφέρουμε αποτελεί η κρίση των στεγαστικών δανείων που ξεσπάει το 2007 στις Ηνωμένες Πολιτείες και το Ηνωμένο Βασίλειο που αφήνει σε πρώτη φάση ανεπηρέαστη την Ελληνική Οικονομία.

Η κρίση των στεγαστικών και η γενικότερη καχυποψία για τον τραπεζικό κλάδο οδηγεί πολλούς θεσμικούς επενδυτές κατά το 2008 να στραφούν στις αγορές προϊόντων που διαφαίνεται από την ραγδαία αύξηση των τιμών στα τρόφιμα παγκοσμίως αλλά και στην επίσης αύξηση της τιμής του πετρελαίου διεθνώς.

Την ίδια χρονιά η Ελληνική Οικονομία συνεχίζει να παράγει θετικά αποτελέσματα με αποκορύφωμα την συνεχή άνοδο που καταγράφει ο Γενικός Δείκτης κατά το πρώτο εξάμηνο του 2008. Παράγοντας ενίσχυσης της Ελληνικής Οικονομίας είναι και η εμπιστοσύνη που δείχνουν οι διεθνείς επενδυτές στο ευρο έναντι του αμερικάνικου δολαρίου οπότε και καταγράφεται ιστορικό υψηλό στην ισοτιμία των δύο νομισμάτων (1,5239 euro /δολάριο στις 29/2/2008).

Όμως η κατάρρευση της Lehman Brothers τον Οκτώβριο του 2008 ήρθε να αλλάξει τα δεδομένα τόσο για την παγκόσμια όσο και για την ελληνική οικονομία. Το γεγονός αυτό ήταν αφετηρία μιας πρωτοφανούς για τις τελευταίες δεκαετίες ύφεσης αλλά και έλλειψης εμπιστοσύνης στο τραπεζικό σύστημα.

Κατά το 2009 όλες οι κεντρικές τράπεζες συμπεριλαμβανομένου και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας προχωράνε σε ιστορική μείωση των επιτοκίων ούτως ώστε να

μετριάσουν τις πιέσεις που ασκούνται στο τραπεζικό τομέα αλλά και στην διεθνή οικονομία γενικότερα.

Αυτές οι πιέσεις είχαν σημαντικό αντίκτυπο στην Ελληνική Οικονομία που οδήγησε στον εκτροχιασμό των δημοσιονομικών στοιχείων αλλά και σε παρατεταμένη ύφεση.

Δύο παράγοντες που στην συνέχεια οδήγησαν στο τέλος του 2009 στην Ελληνική Κρίση Χρέους με την Ελλάδα να αποκόπτεται από τις διεθνείς αγορές και την Ευρώπη να δημιουργεί μηχανισμό στηρίξεις για την Ελληνική Οικονομία προκειμένου να αποτραπεί η χρεοκοπία της.

Κατά το 2010 στον μηχανισμό εντάχθηκαν και η Πορτογαλία αλλά και η Ιρλανδία οι οικονομίες των οποίων παρουσίαζαν επίσης προβλήματα και επηρεάζονταν από τις ίδιες πιέσεις.

Η περίοδο 2010 – 2011 χαρακτηρίζεται από τον σταθερό υφεσιακό της χαρακτήρα που είχε ως αποτέλεσμα στις αρνητικές αποδόσεις του Γενικού Δείκτη αλλά και στην μεγαλύτερη επιβάρυνση των Ελληνικών οικονομικών στοιχείων.

### **6.3 Παρουσίαση και ερμηνεία αποτελεσμάτων μελέτης**

Στο τρέχον υποκεφάλαιο θα προχωρήσουμε στην παρουσίαση των αποτελεσμάτων της μελέτης ως προς τα δεδομένα των παραγόντων του θέσασμε.

#### **6.3.1 Συστημικός κίνδυνος**

Στους πίνακες που ακολουθούν παρουσιάζεται ο ετήσιος συντελεστής beta για κάθε Α.Ε.Δ.Α.Κ., καθώς αξιολογείται η συνολική επίδοση των διαχειριστών. Απαραίτητο είναι να επισημάνουμε ότι το κάθε beta αποτυπώνεται με βάση τα στοιχεία που προηγούμενου έτους.

### Πίνακας 6.3

Ετήσιος συντελεστής beta Α.Ε.Δ.Α.Κ. για το 2006

2005		
A/A	Α.Ε.Δ.Α.Κ.	Beta
1	ΕΥΤΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,649
2	T FUNDS Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,372
3	ALPHA ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,357
4	MetLife Alico Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,351
5	ALLIANTZ Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,348
6	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,345
7	AMUNDI ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,343
8	INTERNATIONAL Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,334
9	Eurobank EFG Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,329
10	PROTON Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,329
11	HSBC (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,321
12	ING Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,320
13	MILLENNIUM Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,319
14	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,311
15	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,297
16	ΑΤΕ Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,295
17	PROBANK Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,285
18	ΑΤΤΙΚΑ WEALTH MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,278
19	ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,242
20	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,242
21	T.T. ΕΛΤΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ	

### Πίνακας 6.4

Ετήσιος συντελεστής beta Α.Ε.Δ.Α.Κ. για το 2007

2006		
A/A	Α.Ε.Δ.Α.Κ.	Beta
1	ING Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,332
2	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,302
3	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,284
4	ΕΥΤΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,279
5	AMUNDI ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,273
6	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,272
7	Eurobank EFG Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,271
8	MILLENNIUM Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,270
9	MetLife Alico Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,267
10	ALLIANTZ Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,266
11	ALPHA ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,259
12	PROBANK Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,258
13	INTERNATIONAL Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,257
14	T FUNDS Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,254
15	PROTON Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,252
16	HSBC (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,245

17	ΑΤΤΙΚΑ WEALTH MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,244
18	ΑΤΕ Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,221
19	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,220
20	ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,207
21	Τ.Τ. ΕΛΤΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ	

### Πίνακας 6.5

Ετήσιος συντελεστής beta Α.Ε.Δ.Α.Κ. για το 2008

2007		
A/A	Α.Ε.Δ.Α.Κ.	Beta
1	AMUNDI ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,957
2	ALLIANTZ Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,956
3	ING Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,948
4	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,942
5	MILLENNIUM Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,938
6	INTERNATIONAL Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,926
7	ALPHA ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,926
8	MetLife Alico Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,923
9	PROBANK Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,910
10	T FUNDS Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,906
11	ΑΤΕ Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,885
12	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,884
13	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,883
14	ΑΤΤΙΚΑ WEALTH MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,872
15	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,858
16	HSBC (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,843
17	PROTON Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,836
18	ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,769
19	Eurobank EFG Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,749
20	Τ.Τ. ΕΛΤΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,726
21	ΕΥΤΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,491

### Πίνακας 6.6

Ετήσιος συντελεστής beta Α.Ε.Δ.Α.Κ. για το 2009

2008		
A/A	Α.Ε.Δ.Α.Κ.	Beta
1	ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,388
2	ΑΤΤΙΚΑ WEALTH MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,269
3	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,198
4	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,184
5	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,179
6	ING Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,176
7	MetLife Alico Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,172
8	ΕΥΤΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,169
9	ALLIANTZ Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,168



10	MILLENNIUM A.E.Δ.A.K	0,168
11	T.T. ΕΛΤΑ A.E.Δ.A.K	0,167
12	INTERNATIONAL A.E.Δ.A.K	0,165
13	T FUNDS A.E.Δ.A.K	0,160
14	ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	0,159
15	PROBANK A.E.Δ.A.K	0,158
16	AMUNDI ΕΛΛΑΣ A.E.Δ.A.K	0,154
17	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	0,154
18	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	0,153
19	PROTON A.E.Δ.A.K	0,137
20	ΑΤΕ A.E.Δ.A.K	0,127
21	HSBC (ΕΛΛΑΣ) A.E.Δ.A.K	0,123

### Πίνακας 6.7

Ετήσιος συντελεστής beta A.E.Δ.A.K. για το 2010

2009		
A/A	A.E.Δ.A.K.	Beta
1	ALPHA TRUST A.E.Δ.A.K	0,400
2	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	0,340
3	ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	0,250
4	MetLife Alico A.E.Δ.A.K	0,227
5	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	0,226
6	ΕΥΤΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	0,224
7	ING A.E.Δ.A.K	0,221
8	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	0,215
9	AMUNDI ΕΛΛΑΣ A.E.Δ.A.K	0,209
10	PROBANK A.E.Δ.A.K	0,206
11	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	0,195
12	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	0,185
13	INTERNATIONAL A.E.Δ.A.K	0,177
14	ΑΤΕ A.E.Δ.A.K	0,172
15	ALLIANTZ A.E.Δ.A.K	0,171
16	PROTON A.E.Δ.A.K	0,167
17	MILLENNIUM A.E.Δ.A.K	0,163
18	T FUNDS A.E.Δ.A.K	0,161
19	ATTICA WEALTH MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	0,152
20	T.T. ΕΛΤΑ A.E.Δ.A.K	0,102
21	HSBC (ΕΛΛΑΣ) A.E.Δ.A.K	0,085

### Πίνακας 6.8

Ετήσιος συντελεστής beta A.E.Δ.A.K. για το 2011

2010		
A/A	A.E.Δ.A.K.	Beta
1	MetLife Alico A.E.Δ.A.K	0,954

2	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ	0,947
3	ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ	0,908
4	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ	0,905
5	ING A.E.Δ.Α.Κ	0,886
6	AMUNDI ΕΛΛΑΣ A.E.Δ.Α.Κ	0,863
7	T FUNDS A.E.Δ.Α.Κ	0,861
8	MILLENNIUM A.E.Δ.Α.Κ	0,856
9	PROTON A.E.Δ.Α.Κ	0,837
10	ΕΥΤΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ	0,827
11	INTERNATIONAL A.E.Δ.Α.Κ	0,825
12	ΑΤΤΙΚΑ WEALTH MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ	0,805
13	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ	0,783
14	ΑΤΕ A.E.Δ.Α.Κ	0,782
15	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ	0,770
16	HSBC (ΕΛΛΑΣ) A.E.Δ.Α.Κ	0,766
17	PROBANK A.E.Δ.Α.Κ	0,754
18	ALLIANTZ A.E.Δ.Α.Κ	0,743
19	ALPHA TRUST A.E.Δ.Α.Κ	0,687
20	T.T. ΕΛΤΑ A.E.Δ.Α.Κ	0,683
21	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.Α.Κ	0,635

Στους πίνακες παρατηρούμε ότι για τα έτη 2006, 2007, 2009, 2010 ο συστημικός κίνδυνος που είναι εκτεθειμένες οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι μικρός καθώς απέχουν πολύ από την μονάδα που σημαίνει ότι οι διαχειριστές έχουν επιτύχει ικανοποιητική διασπορά. Για τα έτη 2008 και 2011 οι τιμές του συντελεστή beta είναι κοντά στην μονάδα που σημαίνει υψηλός συστημικός κίνδυνος κάτι που είναι απολύτως κατανοητό καθώς οι αντίστοιχες χρονιές είναι έντονα υφεσιακές όπως προκύπτει και από την οικονομική αναφορά.

Όσον αφορά την κατάταξη των Α.Ε.Δ.Α.Κ. ως προς τον συντελεστή beta βλέπουμε μια συνέπεια στην διατήρηση των θέσεων τους στον πίνακα με μικρές διαφοροποιήσεις κάθε φορά.

