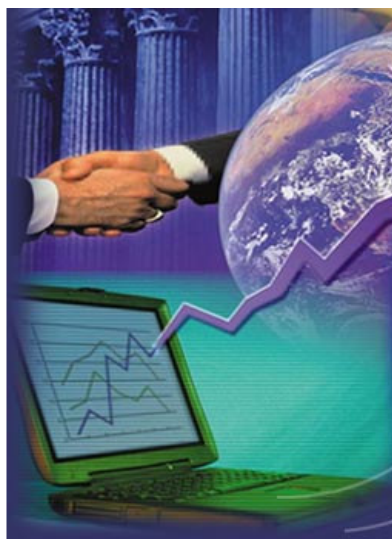


ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ



**Νέα Γενιά Αμοιβαίων Κεφαλαίων
και Στρατηγικές Επένδυσης**

**ΓΑΒΡΙΛΗΣ ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ
Α.Μ. ΜΧΑΝΙ 0403**

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: κ. ΝΙΚΟΛΑΟΣ ΦΙΛΙΠΠΑΣ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2006

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ	3
2. ΝΕΑ ΓΕΝΙΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	4
2.1 HEDGE FUNDS.....	4
2.1.1 <i>ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ</i>	5
2.1.2 <i>ΟΡΙΣΜΟΣ</i>	6
2.1.3 <i>Κατηγορίες Hedge Funds</i>	6
2.1.4 <i>ΚΥΡΙΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ</i>	13
2.1.5 <i>Τα συγκριτικά πλεονεκτήματα των hedge funds σε σχέση με τα αμοιβαία κεφάλαια</i>	15
2.1.6 <i>Συγκριτικά μειονεκτήματα των hedge funds σχετικά με τα αμοιβαία κεφάλαια</i>	18
2.1.7 <i>Η ραγδαία ανάπτυξη των Hedge Funds</i>	19
2.2 INDEX FUNDS.....	20
2.3 FUNDS OF FUNDS	23
2.4 EXCHANGE TRADED FUNDS.....	25
3. ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ	31
4. ΤΑ FUNDS OF FUNDS ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	33
5. Η ΕΠΑΝΑΛΗΠΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΤΩΝ Α/Κ	51
5.1 ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ.....	52
5.2 ΈΛΕΓΧΟΣ ΤΗΣ ΕΠΑΝΑΛΗΠΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΤΩΝ Α/Κ	59
6. ΕΠΙΛΟΓΟΣ	62
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ- ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ	63

1. Εισαγωγή

Οι ραγδαίες εξελίξεις στον τομέα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών σε συνδυασμό με τις ολοένα αυξανόμενες επενδυτικές ανάγκες έχει οδηγήσει τις τελευταίες δεκαετίες στη δημιουργία σύνθετων προϊόντων. Τα προϊόντα αυτά προκύπτουν από τον συνδυασμό απλών χρηματοοικονομικών εργαλείων, όπως: ομόλογα, μετοχές, προϊόντα χρηματαγοράς, κ.λπ. Η ωρίμανση των κεφαλαιαγορών επέτρεψε τη δημιουργία των σύνθετων αυτών εργαλείων προκειμένου να ικανοποιηθούν οι σύγχρονες επενδυτικές ανάγκες που ζητάνε πλέον κάτι παραπάνω από το συντηρητικό επιτόκιο της κατάθεσης, το κουπόνι του ομολόγου και το μέρισμα της μετοχής.

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η παρουσίαση της νέας γενιάς Αμοιβαίων Κεφαλαίων και των δυνατοτήτων που αυτά προσφέρουν καθώς και εναλλακτικές στρατηγικές επένδυσης. Στο κεφάλαιο 2 παρουσιάζονται περιγράφονται τα βασικά χαρακτηριστικά των Hedge Funds, των νέων εξειδικευμένων Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α/Κ), των Index Funds και των Funds of Funds (FoF), τα οποία είναι πλέον διαθέσιμα και στην ελληνική αγορά, αλλά και τα ETFs (Exchange Traded Funds) τα οποία προβλέπεται να εισέλθουν σύντομα και στην ελληνική αγορά. Στο κεφάλαιο 3, αναλύεται το ελληνικό θεσμικό πλαίσιο γύρω από τα FoF. Στο κεφάλαιο 4 ακολουθεί μια συνοπτική παρουσίαση των FoF στην ελληνική αγορά. Ένα σημαντικό κομμάτι της εργασίας αφιερώνεται στην εξέταση της επαναληπτικότητας της επίδοσης των μετοχικών Α/Κ, ένα θέμα το οποίο σχετίζεται άμεσα με τα FoF, ενώ παράλληλα εξετάζονται εναλλακτικές στρατηγικές επένδυσης. Τέλος, παρουσιάζονται ενδιαφέροντα συμπεράσματα τόσο για την πορεία των FoF όσο και για τις επιμέρους στρατηγικές που ακολουθήθηκαν.

2. ΝΕΑ ΓΕΝΙΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

2.1 Hedge funds

Στα πλαίσια μιας παγκοσμιοποιημένης οικονομίας που επικρατεί χαμηλός πληθωρισμός και πτωτικά επιτόκια ευνόησαν ιδιαίτερα στην ενίσχυση των συλλογικών επενδύσεων όπως είναι τα αμοιβαία κεφάλαια και τα hedge funds. Οι επενδύσεις αυτές έρχονται να λύσουν δύο βασικά προβλήματα:

- ♦ Ικανοποιητικότερη απόδοση από τα πениχρά αποταμιευτικά επιτόκια
- ♦ Ελαχιστοποίηση κινδύνου μέσω της διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1



NOTES:

1. Based on 1990 - 1994 data.
2. Average of Global Hedge Fund styles in Van Hedge Fund Advisors, Inc.'s database.
3. 60% S&P 500, 40% Lehman Brothers Aggregate Bond Index.
4. Each of 14 hedge fund style characteristics added as proxy for a hedge fund; rebalanced quarterly.

2.1.1 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

Τα hedge funds, παρ' όλο που τα τελευταία χρόνια έχουν γίνει ευρέως γνωστά, υπάρχουν για παραπάνω από μισό αιώνα. Βέβαια δεν ξεκίνησαν με τη μορφή που εμφανίζονται σήμερα αλλά πράγματι στην παρθενική τους εμφάνιση έκαναν ακριβώς αυτό που σημαίνει το όνομά τους: αντιστάθμιση κινδύνου.

Το πρώτο, λοιπόν, hedge fund, δημιουργήθηκε από τον Alfred Winslow Jones, ο οποίος το 1949 δημιούργησε ένα κεφάλαιο που εκτός από θέσεις αγοράς έπαιρνε ταυτόχρονα και θέσεις πώλησης (short) στους υποκείμενους τίτλους. Έκτός όμως από το short selling ο Jones χρησιμοποίησε και τη μόχλευση. Ο τύπος βάσει του οποίου υπολόγιζε την έκθεσή του στον κίνδυνο ήταν:

$$\text{Market exposure} = (\text{Long exposure} - \text{Short exposure}) / \text{Capital}$$

Επιπλέον, ο Jones, εισήγαγε και την έννοια του incentive fee ως ανταμοιβή για τους συμμετέχοντες που επένδυαν ποσά στο κεφάλαιο που είχε δημιουργήσει.

Τα τρία κύρια χαρακτηριστικά που προαναφέρθηκαν δεν ήταν πρωτοποριακά για την εποχή τους αλλά ήδη χρησιμοποιούνταν το κάθε ένα ξεχωριστά. Η πρωτοτυπία του δημιουργήματος του Jones ήταν ο συνδυασμός τους.

Το hedge fund του Jones έγινε ευρέως γνωστό από ένα άρθρο στο περιοδικό Fortune το 1966, στο οποίο αναφερόταν ότι η απόδοση του συγκεκριμένου κεφαλαίου την τελευταία πενταετία υπερέβαινε την αντίστοιχη απόδοση του καλύτερου αμοιβαίου κεφαλαίου (Fidelity Trend Fund) κατά 44% και σε επίπεδο δεκαετίας (καλύτερο αμοιβαίο κεφάλαιο Dreyfus Fund) κατά 87%!

Το άρθρο αυτό, σε συνδυασμό με την ανοδική χρηματιστηριακή αγορά την διετία 1967-'68, υπήρξε καταλυτικό για την βιομηχανία των hedge funds, η οποία σύμφωνα με έρευνα που πραγματοποιήθηκε από την SEC αριθμούσε στα τέλη του 1968 περίπου 140 κεφάλαια (τα περισσότερα ιδρύθηκαν την ίδια χρονιά).

Ωστόσο, η πενταετία (1969 – 1974) που ακολούθησε είχε να παρουσιάσει δύο περιόδους κρίσεις των αγορών, γεγονός που είχε σημαντικές αρνητικές επιπτώσεις στην νέα επενδυτική μόδα των hedge funds. Συγκεκριμένα, μέχρι το τέλος του 1970, τα 28 μεγαλύτερα hedge funds παρουσίασαν μείωση του ενεργητικού τους κατά 70% περίπου, εξαιτίας εξαγορών αλλά και πτώσης της αξίας των υποκείμενων τίτλων και πέντε από αυτά σταμάτησαν τη λειτουργία τους. Φυσικά, τα μικρότερα hedge funds είχαν χειρότερη τύχη. Στο αρνητικό αυτό κλίμα υπήρξαν και οι εξαιρέσεις των διαχειριστών Alfred Jones, George Soros και Michael Steinhardt.

Μετά από αυτή την πενταετία των «σκαμπανεβασμάτων» στην βιομηχανία των hedge funds επικράτησε σχετική ηρεμία μέχρι το 1986 οπότε και ήλθαν πάλι στο προσκήνιο εξαιτίας μιας δημοσίευσης. Το άρθρο εμφανίστηκε στο περιοδικό Institutional Investor¹ και αναφερόταν στο Tiger Fund του Robertson, το οποίο παρουσίαζε τα πρώτα έξι χρόνια λειτουργίας του ετήσια απόδοση 43% όταν την ίδια περίοδο το αντίστοιχο νούμερο για τον S&P 500 ήταν 18.7%

Το άρθρο αυτό έδωσε νέα ώθηση στον θεσμό, ο οποίος γνωρίζει ιδιαίτερη άνθηση την τελευταία δεκαετία. Συγκεκριμένα, εκτιμάται ότι υπάρχουν περίπου 7,000 ενεργά hedge funds παγκοσμίως με συνολικό κεφάλαιο υπό διαχείριση ύψους 400 – 500 δις δολαρίων. Υπολογίζεται ότι αναπτύσσονται με ρυθμό περίπου 20% ετησίως καθώς το Private banking αρκετών μεγάλων τραπεζών αλλά και τα ασφαλιστικά ταμεία τοποθετούν συνεχώς αυξανόμενα μερίδια των κεφαλαίων τους στα hedge funds.

2.1.2 ΟΡΙΣΜΟΣ

Τα hedge funds είναι ουσιαστικά εκλεκτικές επενδυτικές κοινοπραξίες, οργανωμένες ως ιδιωτικοί συνεταιρισμοί, την διαχείριση των οποίων έχουν αναλάβει επαγγελματίες διαχειριστές και δεν είναι διαθέσιμα στο ευρύ κοινό. Εξαιτίας του ιδιωτικού τους χαρακτήρα, τα hedge funds έχουν λιγότερους περιορισμούς στη χρήση μόχλευσης, short-selling και παραγώγων από άλλα επίσημα θεσμοθετημένα επενδυτικά εργαλεία όπως π.χ. τα αμοιβαία κεφάλαια. Αυτό επιτρέπει τη χρήση επενδυτικών στρατηγικών που διαφέρουν σημαντικά από τις παραδοσιακές θέσεις αγοράς χωρίς μόχλευση.

Ο κύριος σκοπός των hedge funds είναι να μειώνουν τις διακυμάνσεις και τον κίνδυνο προστατεύοντας ταυτόχρονα το κεφάλαιο και παρουσιάζοντας θετικές αποδόσεις ανεξαρτήτως συνθηκών των αγορών. Επιπλέον στοχεύουν στη διατήρηση διαχρονικά των θετικών αποδόσεών τους.

2.1.3 Κατηγορίες Hedge Funds

Όπως και ο υπολογισμός του ακριβούς αριθμού τους έτσι και η χάραξη σαφών διακριτικών γραμμών ανάμεσα στα διάφορα είδη hedge funds, η συστηματική και καθολικά αποδεκτή κατηγοριοποίησή τους είναι πρακτικά αδύνατες διεργασίες. Πραγματικά οι διάφοροι ερευνητές ακδημαϊκοί και μη, οι εταιρείες διαχείρισης τέτοιου είδους κεφαλαίων και ανεξάρτητες εποπτικές αρχές υιοθετούν μια διαφορετική σε κάθε περίπτωση προσέγγιση. Αποτέλεσμα του γενικότερου αυτού κλίματος ασάφειας είναι η ύπαρξη πολλών διαφορετικών κατηγοριοποιήσεων. Εκεί που όλοι οι ενδιαφερόμενοι συγκλίνουν είναι στον καθαρισμό των στρατηγικών κάθε είδους κεφαλαίου ως κριτηρίου διάκρισης ανάμεσα στα διάφορα hedge funds. Τα πιο αποδεκτά με βάση αυτήν την αποδοχή αποτελέσματα έχει η προσέγγιση της Van Hedge Fund Advisors International, Inc που διακρίνει τα hedge funds σε 18 κατηγορίες. Αυτές είναι :

1. *AGGRESSIVE GROWTH.*

Επενδύουν σε μετοχές που αναμένεται να αυξήσουν σημαντικά τα κέρδη ανά μετοχή τους. Γενικά υψηλά P/E, χαμηλό ή και καθόλου μέρισμα, μικρής κεφαλαιοποίησης μετοχές που έχουν μεγάλο growth. Αντισταθμίζουν με short θέσεις σε μετοχές εταιρειών με χαμηλά

αναμενόμενα κέρδη και σε δείκτες μετοχών. *Αναμενόμενη Μεταβλητότητα: Υψηλή.*

2. *DISTRESSED SECURITIES:*

Επενδύουν σε αξιόγραφα, χρεόγραφα ή εμπορικά γραμμάτια εταιρειών που είναι σε ή αντιμετωπίζουν χρεωκοπία, επαναδιοργάνωση ή άλλη δυσμενή κατάσταση. Αποσκοπούν σε υπεραξίες από τη διαφορά της βαθιά discounted τιμής αγοράς από την τιμή πώλησης σε περίπτωση ανάκαμψης. Δε συσχετίζονται θετικά με την πορεία της αγοράς. Αναμενόμενη μεταβλητότητα: Χαμηλή-Μέση.

3. *EMERGING MARKETS:*

Επενδύουν σε αξιόγραφα και χρεόγραφα σε αναδυόμενες αγορές (κατά κεφαλήν GDP < \$7620). Τέτοιες αγορές βρίσκονται κυρίως σε χώρες στη Λατινική Αμερική, την Αφρική, την Ανατολική Ευρώπη, τη Μέση Ανατολή, στην Ασία και τον Ειρηνικό. Η αντιστάθμιση είναι δύσκολή, γιατί δεν επιτρέπεται το short selling. Αναμενόμενη μεταβλητότητα: Πολύ Υψηλή.

4. *FINANCIAL SERVICES:*

Επενδύουν τουλάχιστον το 50% του χαρτοφυλακίου τους σε αξιόγραφα τραπεζών, πιστωτικών ενώσεων, οργανισμών καταθέσεων και δανείων, ασφαλιστικών εταιρειών και άλλων οικονομικών ιδρυμάτων. Αναμενόμενη μεταβλητότητα: Υψηλή.

5. *FUND OF FUNDS:*

Επενδύουν σε μια ομάδα άλλων hedge funds ή συλλογικών λογαριασμών που χρησιμοποιούν μια πληθώρα επενδυτικών στρατηγικών, φτιάχνοντας ένα διαφοροποιημένο επενδυτικό εργαλείο, με κύριο στόχο τη μακρόχρονη σταθερή απόδοση. Αναμενόμενη μεταβλητότητα: Εξαρτάται από το μίγμα στρατηγικών.

6. *HEALTHCARE:*

Επενδύουν τουλάχιστον το 50% του χαρτοφυλακίου τους σε αξιόγραφα φαρμακευτικών, βιοτεχνολογικών και ιατρικών επιχειρήσεων. Αναμενόμενη μεταβλητότητα: Υψηλή.

7. *INCOME:*

Επενδύουν με βάση την απόδοση ενός σταθερού εισοδήματος, ενώ η κεφαλαιακή ανατίμηση έρχεται σε δεύτερη μοίρα. Αναμενόμενη μεταβλητότητα: Χαμηλή.

8. *MACRO:*

Ακολουθούν μια ευκαιριακή πολιτική, επενδύοντας σε όλες σχεδόν τις αγορές, αναμένοντας οφέλη από αλλαγές στο παγκόσμιο επίπεδο των επιτοκίων, στην οικονομική πολιτική κρατών. Χρησιμοποιούν μόχλευση και νατιστάθμιση. Αναμενόμενη μεταβλητότητα: Πολύ υψηλή.

9. *MARKET NEUTRAL-ARBITRAGE:*

Εστιάζουν σε αποδόσεις που δε σχετίζονται με αυτές της αγοράς. υπάρχουν πολλές παραλλαγές, όπως risk or merger arbitrage,

relative value arbitrage, convertible arbitrage, fixed income arbitrage, capital structure arbitrage. Αναμενόμενη μεταβλητότητα: Χαμηλή.

10. MARKET NEUTRAL-SECURITIES HEDGING:

Επενδύουν ταυτόχρονα σε long και short θέσεις, εξαλείφοντας το συστηματικό κίνδυνο. Η επιλογή των συγκεκριμένων τίτλων είναι σημαντική για την πραγματοποίηση κερδών. Αναμενόμενη μεταβλητότητα: Χαμηλή.

11. MARKET TIMING:

Συχνή αλλαγή επενδυτικής κατεύθυνσης σε όλα τα είδη που προσφέρονται, ανάλογα με τις εκτιμήσεις του διαχειριστή. Αναμενόμενη μεταβλητότητα: Υψηλή.

12. MEDIA/COMMUNICATIONS:

Επενδύουν τουλάχιστον το 50% του χαρτοφυλακίου τους σε αξιόγραφα επιχειρήσεων που σχετίζονται με τηλεπικοινωνίες, μέσα μαζικής ενημέρωσης, εκδόσεις, πληροφορική, παραγωγή προϊόντων τεχνολογίας κυβελών κ.α. Αναμενόμενη μεταβλητότητα: Υψηλή.

13. OPPORTUNISTIC:

Χρησιμοποιούν μια πληθώρα προσεγγίσεων με σκοπό την κεφαλαιακή υπεραξία. Επαναδιαρθρώνουν συνεχώς το χαρτοφυλάκιό τους σε όλα τα προϊόντα της αγοράς χωρίς περιορισμούς ανάλογα με τις εκτιμήσεις των διαχειριστών. Μπορούν να εναλλάσουν και στρατηγικές. Αναμενόμενη μεταβλητότητα: Εξαρτάται από τη στρατηγική.

14. SEVERAL STRATEGIES:

Χρησιμοποιούν δύο ή τρεις συγκεκριμένες και προκαθορισμένες στρατηγικές προκειμένου να διαφοροποιήσουν σε ικανοποιητικό βαθμό το χαρτοφυλάκιο και να επιτύχουν βραχυ- και μακροπρόθεσμες αποδόσεις. Ανάλογα με τις εκτιμήσεις του διαχειριστή η έμφαση δίνεται στην πιο κερδοφόρα κάθε φορά στρατηγική. Αναμενόμενη μεταβλητότητα: Εξαρτάται από τη στρατηγική.

15. SHORT SELLING:

Η στρατηγική αυτή εντοπίζει υπεριμμημένες μετοχές και λαμβάνει short θέσεις σε αυτές χωρίς να τις αποκτά, προσμένοντας σε πτώση τους, προκειμένου να αγοράσει σε χαμηλότερη τιμή και να αντικαταστήσει αυτές που έκανε δανείστηκε σε υψηλότερη. Επενδύουν σε εταιρείες που αντιμετωπίζουν προβλήματα, με μεγάλη πιθανότητα πτώσης της τιμής της μετοχής. Αναμενόμενη μεταβλητότητα: Πολύ Υψηλή.

16. SPECIAL SITUATIONS OR EVENT-DRIVEN:

Επενδύουν σε ευκαιρίες όταν οι τιμές μετοχών ή ομολόγων αναμένεται να αλλάξουν σύντομα εξ αιτίας ενός σημαντικού γεγονότος, όπως επαναγορά μετοχών, αναβάθμιση ομολόγου, εχθρικές εξαγορές, συγχωνεύσεις, μοχλευμένες εξαγορές, επαναδιοργανώσεις. Χρησιμοποιούν παράγωγα για να αυξήσουν την απόδοση και να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο. Σε ανοδικές αγορές έχουν long θέσεις, ενώ

αντίστροφα , σε καθοδικές short θέσεις. Αναμενόμενη μεταβλητότητα: Μέση.

17. TECHNOLOGY:

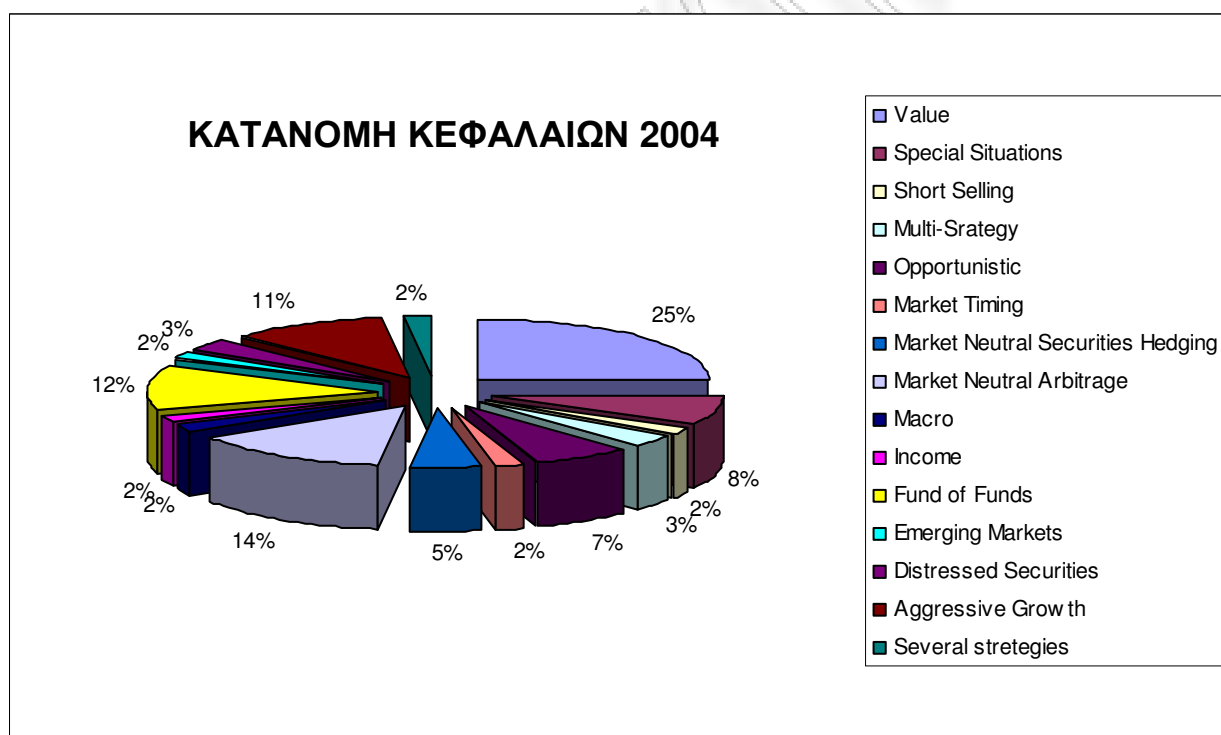
Επενδύουν τουλάχιστον το 50% του χαρτοφυλακίου τους σε τίτλους ηλεκτρονικών επιχειρήσεων, εταιρειών λογισμικού ή hardware, υπηρεσιών πληροφορικής, βιοτεχνολογίες και άλλες υψηλής τεχνολογίες εταιρείες. Αναμενόμενη μεταβλητότητα: Υψηλή.

18. VALUE:

Επενδύουν σε μετοχές εταιρειών που πιστεύεται ότι είναι υποτιμημένες, είτε γιατί η αγορά δεν έχει εκτιμήσει σωστά τις προοπτικές τους είτε γιατί οι αναλυτές δεν τις συμπαθούν. Αναμενόμενα κέρδη από την αλλαγή της κατάστασης αυτής. Αναμενόμενη μεταβλητότητα: Χαμηλή-Μέση.

Το παρακάτω διάγραμμα απεικονίζει την κατανομή των διαφόρων κεφαλαίων στις υπερκείμενες κατηγορίες:

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2




πηγή: www.vanhedge.com

Βλέπουμε λοιπόν ότι η μεγαλύτερη ποικιλία hedge funds προσφέρεται στα πιο μετριοπαθή όπως τα value, market neutral, fund of funds και λιγότερα σε πιο επιθετικά όπως aggressive growth , opportunistic , emerging markets.

