





**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (Ε-ΜΒΑ)**

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΠΡΟΒΛΕΨΗ  
ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΟΝ  
ΕΛΛΑΔΙΚΟ ΧΩΡΟ**

**ΔΙΑΚΟΥΜΗΣ ΓΙΑΚΟΥΜΗΣ του ΑΘΑΝΑΣΙΟΥ**

**ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2012**

**Αφιερώνεται στην οικογένεια μου,**

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΙΑ

# ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

1.1 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	1
1.1.1 Η Εξέλιξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα.....	2
1.2 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	4
1.2.1 Κανονισμός του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.....	6
1.3 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	6
1.3.1 Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισης Διαθεσίμων.....	6
1.3.2 Αμοιβαία Κεφάλαια Ομολόγων.....	7
1.3.3 Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια.....	7
1.3.4 Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια.....	7
1.3.5 Αμοιβαία Κεφάλαια FUNDS OF FUNDS.....	8
1.3.6 Άλλα Είδη Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	8
1.3.7 Ενεργητικά Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανά Κατηγορία και Έτος.....	9
1.3.8 Σύγχρονη Μορφή Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	11
1.4 ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗ ΒΑΣΗ ΓΕΩΓΡΑΦΙΚΗΣ ΚΑΤΑΝΟΜΗΣ.....	11
1.5 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	12
1.6 ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ.....	13
1.6.1 Εποπτικό-Διοικητικό Σύστημα.....	14
1.6.2 Κώδικας Δεοντολογίας.....	15
1.7 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	16
1.8 ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	19
1.9 ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	21
1.9.1 Έξοδα που Βαρύνουν τα Αμοιβαία Κεφάλαια.....	25
1.9.2 Φορολογία Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	26
1.10 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΜΕ ΑΛΛΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ... 28	
1.10.1 Η Σπουδαιότητα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων ως Επενδυτικού Εργαλείου.....	34
1.10.2 Επενδυτικές Στρατηγικές σε Περιόδους Κρίσεων.....	36

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

2.1 ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	38
2.1.1 Τι Είναι η Α.Ε.Δ.Α.Κ.....	38
2.1.2 Στρατηγική Α.Ε.Δ.Α.Κ.....	39
2.1.3 Παθητική και Ενεργητική Διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	41
2.1.4 Επενδυτικές Φιλοσοφίες των Α.Ε.Δ.Α.Κ.....	44
2.1.5 Οι Ικανότητες των Διαχειριστών των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	47

2.1.6 Οι "Ελληνικές" Α.Ε.Δ.Α.Κ.....	52
2.2 ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ.....	55
2.2.1 Θεματοφύλακας.....	55
2.2.2 Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.....	55
2.2.3 Ένωση Θεσμικών Επενδυτών.....	56
2.2.4 Το Δίκτυο Διανομής.....	56
2.2.5 Οι Χρηματιστηριακές Εταιρίες.....	56

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Ο ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ**

3.1 Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ.....	57
3.2 Η ΜΕΤΡΗΣΗ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΟΣΟΝ ΑΦΟΡΑ ΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΤΗΝ ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΟΥΣ.....	59
3.2.1 Κίνδυνοι Χαρτοφυλακίου Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	59
3.2.2 Μέθοδοι Μέτρησης του Επενδυτικού Κινδύνου.....	60
3.3 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ.....	63
3.3.1 Τι Είναι το Χαρτοφυλάκιο.....	63
3.3.2 Βασικές Αρχές Σύνθεσης Χαρτοφυλακίου.....	65
3.3.3 Σχέση Κινδύνου και Απόδοσης Χαρτοφυλακίου.....	66
3.3.4 Διαφοροποίηση και Διασπορά Κινδύνου.....	66
3.4 Η ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ.....	69
3.4.1 Τα 4 Βήματα της Επενδυτικής Διαδικασίας.....	69
3.4.2 Οι Επενδυτικοί Χαρακτήρες.....	70
3.5 ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	71

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ**

4.1 Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΗΣ ΠΑΡΕΛΘΟΥΣΑΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ.....	73
4.1.1 Υπολογισμός Αποδόσεων Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	75
4.2 Η ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ.....	76
4.2.1 Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού και Εξωτερικού.....	76
4.2.2 Τα Κριτήρια Επιλογής του Δείγματος.....	77
4.2.3 Τα Αμοιβαία Κεφάλαια του Δείγματος.....	79
4.3 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΒΑΣΗ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	86
4.3.1 Ανάλυση Βάση της Ετήσιας Απόδοσης.....	86
4.3.2 Ανάλυση Βάση της Απόδοσης Ζετίας.....	89
4.3.3 Υπολογισμός Μέσης Ετήσιας και Μέσης Απόδοσης Ζετίας.....	91

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ, ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ**

### **ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΚΑΙ Η ΠΑΡΑΜΕΤΡΟΣ ΤΗΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑΣ**

5.1 Η ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗ ΠΡΟΤΑΣΗ.....	93
5.1.1 Βήματα Σχεδιασμού Χαρτοφυλακίου.....	93
5.1.2 Βήματα Αξιολόγησης των Χαρτοφυλακίων.....	94
5.1.3 Ο Δείκτης JENSEN.....	94
5.1.4 Το Υπόδειγμα 3 Παραγόντων των FAMA & FRENCH.....	95
5.1.5 Το Υπόδειγμα 4 Παραγόντων του CARHART.....	96
5.1.6 Ο Δείκτης Αξιολόγησης SHARPE.....	97
5.1.7 Τα Χαρακτηριστικά Γνωρίσματα των Χρηματοοικονομικών Σειρών.....	98
5.1.8 ARCH Υποδείγματα.....	100
5.1.9 GARCH Υποδείγματα.....	101
5.1.10 EGARCH Υποδείγματα.....	103
5.2 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – Μέρος 1 <sup>ο</sup> ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ.....	104
5.3 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – Μέρος 2 <sup>ο</sup> .....	109
5.4 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ ΑΠΟΔΟΣΕΩΣ ΚΑΙ ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑΣ.....	112
<b><u>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</u></b> .....	<b>118</b>
<b><u>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ</u></b> .....	<b>122</b>