#### 6.4.2 Ετήσια Απόδοση

Επόμενος παράγοντας της αξιολόγησης των διαχειριστών είναι οι αποδόσεις που επιτυγχάνουν ανά έτος για την περίοδο 2006 έως 2011 όπως αποτυπώνεται στους πίνακες που ακολουθούν

**Πίνακας 6.9**

Ετήσια Απόδοση Α.Ε.Δ.Α.Κ. για το 2006

2006		
Α/Α	Α.Ε.Δ.Α.Κ.	Ετήσια Απόδοση Α.Ε.Δ.Α.Κ.
1	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	2,933%
2	MILLENNIUM Α.Ε.Δ.Α.Κ	2,706%
3	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	2,665%
4	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	2,591%
5	ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ	2,560%
6	HSBC (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε.Δ.Α.Κ	2,446%
7	Eurobank EFG Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ	2,392%
8	ALPHA ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	2,364%
9	MetLife Alico Α.Ε.Δ.Α.Κ	2,221%
10	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	2,177%
11	AMUNDI ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ	2,122%
12	PROTON Α.Ε.Δ.Α.Κ	2,115%
13	INTERNATIONAL Α.Ε.Δ.Α.Κ	2,090%
14	PROBANK Α.Ε.Δ.Α.Κ	2,042%
15	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,939%
16	T FUNDS Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,936%
17	ΑΤΕ Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,876%
18	ΑΤΤΙΚΑ WEALTH MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,791%
19	ING Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,752%
20	ALLIANTZ Α.Ε.Δ.Α.Κ	-5,097%
21	Τ.Τ. ΕΛΤΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ	

**Πίνακας 6.10**

Ετήσια Απόδοση Α.Ε.Δ.Α.Κ. για το 2007

2007		
Α/Α	Α.Ε.Δ.Α.Κ.	Ετήσια Απόδοση Α.Ε.Δ.Α.Κ.
1	HSBC (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε.Δ.Α.Κ	2,118%
2	ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,796%
3	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,794%
4	ALPHA ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,734%

5	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,542%
6	AMUNDI ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,537%
7	MetLife Alico Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,504%
8	MILLENNIUM Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,430%
9	PROBANK Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,416%
10	INTERNATIONAL Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,412%
11	ING Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,387%
12	Eurobank EFG Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,380%
13	ALLIANTZ Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,358%
14	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,319%
15	ΕΥΤΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,269%
16	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,250%
17	T FUNDS Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,233%
18	ΑΤΕ Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,098%
19	ΑΤΤΙΚΑ WEALTH MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,044%
20	PROTON Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,746%
21	Τ.Τ. ΕΛΤΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ	

### Πίνακας 6.11

Ετήσια Απόδοση Α.Ε.Δ.Α.Κ. για το 2008

2008		
Α/Α	Α.Ε.Δ.Α.Κ.	Ετήσια Απόδοση Α.Ε.Δ.Α.Κ.
1	HSBC (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε.Δ.Α.Κ	2,434%
2	ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ	-5,901%
3	ΑΤΤΙΚΑ WEALTH MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-6,393%
4	PROTON Α.Ε.Δ.Α.Κ	-7,083%
5	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-7,191%
6	Τ.Τ. ΕΛΤΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ	-7,316%
7	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-7,535%
8	AMUNDI ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ	-7,881%
9	MILLENNIUM Α.Ε.Δ.Α.Κ	-7,926%
10	ΑΤΕ Α.Ε.Δ.Α.Κ	-7,969%
11	PROBANK Α.Ε.Δ.Α.Κ	-8,072%
12	INTERNATIONAL Α.Ε.Δ.Α.Κ	-8,135%

13	T FUNDS A.E.Δ.A.K	-8,394%
14	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	-8,532%
15	ALLIANTZ A.E.Δ.A.K	-8,532%
16	ING A.E.Δ.A.K	-8,692%
17	ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	-8,711%
18	MetLife Alico A.E.Δ.A.K	-8,986%
19	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	-9,007%
20	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	-9,290%
21	ΕΥΤΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	-13,978%

### Πίνακας 6.12

Ετήσια Απόδοση Α.Ε.Δ.Α.Κ. για το 2009

2009		
A/A	Α.Ε.Δ.Α.Κ.	Ετήσια Απόδοση Α.Ε.Δ.Α.Κ.
1	MetLife Alico A.E.Δ.A.K	2,913%
2	ING A.E.Δ.A.K	2,512%
3	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	2,511%
4	ALLIANTZ A.E.Δ.A.K	2,481%
5	ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	2,449%
6	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	2,428%
7	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	2,417%
8	ΕΥΤΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	2,339%
9	PROBANK A.E.Δ.A.K	2,297%
10	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	2,275%
11	PROTON A.E.Δ.A.K	2,116%
12	ΑΤΕ A.E.Δ.A.K	2,095%
13	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	2,090%
14	AMUNDI ΕΛΛΑΣ A.E.Δ.A.K	1,935%
15	HSBC (ΕΛΛΑΣ) A.E.Δ.A.K	1,905%
16	MILLENNIUM A.E.Δ.A.K	1,8,5%
17	ΑΤΤΙΚΑ WEALTH MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	1,768%
18	INTERNATIONAL A.E.Δ.A.K	1,660%
19	T.T. ΕΛΤΑ A.E.Δ.A.K	1,596%

20	ALPHA TRUST A.E.Δ.A.K	1,488%
21	T FUNDS A.E.Δ.A.K	1,055%

### Πίνακας 6.13

Ετήσια Απόδοση Α.Ε.Δ.Α.Κ. για το 2010

2010		
A/A	A.E.Δ.A.K.	Ετήσια Απόδοση A.E.Δ.A.K.
1	Τ.Τ. ΕΛΤΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ	-2,349%
2	Eurobank EFG Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ	-2,584%
3	PROBANK Α.Ε.Δ.Α.Κ	-2,615%
4	ΑΤΕ Α.Ε.Δ.Α.Κ	-2,700%
5	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-2,761%
6	ALLIANTZ Α.Ε.Δ.Α.Κ	-2,820%
7	PROTON Α.Ε.Δ.Α.Κ	-2,856%
8	ΑΤΤΙΚΑ WEALTH MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-2,934%
9	ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ	-3,008%
10	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-3,107%
11	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-3,234%
12	AMUNDI ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ	-3,315%
13	INTERNATIONAL Α.Ε.Δ.Α.Κ	-3,339%
14	ΕΥΤΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-3,380%
15	HSBC (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε.Δ.Α.Κ	-3,383%
16	ING Α.Ε.Δ.Α.Κ	-3,430%
17	ALPHA ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-34,60%
18	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-3,579%
19	MILLENNIUM Α.Ε.Δ.Α.Κ	-3,646%
20	MetLife Alico Α.Ε.Δ.Α.Κ	-3,686%
21	T FUNDS Α.Ε.Δ.Α.Κ	-3,882%

### Πίνακας 6.14

Ετήσια Απόδοση Α.Ε.Δ.Α.Κ. για το 2011

2011		
Α/Α	Α.Ε.Δ.Α.Κ.	Ετήσια Απόδοση Α.Ε.Δ.Α.Κ.
1	ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ	-3,316%
2	HSBC (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε.Δ.Α.Κ	-4,188%
3	Eurobank EFG Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ	-4,417%
4	ΑΤΕ Α.Ε.Δ.Α.Κ	-4,504%
5	ING Α.Ε.Δ.Α.Κ	-4,586%
6	T FUNDS Α.Ε.Δ.Α.Κ	-5,124%
7	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-5,175%
8	ΕΥΤΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-5,313%
9	ALLIANTZ Α.Ε.Δ.Α.Κ	-5,332%
10	ΑΤΤΙΚΑ WEALTH MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-5,429%
11	T.T. ΕΛΤΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ	-5,475%
12	AMUNDI ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ	-5,744%
13	PROBANK Α.Ε.Δ.Α.Κ	-5,749%
14	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-5,902%
15	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-5,968%
16	INTERNATIONAL Α.Ε.Δ.Α.Κ	-5,997%
17	MetLife Alico Α.Ε.Δ.Α.Κ	-6,090%
18	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-6,144%
19	ALPHA ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-6,249%
20	MILLENNIUM Α.Ε.Δ.Α.Κ	-6,544%
21	PROTON Α.Ε.Δ.Α.Κ	-6,785%

Ανατρέχοντάς στα δεδομένα των πινάκων κύριο συμπέρασμα που προκύπτει είναι ότι οι αποδόσεις των διαχειριστών ακολουθούν το ίδιο πρόσημο με αυτές του Γενικού Δείκτη καθώς και ότι κατά μέσο όρο κυμαίνονται στα ίδια επίπεδα με αυτόν. Αναμενόμενο αποτέλεσμα αφού τα Μετοχικά Εσωτερικού είναι συνδεδεμένα με μετοχές του Δείκτη.

Δεύτερο συμπέρασμά από τα αποτελέσματα αποτελεί το γεγονός ότι η πλειοψηφία των Α.Ε.Δ.Α.Κ. επιτυγχάνουν αποδόσεις μεγαλύτερες από τον Δείκτη ανά έτος. Εξάιρεση αποτελεί το έτος 2009 όπου μόλις τρεις διαχειριστές πετυχαίνουν απόδοση μεγαλύτερη από του Δείκτη. Αυτό αιτιολογείται από το γεγονός ότι το 65% του χαρτοφυλακίου τους επενδύει

σε μετοχές της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς τους προαφαιρεί την κατάλληλη διασπορά για να επιτύχουν τις καλύτερες επιδόσεις που παρατηρούμε.

### 6.4.3 Αξιολόγηση με βάση τον δείκτη Treynor

Η κατάταξη των επιδόσεων των διαχειριστών ως προς τον δείκτη Treynor ανά έτος για την περίοδο 2005 έως 2001 παρουσιάζεται στους πίνακες που ακολουθούν. Σύμφωνα με αυτούς όσες Α.Ε.Δ.Α.Κ. παρέχουν υψηλότερη απόδοση ανά μονάδα συστημικού κινδύνου κρίνονται ως αυτές με την καλύτερη διαχείριση. Ενώ όσες Α.Ε.Δ.Α.Κ. παρέχουν χαμηλότερη απόδοση ανά μονάδα συστημικού κινδύνου κρίνονται ως αυτές με την χειρότερη διαχείριση.

#### Πίνακας 6.15

Κατάταξη των Α.Ε.Δ.Α.Κ. με βάση τον δείκτη Treynor για το 2006.