Στον πίνακα 2.1 περιγράφεται η εξέλιξη των στυλ των Hedge Funds στη δεκαετία του '90 και το 2005. Στη συνέχεια, στο διάγραμμα 3 περιγράφεται η σχέση κινδύνου απόδοσης για παραδοσιακά και εναλλακτικά

χαρτοφυλάκια και στον πίνακα 2.2 η μέση απόδοση και η μεταβλητότητα (volatility) των Hedge Funds για την περίοδο 1994-2004. Τέλος, στον πίνακα 2.3 καθώς και στα διαγράμματα 4 και 5 αναφέρονται τόσο τα κεφάλαια υπό διαχείριση όσο και ο αριθμός των Hedge Funds για τις αναφερόμενες περιόδους.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.1

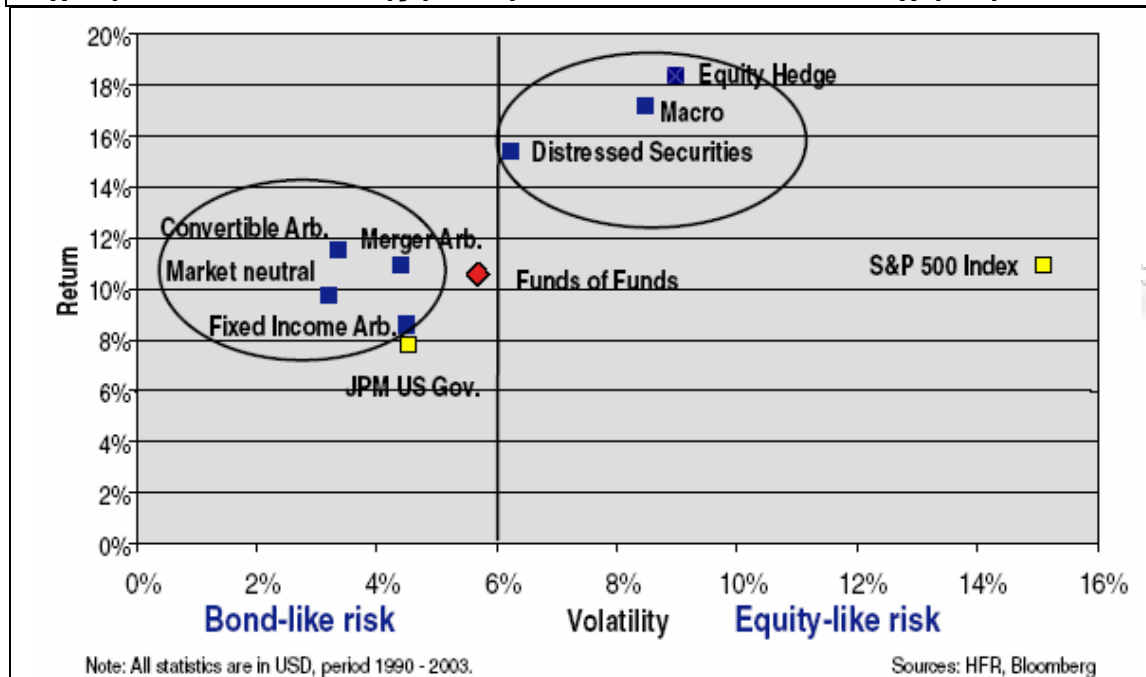


Εξέλιξη των στυλ των hedge funds

■ Make up in 1990s	■ Make up in 2005
■ Macro 71.1%	■ Equity Hedge 29.0%
■ Equity Hedge 5.3%	■ Event Driven 13.5%
■ Event Driven 3.8%	■ Relative value arb 12.6%
■ Fixed Income (total) 3.3%	■ Macro 11.1%
■ Distressed securities 2.4%	■ Fixed Income (total) 8.1%
■ Equity market neutral 1.7%	■ Distressed securities 4.7%
■ Equity non-hedge 0.6%	■ Equity non-hedge 4.4%
■ Merger arbitrage 0.6%	■ Sector (total) 4.3%
■ Convertible arb 0.5%	■ Convertible arbitrage 4.3%
■ Emerging markets (total) 0.4%	■ Emerging markets 3.5%
■ Sector (total) 0.3%	■ Equity market neutral 2.4%
■ Short selling 0.1%	■ Merger arb 1.5%
	■ Market Timing 0.4%
	■ Short selling 0.3%
	■ Regulation D 0.2%

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3

Σχέση κινδύνου απόδοσης για παραδοσιακά και εναλλακτικά χαρτοφυλάκια

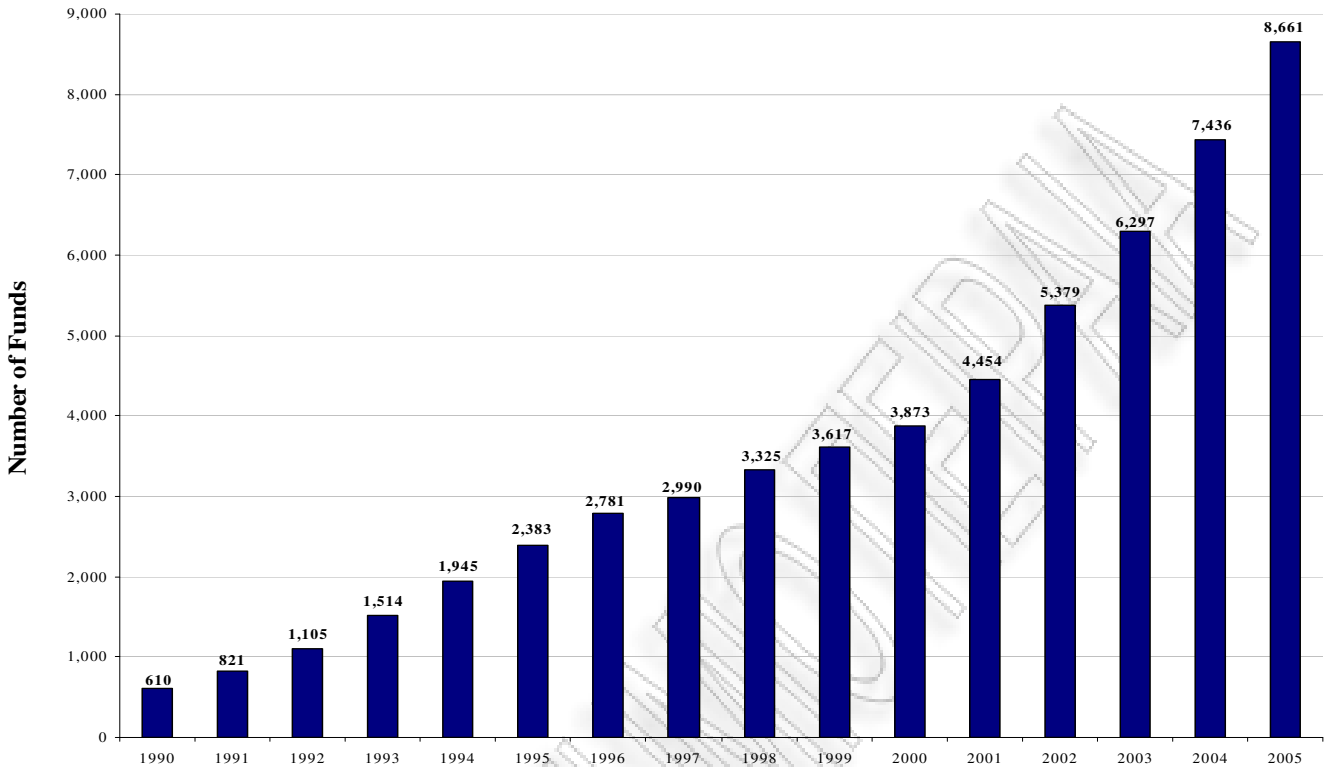


ΠΙΝΑΚΑΣ 2.3

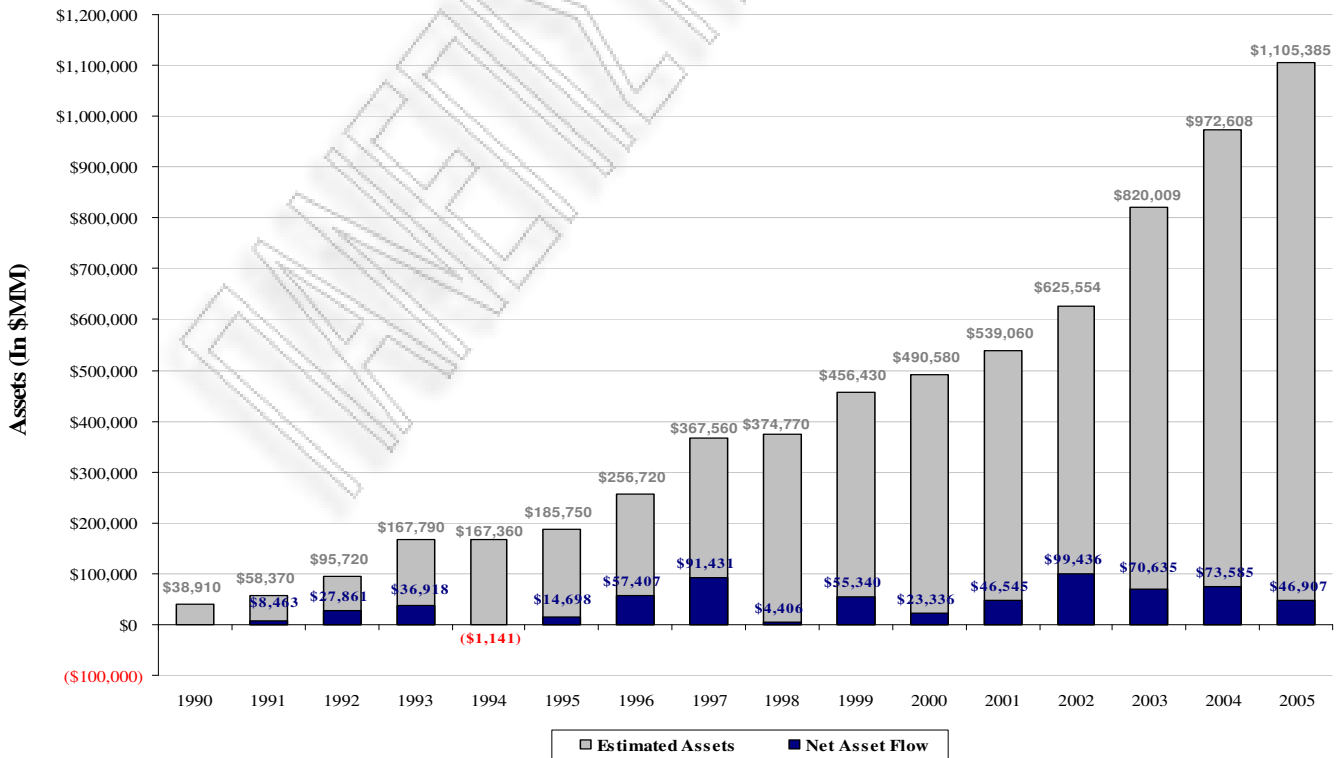
Hedge Funds: Αριθμός και κεφάλαια υπό διαχείριση 1999-2004						
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
US Hedge Funds						
No. of Funds	4.150	4.250	4.400	4.600	4.875	5.000
\$ Under Management (bn \$)	255	280	315	340	420	480
Offshore Hedge Funds						
No. of Funds	2.050	2.250	2.600	2.900	3.225	3.700
\$ Under Management (bn \$)	225	240	285	310	400	470
Global Hedge Funds						
No. of Funds	6.200	6.500	7.000	7.500	8.100	8.700
\$ Under Management (bn \$)	480	520	600	650	820	950

πηγή: Van Hedge Fund Advisors International

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4 Αριθμός Hedge Funds 1990 – 2005



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5 Κεφάλαια και Καθαρές ροές Hedge Fund 1990 – 2005



πηγή: Leadership Forum Managed Funds Association

2.1.4 ΚΥΡΙΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ

Η ιδιαιτερότητα που παρουσιάζουν τα hedge funds ως μια σύγχρονη εναλλακτική μορφή επένδυσης προσδίδεται από τα χαρακτηριστικά τους, που τα διαφοροποιεί από τις υπόλοιπες επενδύσεις. Συγκεκριμένα:

- **Sophisticated customers**
Οι επενδυτές που μπορούν να συμμετάσχουν στα hedge funds είναι είτε θεσμικοί, ή πελάτες και οικογένειες με πολύ υψηλό εισόδημα. Έκτος από τον νομικό σχετικό περιορισμό, οι περισσότερες εταιρίες που τα διαθέτουν έχουν ορίσει ως ελάχιστο αρχικό ποσό επένδυσης τα 100,000 δολάρια. Συνεπώς, οι συμμετέχοντες θα πρέπει να ανήκουν σε υψηλές εισοδηματικά τάξεις.
- **Incentive fee**
Εκτός από την ετήσια προμήθεια διαχείρισης, συνήθως 1% -ανάλογα με το ενεργητικό - που επιβαρύνει τους συμμετέχοντες στα hedge funds, υπάρχει και το incentive fee ή αλλιώς προμήθεια κινήτρου, που κατά μέσο όρο είναι 20% επί των ετήσιων κερδών. Το incentive fee απορροφάται από την απόδοση του hedge fund εφ' όσον αυτή έχει υπερβεί κάποιο συγκεκριμένο επίπεδο που έχει οριστεί από την αρχή.
Αυτή η προμήθεια κινήτρου, η οποία είναι και αρκετά υψηλή, αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους λόγους που οι πιο ικανοί και έμπειροι διαχειριστές άλλων μορφών συλλογικών επενδύσεων όπως είναι τα αμοιβαία κεφάλαια, έχουν προσχωρήσει σε αυτή την βιομηχανία.
- **High watermark provision**
Όπως προαναφέρθηκε, για να δοθεί το incentive fee στον διαχειριστή θα πρέπει να έχει επιτευχθεί κάποιο συγκεκριμένο επίπεδο απόδοσης – συνήθως η απόδοση ενός συγκεκριμένου δείκτη, π.χ. S&P 500. Αυτό που κάνει τη διαφορά των hedge funds έναντι παρόμοιων μορφών επένδυσης είναι ότι τα περισσότερα θέτουν τον όρο του high watermark: Θα πρέπει να καλυφθούν τυχόν απώλειες προηγούμενων ετών και εάν σωρευτικά επιτυγχάνεται η απόδοση του συγκρίσιμου δείκτη τότε δίνεται στον διαχειριστή η προμήθεια κινήτρου. Ο όρος αυτός είναι πολύ ευνοϊκός για τους επενδυτές καθώς υπάρχει η μέριμνα για κάλυψη προηγούμενων ζημιών τους.
Η πλειοψηφία των hedge funds διαθέτει αυτό τον όρο.
- **Lock-up period**
Οι επενδυτές στα hedge funds δεν μπορούν να εξαγοράσουν οποτεδήποτε θελήσουν την επένδυσή τους. Στην πλειοψηφία των περιπτώσεων είναι υποχρεωμένοι να την διατηρήσουν για τουλάχιστον ένα (1) έτος από την έναρξή τους. Ο λόγος είναι για να μπορούν οι διαχειριστές να μεταβάλλουν ελεύθερα, όποτε απαιτηθεί, την επενδυτική τους πολιτική χωρίς τον περιορισμό τυχόν ρευστοποιήσεων και επερχόμενων εσπευσμένων κινήσεων προκύψουν.
- Τα hedge funds χρησιμοποιούν μια πληθώρα χρηματοοικονομικών εργαλείων για να μειώσουν τον κίνδυνο, να αυξήσουν τις αποδόσεις και να ελαχιστοποιήσουν τη θετική συσχέτιση με τις αγορές μετοχών και ομολόγων.

Πολλά είναι ευέλικτα ως προς τις επενδυτικές τους δυνατότητες (short selling, μόχλευση, παράγωγα κτλ.)

- Τα hedge funds ποικίλουν σε μεγάλο βαθμό ως προς τις αποδόσεις της επένδυσης , τη μεταβλητότητα και τον κίνδυνο. Πολλά, αν και όχι όλα, χρησιμοποιούν στρατηγικές για να κάνουν αντιστάθμιση έναντι των πτώσεων των αγορών στις οποίες αναφέρονται.
- Πολλά έχουν την ικανότητα να αποφέρουν αποδόσεις μη θετικά συσχετισμένες με αυτές της αγοράς.
- Πολλά έχουν ως στόχο μια αντικειμενική συνέχεια των αποδόσεων και τη διασφάλιση του κεφαλαίου, παρά τη μεγέθυνση των αποδόσεων.
- Τα περισσότερα κεφάλαια διαχειρίζονται από έμπειρους επαγγελματίες , που είναι σε γενικές γραμμές πειθαρχημένοι και επιμελείς.
- Αμοιβαία κεφάλαια συνταξιοδοτικών προγραμμάτων, κληροδοτήματα, ασφαλιστικές εταιρείες , ιδιωτικές τράπεζες και εύποροι ιδιώτες και οικογένειες επενδύουν στα hedge funds για να μειώσουν τη διακύμανση του χαρτοφυλακίου τους και να βελτιώσουν τις αποδόσεις.
- Οι περισσότεροι διαχειριστές των hedge funds είναι σε μεγάλο βαθμό εξειδικευμένοι και δρουν κάτω από τα αυστηρά στενά πλαίσια της εξειδίκευσής τους και μόνο εκεί όπου έχουν το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα.
- Τα hedge funds πλεονεκτούν έναντι άλλων συλλογικών επενδύσεων γιατί συγκεντρώνουν τα καλύτερα στελέχη ως διαχειριστές. Άλλωστε ο διαχειριστής είναι υποχρεωμένος να έχει επενδύσει και δικά του χρήματα στο κεφάλαιο.
- Οι αποδόσεις τους υπερβαίνουν τις αντίστοιχες της αγοράς μετοχών και ομολόγων γαι μεγάλο χρονικό διάστημα με μικρότερη μεταβλητότητα και κίνδυνο.
- Πέρα από το μέσο όρο , έχουν επιτευχθεί μερικές θεαματικές μη κανονικές αποδόσεις.

Αναφέρθηκε προηγούμενα ότι τα χαρακτηριστικά αυτά δεν έχουν καθολική ισχύ στο σύνολο των hedge funds, λόγω της μεγάλης διαφοροποίησής των στόχων , των στρατηγικών και των τακτικών των επιμέρους κεφαλαίων. Ας δούμε σε αυτό το σημείο σε ποιο βαθμό τα χαρακτηριστικά που παραθέσαμε ισχύουν στο σύνολο της αγοράς των hedge funds, όπως φαίνεται στον ακόλουθο πίνακα:

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.4

Χαρακτηριστικά των παγκόσμιων Hedge Funds , το πρώτο τρίμηνο του 2003.			
	Mean	Median	Mode
Μέγεθος	\$120 εκ.	\$33 εκ.	\$3 εκ.
Ηλικία	6.3 χρόνια	5.5 χρόνια	3.0 χρόνια
Ελάχιστη Απαιτούμενη Επένδυση	\$630,414	\$500,000	\$1,000,000
Αριθμός Νέων Εισόδων	27	12	12
Αριθμός Αποχωρήσεων	22	4	4
Προμήθεια Διαχείρισης	1.3%	1.0%	1.0%
Ποσοστό Παρακράτησης επί των Κερδών	16.8%	20.0%	20.0%
Εμπειρία Διαχειριστών:			
Στην Αγορά Αξιογράφων	17 χρόνια	15 χρόνια	10 χρόνια
Στη Διαχείριση Χαρτοφυλακίου	12 χρόνια	10 χρόνια	10 χρόνια
			ΝΑΙ
Ο διαχειριστής υπάγεται στους κανονισμούς της SEC			68%
Το κεφάλαιο έχει βαθμό εμποδίου			18%
Το κεφάλαιο έχει υψηλό σημείο αναφοράς			89%
Το κεφάλαιο έχει ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις ή ελεγμένη απόδοση			90%
Ο διαχειριστής έχει \$500.000 δικά του χρήματα στο κεφάλαιο			82%
Το κεφάλαιο μπορεί να χειριστεί «καυτά θέματα»			56%
Το κεφάλαιο είναι διαφοροποιημένο			51%
Το κεφάλαιο μπορεί να κάνει short selling			87%
Το κεφάλαιο μπορεί να χρησιμοποιήσει μόχλευση			74%
Το κεφάλαιο χρησιμοποιεί παράγωγα γι αντιστάθμιση μόνο, ή καθόλου			66%
Επίπεδο Απόδοσης	Χαμηλή (0-25%) = 21%	Μέση (26-75%) = 26%	Υψηλή(>75%) = 53%

Πηγή: Van Hedge Funds Advisors International, Inc.

2.1.5 Τα συγκριτικά πλεονεκτήματα των hedge funds σε σχέση με τα αμοιβαία κεφάλαια

Περιληπτικά , μπορούμε να πούμε ότι τα hedge funds μπορούν να διαφοροποιηθούν από τα αμοιβαία κεφάλαια σύμφωνα με τα επόμενα :

- Τα hedge funds δεν έχουν κανένα περιορισμό σχετικά με τα περιουσιακά στοιχεία στα οποία θα επενδύσουν το ενεργητικό τους , συμπεριλαμβανομένης και της δυνατότητας επένδυσης μέρους του

κεφαλαίου του σε παράγωγα, κάτι το οποίο δεν επιτρέπεται να πράξουν οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων.

- Τα hedge funds δεν αντιμετωπίζουν περιορισμούς στις short sales.
- Τα hedge funds μπορούν να χρησιμοποιήσουν σε μεγάλο βαθμό τη μόχλευση.
- Η αμοιβή των διαχειριστών των hedge funds βασίζεται στις επιδόσεις του συγκεκριμένου κεφαλαίου.
- Τα hedge funds μπορούν να περιορίσουν τις ρευστοποιήσεις.

Πιο συγκεκριμένα λοιπόν αξίζει να σημειωθεί ότι ο ορισμός και η περιγραφή των hedge funds είναι αρκετά πολύπλοκη από την άποψη ότι και άλλες επενδυτικές επιλογές χρησιμοποιούν περίπου τις ίδιες πρακτικές και στρατηγικές. Μεμονωμένοι επενδυτές και πολλοί οργανισμοί αγοράζουν μετοχές on margin. Επιπλέον οι εμπορικές τράπεζες χρησιμοποιούν τη μόχλευση. Επίσης τα trading desks των τραπεζών δημιουργούν χαρτοφυλάκια αγοράζοντας και πουλώντας παράγωγα και αλλάζουν τα χαρτοφυλάκιά τους με τον ίδιο τρόπο που κάνουν και οι διαχειριστές των hedge funds.

Επιπλέον, όμως έχουμε ήδη αναπτύξει τα αμοιβαία κεφάλαια είναι και αυτά όπως τα hedge funds μία ομάδα περιουσίας όπου συγκεντρώνεται ένα μεγάλο μέρος χρημάτων και γίνεται η τοποθέτηση τους σε διάφορους χρηματιστηριακούς τίτλους και άλλα περιουσιακά στοιχεία. Έχουν ήδη αναφερθεί περιληπτικά κάποιες διαφορές μεταξύ των δύο αυτών εναλλακτικών μορφών επενδύσεων, που η λειτουργία και των δύο βασίζεται σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο που σκοπό έχει τη μεγιστοποίηση των αποδόσεων των επενδυτών.

Αρχικά αξίζει να σημειωθεί ότι τα A/K δεν μπορούν να επενδύσουν σε παράγωγα. Αυτό σε αντίθεση με τα hedge funds που έχουν αυτή τη δυνατότητα που είναι καθοριστική για την επίτευξη θετικών αποδόσεων ακόμα και σε περιόδους όπου η πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς είναι καθοδική. Τα A/K προσπαθούν να εξαλείψουν με την κατάλληλη διαφοροποίηση τον μη συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου και έτσι να περιοριστούν στην αντιμετώπιση του συστηματικού κινδύνου που είναι συνάρτηση της πορείας της αγοράς. Για αυτό και συνήθως παρά την εμπειρία και ικανότητα των διαχειριστών τους για τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου, η πορεία των αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων ακολουθεί την πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς. Αντίθετα όμως, τα hedge funds δεν δείχνουν να ακολουθούν την πορεία της αγοράς παρουσιάζοντας συχνά ακόμα και μη θετική συσχέτιση με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Έτσι τα hedge funds παρουσιάζουν θετικές αποδόσεις ακόμα και σε περιόδους που η αγορά είναι πτωτική, σε αντίθεση με τα αμοιβαία κεφάλαια.

Αυτά συμβαίνουν γιατί τα hedge funds είναι ιδιαίτερα προσαρμοσίμα στις πιθανές επενδυτικές επιλογές επειδή ακριβώς χρησιμοποιούν χρηματοοικονομικά εργαλεία τα οποία γενικά δεν μπορούν να χρησιμοποιήσουν τα αμοιβαία κεφάλαια, τα οποία έχουν σημαντικούς περιορισμούς που τους απαγορεύουν από τη χρησιμοποίηση του short selling, της μόχλευσης καθώς και των παραγώγων. Αυτή η ευελιξία, η οποία περιλαμβάνει στρατηγικές hedging (αντιστάθμισης κινδύνου), τα προστατεύει από τον κίνδυνο της πτώσης των χρηματιστηριακών τιμών και δίνει τη δυνατότητα στα hedge funds για καλύτερη αντιστάθμιση των επενδυτικών κινδύνων

Συμπερασματικά, ακολουθεί ένας συγκριτικός πίνακας των αποδόσεων των hedge funds και των αμοιβαίων κεφαλαίων . Έτσι σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Morningstar για τα A/K και της Van για τα hedge funds, δίνεται ο ακόλουθος πίνακας :

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.5

Απόδοση των Hedge Funds και Αμοιβαίων Κεφαλαίων σε πτωτικές τάσεις της αγοράς

	S&P 500	VAN U.S. Hedge Fund Index	Morningstar Average Equity Mutual Fund
1Q90	-3%	2.20%	-2.80%
3Q90	-13.70%	-3.70%	-15.40%
2Q91	-0.20%	2.30%	-0.90%
1Q92	-2.50%	5.00%	-0.70%
1Q94	-3.80%	-0.80%	-3.20%
4Q94	-0.02%	-1.20%	-2.60%
3Q98	-9.90%	-6.10%	-15.00%
3Q99	-6.20%	2.10%	-3.20%
2Q00	-2.70%	0.30%	-3.60%
3Q00	-1.00%	3.00%	0.60%
4Q00	-7.80%	-2.40%	-7.80%
1Q01	-11.90%	-1.10%	-12.70%
3Q01	-14.70%	-3.80%	-17.20%
2Q02	-13.40%	-1.40%	-10.70%
3Q02	-17.30%	-3.60%	-16.60%
3Q04	-2.30%	1.40%	-1.70%
1Q05	-2.59%	.10%	-2.20%
Total	-113.01%	-10.30%	-115.70%

πηγή: Magnum Funds

Παρατηρούμε λοιπόν ότι κατά τη διάρκεια των τελευταίων 15 χρόνων ο S&P 500 Index είχε 17 αρνητικά quarters, τα οποία κατέληξαν στο να έχει τελικές αρνητικές αποδόσεις ύψους -113,01%. Κατά την ίδια αυτή χρονική διάρκεια η απόδοση του μέσου όρου των αμοιβαίων κεφαλαίων της U.S. παρουσίασε και αυτή αρνητικές αποδόσεις ύψους -115,70%, ενώ ο μέσος όρος των hedge funds είχε απώλειες μόνο της τάξεως του -10,30%, δείχνοντας την ικανότητα των hedge funds να διατηρούν το κεφάλαιό τους σε περιόδους πτωτικής πορεία της αγοράς.