2006		
A/A	A.Ε.Δ.Α.Κ.	TREYNOR
1	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT A.Ε.Δ.Α.Κ	1,088 %
2	ALPHA TRUST A.Ε.Δ.Α.Κ	0,934 %
3	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.Ε.Δ.Α.Κ	0,796 %
4	MILLENNIUM A.Ε.Δ.Α.Κ	0,756 %
5	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT A.Ε.Δ.Α.Κ	0,737 %
6	HSBC (ΕΛΛΑΣ) A.Ε.Δ.Α.Κ	0,669 %
7	Eurobank EFG Asset Management A.Ε.Δ.Α.Κ	0,636 %
8	PROBANK A.Ε.Δ.Α.Κ	0,611 %
9	ALPHA ASSET MANAGEMENT A.Ε.Δ.Α.Κ	0,578 %
10	PROTON A.Ε.Δ.Α.Κ	0,553 %
11	MetLife Alico A.Ε.Δ.Α.Κ	0,548 %
12	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT A.Ε.Δ.Α.Κ	0,544 %
13	INTERNATIONAL A.Ε.Δ.Α.Κ	0,537 %
14	ΑΤΤΙΚΑ WEALTH MANAGEMENT A.Ε.Δ.Α.Κ	0,536 %
15	ΑΤΕ A.Ε.Δ.Α.Κ	0,534 %
16	AMUNDI ΕΛΛΑΣ A.Ε.Δ.Α.Κ	0,531 %
17	ING A.Ε.Δ.Α.Κ	0,454 %
18	T FUNDS A.Ε.Δ.Α.Κ	0,440 %
19	ΕΥΤΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT A.Ε.Δ.Α.Κ	0,253 %
20	ALLIANTZ A.Ε.Δ.Α.Κ	-1,553 %



21	T.T. ΕΛΤΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ	
----	---------------------	--

### Πίνακας 6.16

Κατάταξη των Α.Ε.Δ.Α.Κ. με βάση τον δείκτη Treynor για το 2007.

2007		
A/A	Α.Ε.Δ.Α.Κ.	TREYNOR
1	HSBC (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,742 %
2	ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,723 %
3	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,564 %
4	ALPHA ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,553 %
5	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,549 %
6	AMUNDI ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,453 %
7	MetLife Alico Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,452 %
8	INTERNATIONAL Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,433 %
9	PROBANK Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,432 %
10	MILLENNIUM Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,418 %
11	Eurobank EFG Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,399 %
12	ALLIANTZ Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,398 %
13	T FUNDS Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,367 %
14	ΑΤΕ Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,362 %
15	ΕΥΤΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,347 %
16	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,337 %
17	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,335 %
18	ING Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,327 %
19	ΑΤΤΙΚΑ WEALTH MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,305 %
20	PROTON Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,177 %
21	T.T. ΕΛΤΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ	

### Πίνακας 6.17

Κατάταξη των Α.Ε.Δ.Α.Κ. με βάση τον δείκτη Treynor για το 2008.

2008		
A/A	Α.Ε.Δ.Α.Κ.	TREYNOR
1	HSBC (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,253 %
2	ΑΤΤΙΚΑ WEALTH MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,768 %
3	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,795 %
4	ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,806 %

5	AMUNDI ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,855 %
6	MILLENNIUM Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,877 %
7	PROTON Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,883 %
8	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,888 %
9	INTERNATIONAL Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,911 %
10	PROBANK Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,920 %
11	ALLIANTZ Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,924 %
12	ΑΤΕ Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,934 %
13	ING Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,949 %
14	T FUNDS Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,960 %
15	ALPHA ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,973 %
16	MetLife Alico Α.Ε.Δ.Α.Κ	-1,006 %
17	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-1,029 %
18	T.T. ΕΛΤΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ	-1,049 %
19	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-1,053 %
20	Eurobank EFG Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ	-1,280 %
21	ΕΥΤΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-2,908 %

### Πίνακας 6.18

Κατάταξη των Α.Ε.Δ.Α.Κ. με βάση τον δείκτη Treynor για το 2009.

2009		
A/A	Α.Ε.Δ.Α.Κ.	TREYNOR
1	MetLife Alico Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,519 %
2	ΑΤΕ Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,413 %
3	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,385 %
4	ALPHA ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,354 %
5	PROTON Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,331 %
6	HSBC (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,305 %
7	ALLIANTZ Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,299 %
8	Eurobank EFG Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,285 %
9	PROBANK Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,264 %
10	ING Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,257 %
11	ΕΥΤΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,207 %
12	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,205 %
13	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,075 %
14	AMUNDI ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,062 %
15	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	1,000 %

16	MILLENNIUM A.E.Δ.A.K	0,909 %
17	INTERNATIONAL A.E.Δ.A.K	0,824 %
18	T.T. ΕΛΤΑ A.E.Δ.A.K	0,776 %
19	ATTICA WEALTH MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	0,547 %
20	T FUNDS A.E.Δ.A.K	0,472 %
21	ALPHA TRUST A.E.Δ.A.K	0,307 %

### Πίνακας 6.19

Κατάταξη των Α.Ε.Δ.Α.Κ. με βάση τον δείκτη Treynor για το 2010.

2010		
A/A	A.E.Δ.A.K.	TREYNOR
1	ALPHA TRUST A.E.Δ.A.K	-0,827 %
2	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	-1,040 %
3	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	-1,275 %
4	PROBANK A.E.Δ.A.K	-1,415 %
5	ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	-1,502 %
6	ΕΥΤΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	-1,643 %
7	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	-1,655 %
8	ING A.E.Δ.A.K	-1,688 %
9	AMUNDI ΕΛΛΑΣ A.E.Δ.A.K	-1,729 %
10	ΑΤΕ A.E.Δ.A.K	-1,749 %
11	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	-1,752 %
12	MetLife Alico A.E.Δ.A.K	-1,758 %
13	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	-1,804 %
14	ALLIANTZ A.E.Δ.A.K	-1,825 %
15	PROTON A.E.Δ.A.K	-1,890 %
16	INTERNATIONAL A.E.Δ.A.K	-2,062 %
17	ATTICA WEALTH MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	-2,135 %
18	MILLENNIUM A.E.Δ.A.K	-2,421 %
19	T.T. ΕΛΤΑ A.E.Δ.A.K	-2,597 %
20	T FUNDS A.E.Δ.A.K	-2,598 %
21	HSBC (ΕΛΛΑΣ) A.E.Δ.A.K	-4,333 %

**Πίνακας 6.20**

Κατάταξη των Α.Ε.Δ.Α.Κ. με βάση τον δείκτη Treynor για το 2011.

2011		
A/A	Α.Ε.Δ.Α.Κ.	TREYNOR
1	ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,523 %
2	ATTICA WEALTH MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,526 %
3	ING Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,552 %
4	HSBC (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,586 %
5	ΑΤΕ Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,614 %
6	T FUNDS Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,630 %
7	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,655 %
8	MetLife Alico Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,670 %
9	ΕΥΤΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,679 %
10	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,699 %
11	AMUNDI ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,700 %
12	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,712 %
13	ALPHA ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,721 %
14	Eurobank EFG Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,743 %
15	ALLIANTZ Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,758 %
16	INTERNATIONAL Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,763 %
17	MILLENNIUM Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,800 %
18	PROBANK Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,802 %
19	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,814 %
20	T.T. ΕΛΤΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,846 %
21	PROTON Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,846 %

**Πίνακας 6.21**

Συνολική κατάταξη των Α.Ε.Δ.Α.Κ. με βάση τον δείκτη Treynor για την περίοδο 2005 έως 2011.

A/A	Α.Ε.Δ.Α.Κ.	ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΑΝΑ ΕΤΟΣ						ΣΥΝΟΛΟ
		2006	2007	2008	2009	2010	2011	
1	ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ	2	2	4	21	1	1	31
2	HSBC (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε.Δ.Α.Κ	6	1	1	6	21	4	39
3	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	3	3	17	3	2	12	40
4	MARFIN GLOBAL ASSET	1	5	8	12	11	10	47

	MANAGEMENT A.E.Δ.A.K							
5	ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	9	4	15	4	5	13	50
6	MetLife Alico A.E.Δ.A.K	11	7	16	1	12	8	55
7	PROBANK A.E.Δ.A.K	8	9	10	9	4	18	58
8	ATE A.E.Δ.A.K	15	14	12	2	10	5	58
9	AMUNDI ΕΛΛΑΣ A.E.Δ.A.K	16	6	5	14	9	11	61
10	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	7	11	20	8	3	14	63
11	ING A.E.Δ.A.K	17	18	13	10	8	3	69
12	MILLENNIUM A.E.Δ.A.K	4	10	6	16	18	17	71
13	ATTICA WEALTH MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	14	19	2	19	17	2	73
14	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	12	17	3	15	7	19	73
15	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	5	16	19	13	13	7	73
16	PROTON A.E.Δ.A.K	10	20	7	5	15	21	78
17	ALLIANTZ A.E.Δ.A.K	20	12	11	7	14	15	79
18	INTERNATIONAL A.E.Δ.A.K	13	8	9	17	16	16	79
19	ΕΥΤΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	19	15	21	11	6	9	81
20	T FUNDS A.E.Δ.A.K	18	13	14	20	20	6	91
21	T.T. ΕΛΤΑ A.E.Δ.A.K	21	21	18	18	19	20	117

Στην συνολική κατάταξη των επιδόσεων των Α.Ε.Δ.Α.Κ την πρώτη πεντάδα συμπληρώνουν κατά σειρά οι εξής: ALPHA TRUST A.E.Δ.A.K, HSBC (ΕΛΛΑΣ) A.E.Δ.A.K, ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K, MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K και ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K.

Επισημαίνουμε ότι ο δείκτης Treynor δεν προσδιορίζει κατά πόσο ήταν επιτυχημένη η διαχείριση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Η χρησιμότητα του περιορίζεται στην σύγκριση μεταξύ των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και κατά επέκταση των Α.Ε.Δ.Α.Κ.

#### 6.4.4 Αξιολόγηση με βάση τον δείκτη Sharpe

Η κατάταξη των επιδόσεων των διαχειριστών ως προς τον δείκτη Sharpe ανά έτος για την περίοδο 2005 έως 2001 παρουσιάζεται στους πίνακες που ακολουθούν. Σύμφωνα με αυτούς όσα Αμοιβαία Κεφάλαια παρέχουν υψηλότερη απόδοση ανά μονάδα συνολικού κινδύνου κρίνονται ως αυτές με την καλύτερη διαχείριση. Ενώ όσα Αμοιβαία Κεφάλαια παρέχουν χαμηλότερη απόδοση ανά μονάδα συνολικού κινδύνου κρίνονται ως αυτές με την χειρότερη διαχείριση.

#### Πίνακας 6.22

Κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάση τον δείκτη Sharpe για το 2006.

2006			
A/A	A.E.Δ.A.K.	Αμοιβαία Κεφάλαια	SHARPE
1	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	MARFIN Ελληνικό Μετοχικό	0,286
2	MILLENNIUM A.E.Δ.A.K	Millennium Mid Cap Μετοχικό Εσωτερικού	0,267
3	ALPHA TRUST A.E.Δ.A.K	ALPHA TRUST Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού	0,265
4	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού	0,255
5	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΔΗΛΟΣ Small Cap (Μετοχικό Εσωτ.)	0,242
6	MetLife Alico A.E.Δ.A.K	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης	0,231
7	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ Δυναμικών Επιχειρήσεων Μετοχικό Εσωτερικού	0,231
8	ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού	0,228
9	HSBC (ΕΛΛΑΣ) A.E.Δ.A.K	HSBC Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	0,221
10	ALPHA TRUST A.E.Δ.A.K	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Μετοχικό Εσωτερικού	0,216
11	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	MARFIN ΟΛΥΜΠΙΑ Ελληνικό Μετοχικό	0,209
12	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΔΗΛΟΣ Top-30 (Μετοχικό Εσωτερικού)	0,199

13	INTERNATIONAL A.E.Δ.A.K	INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών Μετοχικό Εσωτερικού	0,192
14	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	0,190
15	PROTON A.E.Δ.A.K	PROTON Μετοχικό Εσωτερικού	0,174
16	ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ALPHA Blue Chips ΑΚ Μετοχικό Εσωτερικού	0,174
17	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	EUROBANK ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ Μετοχικό Εσωτερικού	0,174
18	PROTON A.E.Δ.A.K	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ ΑΚ Μετοχικό Εσωτερικού	0,171
19	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Μετοχικό Εσωτερικού	0,168
20	PROBANK A.E.Δ.A.K	PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού	0,166
21	AMUNDI ΕΛΛΑΣ A.E.Δ.A.K	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχικό Εσωτερικού	0,164
22	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	0,161
23	ΑΤΕ A.E.Δ.A.K	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ (ΜΕΣΑΙΑΣ & ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛ.) ΕΣΩΤ.	0,158
24	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ Μετοχικό Εσωτερικού	0,157
25	T FUNDS A.E.Δ.A.K	ΑΑΑΒ Α.Κ. Επιλεγμένων Μετοχών Εσωτερικού	0,156
26	ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ALPHA Athens Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού	0,156
27	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	0,153
28	MILLENNIUM A.E.Δ.A.K	Millennium Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	0,150
29	ΑΤΤΙΚΑ WEALTH MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού	0,150
30	MetLife Alico A.E.Δ.A.K	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού	0,149
31	MetLife Alico A.E.Δ.A.K	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού FTSE 20 Index Fund	0,148
32	MetLife Alico A.E.Δ.A.K	Ελληνικό Μετοχικό Μεγάλης & Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης	0,147

33	INTERNATIONAL A.E.Δ.A.K	INTERNATIONAL Μετοχικό Εσωτερικού	0,143
34	ING A.E.Δ.A.K	ING AK Μετοχικό Εσωτερικού	0,140
35	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	EUROBANK Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού	0,127
36	ATE A.E.Δ.A.K	ATE ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,122
37	T.T. ΕΛΤΑ A.E.Δ.A.K	T.T. - ΕΛΤΑ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,414
38	ALLIANTZ A.E.Δ.A.K	ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	-0,417
39	ALLIANTZ A.E.Δ.A.K	ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	-0,569
40	ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ALPHA ETF FTSE Athex 20 Μετοχικό Εσωτερικού	
41	ALPHA TRUST A.E.Δ.A.K	ALPHA TRUST New Strategy Μετοχικό Εσωτερικού	
42	ATTICA WEALTH MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	Attica Marathon Μετοχικό Εσωτερικού	
43	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	EUROBANK EFG (LF) EQUITY-GREEK EQUITIES	
44	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	EUROBANK EFG (LF) EQUITY- INSTITUTIONAL PORTOFOLIOS	
45	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	EUROBANK EFG (LF) EQUITY - FLEXI STYLE GREECE FUND	
46	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	EUROBANK EFG I (LF) EQUITY - FLEXI STYLE GREECE FUND	
47	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	NBG INTERNATIONAL FUNDS SICAV_HELLENIC ALLSTARS_A	
48	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	NBG INTERNATIONAL FUNDS SICAV_HELLENIC ALLSTARS_B	
49	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	NBGAM ETF Γενικός Δείκτης Χ.Α. - Μετοχικό Εσωτερικού	



### Πίνακας 6.23

Κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάση τον δείκτη Sharpe για το 2007.

2007			
A/A	A.E.Δ.A.K.	Αμοιβαία Κεφάλαια	SHARPE
1	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	MARFIN Ελληνικό Μετοχικό	0,202
2	ALPHA TRUST A.E.Δ.A.K	ALPHA TRUST Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού	0,198
3	HSBC (ΕΛΛΑΣ) A.E.Δ.A.K	HSBC Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	0,197
4	ALPHA TRUST A.E.Δ.A.K	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Μετοχικό Εσωτερικού	0,171
5	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΔΗΛΟΣ Small Cap (Μετοχικό Εσωτ.)	0,171
6	MetLife Alico A.E.Δ.A.K	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης	0,166
7	ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ALPHA Blue Chips AK Μετοχικό Εσωτερικού	0,150
8	INTERNATIONAL A.E.Δ.A.K	INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών Μετοχικό Εσωτερικού	0,144
9	ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ALPHA Athens Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού	0,140
10	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΠΕΙΡΑΙΩΣ AK Δυναμικών Επιχειρήσεων Μετοχικό Εσωτερικού	0,132
11	AMUNDI ΕΛΛΑΣ A.E.Δ.A.K	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχικό Εσωτερικού	0,129
12	MILLENNIUM A.E.Δ.A.K	Millennium Mid Cap Μετοχικό Εσωτερικού	0,126
13	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΔΗΛΟΣ Top-30 (Μετοχικό Εσωτερικού)	0,123
14	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	0,122
15	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού	0,121
16	MetLife Alico A.E.Δ.A.K	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού	0,121
17	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	MARFIN ΟΛΥΜΠΙΑ Ελληνικό Μετοχικό	0,120
18	PROBANK A.E.Δ.A.K	PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού	0,120

19	ALLIANTZ A.E.Δ.A.K	ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	0,118
20	MetLife Alico A.E.Δ.A.K	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού FTSE 20 Index Fund	0,114
21	ING A.E.Δ.A.K	ING AK Μετοχικό Εσωτερικού	0,114
22	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	0,113
23	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	EUROBANK ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ Μετοχικό Εσωτερικού	0,111
24	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	EUROBANK Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού	0,099
25	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Μετοχικό Εσωτερικού	0,099
26	MILLENNIUM A.E.Δ.A.K	Millennium Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	0,098
27	T FUNDS A.E.Δ.A.K	ΑΑΑΒ Α.Κ. Επιλεγμένων Μετοχών Εσωτερικού	0,098
28	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	0,097
29	ALLIANTZ A.E.Δ.A.K	ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	0,094
30	MetLife Alico A.E.Δ.A.K	Ελληνικό Μετοχικό Μεγάλης & Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης	0,091
31	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ Μετοχικό Εσωτερικού	0,091
32	ΑΤΕ Α.Ε.Δ.Α.Κ	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ (ΜΕΣΑΙΑΣ & ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛ.) ΕΣΩΤ.	0,090
33	INTERNATIONAL A.E.Δ.A.K	INTERNATIONAL Μετοχικό Εσωτερικού	0,088
34	ΑΤΤΙΚΑ WEALTH MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού	0,085
35	ΑΤΕ Α.Ε.Δ.Α.Κ	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,083
36	PROTON A.E.Δ.A.K	PROTON Μετοχικό Εσωτερικού	0,057
37	PROTON A.E.Δ.A.K	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ ΑΚ Μετοχικό Εσωτερικού	0,047
38	ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού	
39	ALPHA ASSET	ALPHA ETF FTSE Athex 20 Μετοχικό	

	MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	Εσωτερικού	
40	ALPHA TRUST A.E.Δ.A.K	ALPHA TRUST New Strategy Μετοχικό Εσωτερικού	
41	ATTICA WEALTH MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	Attica Marathon Μετοχικό Εσωτερικού	
42	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	EUROBANK EFG (LF) EQUITY-GREEK EQUITIES	
43	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	EUROBANK EFG (LF) EQUITY-INSTITUTIONAL PORTOFOLIOS	
44	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	EUROBANK EFG (LF) EQUITY - FLEXI STYLE GREECE FUND	
45	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	EUROBANK EFG I (LF) EQUITY - FLEXI STYLE GREECE FUND	
46	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	NBG INTERNATIONAL FUNDS SICAV_HELLENIC ALLSTARS_A	
47	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	NBG INTERNATIONAL FUNDS SICAV_HELLENIC ALLSTARS_B	
48	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	NBGAM ETF Γενικός Δείκτης Χ.Α. - Μετοχικό Εσωτερικού	
49	T.T. ΕΛΤΑ A.E.Δ.A.K	T.T. - ΕΛΤΑ Μετοχικό Εσωτερικού	

### Πίνακας 6.24

Κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάση τον δείκτη Sharpe για το 2008.

2008			
A/A	A.E.Δ.A.K.	Αμοιβαία Κεφάλαια	SHARPE
1	MetLife Alico A.E.Δ.A.K	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού FTSE 20 Index Fund	-0,361
2	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	EUROBANK EFG (LF) EQUITY-GREEK EQUITIES	-0,366
3	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	EUROBANK Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού	-0,370
4	ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού	-0,372
5	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	-0,373

	A.E.Δ.A.K		
6	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	MARFIN ΟΛΥΜΠΙΑ Ελληνικό Μετοχικό	-0,374
7	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	EUROBANK EFG (LF) EQUITY-INSTITUTIONAL PORTOFOLIOS	-0,395
8	MILLENNIUM A.E.Δ.A.K	Millennium Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	-0,398
9	HSBC (ΕΛΛΑΣ) A.E.Δ.A.K	HSBC Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	-0,401
10	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	EUROBANK ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,403
11	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,406
12	ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ALPHA Athens Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού	-0,406
13	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΔΗΛΟΣ Top-30 (Μετοχικό Εσωτερικού)	-0,408
14	PROBANK A.E.Δ.A.K	PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,410
15	PROTON A.E.Δ.A.K	PROTON Μετοχικό Εσωτερικού	-0,410
16	MetLife Alico A.E.Δ.A.K	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού	-0,411
17	PROTON A.E.Δ.A.K	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ ΑΚ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,413
18	MetLife Alico A.E.Δ.A.K	Ελληνικό Μετοχικό Μεγάλης & Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης	-0,414
19	T.T. ΕΛΤΑ A.E.Δ.A.K	T.T. - ΕΛΤΑ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,414
20	ΑΤΕ A.E.Δ.A.K	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,417
21	ALPHA TRUST A.E.Δ.A.K	ALPHA TRUST Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού	-0,420
22	ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ALPHA Blue Chips ΑΚ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,421
23	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	NBG INTERNATIONAL FUNDS SICAV_HELLENIC ALLSTARS_B	-0,428
24	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	NBG INTERNATIONAL FUNDS SICAV_HELLENIC ALLSTARS_A	-0,428
25	ΑΤΤΙΚΑ WEALTH MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,428
26	ING A.E.Δ.A.K	ING ΑΚ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,429

27	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ	ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Μετοχικό Εσωτερικού	-0,431
28	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ	MARFIN Ελληνικό Μετοχικό	-0,433
29	AMUNDI ΕΛΛΑΣ A.E.Δ.Α.Κ	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,437
30	T FUNDS A.E.Δ.Α.Κ	ΑΑΑΒ Α.Κ. Επιλεγμένων Μετοχών Εσωτερικού	-0,443
31	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.Α.Κ	INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	-0,447
32	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ	ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	-0,455
33	ALPHA TRUST A.E.Δ.Α.Κ	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,464
34	ALLIANTZ A.E.Δ.Α.Κ	ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	-0,465
35	ALLIANTZ A.E.Δ.Α.Κ	ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	-0,473
36	INTERNATIONAL A.E.Δ.Α.Κ	INTERNATIONAL Μετοχικό Εσωτερικού	-0,479
37	MILLENNIUM A.E.Δ.Α.Κ	Millennium Mid Cap Μετοχικό Εσωτερικού	-0,482
38	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ Δυναμικών Επιχειρήσεων Μετοχικό Εσωτερικού	-0,491
39	INTERNATIONAL A.E.Δ.Α.Κ	INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών Μετοχικό Εσωτερικού	-0,503
40	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.Α.Κ	INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού	-0,505
41	ΑΤΕ A.E.Δ.Α.Κ	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ (ΜΕΣΑΙΑΣ & ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛ.) ΕΣΩΤ.	-0,506
42	MetLife Alico A.E.Δ.Α.Κ	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης	-0,511
43	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ	ΔΗΛΟΣ Small Cap (Μετοχικό Εσωτ.)	-0,545
44	ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ	ALPHA ETF FTSE Athex 20 Μετοχικό Εσωτερικού	
45	ALPHA TRUST A.E.Δ.Α.Κ	ALPHA TRUST New Strategy Μετοχικό Εσωτερικού	
46	ΑΤΤΙΚΑ WEALTH MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ	Attica Marathon Μετοχικό Εσωτερικού	

47	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	EUROBANK EFG (LF) EQUITY - FLEXI STYLE GREECE FUND	
48	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	EUROBANK EFG I (LF) EQUITY - FLEXI STYLE GREECE FUND	
49	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	NBGAM ETF Γενικός Δείκτης Χ.Α. - Μετοχικό Εσωτερικού	

## Πίνακας 6.25

Κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάση τον δείκτη Sharpe για το 2009.