Παρά το γεγονός ότι ο αριθμός και το μέγεθος των hedge funds είναι σχετικά μικρός συγκριτικά με το αντίστοιχο ύψος των αμοιβαίων κεφαλαίων, το μέγεθός τους αντικατοπτρίζει τη σημαντικότητα αυτής της εναλλακτικής μορφής επενδύσεων για τους παραδοσιακούς επενδυτές και τους ευκατάστατους μεμονωμένους μελλοντικούς επενδυτές. Επιπλέον ένα άλλο συγκριτικό πλεονέκτημα των hedge funds είναι ακριβώς το γεγονός ότι η δομή της λειτουργίας τους είναι τέτοια ώστε να ταυτίζονται οι στόχοι των επενδυτών με αυτούς των διαχειριστών. Είναι γνωστό ότι για να καταπραυνθούν προβλήματα που πιθανώς δημιουργούνται στις αγορές υπάρχουν τέσσερις βασικοί μηχανισμοί : incentive contracts, κινητήρια συμβόλαια δηλαδή, η δομή της ιδιοκτησίας ,οι δυνάμεις της αγοράς και η νομοθεσία της κυβέρνησης. Έτσι ενώ τα hedge funds δίνουν έμφαση στα δύο πρώτα τα αμοιβαία κεφάλαια δίνουν έμφαση στα δύο τελευταία.

2.1.6 Συγκριτικά μειονεκτήματα των hedge funds σχετικά με τα αμοιβαία κεφάλαια

Παρά το σημαντικότερο πλεονέκτημα που έχουν τα hedge funds σχετικά με τα αμοιβαία κεφάλαια όσον αφορά το ύψος των αποδόσεων, παρουσιάζουν ένα μειονέκτημα και αυτό είναι σχετικά με την υπάρχουσα νομοθεσία. Σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο ο διαχειριστής του είναι υποχρεωμένος να δημοσιεύσει στον ημερήσιο τύπο της επόμενης ημέρας την καθαρή αξία του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου, τον αριθμό των μεριδίων του, την αξία των μεριδίων του και την τιμή διάθεσης και εξαγοράς που υπολογίζονται κάθε ημέρα. Γίνεται δηλαδή αποτίμηση της αξίας του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου καθημερινά καθώς και αναλυτική παρουσίαση των περιουσιακών στοιχείων στα οποία έχουν επενδύσει τα αμοιβαία κεφάλαια, το ποσοστό που επενδύουν σε κάθε κατηγορία καθώς και τις πιθανές διαρθρωτικές μεταβολές που μπορεί να γίνουν στη σύνθεση του αμοιβαίου κεφαλαίου. Αυτό εξασφαλίζει διαφάνεια σε όλες τις χρηματιστηριακές πράξεις που πραγματοποιούνται και αποτελεί εξασφάλιση στους μεριδιούχους για την ομαλή έκβαση των επενδύσεών τους και τη συνεχή παρακολούθησή τους έτσι ώστε να ελέγχονται και οι διαχειριστές ,οι οποίοι αν δεν κρίνονται ικανοί μπορεί να αντικατασταθούν. Αντίθετα, στην περίπτωση των hedge funds οι χρηματιστηριακές πράξεις και η έκβασή τους δεν είναι γνωστές στους μεριδιούχους όπως δεν είναι καν γνωστή η σύνθεση του αντίστοιχου χαρτοφυλακίου και που ακριβώς έχει αυτό επενδύσει τα περιουσιακά του στοιχεία. Αυτό συνεπάγεται ότι ο μεριδιούχος δεν μπορεί να ελέγξει τον διαχειριστή εφόσον δεν υπάρχει και το κατάλληλο νομικό πλαίσιο που να υποδεικνύει κάποια ελεγκτική επιτροπή. Έτσι οι διαχειριστές δρουν αυτοβούλως χωρίς να ενημερώνουν τους επενδυτές οι οποίοι μάλλον στηρίζονται πάνω τους ακριβώς επειδή και οι διαχειριστές είναι επενδυτές και άρα οι στόχοι και των δύο ταυτίζονται. Επίσης αξίζει να σημειωθεί ότι ένα άλλο χαρακτηριστικό που έχουν τα αμοιβαία κεφάλαια ενώ έχουν τα hedge funds είναι η επιλεκτικότητα στους επενδυτές τους. Για να μπορέσει κάποιος να επενδύσει σε hedge funds πρέπει να έχει αξία περιουσίας τουλάχιστον 250χιλιάδες \$, ενώ για επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια δεν απαιτούνται κάποιοι περιορισμοί.

2.1.7 Η ραγδαία ανάπτυξη των Hedge Funds

Συνταξιοδοτικά ταμεία, ασφαλιστικές εταιρείες, συνεταιριστικοί οργανισμοί, επενδύουν αυξητικά σε hedge funds. Ταυτόχρονα, περισσότεροι ιδιώτες επενδυτές ζητούν από τις εθνικές εποπτικές Αρχές να τους επιτρέψουν μεγαλύτερη πρόσβαση σε αυτά. Ο κλάδος των hedge funds αυξάνεται με υψηλούς ρυθμούς, καθώς τα σχετικά κεφάλαια έχουν ξεπεράσει το 1 τρισ. δολ., ενώ ο αριθμός τους φτάνει τις 10.000. Τα μεγέθη αυτά - συγκρινόμενα με τα προηγούμενα χρόνια- δείχνουν ισχυρούς ρυθμούς ανάπτυξης (70% κατά την περασμένη τετραετία). Το 2001 υπήρχαν περίπου 5.500 hedge funds και 600 δισ. δολ. υπό διαχείριση, το 2000, περίπου 4.000 hedge funds και 450 δισ. δολ., έναντι περίπου 2.500 hedge funds και 250 δισ. δολ. το 1995. Με τους πιο μέτριους ρυθμούς, αναμένεται να διαμορφωθούν σε 15.000 hedge funds και σε πάνω από 1,5 τρισ. δολ., έως το 2010. Το σημαντικό στην ανάπτυξή τους είναι ότι πλέον και οι θεσμικοί επενδυτές, πέραν των μεγάλων ιδιωτών επενδυτών, τα αποδέχονται ως μία ξεχωριστή κατηγορία επένδυσης, επιδιώκοντας τη διαφοροποίηση, ως τον κύριο λόγο της επένδυσής τους σε αυτά, ενώ δεν αποβλέπουν σε υψηλές θετικές αποδόσεις, αλλά σε ένα αποδεκτό εύρος αποδόσεων και σε ορισμένες διασφαλίσεις για μία όσο γίνεται καλύτερη διαχείριση του κινδύνου. Συνταξιοδοτικά ταμεία, ασφαλιστικές εταιρείες, συνεταιριστικοί οργανισμοί, επενδύουν αυξητικά σε αυτά, σε πολλές χώρες της ΕΕ, αλλά και σε όλο τον κόσμο. Ταυτόχρονα, περισσότεροι ιδιώτες επενδυτές ζητούν από τις εθνικές εποπτικές Αρχές να τους επιτρέψουν μεγαλύτερη πρόσβαση σε αυτά. Επίσης, εταιρείες παροχής δεικτών, όπως οι MSCI, FTSE και CSFB/ Tremont, εισάγουν επενδυτικούς δείκτες σε hedge funds, και οι επενδυτές επενδύουν μέσω FoFs, αφού αυτοί συνεισφέρουν στη διαφάνεια της αγοράς και μειώνουν το κόστος των προμηθειών.

Ο χώρος των hedge funds έχει σημειώσει θεαματική ανάπτυξη τα τελευταία οκτώ χρόνια, τόσο όσον αφορά τον αριθμό τους όσο και τα κεφάλαια που διαχειρίζονται. Είναι χαρακτηριστικό ότι τα hedge funds στο σύνολό τους διαχειρίζονταν περίπου 150 δισ. δολάρια διεθνώς το 1997. Το ποσό αυτό ξεπέρασε το ένα τρισεκατομμύριο δολάρια το πρώτο τρίμηνο του 2005. Η σταθερά υψηλή ανάπτυξη του χώρου δεν κάμφθηκε καθόλου από τις θεαματικές απώλειες κεφαλαίου του θρυλικού hedge fund Long Term Capital Management (LTCM) το φθινόπωρο του 1998, το οποίο παραλίγο να οδηγήσει σε κρίση το διεθνές χρηματοοικονομικό σύστημα. Ούτε η παρατεταμένη ύφεση της αμερικανικής οικονομίας κατά την περίοδο του 2001–2003 κατάφεραν να μειώσουν τη δίψα του επενδυτικού κοινού για τα hedge funds. Εν αντιθέσει, ο αριθμός αυτών των επενδυτικών σχημάτων αυξήθηκε από 3.000 το 1997 σε πάνω από 8.000 σήμερα.

2.2 Index Funds

Τα Δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια (Index Funds) είναι μία νέα μορφή επενδυτικών κεφαλαίων ανοικτού τύπου, τα οποία, όπως προδίδει η ονομασία τους, προσπαθούν να «μιμηθούν» τη συμπεριφορά ορισμένων δεικτών. Αυτό επιτυγχάνεται μέσω της σύνθεσης του χαρτοφυλακίου τους, δεδομένου ότι οι μετοχές που έχουν αγοραστεί και αποτελούν την περιουσία τους (ενεργητικό τους) επιλέγονται μεταξύ εκείνων που απαρτίζουν τον δείκτη τον οποίο προσπαθούν να ακολουθήσουν. Μάλιστα, τα ποσοστά συμμετοχής των μετοχών είναι τέτοια που να εξασφαλίζουν ότι, σε καθημερινή βάση, η μεταβολή της αξίας του μεριδίου τους θα είναι ανάλογη της μεταβολής του δείκτη αναφοράς. Τα Index Funds πρέπει να επενδύουν ποσοστό τουλάχιστον 95% του καθαρού ενεργητικού τους σε μετοχές οι οποίες περιλαμβάνονται στο συγκεκριμένο χρηματιστηριακό δείκτη.

Η τεχνική της δεικτοποίησης πρωτοεμφανίστηκε στα συνταξιοδοτικά ιδρύματα των Η.Π.Α το 1971 και στη συνέχεια το 1976 στη κλασική τους βιομηχανία. Το πρώτο ΔΑΚ έχει δημιουργηθεί πάνω στο δείκτη Standard & Poor's 500 (S&P 500), ο οποίος συμπεριλαμβάνει τις μεγάλες μετοχές οι οποίες είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Ν. Υόρκης, αποτελεί δε το 70% της συνολικής χρηματιστηριακής αγοράς. Στη συνέχεια δημιουργήθηκε ένα ΔΑΚ βασισμένο στο δείκτη Wilshire 5000, ο οποίος αποτελείται από τις 500 μετοχές του S&P 500 και τις υπόλοιπες 4500 μετοχές της χρηματιστηριακής αγοράς, οι οποίες είναι μεσαίας ή μικρής κεφαλαιοποίησης. Ύστερα δημιουργήθηκε η ανάγκη όπως οι 4500 μικρές μετοχές αποτελέσουν ένα ιδιαίτερο ΔΑΚ, το Wilshire 4500, εφόσον είχαν μια διαφορετική πορεία ως προς τον S&P 500.

Η δημιουργία νέων ειδών ΔΑΚ συνεχιζόταν ακατάπαυστα. Η Αμερικανική αγορά ένωσε την ανάγκη για δεικτοποίηση κεφαλαίων τα οποία επενδύοντο σε άλλες αγορές εκτός των ΗΠΑ και τα οποία αντιπροσώπευαν το 57% των συνολικών κεφαλαίων του κόσμου. Έτσι, το 1986 δημιουργήθηκε το πρώτο διεθνές ΔΑΚ. Στη συνέχεια το διεθνές ΔΑΚ διασπάστηκε σε δύο ΔΑΚ, το Ευρωπαϊκό και το ΔΑΚ Ειρηνικού (European and Pacific Basic Indexes), εφόσον οι αγορές αυτές είχαν εντελώς διαφορετικά χαρακτηριστικά από τα αντίστοιχα των ΗΠΑ. Καθώς οι απαιτήσεις και οι προτιμήσεις των επενδυτών αυξάνονταν δύο νέα ΔΑΚ δημιουργήθηκαν διασπώντας τον δείκτη S&P 500 σε ΔΑΚ αξίας (value) και αναπτυξιακό ΔΑΚ (growth). Νέοι δείκτες συνέχισαν να δημιουργούνται και τα αντίστοιχα ΔΑΚ συνέβαλαν στην προσέλκυση νέων επενδυτών αλλά και στην αύξηση του ποσοστού συμμετοχής τους στα Α/Κ.

Αξίζει να επισημανθεί ότι η τεχνική της δεικτοποίησης δεν εφαρμόστηκε μόνο στις μετοχές, αλλά και στις ομολογίες όπου το 1986 εμφανίστηκε το πρώτο ΔΑΚ ομολογιών βασισμένο στον δείκτη Lehman Brothers Aggregate Bond. Τελευταία, είδη ΔΑΚ που έχουν εμφανιστεί στην αμερικανική κεφαλαιαγορά είναι τα ΔΑΚ βασισμένα σε μέταλλα όπως ο χρυσός για τον οποίο δημιουργήθηκε ένας δείκτης για εταιρείες παραγωγής της Β. Αμερικής. Υπάρχουν επίσης ΔΑΚ στηριζόμενα σε δείκτες που αποτελούνται από εταιρείες παραγωγής φυσικού αερίου. Τέλος, υπάρχει δυνατότητα επένδυσης σε βιομηχανίες μιας συγκεκριμένης περιοχής οι οποίες συγκροτούν και τον αντίστοιχο δείκτη.

Τα δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια συνεχώς κερδίζουν έδαφος στις προτιμήσεις των επενδυτών και εξελίσσονται ακολουθώντας δείκτες που στηρίζονται σε μέταλλα, εταιρείες φυσικού αερίου, έργα τέχνης και άλλα πρωτότυπα προϊόντα. Ο βασικός λόγος ο οποίος οδήγησε στην ανάπτυξη των

ΔΑΚ είναι ότι τα διοικητικά τους έξοδα είναι σημαντικά χαμηλότερα από εκείνα που εμπεριέχονται σε χαρτοφυλάκια ενεργητικής διαχείρισης εξ αιτίας των ελάχιστων κινήσεων των μετοχών οι οποίες πραγματοποιούνται. Ως εκ τούτου οι δαπανηρές έρευνες για την εύρεση υποτιμημένων και υπερτιμημένων μετοχών ελαχιστοποιούνται, τα δε συνολικά έξοδα είναι σαφέστατα πολύ χαμηλότερα.

Επιπλέον, μια σειρά από μελέτες (Mc Donald [1974], Williamson [1972], Grant [1977]) απέδειξαν ότι η αποτελεσματικότητα των Α/Κ, κατά μέσον όρο, ήταν χαμηλότερη από τον Dow Jones ή από μια απλή μακροχρόνια στρατηγική παθητικής διαχείρισης χαρτοφυλακίου. Οι μελέτες αυτές επισημαίνουν ότι οι υψηλοί μισθοί των διαχειριστών σε συνδυασμό με άλλα επαγγελματικά έξοδα έχουν ως αποτέλεσμα να κρατούν χαμηλά τις αποδόσεις των μεριδιούχων, στο βαθμό που τα κόστη αυτά δεν αναπληρώνονται από καλύτερες αποδόσεις των Α/Κ.

Στην Ελλάδα επιτράπη η λειτουργία τους με το νόμο 3283/2004 και ο θεσμός είναι ακόμα περιορισμένος συγκριτικά με τις διεθνείς αγορές. Ωστόσο, σταδιακά γίνονται προσπάθειες από ορισμένες ΑΕΔΑΚ (Eurobank, Alpha, Alico, Π&Κ) οι οποίες προχωρούν στην δημιουργία δεικτοποιημένων Α/Κ που ακολουθούν τον FTSE/ASE-20, τον S&P100 καθώς και άλλους δείκτες. Αναφορικά με την χρηματιστηριακή αγορά των Αθηνών υπάρχει ένα Α/Κ το οποίο είναι συνδεδεμένο με το Γενικό Δείκτη, το Alpha Index Fund, ένα Α/Κ συνδεδεμένο με τον EUROBANK MIDCAP Private Sector 50 Index, καθώς και τρία Α/Κ τα οποία είναι συνδεδεμένα με τον δείκτη FTSE 20 (ALICO FTSE 20 Index Fund, Π&Κ FTSE-20 Index Fund και EUROBANK Value FTSE/ASE 20 Index Fund). Τέλος υπάρχει και ένα Α/Κ συνδεδεμένο με τον S&P 100 (Alpha S&P Index Fund) και το ALPHA Euro Top 100 Index Fund (πίνακες 2.6 και 2.7).

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.6

Index Funds Εσωτερικού (2005)	ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ 31/12/2005	ΜΕΡΙΔΙΑ 31/12/2005	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ 31/12/2005	ΑΠΟΔΟΣΗ 2005	ΑΠΟΔΟΣΗ BENCHMARK
EUROBANK MIDCAP Private Sector 50 Index Fund	106.598.074,57	26.452.766,35	4,0298	34,51%	32,98%
ALPHA Athens Index Fund	91.626.060,12	7.261.048,57	12,6188	33,65%	29,71%
ALICO FTSE 20 Index Fund	15.929.614,99	1.768.090,16	9,0095	31,48%	28,22%
Π&Κ FTSE-20 Index Fund	3.466.139,65	5.704.640,64	0,6076	31,00%	28,22%
EUROBANK Value FTSE/ASE 20 Index Fund	363.733.001,64	19.025.615,85	19,1181	25,07%	28,22%

πηγή: ΕΘΕ

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.7

Index Funds Εξωτερικού (2005)	ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ 31/12/2005	ΜΕΡΙΔΙΑ 31/12/2005	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ 31/12/2005	ΑΠΟΔΟΣΗ 2005
ALPHA Euro Top 100 Index Fund	17.132.249,25	6.395.746,72	2,6787	21,55%
ALPHA S&P 100 Index Fund	3.382.164,60	1.158.991,65	2,9182	13,50%

πηγή: ΕΘΕ

Τα Index Funds αποτελούν Α/Κ Παθητικής Διαχείρισης. Από τη στιγμή που θα συγκροτηθούν απαιτούν μικρή διαχειριστική προσπάθεια δεδομένου ότι ο ρόλος του διαχειριστή περιορίζεται σε δύο βασικές αποφάσεις. Οι αποφάσεις αυτές αφορούν, πρώτον, το ποιες μετοχές θα ενταχθούν στο χαρτοφυλάκιο και, δεύτερον, σε τι ποσοστό συμμετοχής. Και τα δύο αυτά πεδία είναι προαποφασισμένα στην περίπτωση ενός Index Fund, αφού το ποιες μετοχές θα επιλεγούν το καθορίζει ο δείκτης αναφοράς, ενώ το ποσοστό συμμετοχής τους είναι ανάλογο της συμμετοχής κάθε μετοχής στη συνολική κεφαλαιοποίηση (χρηματιστηριακή αξία) των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο επιχειρήσεων.

Λόγω της παθητικής διαχείρισής τους, τα Index Funds διεθνώς βαρύνουν τους επενδυτές με ιδιαίτερα χαμηλές προμήθειες, σε σύγκριση με εκείνες των περισσότερων από τα υπόλοιπα Α/Κ. Η παράμετρος αυτή, σε συνδυασμό με την αντιστάθμιση του κινδύνου που επιτυγχάνεται λόγω της διαφοροποίησης, κάνουν αυτά τα προϊόντα πολύ ελκυστικά για τους επενδυτές. Όσον αφορά την απόδοση, για ένα Index Fund που ακολουθεί τον Γενικό Δείκτη του χρηματιστηρίου, η τύχη του είναι απόλυτα συνδεδεμένη με τη γενική πορεία του Χρηματιστηρίου. Οι διορθωτικές επεμβάσεις που γίνονται από τις επιλογές της διαχείρισης του αμοιβαίου δεν παίζουν ρόλο σε αυτή την περίπτωση, ανεξάρτητα αν μπορούν να οδηγήσουν και σε αποδόσεις καλύτερες από αυτές του γενικού δείκτη. Δηλαδή, ο επενδυτής που θα αγοράσει μερίδια αμοιβαίων δείκτη δεν έχει να αναρωτηθεί αν ο διαχειριστής του αμοιβαίου που διάλεξε θα κάνει καλά τη δουλειά του. Το ερώτημα στο οποίο πρέπει να απαντήσει είναι αν το ελληνικό Χρηματιστήριο, στους μήνες που θα ακολουθήσουν την τοποθέτησή του, θα είναι ανοδικό ή όχι.

Ωστόσο, τα Index Funds παρουσιάζουν και ορισμένα μειονεκτήματα, όπως η απουσία εγγυημένου κεφαλαίου ή απόδοσης, καθώς και η δυσκολία τους να ακολουθήσουν τον δείκτη αναφοράς σε περιόδους υψηλών διακυμάνσεων της αγοράς.

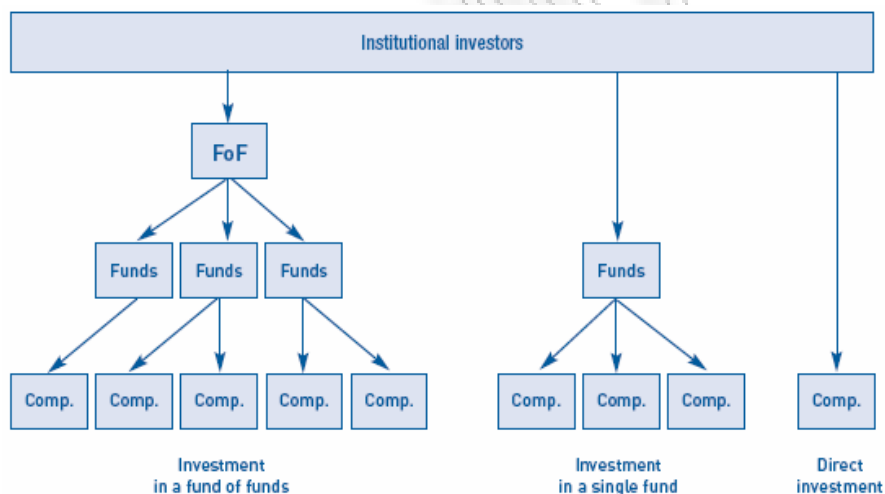
2.3 Funds of Funds

Τα Funds of Funds ξεκίνησαν από τις Η.Π.Α. στα τέλη της δεκαετίας του εξήντα, αλλά παρουσίασαν μεγάλη ανάπτυξη μέσα στη δεκαετία του ενενήντα, όπου και εμφανίσθηκαν στην Ευρώπη, με μεγαλύτερη συγκέντρωση στην Μ.Βρετανία και στην Αυστρία. Η λειτουργία αυτής της νέας κατηγορίας A/K, που είναι αρκετά δημοφιλής στο εξωτερικό, επετράπη στην Ελλάδα με το νόμο 3283/2004 που ενσωμάτωσε στην ελληνική νομοθεσία τις νέες Οδηγίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης για τα Αμοιβαία Κεφάλαια, σημειώνει επιτυχία και έχει κινήσει το ενδιαφέρον των επενδυτών.

Με τα FoF παρέχεται η δυνατότητα στις ΑΕΔΑΚ να δημιουργήσουν ολοκληρωμένα χαρτοφυλάκια A/K που επενδύουν σε άλλα αμοιβαία. Υπάρχουν διαφορετικές κατηγορίες επενδυτικής στρατηγικής και ο επενδυτής μπορεί να διαλέξει από το πλέον συντηρητικό έως το πλέον επιθετικό, ανάλογα με το κίνδυνο που είναι διατεθειμένος να αναλάβει. Αντί λοιπόν ο επενδυτής να αγοράζει διαφορετικά αμοιβαία για να συνθέσει το δικό του χαρτοφυλάκιο ανάλογα με το επενδυτικό του προφίλ και τους στόχους του, μπορεί να αγοράσει μερίδια του παραπάνω αμοιβαίου.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6

3 ΕΙΔΗ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ



Τα FoF, όπως και τα κοινά A/K, κατηγοριοποιούνται ανάλογα με τον τύπο και την μορφή των funds που επενδύουν. Μπορούμε να τα διαχωρίσουμε σε μετοχικά, σε ομολογιακά, και σε μικτά Funds of Funds. Ανάλογα με την γεωγραφική κατανομή του ενεργητικού τους, τα διαχωρίζουμε σε Funds of Funds Εσωτερικού και Εξωτερικού.