2009			
A/A	A.E.Δ.A.K.	Αμοιβαία Κεφάλαια	SHARPE
1	MetLife Alico A.E.Δ.A.K	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης	0,173
2	MILLENNIUM A.E.Δ.A.K	Millennium Mid Cap Μετοχικό Εσωτερικού	0,164
3	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού	0,158
4	ATE A.E.Δ.A.K	ATE ΜΕΤΟΧΙΚΟ (ΜΕΣΑΙΑΣ & ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛ.) ΕΣΩΤ.	0,157
5	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	MARFIN Ελληνικό Μετοχικό	0,154
6	MetLife Alico A.E.Δ.A.K	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού	0,146
7	MetLife Alico A.E.Δ.A.K	Ελληνικό Μετοχικό Μεγάλης & Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης	0,145
8	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΔΗΛΟΣ Top-30 (Μετοχικό Εσωτερικού)	0,140
9	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ Δυναμικών Επιχειρήσεων Μετοχικό Εσωτερικού	0,138
10	ATTICA WEALTH MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	Attica Marathon Μετοχικό Εσωτερικού	0,136
11	ALLIANTZ A.E.Δ.A.K	ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	0,135
12	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΔΗΛΟΣ Small Cap (Μετοχικό Εσωτ.)	0,134
13	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	0,126
14	HSBC (ΕΛΛΑΣ) A.E.Δ.A.K	HSBC Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	0,122

15	ALPHA TRUST A.E.Δ.A.K	ALPHA TRUST Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού	0,121
16	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	EUROBANK EFG (LF) EQUITY-INSTITUTIONAL PORTOFOLIOS	0,121
17	PROTON A.E.Δ.A.K	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ ΑΚ Μετοχικό Εσωτερικού	0,120
18	ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού	0,118
19	PROBANK A.E.Δ.A.K	PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού	0,118
20	ING A.E.Δ.A.K	ING ΑΚ Μετοχικό Εσωτερικού	0,118
21	ALLIANTZ A.E.Δ.A.K	ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	0,117
22	PROTON A.E.Δ.A.K	PROTON Μετοχικό Εσωτερικού	0,117
23	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	EUROBANK ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ Μετοχικό Εσωτερικού	0,114
24	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	0,114
25	ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ALPHA Blue Chips ΑΚ Μετοχικό Εσωτερικού	0,112
26	ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ALPHA Athens Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού	0,112
27	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Μετοχικό Εσωτερικού	0,111
28	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	0,106
29	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	MARFIN ΟΛΥΜΠΙΑ Ελληνικό Μετοχικό	0,106
30	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	NBG INTERNATIONAL FUNDS SICAV_HELLENIC ALLSTARS_B	0,103
31	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	NBG INTERNATIONAL FUNDS SICAV_HELLENIC ALLSTARS_A	0,103
32	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ Μετοχικό Εσωτερικού	0,100
33	MetLife Alico A.E.Δ.A.K	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού FTSE 20 Index Fund	0,099
34	ΑΤΕ A.E.Δ.A.K	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,098

35	AMUNDI ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχικό Εσωτερικού	0,093
36	ATTICA WEALTH MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού	0,092
37	Τ.Τ. ΕΛΤΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ	Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Μετοχικό Εσωτερικού	0,090
38	ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ	ALPHA TRUST New Strategy Μετοχικό Εσωτερικού	0,087
39	ALPHA ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	ALPHA ETF FTSE Athex 20 Μετοχικό Εσωτερικού	0,087
40	INTERNATIONAL Α.Ε.Δ.Α.Κ	INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών Μετοχικό Εσωτερικού	0,084
41	INTERNATIONAL Α.Ε.Δ.Α.Κ	INTERNATIONAL Μετοχικό Εσωτερικού	0,080
42	Eurobank EFG Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ	EUROBANK Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού	0,077
43	ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Μετοχικό Εσωτερικού	0,068
44	Eurobank EFG Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ	EUROBANK EFG (LF) EQUITY-GREEK EQUITIES	0,058
45	MILLENNIUM Α.Ε.Δ.Α.Κ	Millennium Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	0,050
46	T FUNDS Α.Ε.Δ.Α.Κ	AAAB Α.Κ. Επιλεγμένων Μετοχών Εσωτερικού	0,047
47	Eurobank EFG Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ	EUROBANK EFG (LF) EQUITY - FLEXI STYLE GREECE FUND	
48	Eurobank EFG Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ	EUROBANK EFG I (LF) EQUITY - FLEXI STYLE GREECE FUND	
49	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	NBGAM ETF Γενικός Δείκτης Χ.Α. - Μετοχικό Εσωτερικού	

### Πίνακας 6.26

Κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάση τον δείκτη Sharpe για το 2010.

2010			
A/A	A.Ε.Δ.Α.Κ.	Αμοιβαία Κεφάλαια	SHARPE
1	Eurobank EFG Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ	EUROBANK EFG I (LF) EQUITY - FLEXI STYLE GREECE FUND	-0,133



2	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	EUROBANK EFG (LF) EQUITY - FLEXI STYLE GREECE FUND	-0,138
3	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΔΗΛΟΣ Top-30 (Μετοχικό Εσωτερικού)	-0,153
4	PROTON A.E.Δ.A.K	PROTON Μετοχικό Εσωτερικού	-0,169
5	T.T. ΕΛΤΑ A.E.Δ.A.K	T.T. - ΕΛΤΑ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,169
6	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	EUROBANK EFG (LF) EQUITY-INSTITUTIONAL PORTOFOLIOS	-0,170
7	MILLENNIUM A.E.Δ.A.K	Millennium Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	-0,173
8	MetLife Alico A.E.Δ.A.K	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού FTSE 20 Index Fund	-0,173
9	MetLife Alico A.E.Δ.A.K	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού	-0,175
10	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	EUROBANK EFG (LF) EQUITY-GREEK EQUITIES	-0,175
11	PROBANK A.E.Δ.A.K	PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,177
12	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	EUROBANK ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,177
13	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	NBGAM ETF Γενικός Δείκτης Χ.Α. - Μετοχικό Εσωτερικού	-0,178
14	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,179
15	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	EUROBANK Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού	-0,179
16	MetLife Alico A.E.Δ.A.K	Ελληνικό Μετοχικό Μεγάλης & Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης	-0,179
17	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	-0,180
18	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	NBG INTERNATIONAL FUNDS SICAV_HELLENIC ALLSTARS_B	-0,181
19	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	NBG INTERNATIONAL FUNDS SICAV_HELLENIC ALLSTARS_A	-0,181
20	PROTON A.E.Δ.A.K	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ ΑΚ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,182
21	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Μετοχικό Εσωτερικού	-0,182

22	ALLIANTZ A.E.Δ.A.K	ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	-0,188
23	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	-0,188
24	ATE A.E.Δ.A.K	ATE ΜΕΤΟΧΙΚΟ (ΜΕΣΑΙΑΣ & ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛ.) ΕΣΩΤ.	-0,189
25	ATE A.E.Δ.A.K	ATE ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,191
26	INTERNATIONAL A.E.Δ.A.K	INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών Μετοχικό Εσωτερικού	-0,191
27	ALLIANTZ A.E.Δ.A.K	ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	-0,193
28	ING A.E.Δ.A.K	ING ΑΚ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,193
29	AMUNDI ΕΛΛΑΣ A.E.Δ.A.K	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,193
30	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	-0,200
31	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	MARFIN Ελληνικό Μετοχικό	-0,203
32	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΔΗΛΟΣ Small Cap (Μετοχικό Εσωτ.)	-0,208
33	INTERNATIONAL A.E.Δ.A.K	INTERNATIONAL Μετοχικό Εσωτερικού	-0,212
34	HSBC (ΕΛΛΑΣ) A.E.Δ.A.K	HSBC Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	-0,213
35	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού	-0,214
36	T FUNDS A.E.Δ.A.K	ΑΑΑΒ Α.Κ. Επιλεγμένων Μετοχών Εσωτερικού	-0,220
37	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	MARFIN ΟΛΥΜΠΙΑ Ελληνικό Μετοχικό	-0,222
38	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ Δυναμικών Επιχειρήσεων Μετοχικό Εσωτερικού	-0,234
39	MetLife Alico A.E.Δ.A.K	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης	-0,236
40	ALPHA TRUST A.E.Δ.A.K	ALPHA TRUST New Strategy Μετοχικό Εσωτερικού	-0,239
41	MILLENNIUM A.E.Δ.A.K	Millennium Mid Cap Μετοχικό Εσωτερικού	-0,259

42	ALPHA TRUST A.E.Δ.A.K	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,275
43	ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού	-0,283
44	ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ALPHA Athens Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού	-0,287
45	ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ALPHA Blue Chips ΑΚ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,291
46	ATTICA WEALTH MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	Attica Marathon Μετοχικό Εσωτερικού	-0,298
47	ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ALPHA ETF FTSE Athex 20 Μετοχικό Εσωτερικού	-0,299
48	ALPHA TRUST A.E.Δ.A.K	ALPHA TRUST Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού	-0,306
49	ATTICA WEALTH MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,311

### Πίνακας 6.27

Κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάση τον δείκτη Sharpe για το 2011.