Ο στόχος του διαχειριστή ενός FoF είναι να επιλέγει τα καλύτερα αμοιβαία κεφάλαια που διατίθενται τόσο στην ελληνική όσο και στις διεθνείς αγορές. Η επιλογή γίνεται με μηχανισμούς που εξετάζουν κριτήρια όπως είναι η απόδοση, οι ικανότητες των διαχειριστών, η συνέπεια των αποδόσεων, η συσχέτιση των διαχειριστών με άλλους διαχειριστές της αγοράς και η συσχέτιση των διαχειριστών με την αγορά.

Επιπλέον, τα FoF αποτελούν ένα επενδυτικό προϊόν ενεργητικής διαχείρισης. Συνεπώς, οι επενδυτικοί στόχοι είναι κοινί με αυτούς των

συμβατικών A/K που ακολουθούν ενεργητική διαχείριση, όπως είναι η επίτευξη μεγαλύτερων αποδόσεων σε σχέση με την αγορά ή κάποιο δείκτη αναφοράς, ο εντοπισμός υποτιμημένων χρεογράφων και τομέων της χρηματαγοράς, ο εντοπισμός ανισοροπιών στις αγορές συναλλάγματος και χρεογράφων καθώς και η πρόβλεψη των μελλοντικών τάσεων της χρηματαγοράς. Απώτερος σκοπός είναι πάντα να επιτευχθεί ο καλύτερος συνδυασμός απόδοσης-κινδύνου.

Συγκριτικά με τα παραδοσιακά A/K, τα FoF προσφέρουν στον επενδυτή σημαντικά **πλεονεκτήματα** όπως :

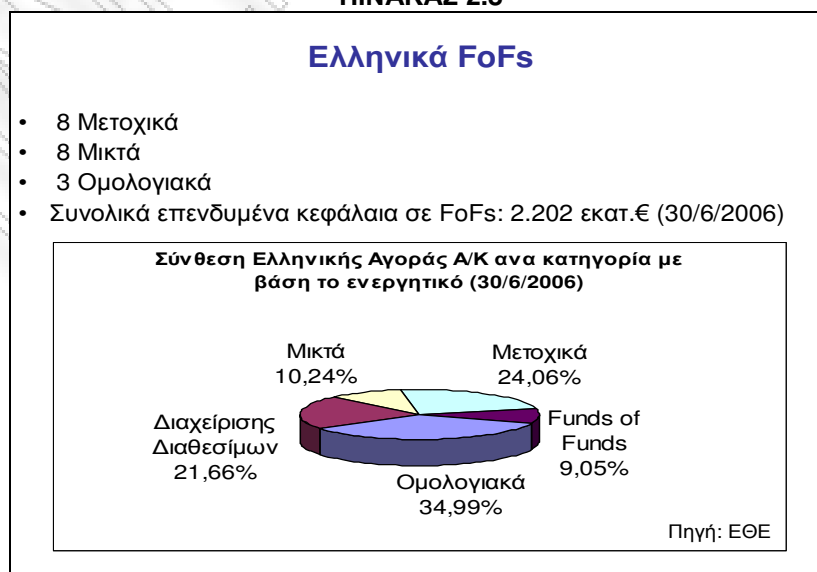
- Μεγαλύτερη διαφοροποίηση
- Χαμηλότερα επίπεδα επενδυτικού κινδύνου
- Σταθερότερες αποδόσεις
- Μεγαλύτερη πρόσβαση σε έμπειρους διαχειριστές
- Μεγαλύτερη ρευστότητα
- Δυνατότητα επένδυσης σε μια μεγαλύτερη ποικιλία A/K
- Επένδυση σε ένα προϊόν το οποίο έχει βαθμολογηθεί από αξιόπιστους οίκους του εξωτερικού.

Είναι, λοιπόν, εμφανές ότι πλεονεκτούν τόσο στον περιορισμό του επενδυτικού κινδύνου όσο και στην ποιότητα της διαχείρισης. Ο κίνδυνος που αναλαμβάνει ένα FoF επιμερίζεται σε πολλά αμοιβαία κεφάλαια, που και αυτά από τη φύση τους ασκούν ενεργή διαχείριση κινδύνου. Από την πλευρά του ο επενδυτής δεν απαιτείται να κάνει κινήσεις, όπως θα έκανε αν είχε συνθέσει ο ίδιος ένα αντίστοιχο χαρτοφυλάκιο και δεν απαιτείται να διαθέτει εξειδικευμένες γνώσεις. Το μόνο που παρατηρεί είναι η μεταβολή τις τιμής του FoF και όχι των μεμονωμένων στοιχείων που το απαρτίζουν. Συνεπώς, επιτυγχάνει επαγγελματική διαχείριση, μεγαλύτερη διασπορά του κινδύνου και εύκολη παρακολούθηση της επένδυσής του, με χαμηλότερο διαχειριστικό κόστος.

Εντούτοις, τα FoF παρουσιάζουν και κάποια μειονεκτήματα όπως:

- Υψηλότερα κόστη (λόγω κόστους υποκείμενων A/K)
- Δυσκολία στην παρακολούθηση του συνολικού αριθμού των μεμονωμένων αξιόγραφων του χαρτοφυλακίου
- Έλεγχος εξάρτησης (correlation) από Αγορές
- Μικρός αριθμός FoF στην Ελλάδα (πίνακας 2.8) , περιορισμένες επιλογές

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.8



2.4 Exchange Traded Funds

Τα Χρηματιστηριακώς Διαπραγματεύσιμα Α/Κ - Exchange Traded Funds (ETFs) ή trackers είναι χαρτοφυλάκια παθητικής διαχείρισης, σχεδιασμένα να ακολουθούν πιστά την απόδοση ενός χρηματιστηριακού ή κλαδικού δείκτη (Index Funds), προσφέροντας ταυτόχρονα άμεση ρευστότητα, καθώς διαπραγματεύονται παράλληλα με τους μετοχικούς τίτλους σε ένα χρηματιστήριο. Ο επενδυτής μπορεί να αγοράσει μερίδια των ETFs είτε απευθείας από την Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.) που το διαχειρίζεται, είτε από το χρηματιστήριο, ενώ όταν επιθυμεί να ρευστοποιήσει μπορεί να το κάνει είτε πουλώντας τα μερίδια που κατέχει στο χρηματιστήριο, είτε εξαργυρώνοντάς τα στην Α.Ε.Δ.Α.Κ. Τα ETFs, με ελάχιστο ενεργητικό 15 εκατ. ευρώ, χρεώνουν ελάχιστες προμήθειες για τους επενδυτές (σε σχέση με το 3%-5% του ισχύει σήμερα για τα κλασικά μετοχικά Α/Κ), λόγω της παθητικής διαχείρισης, ενώ η μετοχή-μερίδιο θα μεταβάλλεται καθημερινά συνεχώς στο ΧΑΑ, ανάλογα με τη μεταβολή του δείκτη που θα ακολουθεί.

Η λειτουργία αυτής της νέας κατηγορίας Α/Κ, που είναι αρκετά δημοφιλής στο εξωτερικό, επιτράπη στην Ελλάδα με το νόμο 3283/2004, ο οποίος ενσωμάτωσε στην ελληνική νομοθεσία τις νέες Οδηγίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης για τα Αμοιβαία Κεφάλαια. Στους πίνακες 2.9 και 2.10 παρουσιάζονται ο αριθμός των ETFs στις ΗΠΑ ανά κατηγορία και τα κεφάλαια υπό διαχείριση.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.9

Number of Exchange-Traded Funds by Type			
	June 2006	May 2006	December 2005
Total Domestic Equity Index	194	172	146
Domestic (<i>Broad-Based</i>)	106	92	81
Domestic (<i>Sector/Industry</i>)	88	80	65
Global/International Equity Index	63	49	49
Bond Index	6	6	6
All	263	227	201

πηγή: ICI

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.10

Assets of Exchange-Traded Funds by Type (<i>millions of dollars</i>)			
	June 2006	May 2006	December 2005
Total Domestic Equity Index	234,749	224,221	215,807
Domestic (<i>Broad-based</i>)	197,244	187,946	186,832
Domestic (<i>Sector/Industry</i>)	37,505	36,275	28,975
Global/International Equity Index	82,797	83,993	65,210
Bond Index	17,564	16,464	15,004
All	335,111	324,677	296,022

πηγή: ICI

Οι ΗΠΑ, απ' όπου ξεκίνησε και η μόδα των ETF πριν από 13 χρόνια ακριβώς, συνεχίζουν να κυριαρχούν στον κλάδο, με 263 ETF και υπό διαχείριση ενεργητικό της τάξεως των 304 δισ. δολαρίων. Η Ευρώπη, στην οποία το πρώτο ETF ξεκίνησε το 2000, διαθέτει 165 Αμοιβαία Κεφάλαια αυτού του τύπου, με ενεργητικό ύψους 54,9 δισ. δολαρίων. Όμως ο ρυθμός ανάπτυξης στην Ευρώπη είναι πλέον ταχύτερος από εκείνον των ΗΠΑ, με τα κεφάλαια να ενισχύονται κατά 61,7% σε σχέση με το προηγούμενο έτος, έναντι αντίστοιχου ποσοστού 33,6% στις ΗΠΑ. Η ανάπτυξη της αγοράς των ETFs είναι συνεχής και θεαματική όπως φαίνεται από τα επενδυμένα κεφάλαια και το συνεχώς αυξανόμενο αριθμό τους.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.11

NET ASSETS OF ETFs (millions of dollars, 1993–2005)							
Year	Total	Investment Objective				Legal Structure	
		Broad-Based Domestic Equity	Sector/ Industry Domestic Equity	Global/ International Equity	Bond Index Funds	Open-End	UIT
1993	\$464	\$464	–	–	–	–	\$464
1994	424	424	–	–	–	–	424
1995	1,052	1,052	–	–	–	–	1,052
1996	2,411	2,159	–	\$252	–	\$252	2,159
1997	6,707	6,200	–	506	–	506	6,200
1998	15,568	14,058	\$484	1,026	–	1,510	14,058
1999	33,873	29,374	2,507	1,992	–	4,499	29,374
2000	65,585	60,530	3,015	2,041	–	10,257	55,328
2001	82,993	74,752	5,224	3,016	–	22,865	60,128
2002	102,143	86,985	5,919	5,324	\$3,915	35,983	66,160
2003	150,983	120,430	11,901	13,984	4,667	68,306	82,677
2004	226,205	163,730	20,315	33,644	8,516	132,013	94,192
2005	296,022	186,832	28,975	65,210	15,004	200,958	95,064

Note: Components may not add to the total because of rounding.
Sources: Investment Company Institute and Strategic Insight Simfund

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.12

NUMBER OF ETFs (1993–2005)							
Year	Total	Investment Objective				Legal Structure	
		Broad-Based Domestic Equity	Sector/ Industry Domestic Equity	Global/ International Equity	Bond Index Funds	Open-End	UIT
1993	1	1	–	–	–	–	1
1994	1	1	–	–	–	–	1
1995	2	2	–	–	–	–	2
1996	19	2	–	17	–	17	2
1997	19	2	–	17	–	17	2
1998	29	3	9	17	–	26	3
1999	30	4	9	17	–	26	4
2000	80	27	28	25	–	76	4
2001	102	34	34	34	–	98	4
2002	113	34	32	39	8	105	8
2003	119	39	33	41	6	111	8
2004	151	60	42	43	6	143	8
2005	201	81	65	49	6	193	8

Sources: Investment Company Institute and Strategic Insight Simfund

Αναμένεται να αρχίσει η λειτουργία τους στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά το 2006. Μέσω των ETF πολλοί ξένοι θεσμικοί θα είναι σε θέση να "αγοράσουν Ελλάδα", χωρίς να είναι υποχρεωμένοι να χρησιμοποιούν τις υπηρεσίες των τμημάτων ανάλυσης των 5-6 μεγάλων επενδυτικών οίκων του εξωτερικού. Παράλληλα, οι Έλληνες μικροεπενδυτές θα έχουν τη δυνατότητα να τοποθετούνται σε ένα προϊόν σχετικά χαμηλότερου κινδύνου, σε μια αγορά που κατά τα τελευταία χρόνια έχει παρουσιάσει εντονότερες ανοδικές και καθοδικές διακυμάνσεις, ιδίως σε επιμέρους μετοχές. Το νέο αυτό επενδυτικό εργαλείο προβλέπεται ότι θα συγκεντρώσει το ενδιαφέρον του επενδυτικού κοινού και θα προσελκύσει τόσο τους μικροεπενδυτές όσο και τα συνταξιοδοτικά ταμεία και τα hedge funds. Το γεγονός ότι τα περισσότερα αμοιβαία κεφάλαια δεν κατορθώνουν να σημειώσουν αποδόσεις υψηλότερες από τις αποδόσεις των δεικτών αναφοράς (benchmarks), ενώ παράλληλα χρεώνουν υψηλά έξοδα διαχείρισης, οδηγούν τους επενδυτές στις παθητικές μορφές διαχείρισης.

Τα ETFs αποτελούν σημαντική απειλή για τα A/K και τα closed-end funds, κυρίως λόγω των χαμηλότερων εξόδων που επωμίζονται οι επενδυτές. Η στροφή των επενδυτών στα ETFs αναμένεται να ενισχυθεί λόγω των πλεονεκτημάτων που εμφανίζουν έναντι των A/K, τα οποία πολλές φορές είναι υποτιμημένα. Ασφαλώς υπάρχουν και μειονεκτήματα της επένδυσης σε ETFs (πίνακας 2.13).

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.13	
EXCHANGE TRADED FUNDS (ETFs)	
ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ✓	ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ✗
Ρευστότητα, συνεχής διαπραγμάτευση, ευελιξία	Δεν παρέχουν την ποικιλία των υπηρεσιών που προσφέρουν τα A/K
Χαμηλότερα κόστη διαχείρισης και expense ratios σε σχέση με τα μετοχικά A/K	Μεγαλύτερα κόστη συναλλαγών σε σχέση με τα no-load funds, τα οποία αυξάνονται με το συγχρονισμό και την στρατηγική dollar cost averaging
Διαφάνεια, διαμόρφωση των τιμών από την προσφορά και τη ζήτηση	Υψηλά tracking errors για ETFs διεθνών δεικτών, ενώ δεν παρέχουν υψηλή ρευστότητα
Φορολογικά πλεονεκτήματα	Πώληση με discount ή με premium
Άμεση διαφοροποίηση (επένδυση σε διαφοροποιημένους δείκτες)	Η απόδοση και η ρευστότητα των ETFs δεν έχει ακόμα εξεταστεί σε πτωτικές αγορές
Πρόσβαση σε δείκτες και αγορές που δεν έχουν ακόμα τα A/K	Διακανονισμός σε 3 ημέρες, ενώ η εξαγορά μεριδίων A/K γίνεται σε ένα βράδυ

Στον πίνακα 2.14, αναφέρονται συνοπτικά ομοιότητες και διαφορές μεταξύ των ETFs, Index Funds, των συμβατικών μετοχικών A/K και των απλών μετοχών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.14				
Χαρακτηριστικά	ETFs	Index Funds	Μετοχικά A/K	Μετοχές
Διαπραγμάτευση στη δευτερογενή αγορά (χρηματιστήριο)	✓			✓
Διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου	✓	✓	✓	
Παρακολούθηση της απόδοσης του δείκτη	✓	✓	✓	
Αγορά μέσω χορήγησης πίστωσης (margin account)	✓			✓
Ανοικτές πωλήσεις (Short selling)	✓			✓
Εγγύηση δυνατότητας ρευστοποίησης	Μερική	✓	✓	✓
Δικαίωμα ψήφου στις Γενικές Συνελεύσεις				✓
Διαχείριση	Παθητική	Παθητική	Ενεργητική	Ενεργητική
Αποτίμηση	Συνεχής	Καθημερινή	Καθημερινή	Συνεχής
Κόστη	- Χρηματιστηριακές προμήθειες - Αμοιβές ΑΕΔΑΚ - Bid/Ask spread	Αμοιβές ΑΕΔΑΚ	Αμοιβές ΑΕΔΑΚ	-Χρηματιστηριακές προμήθειες - Bid/Ask spread
Αγοραπωλησία	Χρηματιστηριακά Μέσω ΑΕΔΑΚ	Μέσω ΑΕΔΑΚ	Μέσω ΑΕΔΑΚ	Χρηματιστηριακά

Η επέκταση των ETFs είναι πλέον εμφανής και έρχεται από πολλές διαφορετικές κατευθύνσεις. Παρά το γεγονός ότι εμπνεύστηκαν και δημιουργήθηκαν στις ΗΠΑ, πολλά καινοτόμα προϊόντα δημιουργούνται διεθνώς, όπως τα ETFs ενεργητικής διαχείρισης. Οι κινήσεις των εταιρειών διαχείρισης για τη δημιουργία νέων ETFs εντείνει τον ανταγωνισμό, ενώ αναμένεται η προώθηση νέων ETFs που καλύπτουν περισσότερους δείκτες.

Η ταχεία ανάπτυξη των ETFs θα επιφέρει ζημιές στην αγορά των A/K. Αναμένεται η απορρόφηση πολλών μικρών οικογενειών A/K από μεγαλύτερες με σκοπό την συγκέντρωση κεφαλαίων ικανών να αντεπεξέλθουν στην ανάγκη για χαμηλότερα έξοδα και expense ratios. Η υψηλή επίδοση των ETFs με χαμηλότερα κόστη και η συνεχής διαπραγμάτευσή τους θα

προσελκύσουν τεράστια κεφάλαια από θεσμικούς και μη επενδυτές, market timers και μακροπρόθεσμους επενδυτές. Αυτή η ανάπτυξη θα συνεχιστεί όσο αυξάνεται η ευαισθησία των μεριδιούχων A/K ως προς την τιμή και τα έξοδα, και συνεπώς όταν αυξάνονται οι επενδύσεις σε index funds.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.15
U.S. Total Net Assets in Billions

Year	Mutual Funds	Index Funds	ETFs
1996	3,526	97	2
1997	4,468	169	7
1998	5,525	264	16
1999	6,846	386	34
2000	6,965	382	66
2001	6,975	368	83
2002	6,390	325	102
2003	7,414	452	151
2004	8,107	549	226

Copyright © 2005 Investopedia.com
Source: Investment Company Institute

Καθώς εντείνεται ο ανταγωνισμός το πλεονέκτημα περνά στα ETFs. Οι θεσμικοί επενδυτές, όπως τα ασφαλιστικά ταμεία θα στραφούν μαζικά στα ETFs βασιζόμενοι κυρίως στα χαμηλότερα έξοδα που αυτά συνεπάγονται. Η αγορά των A/K είτε θα καταστραφεί είτε θα αντεπεξέλθει. Αυτό εξαρτάται από την άμεση αντίδρασή της και την αντιμετώπιση της πραγματικότητας. Ο κίνδυνος είναι υπαρκτός περισσότερο από κάθε άλλη φορά. Αρκετοί πιστεύουν ότι με την εισαγωγή νέων ETFs (actively managed, fixed-income, narrow sector) τα A/K θα «καταργηθούν»!

Σύμφωνα με τους Wiandt και McClatchy «για το μακροπρόθεσμο επενδυτή τα ETFs κοστίζουν όσο το φθηνότερο Index Fund, ίσως και λιγότερο... Το μοναδικό χαρακτηριστικό που δεν μπορούν να επιτύχουν τα A/K είναι απλότητα, η ελευθερία και η ευελιξία που προσφέρει ένα επενδυτικό προϊόν το οποίο αγοράζεται και πωλείται σαν μια μετοχή!»

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.15

ΤΑ 10 ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΑ ETF ΣΤΟΝ ΚΟΣΜΟ		
ΟΝΟΜΑ	ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΕΠΙ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΟΥ ΤΩΝ ETF
1 S&P 500 SPDR	57.331.328.025	11,78%
2 ISHARES MSCI EAFE	29.426.688.000	6,05%
3 NASDAQ-100 INDEX TRACKING STOCK	17.399.900.000	3,58%
4 ISHARES S&P 500	16.876.990.000	3,47%
5 ISHARES MSCI-JAPAN	13.450.584.814	2,76%
6 ISHARES MSCI EM	11.950.035.000	2,46%
7 ISHARES RUSSELL 2000	10.246.444.000	2,11%
8 NIKKEI 225 ETF	8.850.856.563	1,82%
9 S&P 400 MIDCAP SPDR	8.584.599.128	1,76%
10 STREETTRACKS GOLD TRUST	7.863.420.632	1,62%

πηγή: www.euro2day.gr

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.16

ΟΙ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΕΡΟΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΕΣ ETF ΣΤΟΝ ΚΟΣΜΟ			ΠΗΓΗ: BLOOMBERG (ΣΤΟΙΧΕΙΑ 31/7/2016)		
ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΗΣ	ΥΠΟ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ETF	ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΗΣ	ΥΠΟ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ETF	ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ
BGI	167	235.587.791.524	TD SECURITIES	4	352.277.451
SSGA	65	100.275.845.066	ZUERCHER KANTONALBANK	1	283.764.572
BNY	7	26.807.975.160	HSBC	1	272.536.918
NOMURA ASSET MGMT.	5	17.874.249.866	SELIGSON	1	270.631.791
INDEXCHANGE	72	17.203.346.076	NEXTRACK PLC	3	232.641.663
LYXOR	24	17.008.365.136	SGAM	6	206.990.387
VANGUARD	24	16.330.880.423	VAN ECK	1	188.102.280
NIKKO ASSET MGMT.	2	10.625.019.182	FIRST TRUST ADVISORS	8	175.023.335
DAIWA ASSET MGMT.	5	6.762.543.381	BBVA	1	149.252.949
POWERSHARES	37	5.869.428.760	TRACKHEDGE MANAGERS	1	148.405.499
AXA GESTION	18	4.025.267.665	OIL SECURITIES LTD.	2	119.439.633
CREDIT SUISSE	5	3.106.304.061	ITRIX MANAGERS	2	99.767.847
CREDIT AGRICOLE	3	2.968.068.255	FIDELITY	1	98.592.000
RYDEX GLOBAL ADVISORS	15	2.543.155.928	MAPS INVESTMENT MGT.	3	71.997.490
KSM FINANCIAL INSTRUMENTS	11	2.197.424.572	DEXIA ASSET MGMT.	1	67.911.183
OM GROUP	4	2.194.032.836	UNIT TRUST OF INDIA	1	63.942.919
GOLD BULLION LTD.	3	1.876.817.076	ABN AMRO	1	63.176.779
HANG SENG INVESTMENT MAN.	3	1.684.661.742	NZX FUNDS MANAGEMENT	2	58.686.022
DVG	2	1.634.685.685	BENCHMARK ASSET MGT CO	4	55.957.302
UBS ASSET MGMT. LTD.	8	1.375.489.588	NCB STOCKBROKERS LTD	1	51.838.142
INDEXCO	3	1.334.897.890	FINANS PORTFOY YONETIMIS AS	1	32.870.957
OFEK LEUMI	1	877.984.808	HANDELSBANKEN FONDFORVALTNING AS	2	21.785.332
BNP PARIBAS	6	728.901.215	DNB	1	18.148.444
SAMSUNG INVESTMENT TRUST	6	712.405.711	BIZIM MENKUL	1	2.131.377
PROSHARES	12	633.541.700	XACT FONDER	1	2.067.517
DB COMMODITY SERVICES	1	610.296.000	PRUDENTIAL ICICI	1	242.782
WISDOM TREE	20	433.853.422	WOORI CREDIT SUISSE	2	0
VICTORIA BAY ASSET MAN.	1	375.408.000	ΣΥΝΟΛΟ	584	486.566.823.300

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.17

ΤΟ ΜΕΡΙΔΙΟ ΑΓΟΡΑΣ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ ETF ΣΤΙΣ ΗΠΑ			
ETF	ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ 31/7/06	ΔΙΑΦΟΡΑ ΑΠΟ 30/12/05	ΜΕΡΙΔΙΟ ΑΓΟΡΑΣ 31/7/06
BGI TOTAL ASSETS ISHARES MSCI	72.166.108.314	14.615.116.864	20,72%
BGI TOTAL ASSETS ISHARES S&P	46.159.951.000	6.079.369.500	13,25%
BGI TOTAL ASSETS ISHARES RUSSELL	39.738.723.500	4.705.867.500	11,41%
BGI TOTAL ASSETS ISHARES FIXED INCOME	18.149.329.000	3.170.879.780	5,21%
BNY TOTAL ASSETS NASDAQ-100 CUBES	17.399.900.000	-3.153.643.200	5,00%
VANGUARD TOTAL ASSETS	16.130.880.423	4.919.778.123	4,63%
SSGA TOTAL ASSETS SELECT SPDRS	15.967.739.854	3.215.576.584	4,59%
BGI TOTAL ASSETS ISHARES DOW JONES	15.631.184.550	965.744.350	4,49%
BNY TOTAL ASSETS S&P 400 MIDCAP SPDR	8.584.599.128	-408.358.912	2,47%
SSGA TOTAL ASSETS STREETTRACKS GOLD TRUST	7.863.420.632	3.600.645.632	2,26%
SSGA TOTAL ASSETS DIAMONDS	6.260.402.160	-1.364.669.280	1,80%
POWERSHARES	5.869.428.760	2.578.342.580	1,69%
BGI TOTAL ASSETS FTSE	2.953.307.500	1.597.667.500	0,85%
RYDEX GLOBAL ADVISORS	2.543.155.928	1.002.429.358	0,73%
BGI TOTAL ASSETS ISHARES COHEN & STEERS	2.259.548.500	593.738.500	0,65%
BGI TOTAL ASSETS ISHARES GOLDMAN SACHS	2.220.709.500	-43.788.500	0,64%
BGI TOTAL ASSETS ISHARES NASDAQ SERIES	1.612.099.500	27.449.500	0,46%
BGI TOTAL ASSETS ISHARES MORNINGSTAR SERIES	1.139.017.860	314.043.860	0,33%
SSGA TOTAL ASSETS WILSHIRE R EIT INDEX FUND	1.138.595.063	331.632.563	0,33%
BGI TOTAL ASSETS SILVER	1.044.472.500	1.044.472.500	0,30%
BGI TOTAL ASSETS COMEX	860.336.000	490.480.800	0,25%
PROSHARES	633.541.700	633.541.700	0,18%
DB COMMODITY SERVICES	610.296.000	610.296.000	0,18%
SSGA TOTAL ASSETS STREETTRACKS DOW JONES SERIES	579.069.430	-36.135.116	0,17%
BNY TOTAL ASSETS BLDRS SERIES	469.310.000	53.292.000	0,13%
WISDOM TREE	433.853.422	433.853.422	0,12%
SSGA TOTAL ASSETS STREETTRACKS S&P	404.158.000	364.813.000	0,12%
VICTORIA BAY ASSET MANAGEMENT	375.408.000	375.408.000	0,11%
BGI TOTAL ASSETS ISHARES NYSE SERIES	375.201.000	313.924.500	0,11%
SSGA-FRESCO TOTAL ASSETS	247.163.290	94.801.806	0,07%
VAN ECK	188.102.280	188.102.280	0,05%
SSGA TOTAL ASSETS KBW	186.864.500	13.715.500	0,05%
FIRST TRUST ADVISORS	175.023.335	139.695.735	0,05%
SSGA TOTAL ASSETS STREETTRACKS MORGAN STANLEY	134.651.643	-26.238.357	0,04%
SSGA TOTAL ASSETS SPDR DIVIDEND	111.696.000	79.206.000	0,03%
BGI TOTAL ASSETS KLD	106.820.000	-10.154.000	0,03%
FIDELITY	98.592.000	-22.676.000	0,03%
SSGA TOTAL ASSETS STREETTRACKS TOTAL MARKET	96.252.166	-7.429.334	0,03%

πηγή: www.euro2day.gr

3. Ελληνικό Θεσμικό Πλαίσιο

Στις 4/12/2001 το Συμβούλιο των Υπουργών Οικονομίας και Οικονομικών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ECOFIN) υιοθέτησε τις δύο νέες Οδηγίες που διέπουν τους Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε κινητές Αξίες (Ο.Σ.Ε.Κ.Α.)², όπως αυτές είχαν ψηφιστεί από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο στις 23 Οκτωβρίου 2001 για την τροποποίηση της Οδηγίας 85/611 για τους (Ο.Σ.Ε.Κ.Α.). Οι δύο νέες οδηγίες έχουν τεθεί σε ισχύ από την 13η Φεβρουαρίου 2002, ημερομηνία δημοσίευσης τους στην Εφημερίδα των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων. Με το νέο νόμο 3283/13,11,2004 «Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων, Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε κινητές Αξίες, Αμοιβαία Κεφάλαια και άλλες διατάξεις» αντικαθίστανται συνολικά οι διατάξεις του 1969/91 που αφορούν τις ΑΕΔΑΚ και τα Αμοιβαία Κεφάλαια και ενσωματώνονται στην ελληνική νομοθεσία οι οδηγίες 2001/107 και 2001/108 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου. Οι οδηγίες αυτές περιλαμβάνουν μια σειρά νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων που ρυθμίζουν θέματα που αφορούν τους ΟΣΕΚΑ.

Μέσω αυτού του νόμου διευρύνονται οι επενδυτικές επιλογές. Με τα άρθρα 23 και 24 παρέχεται η δυνατότητα δημιουργίας εξειδικευμένων Α/Κ, τα οποία ανάλογα με την επενδυτική τους στρατηγική, επενδύουν μέχρι και 100% του ενεργητικού τους σε μερίδια άλλων Α/Κ ή ΟΣΕΚΑ και μέχρι ποσοστού 20% του καθαρού ενεργητικού τους ανά Α/Κ ή ΟΣΕΚΑ (Funds of Funds) καθώς και σε αναπαραγωγή σύνθεσης δείκτη μετοχών ή ομολόγων και μέχρι ποσοστού 20% του καθαρού ενεργητικού τους σε μετοχές ή ομόλογα του ίδιου εκδότη, με δυνατότητα επέκτασης σε 35% (Index Funds).

Τα Funds of Funds κατατάσσονται στις παρακάτω κατηγορίες ανάλογα με την γεωγραφική κατανομή του ενεργητικού τους:

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

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

Με την απόφαση 9/342/8.6.2005 του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς προστίθεται νέα παράγραφος 3 στο άρθρο 2 της απόφασης 1/317/11.11.2004 (ΦΕΚ Β/1746/26.11.2004) σύμφωνα με την οποία τα Funds of Funds κατηγοριοποιούνται, ανάλογα με το είδος των χρηματοπιστωτικών μέσων στα οποία επενδύουν το ενεργητικό τους ως εξής:

² Σύμφωνα με το άρθρο 2 του νόμου 3283/2004 ως ΟΣΕΚΑ νοούνται οι οργανισμοί που α) μοναδικό σκοπό έχουν να επενδύουν συλλογικά σε κινητές αξίες και σε άλλα χρηματοοικονομικά στοιχεία κεφάλαια που συγκεντρώνονται από το κοινό και των οποίων η λειτουργία βασίζεται στην αρχή της κατανομής των κινδύνων β) των οποίων τα μερίδια μετά από αίτηση των δικαιούχων εξαγοράζονται ή εξοφλούνται, άμεσα ή έμμεσα, με στοιχεία του ενεργητικού των οργανισμών αυτών.

Α) Ομολογιακά ,εφόσον επενδύουν κυρίως³ σε μερίδια ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων ή και σε μερίδια μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων μέχρι ποσοστό δέκα τοις εκατό (10%) του καθαρού ενεργητικού τους.

Β) Μικτά, εφόσον επενδύουν κατ' ελάχιστον ποσοστό δέκα τοις εκατό (10%) του καθαρού ενεργητικού τους σε μερίδια ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων και κατ' ελάχιστον ποσοστό δέκα τοις εκατό (10%) του καθαρού ενεργητικού τους σε μερίδια μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων. Το μέγιστο ποσοστό επένδυσης σε μερίδια διαχείρισης διαθεσίμων ή ομολογιακών ή μικτών ή μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει το εξήντα πέντε τοις εκατό (65%) του καθαρού ενεργητικού τους.

Γ) Μετοχικά, εφόσον επενδύουν κυρίως σε μερίδια μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων.

Τέλος, προκειμένου να διασφαλιστεί η προστασία των επενδυτών, ο νέος νόμος θέτει τις προϋποθέσεις για την πλήρη και αντικειμενική ενημέρωση των επενδυτών όσον αφορά το αμοιβαίο κεφάλαιο, την ΑΕΔΑΚ και το θεματοφύλακα⁴. Η ΑΕΔΑΚ υποχρεούται για κάθε Α/Κ να εκδίδει ένα απλοποιημένο και ένα πλήρες ενημερωτικό δελτίο τα οποία πρέπει να είναι πλήρως ενημερωμένα. Επιπλέον, παρέχεται υποχρεωτικά σε κάθε μεριδιούχο δωρεάν το απλοποιημένο ενημερωτικό δελτίο και μετά από αίτησή του το πλήρες ενημερωτικό δελτίο, ο κανονισμός και η ετήσια ή εξαμηνιαία έκθεσή του.

Τα βασικά στοιχεία που περιέχει υποχρεωτικά το απλοποιημένο ενημερωτικό δελτίο αφορούν :

Α) την παρουσίαση των χαρακτηριστικών του Α/Κ ,της ΑΕΔΑΚ, του θεματοφύλακα και του Ορκωτού Λογιστή.

Β) επενδυτικές πληροφορίες σχετικές με τον σκοπό, την επενδυτική πολιτική, τον εκτιμώμενο κίνδυνο καθώς και τη ρήτρα της μη εγγυημένης απόδοσης.

Γ) οικονομικές πληροφορίες (προμήθειες διάθεσης/εξαγοράς ή άλλες προμήθειες και έξοδα, φορολογικό καθεστώς).

Δ) εμπορικές πληροφορίες (διαδικασίες διάθεσης/εξαγοράς και ανταλλαγής, τρόπος ενημέρωσης για τις τιμές)

Ε) συμπληρωματικές πληροφορίες (διάθεση ενημερωτικών δελτίων, ετήσιων / εξαμηνιαίων εκθέσεων, υπηρεσίες επικοινωνίας της ΑΕΔΑΚ ή των εποπτικών αρχών.)

³ποσοστό επένδυσης τουλάχιστον εξήντα πέντε τοις εκατό (65%) επί του καθαρού ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου.

⁴ Θεματοφύλακας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου ορίζεται οποιαδήποτε τράπεζα λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα (ελληνική ή ξένη). Καθήκοντα του θεματοφύλακα είναι η φύλαξη της περιουσίας, οι εισπράξεις, οι πληρωμές και η σωστή εκτέλεση των συναλλαγών οι οποίες διενεργούνται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. για λογαριασμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Ο Θεματοφύλακας ελέγχει ανά πάσα στιγμή την νομιμότητα των κινήσεων και την τήρηση του κανονισμού.

4. Τα Funds of Funds στην Ελλάδα

Παρά τη σημαντική ανάπτυξη της αγοράς των Α/Κ στην Ελλάδα τα τελευταία χρόνια, ο αριθμός τους παραμένει μικρός και με περιορισμένη εξειδίκευση, όπως φαίνεται και στους πίνακες που ακολουθούν. Αντίθετα, στις διεθνείς κεφαλαιαγορές ο αριθμός των Α/Κ ανέρχεται σε μερικές χιλιάδες και καλύπτουν σε μεγάλο βαθμό τις διαφορετικές ανάγκες των επενδυτών λόγω της έντονης εξειδίκευσης.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.1

WORLDWIDE TOTAL NET ASSETS OF MUTUAL FUNDS ¹							
(millions of U.S. dollars, end of year)							
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
World	\$9,594,550	\$11,762,345	\$11,871,061	\$11,654,904	\$11,324,130	\$14,048,318	\$16,152,429
Americas	5,867,187	7,264,471	7,424,145	7,433,144	6,776,291	7,969,541	8,792,384
Argentina	6,930	6,990	7,425	3,751	1,021	1,916	2,355
Brazil	118,687	117,758	148,538	148,189	96,729	171,596	220,586
Canada	213,451	269,825	279,511	267,863	248,979	338,369	413,772
Chile	2,910	4,091	4,597	5,090	6,705	8,552	12,588
Costa Rica	N/A	N/A	919	1,577	1,738	2,754	1,053
Mexico	N/A	19,468	18,488	31,723	30,759	31,953	35,157
United States	5,525,209	6,846,339	6,964,667	6,974,951	6,390,360	7,414,401	8,106,873
Europe	2,743,228	3,203,402	3,296,016	3,167,965	3,463,000	4,682,844	5,628,152
Austria	57,447	56,254	56,549	55,211	66,877	87,982	103,709
Belgium	56,339	65,461	70,313	68,661	74,983	98,724	118,373
Czech Republic	556	1,473	1,990	1,778	3,297	4,083	4,860
Denmark ²	19,521	27,558	32,485	33,831	40,153	49,533	64,799
Finland	5,695	10,318	12,698	12,933	16,516	25,601	37,658
France	626,154	656,132	721,973	713,378	845,147	1,148,446	1,370,954
Germany	190,520	237,312	238,029	213,662	209,168	276,319	295,997
Greece	32,122	36,397	29,154	23,888	26,621	38,394	43,106
Hungary	1,476	1,725	1,953	2,260	3,992	3,936	4,966
Ireland	50,337	95,174	137,024	191,840	250,116	360,425	467,620
Italy	439,701	475,661	424,014	359,879	378,259	478,734	511,733
Liechtenstein	N/A	N/A	N/A	N/A	3,847	8,936	12,543
Luxembourg	508,441	661,084	747,117	758,720	803,869	1,104,112	1,396,131
Netherlands	80,120	94,539	93,580	79,165	84,211	93,573	89,749 ³
Norway	11,148	15,107	16,228	14,752	15,471	21,994	29,907
Poland	506	762	1,546	2,970	5,468	8,576	12,014
Portugal	22,574	19,704	16,588	16,618	19,969	26,985	30,514
Romania	N/A	N/A	8	10	27	36	159
Russia	29	177	177	297	372	851	1,347
Slovakia	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1,061	2,168
Spain	238,917	207,603	172,438	159,899	179,133	255,344	317,538
Sweden	54,923	83,250	78,085	65,538	57,992	87,746	107,064
Switzerland	69,151	82,512	83,059	75,973	82,622	90,772	94,407
Turkey	N/A	N/A	N/A	N/A	6,002	14,157	18,112
United Kingdom	277,551	375,199	361,008	316,702	288,887	396,523	492,726
Asia and Pacific	971,976	1,276,238	1,133,979	1,039,236	1,063,857	1,361,473	1,677,887
Australia	295,403	371,207	341,955	334,016	356,304	518,411	635,073
Hong Kong	98,767	182,265	195,924	170,073	164,322	255,811	343,638
India	8,685	13,065	13,507	15,284	20,364	29,800	32,846
Japan	376,533	502,752	431,996	343,907	303,191	349,148	399,462
Korea, Rep. of	165,028	167,177	110,613	119,439	149,544	121,663	177,417
New Zealand	7,250	8,502	7,802	6,564	7,505	9,641	11,171
Philippines	N/A	117	108	211	474	792	952
Taiwan	20,310	31,153	32,074	49,742	62,153	76,205	77,328
Africa	12,160	18,235	16,921	14,561	20,983	34,460	54,006
South Africa	12,160	18,235	16,921	14,561	20,983	34,460	54,006

¹Funds of funds are not included except for France, Italy, and Luxembourg in 2004. Data include home-domiciled funds, except for Hong Kong, Korea, and New Zealand, which include home- and foreign-domiciled funds.

²Before 2003, data include special funds reserved for institutional investors.

³data as of 09/30/2004

N/A=not available

Note: Components may not add to the total because of rounding. For more worldwide mutual fund statistics, visit ICI's website at www.ici.org/stats/mf/arcglo/index.html.

Sources: European Fund and Asset Management Association, Investment Company Institute, and other national mutual fund associations

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.2

WORLDWIDE NUMBER OF MUTUAL FUNDS¹

(end of year)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
World	50,266	52,746	51,692	52,849	54,110	54,570	55,528
Americas	10,376	11,499	12,676	13,449	13,884	13,921	14,067
Argentina	229	224	226	219	211	186	186
Brazil	1,601	1,760	2,097	2,452	2,755	2,805	2,859
Canada	1,130	1,328	1,627	1,831	1,956	1,887	1,915
Chile	102	116	144	177	226	414	537
Costa Rica	N/A	N/A	122	115	128	129	115
Mexico	N/A	280	305	350	364	374	411
United States	7,314	7,791	8,155	8,305	8,244	8,126	8,044
Europe	20,107	22,095	25,524	26,821	28,972	28,542	29,307
Austria	704	693	760	769	808	833	840
Belgium	631	784	918	1,041	1,141	1,224	1,281
Czech Republic	56	62	70	65	76	58	53
Denmark ²	226	292	394	451	485	400	423
Finland	114	176	241	275	312	249	280
France	6,274	6,511	7,144	7,603	7,773	7,902	7,908
Germany	793	895	987	1,077	1,092	1,050	1,041
Greece	179	208	265	269	260	265	262
Hungary	66	87	86	89	90	96	97
Ireland	851	1,060	1,344	1,640	1,905	1,978	2,088
Italy	703	816	967	1,059	1,073	1,012	1,142
Liechtenstein	N/A	N/A	N/A	N/A	111	137	171
Luxembourg	4,524	5,023	6,084	6,619	6,874	6,578	6,855
Netherlands	334	348	494	N/A	680	593	542 ³
Norway	264	309	380	400	419	375	406
Poland	38	62	77	94	107	112	130
Portugal	189	214	195	202	170	160	163
Romania	N/A	N/A	16	24	20	21	20
Russia	28	27	37	51	57	132	210
Slovakia	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	37	40
Spain	1,866	2,150	2,422	2,524	2,466	2,471	2,559
Sweden	366	412	509	507	512	485	461
Switzerland	325	348	368	313	512	441	385
Turkey	N/A	N/A	N/A	N/A	242	241	240
United Kingdom	1,576	1,618	1,766	1,749	1,787	1,692	1,710
Asia and Pacific	19,592	18,892	13,158	12,153	10,794	11,641	11,617
Australia	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Hong Kong	712	832	976	952	942	963	1,013
India	97	155	234	297	312	350	394
Japan	4,534	3,444	2,793	2,867	2,718	2,617	2,552
Korea, Rep. of	13,442	13,606	8,242	7,117	5,873	6,726	6,636
New Zealand	633	622	607	588	577	563	553
Philippines	N/A	15	18	20	21	21	24
Taiwan	174	218	288	312	351	401	445
Africa	191	260	334	426	460	466	537
South Africa	191	260	334	426	460	466	537

¹Funds of funds are not included except for France, Italy, and Luxembourg in 2004. Data include home-domiciled funds, except for Hong Kong, Korea, and New Zealand, which include home- and foreign-domiciled funds.

²Before 2003, data include special funds reserved for institutional investors.

³data as of 09/30/2004

N/A=not available

Note: For more worldwide mutual fund statistics, visit ICI's website at www.ici.org/stats/mf/arcglo/index.html.

Sources: European Fund and Asset Management Association, Investment Company Institute, and other national mutual fund associations

πηγή : 2005 Investment Company Fact Book, 45th Edition, ICI

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.3

FUNDS OF FUNDS; TOTAL NET ASSETS, NET NEW CASH FLOW, NUMBER OF FUNDS, AND NUMBER OF SHARE CLASSES

Year	TOTAL NET ASSETS (millions of dollars, end of year)			NET NEW CASH FLOW* (millions of dollars, annual)			NUMBER OF FUNDS (end of year)			NUMBER OF SHARE CLASSES (end of year)		
	Total	Equity	Hybrid and Bond	Total	Equity	Hybrid and Bond	Total	Equity	Hybrid and Bond	Total	Equity	Hybrid and Bond
1989	\$1,284	\$204	\$1,080	\$169	\$4	\$165	18	11	7	18	11	7
1990	1,426	211	1,215	131	-21	152	20	11	9	20	11	9
1991	2,313	403	1,910	475	97	378	20	10	10	20	10	10
1992	3,722	651	3,072	1,134	205	929	21	10	11	21	10	11
1993	5,403	900	4,503	1,160	154	1,006	24	12	12	24	12	12
1994	6,170	1,367	4,803	567	342	225	32	15	17	32	15	17
1995	9,063	2,288	6,774	1,135	633	502	36	19	17	37	19	18
1996	13,404	4,596	8,808	2,457	1,572	885	45	24	21	56	28	28
1997	21,480	7,580	13,900	3,380	1,617	1,763	94	41	53	148	58	90
1998	35,368	12,212	23,156	6,376	2,006	4,370	175	75	100	305	112	193
1999	48,310	18,676	29,634	6,572	3,392	3,180	212	83	129	394	137	257
2000	56,911	16,206	40,704	10,401	5,101	5,300	215	86	129	414	143	271
2001	63,385	15,756	47,629	8,929	1,858	7,072	213	85	128	450	154	296
2002	68,960	14,458	54,502	11,593	2,152	9,441	268	104	164	625	197	428
2003	123,091	28,646	94,445	29,900	4,864	25,036	301	112	189	720	217	503
2004	199,552	41,784	157,768	50,520	7,980	42,539	375	111	264	963	223	740
2005	306,016	58,569	247,447	79,480	8,708	70,772	475	129	346	1,298	273	1,025

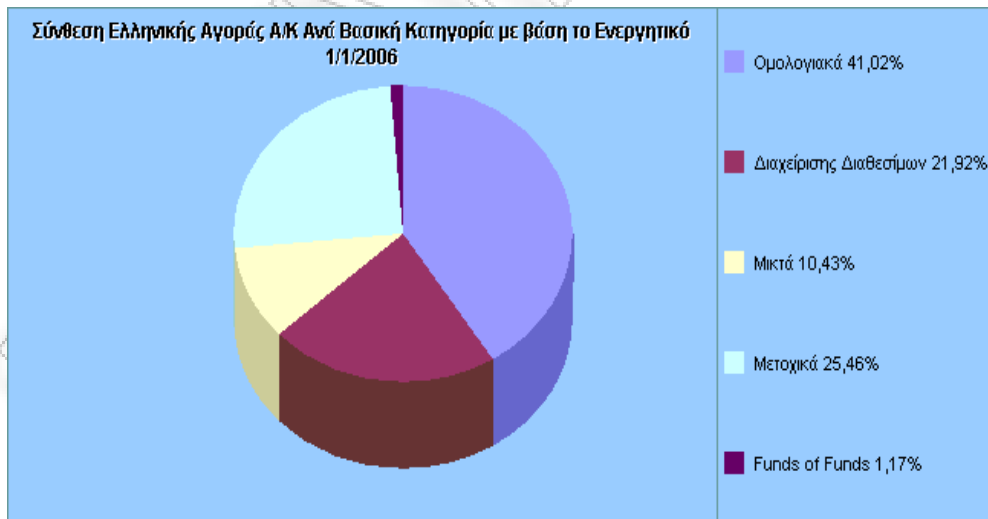
*Net new cash flow is the dollar value of new sales minus redemptions, combined with net exchanges.

Note: Components may not add to the total because of rounding.

πηγή : 2005 Investment Company Fact Book, 45th Edition, ICI

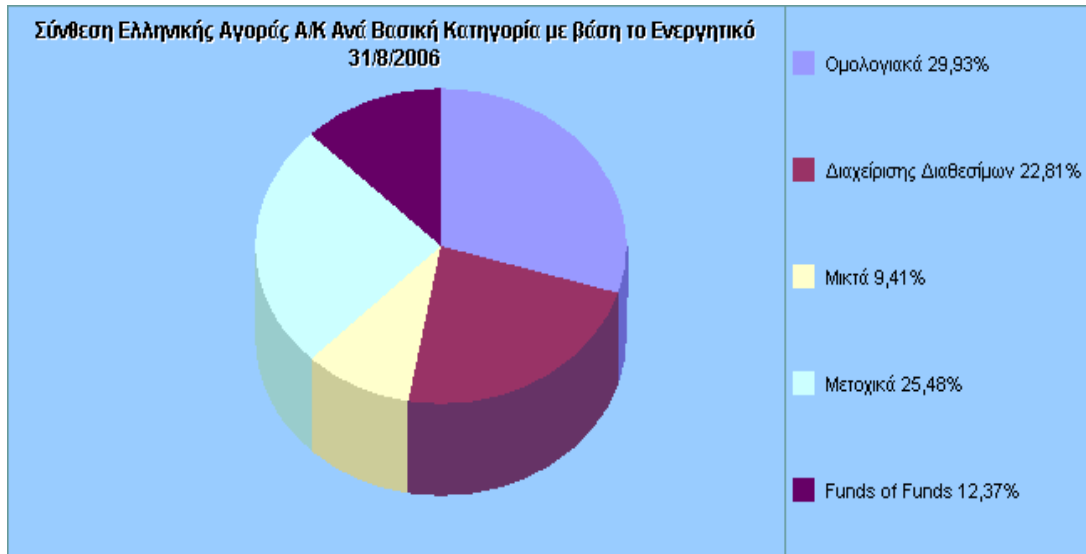
Είναι εμφανές ότι τα λίγα Funds of Funds, τα οποία βρίσκονται ακόμα στο ξεκίνημά τους την ελληνική αγορά, δεν δύνανται να καλύψουν το σύνολο των αναγκών των ελλήνων επενδυτών. Υπάρχει μια περιορισμένη ποικιλία FoF, η οποία αναμένεται να διευρυνθεί τα επόμενα χρόνια, καθώς αποτελούν ένα εύχρηστο επενδυτικό εργαλείο, ιδιαίτερα στους αμήτους επενδυτές, και το οποίο μπορεί να δώσει λύση στο έντονο συνταξιοδοτικό πρόβλημα.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7



πηγή : www.agii.gr

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8



πηγή : www.agii.gr

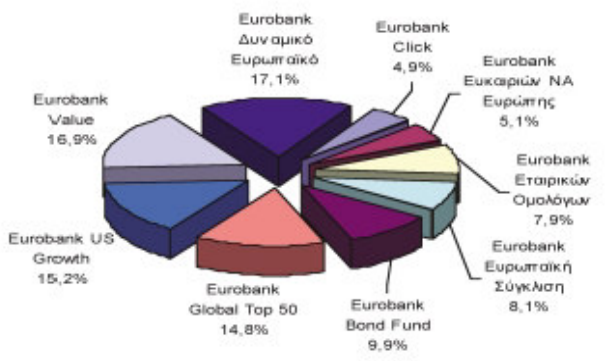
Στη συνέχεια παρατίθενται τα βασικά χαρακτηριστικά των Funds of Funds τα οποία λειτούργησαν στην Ελλάδα το 2005, όπως αυτά προκύπτουν από τις εξαμηνιαίες εκθέσεις και τους κανονισμούς που έχουν δημοσιευθεί από τις αντίστοιχες ΑΕΔΑΚ. Ακολουθούν συγκεντρωτικοί πίνακες (4.4, 4.5 και 4.6) με τις μηνιαίες αποδόσεις των FoF που υπήρχαν το 2005 στην ελληνική αγορά.