2011			
A/A	A.E.Δ.A.K.	Αμοιβαία Κεφάλαια	SHARPE
1	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	EUROBANK EFG (LF) EQUITY - FLEXI STYLE GREECE FUND	0,033
2	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	EUROBANK EFG I (LF) EQUITY - FLEXI STYLE GREECE FUND	0,032
3	ALPHA TRUST A.E.Δ.A.K	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,023
4	ALPHA TRUST A.E.Δ.A.K	ALPHA TRUST Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού	-0,025
5	ALPHA TRUST A.E.Δ.A.K	ALPHA TRUST New Strategy Μετοχικό Εσωτερικού	-0,033
6	ATE A.E.Δ.A.K	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ (ΜΕΣΑΙΑΣ & ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛ.) ΕΣΩΤ.	-0,224
7	MetLife Alico A.E.Δ.A.K	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης	-0,260
8	HSBC (ΕΛΛΑΣ) A.E.Δ.A.K	HSBC Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	-0,278

9	MetLife Alico A.E.Δ.A.K	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού	-0,278
10	MetLife Alico A.E.Δ.A.K	Ελληνικό Μετοχικό Μεγάλης & Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης	-0,280
11	MetLife Alico A.E.Δ.A.K	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού FTSE 20 Index Fund	-0,282
12	ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού	-0,283
13	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	EUROBANK ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,286
14	ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ALPHA Athens Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού	-0,287
15	ING A.E.Δ.A.K	ING ΑΚ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,287
16	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	EUROBANK EFG (LF) EQUITY-INSTITUTIONAL PORTOFOLIOS	-0,288
17	MILLENNIUM A.E.Δ.A.K	Millennium Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	-0,288
18	INTERNATIONAL A.E.Δ.A.K	INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών Μετοχικό Εσωτερικού	-0,289
19	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	-0,290
20	ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ALPHA Blue Chips ΑΚ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,291
21	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	MARFIN ΟΛΥΜΠΙΑ Ελληνικό Μετοχικό	-0,292
22	ALLIANTZ A.E.Δ.A.K	ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	-0,296
23	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,297
24	ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ALPHA ETF FTSE Athex 20 Μετοχικό Εσωτερικού	-0,299
25	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	NBG INTERNATIONAL FUNDS SICAV_HELLENIC ALLSTARS_B	-0,300
26	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	NBG INTERNATIONAL FUNDS SICAV_HELLENIC ALLSTARS_A	-0,300
27	T FUNDS A.E.Δ.A.K	AAAB A.K. Επιλεγμένων Μετοχών Εσωτερικού	-0,304
28	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΔΗΛΟΣ Top-30 (Μετοχικό Εσωτερικού)	-0,305

29	PROTON A.E.Δ.A.K	PROTON Μετοχικό Εσωτερικού	-0,305
30	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	MARFIN Ελληνικό Μετοχικό	-0,306
31	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ Δυναμικών Επιχειρήσεων Μετοχικό Εσωτερικού	-0,307
32	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	-0,309
33	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	NBGAM ETF Γενικός Δείκτης Χ.Α. - Μετοχικό Εσωτερικού	-0,310
34	AMUNDI ΕΛΛΑΣ A.E.Δ.A.K	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,311
35	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Μετοχικό Εσωτερικού	-0,312
36	MILLENNIUM A.E.Δ.A.K	Millennium Mid Cap Μετοχικό Εσωτερικού	-0,312
37	PROTON A.E.Δ.A.K	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ ΑΚ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,314
38	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	EUROBANK EFG (LF) EQUITY-GREEK EQUITIES	-0,320
39	ΑΤΕ A.E.Δ.A.K	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,323
40	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	EUROBANK Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού	-0,329
41	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	-0,330
42	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΔΗΛΟΣ Small Cap (Μετοχικό Εσωτ.)	-0,331
43	ALLIANTZ A.E.Δ.A.K	ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	-0,332
44	PROBANK A.E.Δ.A.K	PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,333
45	Τ.Τ. ΕΛΤΑ A.E.Δ.A.K	Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,352
46	INTERNATIONAL A.E.Δ.A.K	INTERNATIONAL Μετοχικό Εσωτερικού	-0,354
47	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού	-0,355
48	ΑΤΤΙΚΑ WEALTH MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,428
49	ΑΤΤΙΚΑ WEALTH MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	Attica Marathon Μετοχικό Εσωτερικού	-0,549

## Πίνακας 6.28

Συνολική κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάση τον δείκτη Sharpe για την περίοδο 2005 έως 2011.

Α/Α	Α.Ε.Δ.Α.Κ.	ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΑΝΑ ΕΤΟΣ						ΣΥΝΟΛΟ
			2006	2007	2008	2009	2010	2011	
1	HSBC (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε.Δ.Α.Κ	HSBC Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	9	3	9	14	34	8	77
2	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	ΔΗΛΟΣ Top-30 (Μετοχικό Εσωτερικού)	12	13	13	8	3	28	77
3	MetLife Alico Α.Ε.Δ.Α.Κ	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού	30	16	16	6	9	9	86
4	MetLife Alico Α.Ε.Δ.Α.Κ	Ελληνικό Μετοχικό Μεγάλης & Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης	6	30	18	7	16	10	87
5	ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ	ALPHA TRUST Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού	3	2	21	15	48	4	93
6	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	MARFIN Ελληνικό Μετοχικό	1	1	28	5	31	30	96
7	Eurobank EFG Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ	EUROBANK ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ Μετοχικό Εσωτερικού	17	23	10	23	12	13	98
8	MetLife Alico Α.Ε.Δ.Α.Κ	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού FTSE 20 Index Fund	31	20	1	33	8	11	104
9	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	MARFIN ΟΛΥΜΠΙΑ Ελληνικό Μετοχικό	11	17	6	29	37	21	121
10	ALPHA ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού	8	38	4	18	43	12	123
11	ING Α.Ε.Δ.Α.Κ	ING ΑΚ Μετοχικό Εσωτερικού	34		26	20	28	15	123
12	PROBANK Α.Ε.Δ.Α.Κ	PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού	20	18	14	19	11	44	126
13	MetLife Alico Α.Ε.Δ.Α.Κ	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης	32	6	42	1	39	7	127
14	PROTON Α.Ε.Δ.Α.Κ	PROTON Μετοχικό Εσωτερικού	18	36	15	17	4	37	127
15	MILLENNIUM Α.Ε.Δ.Α.Κ	Millennium Mid Cap Μετοχικό Εσωτερικού	2	12	37	2	41	36	130
16	ΑΤΕ Α.Ε.Δ.Α.Κ	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ (ΜΕΣΑΙΑΣ & ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛ.) ΕΣΩΤ.	23	32	41	4	24	6	130
17	ALPHA ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	ALPHA Athens Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού	26	9	12	26	44	14	131
18	MILLENNIUM Α.Ε.Δ.Α.Κ	Millennium Blue Chips	28	26	8	45	7	17	131

		Μετοχικό Εσωτερικού								
19	Eurobank EFG Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ	EUROBANK EFG (LF) EQUITY-INSTITUTIONAL PORTOFOLIOS	44	43	7	16	6	16	132	
20	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	27	28	5	24	30	19	133	
21	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ Δυναμικών Επιχειρήσεων Μετοχικό Εσωτερικού	7	10	38	9	38	31	133	
22	ALPHA ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	ALPHA Blue Chips ΑΚ Μετοχικό Εσωτερικού	16	7	22	25	45	20	135	
23	ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Μετοχικό Εσωτερικού	10	4	33	43	42	3	135	
24	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ Μετοχικό Εσωτερικού	24	31	11	32	14	23	135	
25	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	ΔΗΛΟΣ Small Cap (Μετοχικό Εσωτ.)	5	5	43	12	32	42	139	
26	PROTON Α.Ε.Δ.Α.Κ	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ ΑΚ Μετοχικό Εσωτερικού	15	37	17	22	20	29	140	
27	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	14	14	32	28	23	32	143	
28	Eurobank EFG Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ	INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού	4	15	40	3	35	47	144	
29	INTERNATIONAL Α.Ε.Δ.Α.Κ	INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών Μετοχικό Εσωτερικού	13	8	39	40	26	18	144	
30	Eurobank EFG Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ	INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	22	22	31	13	17	41	146	
31	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Μετοχικό Εσωτερικού	19	25	27	27	21	35	154	
32	AMUNDI ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχικό Εσωτερικού	21	11	29	35	29	34	159	
33	Eurobank EFG Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ	EUROBANK Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού	35	24	3	42	15	40	159	
34	ALLIANTZ Α.Ε.Δ.Α.Κ	ALLIANTZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	39	19	35	11	22	43	169	
35	ALLIANTZ Α.Ε.Δ.Α.Κ	ALLIANTZ Μετοχών Εσωτερικού	38	29	34	21	27	22	171	
36	Eurobank EFG Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ	EUROBANK EFG (LF) EQUITY-GREEK EQUITIES	43	42	2	44	10	38	179	
37	Eurobank EFG Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ	EUROBANK EFG (LF) EQUITY - FLEXI STYLE GREECE FUND	45	44	47	47	2	1	186	
38	ΑΤΕ Α.Ε.Δ.Α.Κ	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	36	35	20	34	25	39	189	

39	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	EUROBANK EFG I (LF) EQUITY - FLEXI STYLE GREECE FUND	46	45	48	48	1	2	190
40	T FUNDS A.E.Δ.A.K	ΑΑΑΒ Α.Κ. Επιλεγμένων Μετοχών Εσωτερικού	25	27	30	46	36	27	191
41	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	NBG INTERNATIONAL FUNDS SICAV_HELLENIC ALLSTARS_B	48	47	23	30	18	25	191
42	T.T. ΕΛΤΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ	Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Μετοχικό Εσωτερικού	37	49	19	37	5	45	192
43	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	NBG INTERNATIONAL FUNDS SICAV_HELLENIC ALLSTARS_A	47	46	24	31	19	26	193
44	ALPHA TRUST A.E.Δ.A.K	ALPHA TRUST New Strategy Μετοχικό Εσωτερικού	41	40	45	38	40	5	209
45	ATTICA WEALTH MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού	29	34	25	36	49	48	221
46	INTERNATIONAL A.E.Δ.A.K	INTERNATIONAL Μετοχικό Εσωτερικού	33	33	36	41	33	46	222
47	ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	ALPHA ETF FTSE Athex 20 Μετοχικό Εσωτερικού	40	39	44	39	47	24	233
48	ATTICA WEALTH MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	Attica Marathon Μετοχικό Εσωτερικού	42	41	46	10	46	49	234
49	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	NBGAM ETF Γενικός Δείκτης Χ.Α. - Μετοχικό Εσωτερικού	49	48	49	49	13	33	241

Στην προκειμένη περίπτωση την πρώτη πεντάδα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με την καλύτερη διαχείριση συμπληρώνουν : HSBC Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού της HSBC (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε.Δ.Α.Κ, ΔΗΛΟΣ Top-30 (Μετοχικό Εσωτερικού) της ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ, ALICO Μετοχικό Εσωτερικού της MetLife Alico Α.Ε.Δ.Α.Κ, Ελληνικό Μετοχικό Μεγάλης & Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης της MetLife Alico Α.Ε.Δ.Α.Κ και ALPHA TRUST Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού της ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Όπως και ο δείκτης Treynor έτσι και ο δείκτης Sharpe απλώς κατατάσσει τα χαρτοφυλάκια, με βάση την υπερβάλλουσα απόδοση από το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, ανά μονάδα κινδύνου. Οπότε δεν μπορούν να εξαχθούν συμπεράσματα κατά πόσο η διαχείριση ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου ήταν επιτυχής ή όχι. Παραμένει απλώς ένα μέτρο σύγκρισης μεταξύ των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και κατά επέκταση των Α.Ε.Δ.Α.Κ.