Βασικά χαρακτηριστικά :	NOVABANK FUND OF FUNDS ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΜΙΚΤΟ														
Έναρξη διάθεσης μεριδίων	31.12.2004														
Κατηγορία	Fund of Funds Μικτό														
Βαθμός κινδύνου	Μέτριος														
Εταιρεία Διαχείρισης	Π&Κ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ														
Θεματοφύλακας	NOVABANK Α.Ε.														
Προμήθεια διάθεσης	5%														
Προμήθεια εξαγοράς	2%														
Καταβολή αξίας μεριδίων εξαγοράς	Σε 5 ημέρες														
Επενδυτικός Σκοπός	Επενδυτικό σκοπό του NovaBank Fund of Funds Α/Κ Μικτού αποτελεί η επίτευξη των υψηλότερων δυνατών αποδόσεων με ανάληψη του ελάχιστου δυνατού επενδυτικού κινδύνου, μέσω της κατανομής του σε ένα ευρύ φάσμα επενδύσεων σε άλλα Α/Κ ή οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων στην ελληνική αγορά και στο εξωτερικό.														
Που απευθύνεται;	Το Α/Κ απευθύνεται σε επενδυτές οι οποίοι προσδοκούν τις μέγιστες αποδόσεις από επενδύσεις σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο τίτλων ΟΣΕΚΑ.														
Ενεργητικό (€)	4.760.428,02														
Σύνθεση χαρτοφυλακίου	<p style="text-align: center;">ΣΥΝΘΕΣΗ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΣΤΙΣ 30.6.2005</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Κατηγορία</th> <th>Ποσοστό</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>NOVABANK VALUE PLUS ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</td> <td>13,44%</td> </tr> <tr> <td>Π & Κ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</td> <td>13,53%</td> </tr> <tr> <td>Π & Κ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</td> <td>13,38%</td> </tr> <tr> <td>NOVABANK MID-CAP ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</td> <td>7,21%</td> </tr> <tr> <td>NOVABANK BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</td> <td>15,16%</td> </tr> <tr> <td>Π & Κ FTSE-20 INDEX FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</td> <td>17,14%</td> </tr> </tbody> </table>	Κατηγορία	Ποσοστό	NOVABANK VALUE PLUS ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	13,44%	Π & Κ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	13,53%	Π & Κ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	13,38%	NOVABANK MID-CAP ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	7,21%	NOVABANK BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	15,16%	Π & Κ FTSE-20 INDEX FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	17,14%
Κατηγορία	Ποσοστό														
NOVABANK VALUE PLUS ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	13,44%														
Π & Κ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	13,53%														
Π & Κ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	13,38%														
NOVABANK MID-CAP ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	7,21%														
NOVABANK BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	15,16%														
Π & Κ FTSE-20 INDEX FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	17,14%														
Δείκτης αναφοράς	Δεν είναι διαθέσιμο														

Βασικά χαρακτηριστικά:	EUROBANK PRIME ΥΨΗΛΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ FUND OF FUNDS ΜΙΚΤΟ
Έναρξη διάθεσης μεριδίων	25/5/2005
Κατηγορία	Fund of Funds Μικτό
Βαθμός κινδύνου	Μέτριος
Εταιρεία Διαχείρισης	EFG ΑΕΔΑΚ
Θεματοφύλακας	EFG Eurobank Ergasias A.E.
Προτεινόμενη διάρκεια επένδυσης	2 - 5 έτη (ελάχιστος προτεινόμενος)
Ελάχιστη καταβολή πάγιας εντολής	60€
Προμήθεια διάθεσης	0%
Προμήθεια εξαγοράς	0% > 730 ημέρες 0,50% < 730 ημέρες 1% < 365 ημέρες
Προμήθεια μεταφοράς	0%
Καταβολή αξίας μεριδίων εξαγοράς	Μέσα σε 5 ημέρες
Επενδυτικός Σκοπός	Σκοπός του Α/Κ είναι η επένδυση του ενεργητικού του κυρίως σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων ή άλλων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων του στοιχείου ε΄ της παραγράφου 1 του άρθρου 21 του ν. 3283/2004 («Ο.Σ.Ε.Κ.Α.»), εσωτερικού και εξωτερικού, που επενδύουν πρωτίστως σε ομολογίες και σε μετοχές. .ευτερευόντως, το Α/Κ δύναται να επενδύει σε μερίδια άλλων Α/Κ ή Ο.Σ.Ε.Κ.Α., σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς.
Που απευθύνεται;	Το Α/Κ είναι μετρίου επενδυτικού κινδύνου και απευθύνεται σε επενδυτές που επιθυμούν να συμμετέχουν σε Α/Κ το χαρτοφυλάκιο του οποίου αποτελείται από μερίδια Α/Κ ευρείας διασποράς και ποικιλίας επενδυτικών στόχων, ενώ επιδιώκουν να επωφεληθούν από την ενεργητική διαχείριση αυτών των Α/Κ.
Ενεργητικό (€)	498.045.609,95

<p>Σύνθεση χαρτοφυλακίου</p>	<p style="text-align: center;">Διάρθρωση Χαρτοφυλακίου ανά Αμοιβαίο Κεφάλαιο της 30.06.2005</p> 	<table border="0"> <tr> <td>Ομολογιακά ΑΚ:</td> <td>54%</td> </tr> <tr> <td>Μικτά ΑΚ:</td> <td>19%</td> </tr> <tr> <td>Διαχείρισης Διαθεσίμων ΑΚ:</td> <td>14%</td> </tr> <tr> <td>Μετοχικά ΑΚ:</td> <td>6%</td> </tr> <tr> <td>Καταθέσεις:</td> <td>7%</td> </tr> </table>	Ομολογιακά ΑΚ:	54%	Μικτά ΑΚ:	19%	Διαχείρισης Διαθεσίμων ΑΚ:	14%	Μετοχικά ΑΚ:	6%	Καταθέσεις:	7%
Ομολογιακά ΑΚ:	54%											
Μικτά ΑΚ:	19%											
Διαχείρισης Διαθεσίμων ΑΚ:	14%											
Μετοχικά ΑΚ:	6%											
Καταθέσεις:	7%											
<p>Δείκτης αναφοράς</p>	<p>MSCI Greek Bond 5 - 7 yrs (δίνεται)</p>											

<p>Βασικά χαρακτηριστικά:</p>	<p style="text-align: center;">EUROBANK PRIME ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ FUND OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΟ</p>	
<p>Έναρξη διάθεσης μεριδίων</p>	<p>25/5/2005</p>	
<p>Κατηγορία</p>	<p>Fund of Funds Μετοχικό</p>	
<p>Βαθμός κινδύνου</p>	<p>Υψηλός</p>	
<p>Εταιρεία Διαχείρισης</p>	<p>EFG A.E.Δ.Α.Κ,</p>	
<p>Θεματοφύλακας</p>	<p>EFG Eurobank Ergasias A.E.</p>	
<p>Προτεινόμενη διάρκεια επένδυσης</p>	<p>2 - 5 έτη (ελάχιστος προτεινόμενος)</p>	
<p>Ελάχιστη καταβολή πάγιας εντολής</p>	<p>60€</p>	
<p>Προμήθεια διάθεσης</p>	<p>0%</p>	
<p>Προμήθεια εξαγοράς</p>	<p>0% > 730 ημέρες 0,50% < 730 ημέρες 1% < 365 ημέρες</p>	
<p>Προμήθεια μεταφοράς</p>	<p>0%</p>	
<p>Καταβολή αξίας μεριδίων εξαγοράς</p>	<p>Μέσα σε 5 ημέρες</p>	

Επενδυτικός Σκοπός	Σκοπός του Α/Κ είναι η επένδυση του ενεργητικού του κυρίως σε μερίδια Α/Κ ή άλλων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων του στοιχείου ε΄ της παραγράφου 1 του άρθρου 21 του ν. 3283/2004 («Ο.Σ.Ε.Κ.Α.»), εσωτερικού και εξωτερικού, που επενδύουν πρωτίστως σε μετοχές. Δευτερευόντως, το Α/Κ δύναται να επενδύει σε μερίδια άλλων Α/Κ ή Ο.Σ.Ε.Κ.Α., σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς.	
Που απευθύνεται;	Το Α/Κ είναι υψηλού επενδυτικού κινδύνου και απευθύνεται σε επενδυτές που επιθυμούν προοπτική υψηλών αποδόσεων συμμετέχοντας σε Α/Κ το χαρτοφυλάκιο του οποίου αποτελείται από μερίδια Α/Κ ευρείας διασποράς, ενώ επιδιώκουν να επωφεληθούν από την ενεργητική διαχείριση αυτών των Α/Κ.	
Ενεργητικό (€)	170.875.556,19	
Σύνθεση χαρτοφυλακίου	<p>Λιάθρωση Χαρτοφυλακίων ανά Αμοιβαίο Κεφάλαιο της 30.06.2005</p> 	<p>Μετοχικά Α/Κ: 67% Ομολογιακά Α/Κ: 25% Μιστά Α/Κ: 5% Καταθέσεις: 3%</p>
Δείκτης αναφοράς	Δεν είναι διαθέσιμο	

Βασικά χαρακτηριστικά :	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS GLOBAL METOXIKO ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	
Έναρξη διάθεσης μεριδίων	30.05.2005	
Κατηγορία	Fund of funds μετοχικό εσωτερικού	
Βαθμός κινδύνου	Υψηλός	
Εταιρεία Διαχείρισης	ALPHA ΑΕΔΑΚ	
Θεματοφύλακας	ALPHA BANK Α.Ε.	
Προτεινόμενη διάρκεια επένδυσης	Μακροπρόθεσμη	
Προμήθεια διάθεσης	Μέχρι 4%	
Προμήθεια εξαγοράς	Μέχρι 6%	
Καταβολή αξίας μεριδίων εξαγοράς	Σε 5 ημέρες	

Επενδυτικός Σκοπός	Κύριος σκοπός της επενδυτικής πολιτικής του Α/Κ είναι να προσφέρει στο μεριδιούχο κέρδη από την υπεραξία των τίτλων και τις μερισματικές αποδόσεις τους.
Που απευθύνεται;	Απευθύνεται σε επενδυτές με μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα, που προσδοκούν σημαντικά κέρδη, αποδεχόμενοι τις διακυμάνσεις που παρουσιάζουν οι χρηματιστηριακές αγορές και τον σημαντικό κίνδυνο να υποστούν απώλεια κεφαλαίου
Ενεργητικό (€)	26.262.014,95
Σύνθεση χαρτοφυλακίου	Επενδύει σε μετοχικούς Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ) Ευρωζώνης ή και σε άλλους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων, στο εξωτερικό οι οποίοι επενδύουν κυρίως σε μετοχές κεφαλαιαγορών Ευρώπης, Η.Π.Α, Ασίας και αναδυομένων αγορών.
Δείκτης αναφοράς	MSCI All Countries World Index σε Euro.

Βασικά χαρακτηριστικά:	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS GLOBAL ΜΙΚΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ
Έναρξη διάθεσης μεριδίων	30/5/2005
Κατηγορία	Fund of Funds Μικτό Εξωτερικού
Βαθμός κινδύνου	Μέτριος
Εταιρεία Διαχείρισης	ALPHA Α.Ε.Δ.Α.Κ
Θεματοφύλακας	ALPHA BANK
Προμήθεια διάθεσης	Μέχρι 4%
Προμήθεια εξαγοράς	Μέχρι 6%
Προμήθεια μεταφοράς	0%
Καταβολή αξίας μεριδίων εξαγοράς	Μέσα σε 5 ημέρες
Επενδυτικός Σκοπός	Πρόκειται περί ενός μικτού Α/Κ εξωτερικού που έχει σκοπό να προσφέρει στον μεριδιούχο ικανοποιητική απόδοση από την υπεραξία των επενδύσεων που πραγματοποιεί μέσω ενός ισορροπημένου χαρτοφυλακίου ευρείας διασποράς σε Α/Κ παγκόσμιων οίκων και των προσόδων που εισπράττει.
Που απευθύνεται;	Απευθύνεται σε επενδυτές με μεσομακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα και σχετικά συντηρητική διάθεση, που μέσω ενός ευέλικτου και μεγάλης διασποράς ισορροπημένο χαρτοφυλάκιο, με τοποθετήσεις στις σημαντικότερες παγκόσμιες μετοχικές και ομολογιακές αγορές, προσδοκούν ικανοποιητικές αποδόσεις, αναλαμβάνοντας μέτριο κίνδυνο απώλειας κεφαλαίου.

Ενεργητικό (€)	36.179.102,89	
Σύνθεση χαρτοφυλακίου	Επενδύει σε ένα ισορροπημένο χαρτοφυλάκιο ευρείας διασποράς σε Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ) στο εξωτερικό ή και σε άλλους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων, κυρίως σε Ευρώπη, Η.Π.Α, Ασία, Καναδά, Ωκεανία και αναπτυσσόμενες αγορές.	<p>ΜΕΡΙΔΙΑ Α/Κ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ 15,7%</p> <p>ΜΕΡΙΔΙΑ Α/Κ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΣΕ EUR 24,78%</p> <p>ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΣΕ EUR 11,50%</p> <p>ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΣΕ USD 17,34%</p> <p>ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΣΕ JPY 2,51%</p> <p>ΧΡΗΜΑΤΙΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ 23,93%</p>
Δείκτης αναφοράς	50% MSCI All Countries World Index σε Euro 50% i Boxx Euro Sovereigns Eurozone Performance Index	

Βασικά χαρακτηριστικά:	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ GLOBAL FUND OF FUNDS	
Έναρξη διάθεσης μεριδίων	27/9/2005	
Κατηγορία	Fund of funds μετοχικό	
Βαθμός κινδύνου	Υψηλός	
Εταιρεία Διαχείρισης	ΑΤΕ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	
Θεματοφύλακας	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	
Προτεινόμενη διάρκεια επένδυσης	Μακροπρόθεσμη	
Προμήθεια διάθεσης	0%	
Προμήθεια εξαγοράς	Εώς 1%	
Καταβολή αξίας μεριδίων εξαγοράς	Σε 5 ημέρες	
Επενδυτικός Σκοπός	Η επίτευξη της υψηλότερης δυνατής απόδοσης, πρωτίστως από υπεραξία και δευτερευόντως από εισόδημα.	
Που απευθύνεται;	Σε επενδυτές που επιθυμούν να συνδέσουν τις αποδόσεις των χρημάτων τους με την απόδοση ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου	

	που απαρτίζεται κυρίως από μετοχικά A/K ή άλλους ΟΣΕΚΑ που επενδύουν στις κυριότερες διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές και έχουν μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα
Ενεργητικό (€)	5.308.503,73
Σύνθεση χαρτοφυλακίου	Επενδύσεις κυρίως στις χρηματιστηριακές αγορές του εξωτερικού μέσω μεριδίων σε A/K ή άλλους ΟΣΕΚΑ που διαχειρίζονται αποκλειστικά η Edmond De Rothschild Asset Management, με έδρα το Παρίσι και η ΑΤΕ ΑΕΔΑΚ, καθώς και στην αγορά χρήματος. Στην αποτίμηση της 5/10/2005, το εν λόγω A/K είχε τοποθετηθεί σε μερίδια μετοχικών ΟΣΕΚΑ εξωτερικού σε ποσοστό 83,86% επί του καθαρού ενεργητικού του.
Δείκτης αναφοράς	Morgan Stanley Capital International All country World Index

Βασικά χαρακτηριστικά :	ΕΓΝΑΤΙΑ ΗΡΑ FUND OF FUNDS ΜΙΚΤΟ
Έναρξη διάθεσης μεριδίων	30.09.2005
Κατηγορία	Fund of funds Μικτό
Βαθμός κινδύνου	Μέτριος
Εταιρεία Διαχείρισης	Εγνατία ΑΕΔΑΚ
Θεματοφύλακας	Εγνατία Τράπεζα Α.Ε
Προτεινόμενη διάρκεια επένδυσης	Μακροπρόθεσμος ορίζοντας
Προμήθεια διάθεσης	Μέχρι 5%
Προμήθεια εξαγοράς	Μέχρι 2%
Καταβολή αξίας μεριδίων εξαγοράς	Η αξία των μεριδίων του Α.Κ. που εξαγοράζονται, καταβάλλεται σε μετρητά μέσα σε πέντε (5) ημέρες από την ημέρα υποβολής της αίτησης για την εξαγορά των μεριδίων.
Επενδυτικός Σκοπός	Η επίτευξη μακροχρόνια υψηλών μακροχρόνιων συνολικών αποδόσεων, πρωτίστως από την επίτευξη υπεραξιών και κεφαλαιακών κερδών και δευτερευόντως από εισόδημα.
Που απευθύνεται;	Σε επενδυτές με μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα και με μέτριο επίπεδο κινδύνου που επιθυμούν να συμμετάσχουν σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο αποτελούμενο από A/K εσωτερικού.
Ενεργητικό (€)	3.038.732,19
Σύνθεση χαρτοφυλακίου	Επενδύει σε A/K ή άλλους ΟΣΕΚΑ που επενδύουν κυρίως σε μετοχές και ομολογίες από την ελληνική αγορά αλλά και από το εξωτερικό.

Δείκτης αναφοράς	Δεν είναι διαθέσιμο
------------------	---------------------

Βασικά χαρακτηριστικά:	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS SILK ROUTE ASIA ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ
Έναρξη διάθεσης μεριδίων	26.10.2005
Κατηγορία	Fund of Funds Μετοχικό Εξωτερικού
Βαθμός κινδύνου	Υψηλός
Εταιρεία Διαχείρισης	ALPHA Α.Ε.Δ.Α.Κ
Θεματοφύλακας	ALPHA BANK
Προμήθεια διάθεσης	Μέχρι 4%
Προμήθεια εξαγοράς	Μέχρι 6%
Προμήθεια μεταφοράς	0%
Καταβολή αξίας μεριδίων εξαγοράς	Μέσα σε 5 ημέρες
Επενδυτικός Σκοπός	Κύριος σκοπός της επενδυτικής πολιτικής του Α/Κ είναι να ροσφέρει στο μεριδιούχο κέρδη από την υπεραξία των τίτλων και τις μερισματικές αποδόσεις τους. Επενδύει σε μετοχικούς Οργανισμούς Συλλογικών επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ) Ευρωζώνης ή και σε άλλους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων στο εξωτερικό, οι οποίοι επενδύουν κυρίως σε μετοχές ασιατικών κεφαλαιαγορών Χονγκ Κονγκ, Ινδίας, Ταϊβάν, Νοτίου Κορέας, Σιγκαπούρης. Η επενδυτική προσέγγιση του Α/Κ εστιάζει στη στενή παρακολούθηση των αγορών με στόχο τον εντοπισμό ενός εύρους επενδυτικών επιλογών, το οποίο προσθέτει αξία, προσφέρει επαρκή διασπορά και περιορίζει το κίνδυνο.
Που απευθύνεται;	Απευθύνεται σε επενδυτές με μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα, που προσδοκούν σημαντικά κέρδη, αποδεχόμενοι τις διακυμάνσεις που παρουσιάζουν οι χρηματιστηριακές αγορές και τον σημαντικό κίνδυνο να υποστούν απώλεια κεφαλαίου.
Ενεργητικό (€)	35.249.173,70
Σύνθεση χαρτοφυλακίου	Επενδύει σε μετοχικούς Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ) Ευρωζώνης ή και σε άλλους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων στο εξωτερικό, οι οποίοι επενδύουν κυρίως σε μετοχές ασιατικών κεφαλαιαγορών Χονγκ Κονγκ, Ινδίας, Ταϊβάν, Νοτίου Κορέας, Σιγκαπούρης.
Δείκτης αναφοράς	Ο δείκτης αναφοράς του «Α.Κ.» είναι σύνθετος και απαρτίζεται ως εξής: 50% MSCI All Countries Asia Ex Japan σε Euro 25% MSCI Emerging Markets India σε Euro 25% MSCI Emerging Markets China σε Euro

Βασικά χαρακτηριστικά:	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS EUROPE ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ
Έναρξη διάθεσης μεριδίων	4.11.2005
Κατηγορία	Fund of funds μετοχικό εξωτερικού
Βαθμός κινδύνου	Υψηλός
Εταιρεία Διαχείρισης	ALPHA A.E.Δ.Α.Κ
Θεματοφύλακας	ALPHA BANK A.E.
Προτεινόμενη διάρκεια επένδυσης	Μακροπρόθεσμη
Προμήθεια διάθεσης	Μέχρι 4%
Προμήθεια εξαγοράς	Μέχρι 6%
Καταβολή αξίας μεριδίων εξαγοράς	Σε 5 ημέρες
Επενδυτικός Σκοπός	Κύριος σκοπός της επενδυτικής πολιτικής του Α/Κ είναι να προσφέρει στο μεριδιούχο κέρδη από την υπεραξία των τίτλων και τις μερισματικές αποδόσεις τους.
Που απευθύνεται;	Απευθύνεται σε επενδυτές με μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα, που προσδοκούν σημαντικά κέρδη, αποδεχόμενοι τις διακυμάνσεις που παρουσιάζουν οι χρηματιστηριακές αγορές και τον σημαντικό κίνδυνο να υποστούν απώλεια κεφαλαίου.
Ενεργητικό (€)	18.773.944,53
Σύνθεση χαρτοφυλακίου	Επενδύει σε μετοχικούς Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ) Ευρωζώνης ή και σε άλλους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων στο εξωτερικό, οι οποίοι επενδύουν κυρίως σε μετοχές Ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών.
Δείκτης αναφοράς	FTS Eurofirst 300

Βασικά χαρακτηριστικά :	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS USA ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ
Έναρξη διάθεσης μεριδίων	4.11.2005
Κατηγορία	Fund of funds μετοχικό εξωτερικού
Βαθμός κινδύνου	Υψηλός
Εταιρεία Διαχείρισης	ALPHA A.E.Δ.Α.Κ
Θεματοφύλακας	ALPHA BANK A.E.

Προτεινόμενη διάρκεια επένδυσης	Μακροπρόθεσμη
Προμήθεια διάθεσης	Μέχρι 4%
Προμήθεια εξαγοράς	Μέχρι 6%
Καταβολή αξίας μεριδίων εξαγοράς	Σε 5 ημερες
Επενδυτικός Σκοπός	Κύριος σκοπός της επενδυτικής πολιτικής του Α/Κ είναι να προσφέρει στο μεριδιούχο κέρδη από την υπεραξία των τίτλων και τις μερισματικές αποδόσεις τους.
Που απευθύνεται;	Απευθύνεται σε επενδυτές με μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα, που προσδοκούν σημαντικά κέρδη, αποδεχόμενοι τις διακυμάνσεις που παρουσιάζουν οι χρηματιστηριακές αγορές και τον σημαντικό κίνδυνο να υποστούν απώλεια κεφαλαίου
Ενεργητικό (€)	8.465.993,08
Σύνθεση χαρτοφυλακίου	Επενδύει σε μετοχικούς Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ) Ευρωζώνης ή και σε άλλους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων στο εξωτερικό, οι οποίοι επενδύουν κυρίως σε μετοχές στις Η.Π.Α.
Δείκτης αναφοράς	Standard and Poor's 500 σε Euro.

Βασικά χαρακτηριστικά :	ALICO FUND OF FUNDS ΜΙΚΤΟ
Έναρξη διάθεσης μεριδίων	20/12/2005
Κατηγορία	Fund of funds μικτό
Βαθμός κινδύνου	Μέτριος προς υψηλός
Εταιρεία Διαχείρισης	ALICO AIG ΑΕΔΑΚ
Θεματοφύλακας	CITIBANK INTERNATIONAL plc
Προτεινόμενη διάρκεια επένδυσης	Μακροπρόθεσμος ορίζοντας
Προμήθεια διάθεσης	Μέχρι 5%
Προμήθεια εξαγοράς	Μέχρι 1%
Καταβολή αξίας μεριδίων εξαγοράς	Σε 5 ημερες

Επενδυτικός Σκοπός	Η σταθερή και διαχρονική ανάπτυξη του κεφαλαίου του επενδυτή μέσω απόκτησης κυρίως υπεραξιών από επιλεγμένα αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν σε μετοχικές και ομολογιακές αξίες, οι οποίες διαπραγματεύονται σε ώριμες και υπό ανάπτυξη κεφαλαιαγορές σε Ευρώπη, Ασία και Αμερική																																
Που απευθύνεται;	Σε επενδυτές με ισορροπημένο προφίλ που ανεξάρτητα από τα κεφάλαια που διαθέτουν, μπορούν να πετύχουν τους στόχους τους μέσω των καλύτερων δυνατών αποδόσεων που προσφέρουν οι πιο δοκιμασμένοι διαχειριστές σε παγκόσμιο επίπεδο.																																
Ενεργητικό (€)	2.439.517,92																																
Σύνθεση χαρτοφυλακίου	Οι βασικές του επιλογές είναι A/K που οι διαχειριστές τους έχουν διαχρονικά αποδείξει ότι προσφέρουν ανταγωνιστικές αποδόσεις στις αγορές όπου και εξειδικεύονται. Τα A/K αυτά ανήκουν στις πλέον καταξιωμένες παγκοσμίως επενδυτικές εταιρείες όπως οι AIG, Merrill Lynch, Morgan Stanley, JP Morgan Fleming, Vanguard, Schrodgers και Invesco.																																
	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Κατηγορίες Επένδυσης</th> <th>%</th> <th>Εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td colspan="3">i. Μετοχές</td> </tr> <tr> <td>Ενέργεια (Αμερική)</td> <td>5-10</td> <td>Merrill Lynch</td> </tr> <tr> <td>Υψηλή και Μεσαία κεφαλαιοποίηση (Ευρώπη)</td> <td>15-25</td> <td>Vanguard, AIG</td> </tr> <tr> <td>Υπό ανάπτυξη αγορές (Αν. Ευρώπη)</td> <td>5-10</td> <td>JP Morgan, Fleming, AIG</td> </tr> <tr> <td>Ιαπωνία</td> <td>10-15</td> <td>AIG, Schroder</td> </tr> <tr> <td>Αναπτυσσόμενες αγορές (Ασία/Κίνα, Ινδία)</td> <td>5-10</td> <td>AIG, Schroder, Invesco</td> </tr> <tr> <td colspan="3">ii. Ομόλογα</td> </tr> <tr> <td>Κυβερνητικά και Εταιρικά (Χώρες E.E.)</td> <td>25-35</td> <td>Invesco, Vanguard</td> </tr> <tr> <td>Κυβερνητικά Ομόλογα (υπό ένταξη χώρες)</td> <td>15-25</td> <td>Schroder</td> </tr> </tbody> </table>			Κατηγορίες Επένδυσης	%	Εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων	i. Μετοχές			Ενέργεια (Αμερική)	5-10	Merrill Lynch	Υψηλή και Μεσαία κεφαλαιοποίηση (Ευρώπη)	15-25	Vanguard, AIG	Υπό ανάπτυξη αγορές (Αν. Ευρώπη)	5-10	JP Morgan, Fleming, AIG	Ιαπωνία	10-15	AIG, Schroder	Αναπτυσσόμενες αγορές (Ασία/Κίνα, Ινδία)	5-10	AIG, Schroder, Invesco	ii. Ομόλογα			Κυβερνητικά και Εταιρικά (Χώρες E.E.)	25-35	Invesco, Vanguard	Κυβερνητικά Ομόλογα (υπό ένταξη χώρες)	15-25	Schroder
	Κατηγορίες Επένδυσης	%	Εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων																														
	i. Μετοχές																																
	Ενέργεια (Αμερική)	5-10	Merrill Lynch																														
	Υψηλή και Μεσαία κεφαλαιοποίηση (Ευρώπη)	15-25	Vanguard, AIG																														
	Υπό ανάπτυξη αγορές (Αν. Ευρώπη)	5-10	JP Morgan, Fleming, AIG																														
	Ιαπωνία	10-15	AIG, Schroder																														
	Αναπτυσσόμενες αγορές (Ασία/Κίνα, Ινδία)	5-10	AIG, Schroder, Invesco																														
	ii. Ομόλογα																																
	Κυβερνητικά και Εταιρικά (Χώρες E.E.)	25-35	Invesco, Vanguard																														
	Κυβερνητικά Ομόλογα (υπό ένταξη χώρες)	15-25	Schroder																														
Δείκτης αναφοράς	MSCI Europe Net	20%																															
	MSCI EM Europe Net	10%																															
	JAPAN TSE 1st section	10%																															
	MSCI Golden Dragon DTR net	10%																															
	Russell 2000 Growth Index	10%																															
	Barclays Inflation – Linked Bond Index	40%																															

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.4
FUNDS OF FUNDS - ΜΗΝΙΑΙΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ

Ημερομηνία	NovaBank Μικτό	EUROBANK Prime Υψηλού Εισοδήματος Μικτό	EUROBANK Prime Υπεραξίας Μετοχικό	ALPHA Cosmos Stars Global Μικτό	ALPHA Cosmos Stars Global Μετοχικό	ΑΤΕ Μετοχικό Global	Εγνατία ΗΡΑ Μικτό	ALPHA Cosmos Stars Silk Route Asia Μετοχικό Εξωτερικού	ALPHA Cosmos Stars Europe Μετοχικό Εξωτερικού	ALPHA Cosmos Stars USA Μετοχικό Εξωτερικού	ALICO Μικτό
Ιαν-05	3,98%										
Φεβ-05	2,23%										
Μαρ-05	-4,32%										
Απρ-05	0,06%										
Μαΐ-05	1,90%										
Ιουν-05	1,30%	0,91%	1,72%	0,84%	1,93%						
Ιουλ-05	3,18%	0,40%	2,28%	2,10%	4,37%						
Αυγ-05	-0,81%	0,15%	-0,01%	-0,43%	-1,24%						
Σεπ-05	1,07%	0,84%	2,45%	2,00%	4,05%						
Οκτ-05	-1,35%	-1,30%	-3,24%	-2,12%	-3,89%	-4,11%	-0,23%				
Νοε-05	1,23%	0,81%	2,70%	3,04%	5,96%	5,24%	1,02%	3,42%	0,32%	-1%	
Δεκ-05	2,84%	0,53%	2,38%	0,89%	1,52%	2,70%	1,77%	4,27%	2,49%	-0,82%	0,02%

Πηγή : www.agii.gr

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.5

		ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΑ				ΜΕΡΙΔΙΑ				ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ		
A/A	Funds of Funds Μετοχικά	31/12/2005	Δ% Περιόδου	Δ% από 1/1/2005	Μερίδιο Αγοράς	31/12/2005	Δ% Περιόδου	Δ% από 1/1/2005	Μερίδιο Αγοράς	31/12/2005	Δ% Περιόδου	Δ% από 1/1/2005
1	EUROBANK Prime Υπεραξίας Fund of Funds Μετοχικό	170.875.556,19	14.138,75%	14.138,75%	64,50%	52.163.968,61	12.657,13%	12.657,13%	84,65%	3,2757	11,61%	11,61%
2	ALPHA Fund of Funds Cosmos Stars Global Μετοχικό Εξωτερικού	26.262.014,95	1.213,09%	1.213,09%	9,91%	2.285.007,59	1.042,50%	1.042,50%	3,71%	11,4932	14,93%	14,93%
3	ΑΤΕ Μετοχικό Global Fund of Funds	5.308.503,73	6,17%	6,17%	2,00%	1.265.267,37	1,22%	1,22%	2,05%	4,1956	4,89%	4,89%
4	ALPHA Fund of Funds Cosmos Stars Silk Route Asia Μετοχικό Εξωτερικού	35.249.173,70	1.662,46%	1.662,46%	13,30%	3.238.325,72	1.519,16%	1.519,16%	5,25%	10,8850	8,85%	8,85%
5	ALPHA Fund of Funds Cosmos Stars Europe Μετοχικό Εξωτερικού	18.773.944,53	838,70%	838,70%	7,09%	1.813.485,79	806,74%	806,74%	2,94%	10,3524	3,52%	3,52%
6	ALPHA Fund of Funds Cosmos Stars USA Μετοχικό Εξωτερικού	8.465.993,08	323,30%	323,30%	3,20%	859.622,12	329,81%	329,81%	1,39%	9,8485	-1,52%	-1,52%
ΣΥΝΟΛΑ		264.935.186,18	21.976,57%		100,00%	61.625.677,20	14.971,07%		100,00%		7,05%	7,05%

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.6

Α/Α	Funds of Funds Μικτά	ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΑ				ΜΕΡΙΔΙΑ				ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ		
		31/12/2005	Δ% Περίοδου	Δ% από 1/1/2005	Μερίδιο Αγοράς	31/12/2005	Δ% Περίοδου	Δ% από 1/1/2005	Μερίδιο Αγοράς	31/12/2005	Δ% Περίοδου	Δ% από 1/1/2005
1	NovaBank Fund of Funds Μικτό	4.760.428,02	234,99%	234,99%	0,87%	1.860.705,14	194,50%	194,50%	1,05%	2,5584	13,75%	13,75%
2	EUROBANK Prime Υψηλού Εισοδήματος Fund of Funds Μικτό	498.045.609,95	41.397,01%	41.397,01%	91,47%	163.974.010,71	40.001,21%	40.001,21%	92,52%	3,0373	3,48%	3,48%
3	ALPHA Fund of Funds Cosmos Stars Global Μικτό Εξωτερικού	36.179.102,89	908,48%	908,48%	6,64%	10.157.099,55	829,64%	829,64%	5,73%	3,5620	8,48%	8,48%
4	Εγνατία HPA Fund of Funds Μικτό	3.038.732,19	153,22%	153,22%	0,56%	990.432,04	147,61%	147,61%	0,56%	3,0681	2,27%	2,27%
5	ALICO Fund of Funds Μικτό	2.439.517,92	103,29%	103,29%	0,45%	243.890,59	103,24%	103,24%	0,14%	10,0025	0,02%	0,03%
ΣΥΝΟΛΑ		544.463.390,97	38.213,48%	38.213,48%	100,00%	177.226.138,03	27.949,87%	27.949,87%	100,00%		5,60%	5,60%
<i>Μέση απόδοση κατηγορίας Α/Κ μη συμπεριλαμβανομένων των Α/Κ που δραστηριοποιήθηκαν μέσα στο 2005</i>												
13,75%												

Πηγή : www.agii.gr

5. Η επαναληπτικότητα της επίδοσης των A/K

Η μέτρηση της επαναληπτικότητας της επίδοσης των A/K έχει αποτελέσει αντικείμενο μελέτης πολλών ακαδημαϊκών ερευνών και συνδέεται άμεσα με τα Funds of Funds, δεδομένου ότι θα πρέπει να συμπεριλαμβάνουν στο χαρτοφυλάκιό τους τα πιο επιτυχημένα A/K. Η πλειοψηφία των ερευνών για τον έλεγχο της διαχρονικής επίδοσης των A/K αφορά κυρίως την αγορά των ΗΠΑ (Sharpe 1966, Jensen 1968, Carlson 1970, Lehman & Modest 1987, Grinblatt και Titman 1992, Hendricks, Patel & Zeckhauser 1993, Goetzmann & Ibbotson 1994, Kahn & Rudd 1995, Malkiel 1995, Brown και Goetzmann 1995, Elton et al 1996, Gruber 1996, Carhart 1997, Bollen & Busse 2005) μόνο μια μικρή μειοψηφία τις αντίστοιχες Ευρωπαϊκές (Blake & Timmermann 1998 και Fletcher & Forbes 2002 για το Ην. Βασίλειο, οι Cortez, Paxson & Armada 1999 για την Πορτογαλία, οι Dahlquist, Engstrom & Soderlind 2000 για την Σουηδική αγορά, οι Casarin, Pelizzon & Piva 2001 για την Ιταλία, οι Otten & Bams 2002 για 5 ευρωπαϊκές αγορές, οι Agudo & Magallon 2005 για την Ισπανία, ο Christensen 2005 για την Δανία, Ν. Φίλιππας & Β. Μπαμπαλός 2005 για την Ελλάδα) ή άλλες αγορές (οι Vos, Brown & Christie 1995 για την Ν. Ζηλανδία, ο Deaves 2004 για την αγορά του Καναδά, οι Bilson et al. 2005 για την Αυστραλία). Τα αποτελέσματα αυτών των εμπειρικών μελετών είναι αντικρουόμενα κυρίως λόγω των διαφορετικών εξεταζόμενων περιόδων, της ποιότητας του δείγματος και της στατιστικής μεθοδολογίας που χρησιμοποιούν.

Για να επιδείξουν την ικανότητά τους να επιτυγχάνουν υπερβάλλουσες αποδόσεις (θετικά α) οι διαχειριστές στηρίζονται πάνω στις παρελθούσες αποδόσεις. Οι επενδυτές που εμπιστεύονται αυτούς τους διαχειριστές βασίζουν την απόφασή τους επίσης στις παρελθούσες αποδόσεις. Τίθεται λοιπόν το ερώτημα της ερμηνευτικής ικανότητας των παρελθουσών αποδόσεων. Αν όντως μπορούν να προβλέψουν την μελλοντική επίδοση τότε οι καλύτεροι διαχειριστές θα πρέπει να επιτυγχάνουν καλύτερες αποδόσεις από ένα τυχαία επιλεγμένο χαρτοφυλάκιο. Σύμφωνα με την υπόθεση της ημι-ισχυρής μορφής αποτελεσματικής αγοράς, η οποία θεωρείται ότι χαρακτηρίζει την αγορά, οι τιμές αντικατοπτρίζουν όλες τις δημόσιες πληροφορίες. Το αποτέλεσμα είναι ένας επενδυτής να μην μπορεί να ξεπερνά συστηματικά την απόδοση της αγοράς, χωρίς την ανάληψη επιπλέον κινδύνου.

Η πλειοψηφία των εμπειρικών μελετών που αφορούν την χρηματιστηριακή αγορά της Νέας Υόρκης αποκαλύπτει ότι υπάρχει ελάχιστη ή ανύπαρκτη επαναληπτικότητα στις αποδόσεις των A/K, γεγονός αναμενόμενο για τις αποτελεσματικές χρηματιστηριακές αγορές. Όμως, αυτό το γεγονός δεν εξασφαλίζει την όμοια συμπεριφορά της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς η οποία εξακολουθεί να απέχει από τον χώρο των αποτελεσματικών αγορών λόγω των εγγενών προβλημάτων που αντιμετωπίζει (π.χ. χαμηλή εμπορευσιμότητα διαρθρωτικά προβλήματα, έλλειψη αξιοπιστίας κ.ά.). Όπως προκύπτει από την έρευνα των Ν. Φίλιππα και Β. Μπαμπαλού (2005) επιβεβαιώνεται η ύπαρξη μεσομακροπρόθεσμης επαναληπτικότητας για την εξεταζόμενη περίοδο 1998-2004.

5.1 Στρατηγικές Επένδυσης

Στην παρούσα εργασία γίνεται μια προσπάθεια να εντοπίσουμε την ύπαρξη επαναληπτικότητας στην επίδοση των ελληνικών μετοχικών Α/Κ. Βασιζόμενοι στο συμπέρασμα των Sirri και Tufano (1992) ότι οι υποψήφιοι αγοραστής αντιδρούν διαφορετικά σε διαχειριστές Α/Κ οι οποίοι έχουν καταταχθεί στις πρώτες και στις τελευταίες θέσεις προσπαθούμε να εξετάσουμε την αποτελεσματικότητα στρατηγικών που βασίζονται σε αυτή τη συμπεριφορά. Η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε είναι όμοια με εκείνη των White και Miles⁵. Αρχικά, προσδιορίσαμε τους WINNERS και LOSERS για την περίοδο 1995-2005. Το κριτήριο για την επιλογή των Α/Κ είναι η απλή απόδοση. Στη συνέχεια αφού εντοπίσαμε τον WINNER για κάθε έτος (δηλ. το Α/Κ με την μεγαλύτερη απόδοση), επενδύσαμε σε αυτό το Α/Κ για το επόμενο έτος με αρχικό κεφάλαιο 100,000 €. Συνεπώς, δημιουργήσαμε μια στρατηγική διαδοχικών επενδύσεων στα πιο επιτυχημένα Α/Κ ως προς το εξεταζόμενο κριτήριο και παρακολουθήσαμε την πορεία του κατά την επόμενη χρονιά. Η ίδια στρατηγική εφαρμόστηκε και για τους LOSERS. Ομοίως, προκειμένου να εξετασθεί και βραχυπρόθεσμα αυτή η επενδυτική στρατηγική, χρησιμοποιήσαμε μηνιαία στοιχεία για το έτος 2005.

Στόχος μας είναι να εντοπίσουμε την ύπαρξη επαναληπτικότητας της επίδοσης των ελληνικών μετοχικών Α/Κ για την εξεταζόμενη περίοδο καθώς και η αξιολόγηση αυτών των δύο στρατηγικών σε σχέση με την απόδοση της αγοράς, στην προκειμένη περίπτωση το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Λαμβάνουμε το Γενικό Δείκτη του ΧΑΑ ως benchmark εφόσον αναφερόμαστε αποκλειστικά σε μετοχικά Α/Κ εσωτερικού.

Στους πίνακες που ακολουθούν (5.1,5.2 και 5.4,5.5) παρουσιάζονται οι WINNERS και οι LOSERS, αντίστοιχα, η απόδοσή τους την επόμενη περίοδο καθώς και η απόδοση με προμήθεια. Θεωρούμε ότι η προμήθεια διάθεσης είναι 0% και η προμήθεια εξαγοράς για την περίοδο ενός έτους είναι 1%. Δεδομένου ότι η συνεχής μετάβαση σε διαφορετικά Α/Κ τα οποία μπορεί να μην ανήκουν στην ίδια οικογένεια είναι δαπανηρή, αξίζει να εξεταστεί η επίδραση της προμήθειας στην τελική απόδοση του επενδυτή. Για την απόδοση με προμήθεια χρησιμοποιήθηκε ο τύπος (0,99*Απλή απόδοση – 0,01)

Προκύπτει ως εξής:

Απόδοση = (τιμή εξαγοράς – τιμή διάθεσης)/ τιμή διάθεσης

$$R = (P_{\epsilon} - P_{\delta}) / P_{\delta}$$

$$\text{Απόδοση με προμήθεια} = (P_{\epsilon} * (1 - 0,01) - P_{\delta}) / P_{\delta}$$

$$= (P_{\epsilon} - P_{\delta}) / P_{\delta} - 0,01 * P_{\epsilon} / P_{\delta}$$

$$= R - (R + 1) * 0,01$$

$$= 0,99 * R - 0,01$$

⁵ LAST YEAR'S WINNERS AS THIS YEAR'S PICKS: AN ANALYSIS OF RECENT HINDSIGHT AS A MUTUAL FUND TRADING RULE? John B. White and Morgan P. Miles *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol. 12, Nov 1999

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.1

ΕΤΟΣ	WINNER	ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΣΤΟΝ WINNER	ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΠΟΜΕΝΟΥ ΕΤΟΥΣ	ΚΕΦΑΛΑΙΟ (€)	ΑΠΟΔΟΣΗ ΜΕ ΠΡΟΜΗΘΕΙΑ	ΚΕΦΑΛΑΙΟ (€)
1995	ALPHA TRUST (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)			100.000,00		100.000,00
1996	ABN AMBRO Αναπτυξιακό	ALPHA TRUST (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	-3,83%	96.170,00	-4,79%	95.208,30
1997	ALPHA TRUST (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	ABN AMBRO Αναπτυξιακό	63,33%	157.074,46	61,70%	153.948,68
1998	<u>ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (Μετοχικό Εσωτ.)</u>	ALPHA TRUST (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	124,86%	353.197,63	122,61%	342.707,31
1999	<u>ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (Μετοχικό Εσωτ.)</u>	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (Μετοχικό Εσωτ.)	245,03%	1.218.637,79	241,58%	1.170.618,60
2000	HSBC A/K TOP 20	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (Μετοχικό Εσωτ.)	-48,72%	624.917,46	-49,23%	594.290,29
2001	ALPHA TRUST Υποδομής	HSBC A/K TOP 20	-18,30%	510.557,57	-19,12%	480.679,81
2002	ΕΓΝΑΤΙΑ ΑΘΗΝΑ Δυναμικό	ALPHA TRUST Υποδομής	-29,55%	359.687,80	-30,25%	335.252,54
2003	ΔΗΛΟΣ Χρηματοοικονομικών Εταιριών (Financial) (Μετοχικό Εσωτ.)	ΕΓΝΑΤΙΑ ΑΘΗΝΑ Δυναμικό	41,47%	508.850,34	40,06%	469.538,95
2004	ALPHA Athens Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ Χρηματοοικονομικών Εταιριών (Financial)	18,67%	603.852,70	17,48%	551.629,85
2005		ALPHA Athens Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού	33,65%	807.049,13	32,31%	729.880,76

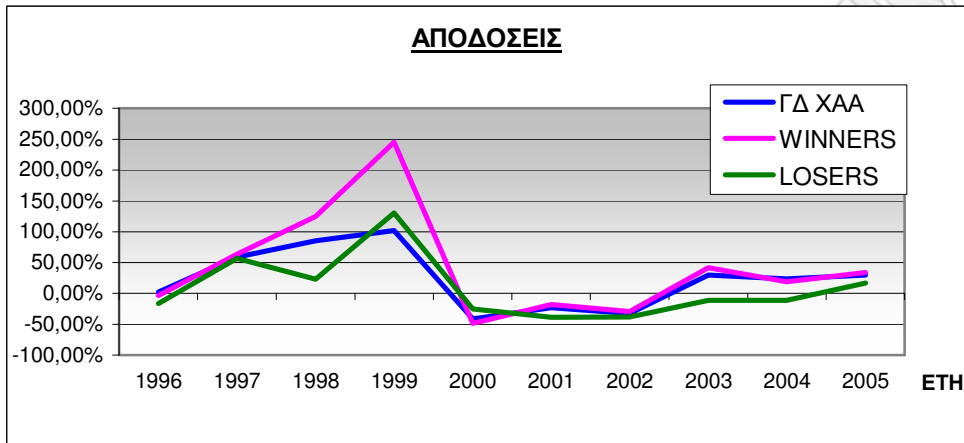
ΠΙΝΑΚΑΣ 5.2

ΕΤΟΣ	LOSER	ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΣΤΟΝ LOSER	ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΠΟΜΕΝΟΥ ΕΤΟΥΣ	ΚΕΦΑΛΑΙΟ (€)	ΑΠΟΔΟΣΗ ΜΕ ΠΡΟΜΗΘΕΙΑ	ΚΕΦΑΛΑΙΟ (€)
1995	A/K ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ			100.000,00		100.000,00
1996	ΤΕΛΕΣΙΣ (Μετοχικό Εσωτ.)	A/K ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-16,73%	83.270,00	-17,56%	82.437,30
1997	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	ΤΕΛΕΣΙΣ (Μετοχικό Εσωτ.)	56,66%	130.450,78	55,09%	127.854,81
1998	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	22,69%	160.050,06	21,46%	155.296,42
1999	HSBC A/K TOP 20	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	130,78%	369.363,54	128,47%	354.809,14
2000	<u>A/K GENIKI Αναπτυσσομένων Εταιριών Μετοχικό Εσωτερικού</u>	HSBC A/K TOP 20	-25,63%	274.695,66	-26,37%	261.232,84
2001	<u>A/K GENIKI Αναπτυσσομένων Εταιριών Μετοχικό Εσωτερικού</u>	A/K GENIKI Αναπτυσσομένων Εταιριών Μετοχικό Εσωτερικού	-38,91%	167.811,58	-39,52%	157.991,27
2002	MARFIN Growth Μετοχικό Εσωτερικού	A/K GENIKI Αναπτυσσομένων Εταιριών Μετοχικό Εσωτερικού	-38,34%	103.472,62	-38,96%	96.443,24
2003	<u>ΑΑΑΒ Α.Κ. Μετοχών Εσωτερικού</u>	MARFIN Growth Μετοχικό Εσωτερικού	-11,56%	91.511,19	-12,44%	84.441,46
2004	<u>ΑΑΑΒ Α.Κ. Μετοχών Εσωτερικού</u>	ΑΑΑΒ Α.Κ. Μετοχών Εσωτερικού	-11,40%	81.078,91	-12,29%	74.066,98
2005		ΑΑΑΒ Α.Κ. Μετοχών Εσωτερικού	16,37%	94.351,53	15,21%	85.329,83

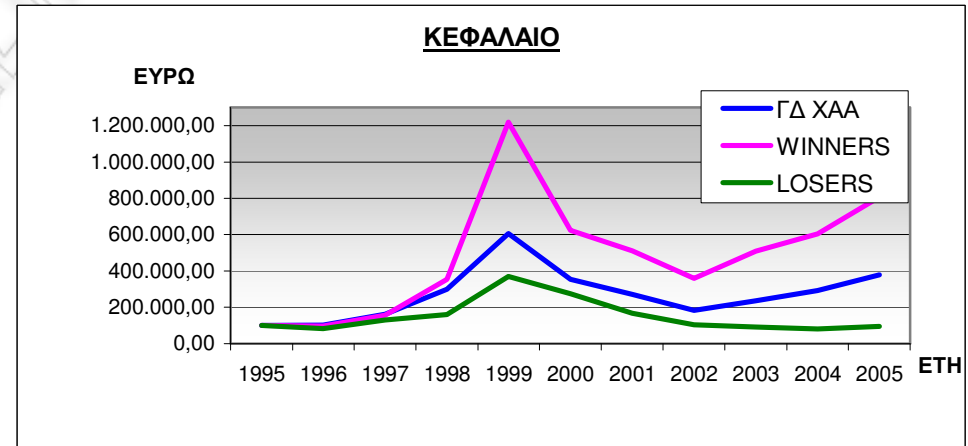
ΠΙΝΑΚΑΣ 5.3

ΕΤΟΣ	ΓΔΧΑΑ	ΚΕΦΑΛΑΙΟ	WINNERS	ΚΕΦΑΛΑΙΟ	LOSERS	ΚΕΦΑΛΑΙΟ
		100.000,00		100.000,00		100.000,00
1996	2,13%	102.130,00	-3,83%	96.170,00	-16,73%	83.270,00
1997	58,51%	161.886,26	63,33%	157.074,46	56,66%	130.450,78
1998	85,02%	299.521,96	124,86%	353.197,63	22,69%	160.050,06
1999	102,19%	605.603,46	245,03%	1.218.637,79	130,78%	369.363,54
2000	-41,52%	354.156,90	-48,72%	624.917,46	-25,63%	274.695,66
2001	-23,53%	270.823,78	-18,30%	510.557,57	-38,91%	167.811,58
2002	-32,53%	182.724,81	-29,55%	359.687,80	-38,34%	103.472,62
2003	29,46%	236.555,53	41,47%	508.850,34	-11,56%	91.511,19
2004	23,09%	291.176,21	18,67%	603.852,70	-11,40%	81.078,91
2005	29,71%	377.684,66	33,65%	807.049,13	16,37%	94.351,53