#### 6.4.5 Αξιολόγηση με βάση τον δείκτη Jensen

Σε αντίθεση με τους άλλους δύο δείκτες ο Jensen μας πληροφορεί για την ικανότητα διαχείρισης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων από τις Α.Ε.Δ.Α.Κ.. Με βάση αυτό το κριτήριο υπολογίζεται η απόδοση που θα οφείλε να είχε ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο με βάση τον συστημικό κίνδυνο που εμπεριέχει και η οποία ονομάζεται «φυσιολογική απόδοση» (normal return). Στην συνέχεια υπολογίζεται η διαφορά της πραγματοποιηθείσας από την φυσιολογική απόδοση. Η απόδοση αυτή ονομάζεται «μη φυσιολογική απόδοση» (abnormal return). Στους πίνακες που ακολουθούν παρουσιάζεται αυτή η απόδοση των διαχειριστών για την περίοδο 2006 έως 2011.

#### Πίνακας 6.29

Κατάταξη των Α.Ε.Δ.Α.Κ. με βάση τον δείκτη Jensen για το 2006.

2006		
A/A	A.Ε.Δ.Α.Κ.	JENSEN
1	AMUNDI ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,422%
2	ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,400%
3	Eurobank EFG Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,216%
4	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,191%
5	HSBC (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,160%
6	MILLENNIUM Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,148%
7	ING Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,147%
8	ALPHA ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,145%
9	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,142%
10	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,136%
11	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,129%
12	PROBANK Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,125%
13	PROTON Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,125%
14	INTERNATIONAL Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,122%
15	MetLife Alico Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,111%
16	ΑΤΤΙΚΑ WEALTH MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,102%
17	T FUNDS Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,100%
18	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,053%
19	ΑΤΕ Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,040%
20	ALLIANTZ Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,599%

21	Τ.Τ. ΕΛΤΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ	
----	---------------------	--

### Πίνακας 6.30

Κατάταξη των Α.Ε.Δ.Α.Κ. με βάση τον δείκτη Jensen για το 2007.

2007		
A/A	Α.Ε.Δ.Α.Κ.	JENSEN
1	AMUNDI ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,315%
2	ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,299%
3	HSBC (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,152%
4	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,113%
5	ALPHA ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,110%
6	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,095%
7	MetLife Alico Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,087%
8	PROBANK Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,080%
9	INTERNATIONAL Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,080%
10	MILLENNIUM Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,079%
11	ALLIANTZ Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,071%
12	ING Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,068%
13	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,063%
14	T FUNDS Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,062%
15	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,062%
16	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,060%
17	Eurobank EFG Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,056%
18	ΑΤΕ Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,049%
19	ΑΤΤΙΚΑ WEALTH MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,046%
20	PROTON Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,014%
21	Τ.Τ. ΕΛΤΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ	

### Πίνακας 6.31

Κατάταξη των Α.Ε.Δ.Α.Κ. με βάση τον δείκτη Jensen για το 2008.

2008		
A/A	Α.Ε.Δ.Α.Κ.	JENSEN
1	ALLIANTZ Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,110%
2	ALPHA ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,020%
3	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,036%

4	ALPHA TRUST A.E.Δ.A.K	-0,066%
5	ATE A.E.Δ.A.K	-0,109%
6	AMUNDI ΕΛΛΑΣ A.E.Δ.A.K	-0,148%
7	HSBC (ΕΛΛΑΣ) A.E.Δ.A.K	-0,500%
8	MILLENNIUM A.E.Δ.A.K	-0,587%
9	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	-0,637%
10	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	-0,784%
11	MetLife Alico A.E.Δ.A.K	-0,811%
12	ATTICA WEALTH MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	-1,047%
13	T.T. ΕΛΤΑ A.E.Δ.A.K	-1,376%
14	PROTON A.E.Δ.A.K	-1,446%
15	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	-1,547%
16	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	-1,565%
17	PROBANK A.E.Δ.A.K	-1,608%
18	INTERNATIONAL A.E.Δ.A.K	-1,627%
19	T FUNDS A.E.Δ.A.K	-1,636%
20	ING A.E.Δ.A.K	-1,702%
21	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	-1,843%

### Πίνακας 6.32

Κατάταξη των Α.Ε.Δ.Α.Κ. με βάση τον δείκτη Jensen για το 2009.

2009		
A/A	Α.Ε.Δ.Α.Κ.	JENSEN
1	ALPHA TRUST A.E.Δ.A.K	0,398%
2	ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	0,328%
3	AMUNDI ΕΛΛΑΣ A.E.Δ.A.K	0,271%
4	ALLIANTZ A.E.Δ.A.K	0,181%
5	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	0,172%
6	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	0,171%
7	ATE A.E.Δ.A.K	0,149%
8	MILLENNIUM A.E.Δ.A.K	0,148%
9	MetLife Alico A.E.Δ.A.K	0,104%
10	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	0,027%
11	PROTON A.E.Δ.A.K	-0,031%
12	HSBC (ΕΛΛΑΣ) A.E.Δ.A.K	-0,031%
13	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	-0,036%

14	PROBANK Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,046%
15	ING Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,053%
16	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,059%
17	ΑΤΤΙΚΑ WEALTH MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,061%
18	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,099%
19	INTERNATIONAL Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,121%
20	Τ.Τ. ΕΛΤΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,130%
21	T FUNDS Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,173%

### Πίνακας 6.33

Κατάταξη των Α.Ε.Δ.Α.Κ. με βάση τον δείκτη Jensen για το 2010.

2010		
Α/Α	Α.Ε.Δ.Α.Κ.	JENSEN
1	ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,043%
2	Eurobank EFG Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,190%
3	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,201%
4	PROBANK Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,209%
5	AMUNDI ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,215%
6	Τ.Τ. ΕΛΤΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,224%
7	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,232%
8	ALLIANTZ Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,242%
9	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,248%
10	PROTON Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,249%
11	ΑΤΤΙΚΑ WEALTH MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,259%
12	ALPHA ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,264%
13	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,278%
14	ING Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,284%
15	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,286%
16	ΑΤΕ Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,286%
17	MetLife Alico Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,293%
18	INTERNATIONAL Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,293%
19	MILLENNIUM Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,308%
20	HSBC (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,334%
21	T FUNDS Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,354%

**Πίνακας 6.34**

Κατάταξη των Α.Ε.Δ.Α.Κ. με βάση τον δείκτη Jensen για το 2011.

2011		
A/A	Α.Ε.Δ.Α.Κ.	JENSEN
1	ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,330%
2	ING Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,147%
3	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,112%
4	MetLife Alico Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,109%
5	HSBC (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,101%
6	ΑΤΕ Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,084%
7	T FUNDS Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,076%
8	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,058%
9	MILLENNIUM Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,044%
10	ALPHA ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,035%
11	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,032%
12	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,017%
13	AMUNDI ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ	0,000%
14	Eurobank EFG Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,006%
15	INTERNATIONAL Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,037%
16	ALLIANTZ Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,043%
17	PROBANK Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,064%
18	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,074%
19	T.T. ΕΛΤΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,087%
20	ΑΤΤΙΚΑ WEALTH MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,089%
21	PROTON Α.Ε.Δ.Α.Κ	-0,108%

**Πίνακας 6.35**

Συνολική κατάταξη των Α.Ε.Δ.Α.Κ. με βάση τον δείκτη Jensen για την περίοδο 2005 έως 2011.

A/A	Α.Ε.Δ.Α.Κ.	ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΑΝΑ ΕΤΟΣ						ΣΥΝΟΛΟ
		2006	2007	2008	2009	2010	2011	
1	ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ	2	2	4	1	1	3	13
2	AMUNDI ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ	1	1	6	3	5	4	20
3	ALPHA ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	8	5	2	2	12	2	31
4	MARFIN GLOBAL ASSET	4	4	9	5	9	10	41

	MANAGEMENT A.E.Δ.A.K							
5	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	9	6	3	6	3	17	44
6	ALLIANTZ A.E.Δ.A.K	20	11	1	4	8	1	45
7	HSBC (ΕΛΛΑΣ) A.E.Δ.A.K	5	3	7	12	20	7	54
8	Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.A.K	3	17	16	13	2	6	57
9	MILLENNIUM A.E.Δ.A.K	6	10	8	8	19	12	63
10	PROBANK A.E.Δ.A.K	12	8	17	14	4	13	68
11	MetLife Alico A.E.Δ.A.K	15	7	11	9	17	11	70
12	ING A.E.Δ.A.K	7	12	20	15	14	8	76
13	ΑΤΤΙΚΑ WEALTH MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	16	19	12	17	11	5	80
14	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	10	15	10	10	15	20	80
15	ΑΤΕ A.E.Δ.A.K	19	18	5	7	16	16	81
16	PROTON A.E.Δ.A.K	13	20	14	11	10	14	82
17	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	11	16	15	18	7	19	86
18	INTERNATIONAL A.E.Δ.A.K	14	9	18	19	18	9	87
19	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K	18	13	21	16	13	18	99
20	T.T. ΕΛΤΑ A.E.Δ.A.K	21	21	13	20	6	21	102
21	T FUNDS A.E.Δ.A.K	17	14	19	21	21	15	107

Όσον αφορά την κατάταξη κατά καλύτεροι επίδοση βλέπουμε ότι την πεντάδα συμπληρώνουν: ALPHA TRUST A.E.Δ.A.K, AMUNDI ΕΛΛΑΣ A.E.Δ.A.K, ALPHA ASSET

MANAGEMENT A.E.Δ.A.K, MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K και ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K.

Σημαντική παρατήρηση είναι ότι στα αποτελέσματα ανά έτος βλέπουμε ότι οι αρνητικές τιμές ήταν λιγότερες σε σχέση με τις θετικές και αυτές αφορούσαν χρονιές ως επί το πλείστον με αρνητικό πρόσημο ως προς τις τιμές του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Οπότε μπορούμε να πούμε ότι έχουμε μια επιτυχημένη διαχείριση από την πλειονότητα των διαχειριστών.

## Κεφάλαιο 7ο

### Συμπεράσματα

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια αποτελούν ένα δυναμικό κλάδο της οικονομίας καθώς μέσω αυτών διαχειρίζονται κεφάλαια που ανέρχονται κοντά στα 20 τρισεκατομμύρια ευρώ σε παγκόσμιο επίπεδο τα οποία σε ένα μεγάλο βαθμό αφορούν ιδιώτες επενδύτες αλλά και θεσμικούς επενδυτές όπως ασφαλιστικά ταμεία και επιχειρήσεις.

Θεωρούνται από πολλούς μια συμφέρουσα μορφή επενδύσεις με ικανοποιητικές αποδόσεις, περιορισμένο κίνδυνο και δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης λόγω της ανοικτής δομής τους. Σημαντικός συντελεστής των Αμοιβαίων Κεφαλαίων αποτελούν οι διαχειριστές τους οι οποίοι από μόνοι τους ιδιαίτερα στην διεθνή αγορά αποτελούν εχέγγυο της λελογισμένης και προσοδοφόρας επένδυσης.

Στην παρούσα εργασία επιχειρήθηκε η αξιολόγηση των επιδόσεων των Ελλήνων διαχειριστών των Αμοιβαίων Κεφαλαίων δηλαδή των θεσμοθετημένων Ανώνυμων Εταιριών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.).

Για να επιτευχθεί αυτός ο στόχος επικεντρωθήκαμε σε μια συγκεκριμένη κατηγορία Αμοιβαίων Κεφαλαίων των Μετοχικών Εσωτερικού τα οποία επενδύουν στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά για την περίοδο από το 2005 έως το 2011.

Η επιλογή δεν έγινε τυχαία καθώς αποτελούν το πλέον διαχειρίσιμα από πλευράς δεδομένων είδος Αμοιβαίου Κεφαλαίου και άμεσα συγκρίσιμα όσον αφορά τις επίδοσης με τους Δείκτες του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Ως εργαλεία που θα μας εξασφάλιζαν την αποτελεσματική αξιολόγηση και σύμφωνα με τις διεθνής πρακτικές χρησιμοποιήθηκαν τα μέτρα απόδοσης που έχουν αναπτυχθεί με βάση την σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου όπως αυτά εκφράζονται από τους Δείκτες Treynor, Sharpe και Jensen.

Με την ολοκλήρωση της αξιολόγησης είμαστε σε θέση να παραθέσουμε μια σειρά από ολοκληρωμένα συμπεράσματα όσον αφορά τις επιδόσεις των διαχειριστών.

Κύριο συμπέρασμα συγκρίνοντας τα αποτελέσματα της μελέτης σε σύγκριση με τις τιμές του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών είναι ότι οι διαχειριστές στην πλειονότητα τους είχαν μια μάλλον επιτυχημένη πορεία καθώς και σε πολλές περιπτώσεις καλύτερες αποδόσεις επέτυχαν όσο και ικανοποιητική διασπορά για τα χαρτοφυλάκια τους άμα συμπεραίνουμε από τον χαμηλό συστημικό κίνδυνο που αυτά παρουσίαζαν για τα περισσότερα έτη της μελέτης.

Επόμενο συμπέρασμα αποτελεί το γεγονός ότι ορισμένες εταιρίες παραμένουν σταθερά και όχι συγκυριακά οι πιο επιτυχημένοι διαχειριστές καθώς με βάση όλα τα κριτήρια αξιολόγησης κατατάσσοντας στις πρώτες θέσεις. Οι εταιρίες που ξεχώρισαν είναι ALPHA TRUST A.E.Δ.Α.Κ ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ MetLife Alico A.E.Δ.Α.Κ HSBC (ΕΛΛΑΣ) A.E.Δ.Α.Κ Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.Α.Κ οι οποίες εκτός των διαχειρίζονται και αναλογικά τον μεγαλύτερο όγκο των Ελληνικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Ενδιαφέρον συμπέρασμα της εργασίας, αν και αναμενόμενο, είναι η μεγάλη συσχέτιση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με την πορεία της υπόλοιπης οικονομίας.

Η περίοδος κατά την οποία πραγματοποιήθηκε η μελέτη χαρακτηρίζονταν από δυο σφοδρά οικονομικά γεγονότα, την κατάρρευση της Lehman Brothers το 2008 και την κρίση Χρέους Ελλάδας κατά τα έτη 2010 και 2011 από την περίοδο μελέτης.

Αυτές οι χρονιές οι διαχειριστές παρουσιάζουν τις χειρότερες επιδόσεις, αν και σε ορισμένες περιπτώσεις πάνω από την αγορά, κάτι που καθιστά σαφές ότι δεν μπόρεσαν να αντισταθμίσουν επαρκώς τους κινδύνους που διέτρεχαν τα χαρτοφυλάκια τους.

Τέλος όπως διαφαίνεται και από τα αριθμητικά δεδομένα που παρουσιάζονται στο τρίτο κεφάλαιο και αφορούν την ελληνική αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων όσο βαθαίνει η ύφεση τόσο αυξάνονται οι εκροές κεφαλαίων από αυτά. Αυτό οφείλεται στο χαρακτηριστικό της ανοικτής δομής των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, όποτε και οι διαχειριστές οδηγούνται σε αναγκαστικές λάθος κινήσεις όπως είναι η ρευστοποίηση τίτλων που τους πρόσφεραν υψηλές αποδόσεις. Το γεγονός αυτό επιδεινώνει τις επιδόσεις τους ιδιαίτερος εν μέσω κρίσης.



Ολοκληρώνοντας μπορούμε να καταλήξουμε λέγοντας ότι ενώ οι επιδόσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και κατά επέκταση των διαχειριστών τους είναι στις περισσότερες των περιπτώσεων υψηλότερες από την αγορά, σε περιόδους ύφεσης κατακυλίζουν μαζί με την υπόλοιπη οικονομία χωρίς να μπορούν να αποτελέσουν ασφαλές καταφύγιο για τους επενδύτες.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

# Βιβλιογραφία

## Ελληνική Βιβλιογραφία

Καραθανάση Γεώργιου και Λυμπερόπουλου Γεώργιου (2002), *Αμοιβαία Κεφάλαια*, Εκδόσεις Γ. Μπένου, Αθήνα.

Κοτσαμάνης Στέφανος (1999), *Διαχείριση Χαρτοφυλακίου στη Θεωρία και στην Πράξη*, Εκδόσεις Finance Invest, Αθήνα.

Μαλλιάρη Δημήτριος (2008), *Ειδικά Θέματα Χρηματοοικονομικής : Επιλογή και Αξιολόγηση Χαρτοφυλακίου*, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής Πανεπιστημίου Πειραιά.

Μακράκης Βασίλης (2005), *Ανάλυση Δεδομένων στην Επιστημονική Έρευνα με χρήση του SPSS*, Εκδόσεις Gutenberg, Αθήνα.

Μυλωνάς Νικόλαος (1999), *Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια*, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα.

Φιλίππας Νικόλαος (1999), *Αμοιβαία Κεφάλαια και Χρηματιστηριακό Περιβάλλον*, Εκδόσεις Globus Invest, Αθήνα.

## Ξένη Βιβλιογραφία

Gruber Martin (1996), *Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds*, Journal of Finance, volume 51, pp 783-810.

Jensen Michael (1969), *The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964*, Journal of Finance, volume 23, pp 389-416.

Jensen Michael (1969), *Risk, the Pricing of Capital Assets, and the Evaluation of Investment Portfolios*, Journal of Business, volume 42, pp 167-247.

Kinnear Paul & Gray Colin (1994), *SPSS for Windows Made Simple*, publisher Lewence Erlbaum Associates. East Sussex, UK.

Markowitz Harry (1952), *Portfolio Selection*, Journal of Finance, volume 7, pp 77-91.

Markowitz Harry (1959), *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*, publisher John Wiley & Sons, New York, USA.

Sharpe William (1966), *Mutal Fund Performance*, Journal of Business, volume 39, pp 119-138.

Sharpe William (1970), *Portofolio Theory and Capital Markets*, publisher McGraw-Hill, New York, USA.

Sharpe William (1994), *The Sharpe Ratio*, The Journal of Portfolio Management volume 21, pp 49–58.

Treynor Jack (1965), *How to Rate Management of Investment Funds*, Harvard Business Review, volume 43, pp 63-75.

Treynor Jack & Mazuy Kay (1966), *Can Mutal Funds Outguess the Market?*, Harvard Business Review, volume 44, pp 63-75.

## **Διπλωματικές Εργασίες**

Δοκάλη Ειρήνη (2011), *Διαχείριση Χαρτοφυλακίου Επιλεγμένων Μετοχικών Αξιών: Μελέτη Συγκεκριμένης Περίπτωσης στο Ελληνικό Χρηματιστήριο*. Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών στη Λογιστική και την Χρηματοοικονομική Τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής Πανεπιστημίου Μακεδονίας.

Πεπερίδου Αναστασία (2009), *Η Αγορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα*, Διατμηματικό Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών Πληροφορικής και Διοίκησης Τμημάτων Πληροφορικής και Οικονομικών Επιστημών Αριστοτέλειου Πανεπιστημίου Θεσσαλονίκης.

Σαρρής Γεώργιος (2002), *Αξιολόγηση Ελληνικών Μετοχών Α/Κ κατά την περίοδο 1995-2001*, Τμήμα Οργάνωσης & Διοίκησης Επιχειρήσεων Πανεπιστημίου Πειραιώς

Χαραλαμπίδη Ελένη (2006), *Μέτρηση των Επιδόσεων των Ελληνικών Εταιριών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων*, Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών στην Εφαρμοσμένη Στατιστική Πανεπιστημίου Πειραιά.

## **Δικτυακοί Τόποι**

### **Θεσμικοί Παράγοντες**

[www.agii.gr](http://www.agii.gr)

[www.hcmc.gr](http://www.hcmc.gr)

[www.statistics.gr](http://www.statistics.gr)

(Ενωση Θεσμικών Επενδυτών)

(Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς)

(Ελληνική Στατιστική Αρχή)

[www.ecb.int](http://www.ecb.int)  
[www.efama.org](http://www.efama.org)

(European Central Bank)  
(European Fund and Asset Management Association)

## **ΑΕΔΑΚ**

[www.allianz.com.gr](http://www.allianz.com.gr)  
[www.alphamutual.gr](http://www.alphamutual.gr)  
[www.alphatrust.gr](http://www.alphatrust.gr)  
[www.amundi.com](http://www.amundi.com)  
[www.atticawealth.gr](http://www.atticawealth.gr)  
[www.eurobank.gr](http://www.eurobank.gr)  
[www.hsbc.g](http://www.hsbc.g)  
[www.ingim.com](http://www.ingim.com)  
[www.intermf.gr](http://www.intermf.gr)  
[www.marfinaedak.gr](http://www.marfinaedak.gr)

(ALLIANZ Α.Ε.Δ.Α.Κ.)  
(ALPHA ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.)  
(ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ.)  
(AMUNDI ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ.)  
(ATTICA WEALTH MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.)  
(Eurobank EFG Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ.)  
(HSBC (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε.Δ.Α.Κ.)  
(ING Α.Ε.Δ.Α.Κ.)  
(INTERNATIONAL Α.Ε.Δ.Α.Κ.)  
(MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.)

[www.alicomfunds.gr](http://www.alicomfunds.gr)  
[www.millenniumbank.gr](http://www.millenniumbank.gr)  
[www.probank.gr](http://www.probank.gr)  
[www.tfunds.gr](http://www.tfunds.gr)  
[www.ate-mfunds.gr](http://www.ate-mfunds.gr)  
[www.nbgam.gr](http://www.nbgam.gr)  
[www.europisti-aedak.gr](http://www.europisti-aedak.gr)

(MetLife Alico Α.Ε.Δ.Α.Κ.)  
(MILLENNIUM Α.Ε.Δ.Α.Κ.)  
(PROBANK Α.Ε.Δ.Α.Κ.)  
(T FUNDS Α.Ε.Δ.Α.Κ.)  
(ATE Α.Ε.Δ.Α.Κ.)  
(ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.)  
(ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.)

[www.bankofcyprus.gr/mutualfunds\\_gr](http://www.bankofcyprus.gr/mutualfunds_gr)  
[www.piraeusaedak.gr](http://www.piraeusaedak.gr)  
[www.tteltaaedak.gr](http://www.tteltaaedak.gr)  
[www.allianz.com.gr](http://www.allianz.com.gr)

(ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.)  
(ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.)  
(T.T. ΕΛΤΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ.)  
(ALLIANZ Α.Ε.Δ.Α.Κ.)

## **Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης**

[www.economist.com](http://www.economist.com)  
[www.naftemporiki.gr](http://www.naftemporiki.gr)  
[www.hrima.gr](http://www.hrima.gr)

(“The Economist” )  
(“Η Ναυτεμπορική”)  
(“Το Χρήμα”)