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 9



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 10



πηγή: www.agii.gr, Datastream

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.4

ΜΗΝΑΣ	WINNER	ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΣΤΟΝ WINNER	ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΠΟΜΕΝΟΥ ΜΗΝΑ	ΑΠΟΔΟΣΗ ΧΑΑ	Κεφάλαιο (€)	ΑΠΟΔΟΣΗ ΜΕ ΠΡΟΜΗΘΕΙΑ	Κεφάλαιο (€)
Δεκ-04	ΑΑΑΒ Α.Κ. Ελληνικό Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού				100.000		100.000
Ιαν-05	NOVABANK Mid Cap A/K Μετοχικό Εσωτερικού	ΑΑΑΒ Α.Κ. Ελληνικό Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	5,39%	3,37%	105.390	4,34%	104.336
Φεβ-05	Π&Κ FTSE-20 Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού	NOVABANK Mid Cap A/K Μετοχικό Εσωτερικού	0,04%	7,97%	105.432	-0,96%	103.334
Μαρ-05	Εγνατία ΑΘΗΝΑ Δυναμικό (Μετοχών Εσωτ.)	Π&Κ FTSE-20 Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού	-9,03%	-8,46%	95.912	-9,94%	93.063
Απρ-05	NOVABANK Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	Εγνατία ΑΘΗΝΑ Δυναμικό (Μετοχών Εσωτ.)	-1,91%	-0,85%	94.080	-2,89%	90.373
Μαϊ-05	ALICO Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης	NOVABANK Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	3,73%	3,18%	97.589	2,69%	92.806
Ιουν-05	ΑΑΑΒ Α.Κ. Μετοχών Εσωτερικού	ALICO Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης	0,98%	3,08%	98.545	-0,03%	92.778
Ιουλ-05	Α/Κ ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ (ΜΕΣΑΙΑΣ & ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛ.) ΕΣΩΤ	ΑΑΑΒ Α.Κ. Μετοχών Εσωτερικού	5,40%	6,45%	103.867	4,35%	96.810
Αυγ-05	Εγνατία ΑΘΗΝΑ Δυναμικό (Μετοχών Εσωτ.)	Α/Κ ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ (ΜΕΣΑΙΑΣ & ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛ.) ΕΣΩΤ	15,71%	-1,25%	120.184	14,55%	110.899
Σεπ-05	NOVABANK Mid Cap A/K Μετοχικό Εσωτερικού	Εγνατία ΑΘΗΝΑ Δυναμικό (Μετοχών Εσωτ.)	3,39%	3,08%	124.258	2,36%	113.512
Οκτ-05	ΔΗΛΟΣ Πληροφ.&Τεχνολ. (Hi-Tech) (Μετοχικό Εσωτ.)	NOVABANK Mid Cap A/K Μετοχικό Εσωτερικού	-1,58%	-2,83%	122.295	-2,56%	110.601
Νοε-05	ΕΡΜΗΣ Πρωτοπόρος Μετοχικό Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ Πληροφ.&Τεχνολ. (Hi-Tech) (Μετοχικό Εσωτ.)	2,17%	3,34%	124.949	1,15%	111.871
Δεκ-05		ΕΡΜΗΣ Πρωτοπόρος Μετοχικό Εσωτερικού	11,78%	5,26%	139.668	10,66%	123.799

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.5

ΜΗΝΑΣ	LOSER	ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΣΕ LOSER	ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΠΟΜΕΝΟΥ ΜΗΝΑ	ΑΠΟΔΟΣΗ ΧΑΑ	Κεφάλαιο (€)	ΑΠΟΔΟΣΗ ΜΕ ΠΡΟΜΗΘΕΙΑ	Κεφάλαιο (€)
Δεκ-04	ΑΣΠΙΣ Α/Κ 21ος ΑΙΩΝ (Μετοχών Εσωτ.)				100.000		100.000
Ιαν-05	Εγνατία ΘΗΣΕΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού Εταιριών Υψηλής Κεφαλαιοποίησης	ΑΣΠΙΣ Α/Κ 21ος ΑΙΩΝ (Μετοχών Εσωτ.)	3,99%	3,37%	103.990	2,95%	102.950
Φεβ-05	ΑΑΑΒ Α.Κ. Μετοχών Εσωτερικού	Εγνατία ΘΗΣΕΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού Εταιριών Υψηλής Κεφαλαιοποίησης	7,47%	7,97%	111.758	6,40%	109.534
Μαρ-05	EUROBANK Genesis Μετοχικό Εσωτερικού	ΑΑΑΒ Α.Κ. Μετοχών Εσωτερικού	-7,98%	-8,46%	102.840	-8,90%	99.785
Απρ-05	ΕΡΜΗΣ Πρωτοπόρος Μετοχικό Εσωτερικού	EUROBANK Genesis Μετοχικό Εσωτερικού	-1,69%	-0,85%	101.102	-2,67%	97.118
Μαΐ-05	Α/Κ ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ (ΜΕΣΑΙΑΣ & ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛ.) ΕΣΩΤ.	ΕΡΜΗΣ Πρωτοπόρος Μετοχικό Εσωτερικού	4,31%	3,18%	105.459	3,27%	100.291
Ιουν-05	ΝΟΒΑΒΑΝΚ Mid Cap Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	Α/Κ ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ (ΜΕΣΑΙΑΣ & ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛ.) ΕΣΩΤ.	0,68%	3,08%	106.176	-0,33%	99.963
Ιουλ-05	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ ΑΚ Μετοχικό Εσωτ.	ΝΟΒΑΒΑΝΚ Mid Cap Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	10,75%	6,45%	117.590	9,64%	109.602
Αυγ-05	ΕΡΜΗΣ Πρωτοπόρος Μετοχικό Εσωτερικού	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ ΑΚ Μετοχικό Εσωτ.	-0,46%	-1,25%	117.049	-1,46%	108.007
Σεπ-05	EUROBANK MIDCAP Private Sector 50 Index Fund Μετοχικό Εσωτ.	ΕΡΜΗΣ Πρωτοπόρος Μετοχικό Εσωτερικού	1,64%	3,08%	118.969	0,62%	108.680
Οκτ-05	HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	EUROBANK MIDCAP Private Sector 50 Index Fund Μετοχικό Εσωτ.	-2,00%	-2,83%	116.590	-2,98%	105.442
Νοε-05	INTERNATIONAL Δυναμικών Εταιρειών Μετοχικό Εσωτερικού	HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	2,46%	3,34%	119.458	1,44%	106.955
Δεκ-05		INTERNATIONAL Δυναμικών Εταιρειών Μετοχικό Εσωτερικού	8,92%	5,26%	130.113	7,83%	115.331

πηγή: www.agii.gr, Datastream

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Μετά από διεξοδική μελέτη των πινάκων για την περίοδο 1996-2005 προκύπτουν τα εξής ενδιαφέροντα συμπεράσματα:

- Η χρήση της στρατηγικής επανεπένδυσης σε A/K νικητών με βάση την απλή απόδοση υπερτερεί συστηματικά αυτής των ηττημένων. Αυτό ωστόσο δεν ισχύει και σε σχέση με τις στρατηγικές παθητικής διαχείρισης του Γενικού Δείκτη. Συγκεκριμένα, κατά την περίοδο 1997-1999 ξεπερνά κατά πολύ το Γενικό Δείκτη του ΧΑΑ καθώς και κατά τα έτη 2001- 2003,2005 πετυχαίνει καλύτερες αποδόσεις. Εντούτοις, για τα υπόλοιπα εξεταζόμενα έτη υπολείπεται του δείκτη αναφοράς.
- Η στρατηγική επανεπένδυσης σε A/K χαμένων κατόρθωσε να ξεπεράσει το δείκτη αναφοράς κατά το 1999, σε μία έντονα ανοδική αγορά, και το 2000.
- Η επιλογή των A/K winners θα μπορούσε να θεωρηθεί μια επιτυχημένη στρατηγική καθώς με αρχικό κεφάλαιο 100,000 € κατάφερε να σημειώσει σωρευτική απόδοση 707,05%, ξεπερνώντας σημαντικά το Γενικό Δείκτη (απόδοση 277,68%), για την περίοδο 1996-2005. Αντίθετα, η επιλογή των A/K losers οδηγεί σε απώλεια κεφαλαίου (-5,65%).
- Αξίζει να σημειωθεί ότι η συνεκτίμηση των προμηθειών εξαγοράς, παρότι δεν αλλάζει σημαντικά τα αποτελέσματα, μειώνει τις αποδόσεις.

Όσον αφορά τη **βραχυπρόθεσμη** εφαρμογή της επενδυτικής μας στρατηγικής, προκύπτουν τα εξής:

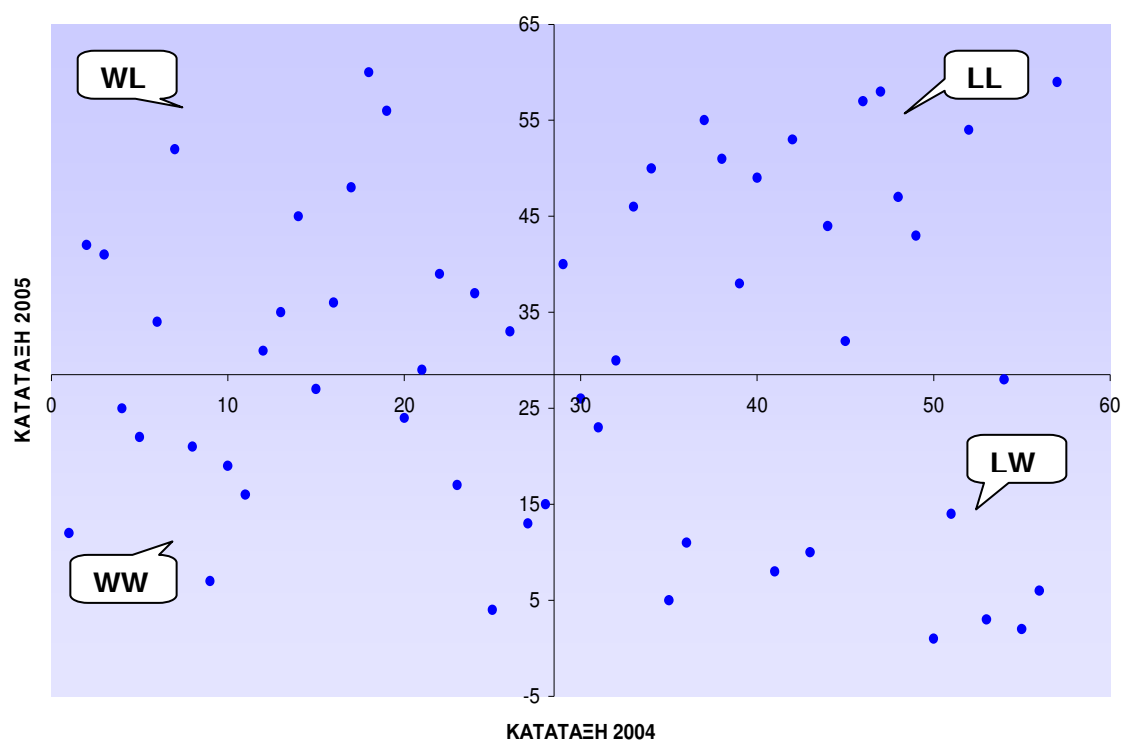
- Η στρατηγική επανεπένδυσης σε A/K νικητών εξακολουθεί να ξεπερνά σε απόδοση αυτή των χαμένων (39,67% έναντι 30,11% αντίστοιχα).
- Σε αντίθεση με τα μεσομακροπρόθεσμα αποτελέσματα της μελέτης μας, οι losers παρουσιάζουν σημαντικά θετική σωρευτική απόδοση, η οποία πλησιάζει εκείνη των winners.
- Η επίδραση της προμήθειας στις αποδόσεις παρουσιάζεται εντονότερη βραχυπρόθεσμα, γεγονός που καθιστά λιγότερο ελκυστικές τις συγκεκριμένες στρατηγικές.

Σε αυτό το σημείο αξίζει να σημειωθεί ότι οι επενδυτές στη διαδικασία επιλογής A/K δεν πρέπει να στηρίζονται στην απλή απόδοση ενός έτους αλλά να λαμβάνουν υπ' όψη την επίδοση σε βάθος χρόνου, τον κίνδυνο, τα διάφορα κόστη, την ποιότητα της παροχής υπηρεσιών, τα μέγεθος του A/K καθώς όλοι αυτοί οι παράγοντες δύνανται να επηρεάσουν την πορεία του A/K. Για παράδειγμα, μία ενδιαφέρουσα εναλλακτική στρατηγική η οποία λαμβάνει υπόψιν τον κίνδυνο, είναι η επιλογή των winners και των losers με βάση την προσαρμοσμένη στον κίνδυνο απόδοση (Sharpe ratio).

5.2 Έλεγχος της Επαναληπτικότητας της Επίδοσης των Α/Κ

Προκειμένου να ελέγξουμε την επαναληπτικότητα της επίδοσης των μετοχικών Α/Κ εσωτερικού, εξετάσαμε 57 μετοχικά Α/Κ εσωτερικού⁶ για την περίοδο 2004-2005. Αρχικά, λαμβάνοντας ως κριτήριο την απλή απόδοση, βρήκαμε την κατάταξη των Α/Κ για το 2004, καθώς και τη θέση που κατέλαβαν το 2005. Χαρακτηρίσαμε ως winners το 50% των Α/Κ με τις μεγαλύτερες αποδόσεις, και αντίστοιχα ως losers το υπόλοιπο 50% των Α/Κ. Στη συνέχεια, απεικονίσαμε γραφικά την διαφορετική κατάταξη των Α/Κ για την συγκεκριμένη περίοδο. Σε μία αποτελεσματική αγορά θα περιμέναμε ομοιόμορφη κατανομή των παρατηρήσεων.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 11



Παρατηρώντας το διάγραμμα 11 βλέπουμε ότι οι παρατηρήσεις παρουσιάζουν μία σχετική ομοιομορφία για την εξεταζόμενη περίοδο. Οι περισσότερες παρατηρήσεις συγκεντρώνονται στην περιοχή LL, αποτελώντας μία ένδειξη επαναληπτικότητας για τους losers. Ωστόσο, τα συμπεράσματα που προκύπτουν δεν μπορούν να γενικευθούν, καθώς απαιτείται ανάλυση σε βάθος χρόνου και για εναλλακτικές φάσεις της χρηματιστηριακής αγοράς.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.6

	W-W	W-L	L-W	L-L	ΣΥΝΟΛΟ
A/Κ	13	15	12	17	57
ΠΟΣΟΣΤΟ ΕΠΑΝΑΛΗΠΤΙΚΟΤΗΤΑΣ	46,4%			58,6 %	

⁶ Εξετάστηκαν μόνο τα Α/Κ τα οποία ήταν διαθέσιμα στους επενδυτές για όλη την εξεταζόμενη περίοδο.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.7				
A/K	ΑΠΟΔΟΣ Η 2004	ΚΑΤΑΤΑ ΞΗ 2004 (1)	ΚΑΤΑΤΑΞΗ 2005 (2)	d (1-2)
ALPHA Athens Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού	25,27%	1	12	-11
Εγνατία ΘΗΣΕΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού Εταιριών Υψηλής Κεφαλαιοποίησης	24,46%	2	42	-40
INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	22,86%	3	41	-38
ALPHA Blue Chips A/K Μετοχικό Εσωτερικού	20,98%	4	25	-21
ΛΑΪΚΗ Επιλεγμένων Αξιών Μετοχικό Εσωτ.	20,88%	5	22	-17
ΑΑΑΒ Α.Κ. Blue Chip Μετοχών Εσωτερικού	20,79%	6	34	-28
EUROBANK Value FTSE/ASE 20 Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού	20,29%	7	52	-45
EUROBANK ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ Μετοχικό Εσωτερικού	20,22%	8	21	-13
CitiFund Μετοχικό Εσωτερικού	20,08%	9	7	2
INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών Μετοχικό Εσωτερικού	19,17%	10	19	-9
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	19,01%	11	16	-5
NOVABANK Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	18,77%	12	31	-19
ΔΗΛΟΣ Χρηματοοικονομικών Εταιριών (Financial) (Μετοχικό Εσωτ.)	18,67%	13	35	-22
HSBC A/K TOP 20 Μετοχών Εσωτ.	17,84%	14	45	-31
ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	17,30%	15	27	-12
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχών Εσωτερικού	16,91%	16	36	-20
PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού	16,90%	17	48	-31
MARFIN Premium Μετοχικό Εσωτερικού	16,62%	18	60	-42
HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	16,61%	19	56	-37
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	16,54%	20	24	-4
METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μετοχικό Εσωτερικού	16,27%	21	29	-8
ΔΗΛΟΣ Top-30 (Μετοχικό Εσωτερικού)	16,18%	22	39	-17
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	15,99%	23	17	6
ΑΑΑΒ Α.Κ. Ελληνικό Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	15,90%	24	37	-13
ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού	15,78%	25	4	21
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ A/K Μετοχικό Εσωτ.	15,69%	26	33	-7
ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (Μετοχικό Εσωτ.)	15,50%	27	13	14
ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής (Μετοχ. Εσωτ.)	15,15%	28	15	13
Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	14,52%	29	40	-11
ΛΑΪΚΗ Μετοχικό Εσωτ.	13,61%	30	26	4
ALICO Μετοχικό Εσωτερικού	12,92%	31	23	8
ALPHA TRUST (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	12,61%	32	30	2
HSBC Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης Μετοχών Εσωτερικού	12,06%	33	46	-13

A/K ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	11,42%	34	50	-16
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Αναπτυσ. Επιχ. (Μετοχ.Εσωτ.)	10,18%	35	5	30
A/K ΓΕΝΙΚΙ Επιλεγμένων Αξιών Μετοχικό Εσωτερικού	8,75%	36	11	25
ΕΛΛΗΝΙΚΗ TRUST Μετοχικό Εσωτερικού	8,42%	37	55	-18
A/K	ΑΠΟΔΟΣΗ 2004	ΚΑΤΑΤΑΞΗ 2004 (1)	ΚΑΤΑΤΑΞΗ 2005 (2)	d (1-2)
A/K ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ (ΜΕΣΑΙΑΣ & ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛ.) ΕΣΩΤ.	7,64%	38	51	-13
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ.)	7,05%	39	38	1
ΔΗΛΟΣ Υποδομής & Κατασκευών (Μετοχικό Εσωτ.)	6,05%	40	49	-9
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ A/K Δυναμικών Επιχειρήσεων Μετοχ. Εσωτ.	5,35%	41	8	33
INTERNATIONAL (Αναπτυξιακό Εσωτ.)	5,29%	42	53	-11
ΕΡΜΗΣ Πρωτοπόρος Μετοχικό Εσωτερικού	4,59%	43	10	33
MARFIN Medium Μετοχικό Εσωτερικού	3,71%	44	44	0
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μετοχικό Εσωτ	3,59%	45	32	13
ΩΜΕΓΑ INVEST A/K Μετοχικό Εσωτερικού	3,49%	46	57	-11
INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού	2,41%	47	58	-11
ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού	2,29%	48	47	1
ΔΗΛΟΣ Πληροφ.&Τεχνολ. (Hi-Tech) (Μετοχικό Εσωτ.)	0,48%	49	43	6
NOVABANK Mid Cap A/K Μετοχικό Εσωτερικού	0,24%	50	1	49
ΔΗΛΟΣ Small Cap (Μετοχικό Εσωτ.)	-0,72%	51	14	37
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ ΑΚ Μετοχικό Εσωτ.	-1,24%	52	54	-2
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχικό Εσωτ.	-1,62%	53	3	50
INTERNATIONAL Δυναμικών Εταιρειών Μετοχικό Εσωτερικού	-2,92%	54	28	26
Εγνατία ΑΘΗΝΑ Δυναμικό (Μετοχών Εσωτ.)	-7,36%	55	2	53
ALICO Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης	-8,38%	56	6	50
ΑΑΑΒ Α.Κ. Μετοχών Εσωτερικού	-11,40%	57	59	-2

πηγή: www.agii.gr

Προκειμένου να ελέγξουμε στατιστικά την επαναληπτικότητα θα χρησιμοποιήσουμε το συντελεστή Spearman Correlation (r_s), ο οποίος είναι καλύτερος από το απλό Correlation (ρ) όταν αναφερόμαστε σε κατατάξεις και υπολογίζεται ως εξής:

$$r_s = 1 - \frac{6 \sum d^2}{n(n^2 - 1)} = -0,056.$$

Το γεγονός ότι το r_s τείνει στο μηδέν αποτελεί μία ένδειξη ανεξαρτησίας, δηλαδή απουσίας επαναληπτικότητας στις αποδόσεις των A/K. Εντούτοις, ο αριθμός αυτός δεν μπορεί από μόνος του να οδηγήσει σε ασφαλή

συμπεράσματα. Είναι απαραίτητος ο έλεγχος της στατιστικής του σημαντικότητας. Αυτό θα γίνει μέσω του t-statistic.

$$t = r_s \sqrt{\frac{n-2}{1-r_s^2}} = -0,42. \rightarrow |t| < 2. \text{ Άρα το } r_s \text{ δεν είναι στατιστικά σημαντικό και}$$

δεν εμφανίζεται επαναληπτικότητα για την εξεταζόμενη περίοδο.

6. ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Βασικός στόχος της εργασίας ήταν η παρουσίαση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων νέας γενιάς τα οποία αποτελούν ευέλικτα επενδυτικά εργαλεία. Ένα μεγάλο μέρος της εργασίας αφιερώθηκε στην εξέταση της επαναληπτικότητας των αποδόσεων των Α/Κ. Για αυτό το σκοπό χρησιμοποιήθηκαν εναλλακτικές επενδυτικές στρατηγικές, οι οποίες έχουν μεγάλο ενδιαφέρον για τους ιδιώτες, τους Θεσμικούς επενδυτές και τις ΑΕΔΑΚ για την δημιουργία νέων Funds of Funds. Το σημαντικότερο συμπέρασμα κρίνεται ότι είναι η σημαντική απόδοση που παρουσίασαν οι εξεταζόμενες στρατηγικές μεσομακροπρόθεσμα, παρά το γεγονός ότι οι προηγούμενες αποδόσεις δεν αποτελούν εγγύηση για τις μελλοντικές. Συγκεντρωτικά, τα αποτελέσματα αυτά αποκαλύπτουν την ανάγκη για περαιτέρω έρευνα για την αξιοποίηση εναλλακτικών επενδυτικών στρατηγικών στην δημιουργία αποδοτικών Α/Κ.

Βιβλιογραφία- Αρθρογραφία

- 2005 Investment Company Fact Book, 45th Edition, ICI
- Association Française des INVESTISSEURS, Funds of Funds, a guide for Institutional Investors - AFIC - 2005
- Brown-Humes C., « Η νέα μόδα των Exchange Traded Funds», www.euro2day.gr , 2/2/2006
- Fung W. Hsieh D., “Performance characteristics of hedge funds and commodity funds: natural vs spurious biases ”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Μάϊος 2000
- Fung W. Hsieh D., “Empirical characteristics of dynamic trading strategies: The case of hedge funds”, *The Review of Financial Studies*, 1997
- Haslem J., Mutual Funds Risk and Performance Analysis for Decision Making, Backwell Publishing, 2003
- Hennessee Group LLC, «Hedge Fund Industry Growth», Ιανουάριος 2005
- Kazemi H. & Schneeweis T. & Pancholi D. : « Performance persistence for mutual funds: Academic Evidence», University of Massachusetts, May 2003
- The Irwin Asset Allocation Series for Institutional Investors, “Hedge Funds: Investment and portfolio strategies for the institutional investor” , 1995
- White J. and Miles M., “Last year’s winners as this year’s picks: an analysis of recent hindsight as a mutual fund trading rule?”, *Journal of Financial and Strategic Decisions* , Vol. 12 , Nov 1999
- Αϊβαλής Γ., «Fund of Funds: εμπειρική μελέτη προσομοίωσης»
- Αλεξάκης Π., «Hedge funds: Ρίσκο για δυνατούς παίκτες», *Μηχανισμοί Χρήματος*, 1/12/2005
- Βασιλικού Μ. , « Οι δύο νέες οδηγίες της ΕΕ για τους ΟΣΕΚΑ», Ένωση Θεσμικών Επενδυτών
- Βασσάλου Μ., «Hedge funds: προϊόντα για ριψοκίνδυνους επενδυτές», *Καθημερινή*
- Γκατζιώνης Ι. & Λούτας Π., « Το νέο ελληνικό θεσμικό πλαίσιο για τα Α/Κ και τους ΟΣΕΚΑ, νόμος 3283/04» , Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Τριμηνιαίο Δελτίο Δ’ τριμήνου 2004
- Παπαγεωργίου Ν., «Funds of Funds», AQF 2005
- Σαββάκης Γ., «ETF: Το νέο όπλο της Σοφοκλέους!», φύλλο 440 της εφημερίδας “ΜΕΤΟΧΟΣ & ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ” , 25-28/8 2006
- Τσόκος Π. , «Νέα προϊόντα και εργαλεία: Index Funds & Funds of Funds», παρουσίαση ING Πειραιώς
- Φίλιππας Ν. – Μπαμπαλός Β. , «Η επιλογή των Α/Κ δεν πρέπει να στηρίζεται στην απλή απόδοση», *Καθημερινή*, 28/2/2004
- Φίλιππας Ν. – Μπαμπαλός Β., «Η επαναληπτικότητα της επίδοσης των ελληνικών μετοχικών Α/Κ.», 12/2005

- Φίλιππας Ν., «Επενδύσεις», εκδόσεις Πανεπιστημιακό, Αθήνα 2005
- Φίλιππας Ν., «Η επαναληπτικότητα της επίδοσης των ελληνικών μετοχικών Α/Κ. Ποια Α/Κ ξεχώρισαν την τελευταία πενταετία», Καθημερινή, 30/10/2004
- Φίλιππας Ν., «Στρατηγικές για την κατασκευή αποδοτικών χαρτοφυλακίων, ο ρόλος των μη πληροφορημένων επενδυτών στη διαστρέβλωση των τιμών», Καθημερινή, 6/01/2006

Internet

www.agii.gr
www.alicoaig-mfunds.gr
www.alphamutual.gr
www.americancentury.com
www.ate.gr
www.ate-mfunds.gr
www.egnatibank.gr
www.euro2day.gr
www.eurobank.gr
www.hedgefundindex.com
www.ici.org
www.indexfunds.com
www.investopedia.com
www.kathimerini.gr
www.magnumfund.com
www.novabank.gr
www.pkfunds.gr
www.riskglossary.com
www.tovima.gr
www.tremont.com
www.vanhedge.com
www.xycoon.com