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

<b>Πίνακας 1.1:</b> Κατηγορία Αμοιβαίου Κεφαλαίου – Μορφή Επένδυσης – Επίπεδο Κινδύνου.....	8
<b>Πίνακας 1.2:</b> Ενεργητικά Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανά Κατηγορία Δ΄ Τριμήνου Έτη 2003-2011.....	10
<b>Πίνακας 1.3:</b> Σύγκριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων με Άλλες Μορφές Επένδυσης.....	33
<b>Πίνακας 2.1:</b> Ενεργητικό και Μεριδίο Αγοράς Ελληνικών Α.Ε.Δ.Α.Κ (28/9/2012).....	53
<b>Πίνακας 2.2:</b> Κατανομή Ενεργητικού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων που Διαχειρίζεται η κάθε Α.Ε.Δ.Α.Κ (28/9/2012).....	54
<b>Πίνακας 4.1:</b> Γενικά Στοιχεία ALPHA TRUST Νέων Επιχειρήσεων.....	79
<b>Πίνακας 4.2:</b> Γενικά Στοιχεία EUROBANK Θεσμικών Χαρτοφυλακίων.....	80
<b>Πίνακας 4.3:</b> Γενικά Στοιχεία HSBC Αναδυόμενων Αγορών Εξωτερικού.....	81
<b>Πίνακας 4.4:</b> Γενικά Στοιχεία MILLENNIUM America US.....	82
<b>Πίνακας 4.5:</b> Γενικά Στοιχεία ΠΕΙΡΑΙΩΣ Δυναμικών Επιχειρήσεων.....	83
<b>Πίνακας 4.6:</b> Γενικά Στοιχεία MARFIN Ελληνικό.....	84
<b>Πίνακας 4.7:</b> Γενικά Στοιχεία ΑΤΕ Μετοχικό Εσωτερικού.....	85
<b>Πίνακας 4.8:</b> Ανάλυση της Ετήσιας Απόδοσης του κάθε Αμοιβαίου Κεφαλαίου.....	86
<b>Πίνακας 4.9:</b> Ανάλυση της Απόδοσης Ζετίας του κάθε Αμοιβαίου Κεφαλαίου.....	89
<b>Πίνακας 4.10:</b> Μέση Ετήσια Απόδοση & Μέση Απόδοση Ζετίας των Αμοιβαίων Κεφαλαίων του δείγματος.....	92
<b>Πίνακας 5.1:</b> Στατιστικά Αποδόσεων.....	99
<b>Πίνακας 5.2:</b> Κατάταξη των δύο Καλύτερων Αποδόσεων simple regressions.....	104
<b>Πίνακας 5.3:</b> Κατάταξη των δύο Καλύτερων Αποδόσεων simple regressions with ARCH(1).....	105
<b>Πίνακας 5.4:</b> Κατάταξη των δύο Καλύτερων Αποδόσεων simple regressions with GARCH(1,1).....	105
<b>Πίνακας 5.5:</b> Κατάταξη των δύο Καλύτερων Αποδόσεων simple regressions with ARCH(1) & t-student distribution.....	106
<b>Πίνακας 5.6:</b> Κατάταξη των δύο Καλύτερων Αποδόσεων simple regressions with ARCH(1) & GED error distribution.....	106
<b>Πίνακας 5.7:</b> Κατάταξη των δύο Καλύτερων Αποδόσεων simple regressions with GARCH(1,1) & t-student distribution.....	107
<b>Πίνακας 5.8:</b> Κατάταξη των δύο Καλύτερων Αποδόσεων simple regressions with GARCH(1,1) & GED error distribution.....	107
<b>Πίνακας 5.9:</b> Κατάταξη των δύο Καλύτερων Αποδόσεων simple regressions with EGARCH(1,1) & t-student distribution.....	108
<b>Πίνακας 5.10:</b> Συχνότητες Εμφάνισης Χαρτοφυλακίων και ο Αντίστοιχος Δείκτης	

SHARPE.....	108
<b><u>Πίνακας 5.11:</u></b> Έλεγχος Μοναδιαίας Ρίζας για το PORTFOLIO 1.....	109
<b><u>Πίνακας 5.12:</u></b> Έλεγχος Μοναδιαίας Ρίζας για το PORTFOLIO 2.....	110
<b><u>Πίνακας 5.13:</u></b> Μοντέλο για το PORTFOLIO 1.....	113
<b><u>Πίνακας 5.14:</u></b> Μοντέλο για το PORTFOLIO 1.....	113

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ



## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

<b><u>Διάγραμμα 1.1:</u></b> Ενεργητικά ανά Κατηγορία Αμοιβαίων Κεφαλαίων (σε %)	10
<b><u>Διάγραμμα 2.1:</u></b> Βαθμός Αποτελεσματικότητας και Ικανότητα Διαχειριστή στην Ενεργητική και Παθητική Διαχείριση	43
<b><u>Διάγραμμα 3.1:</u></b> Μη Συστηματικός ή Ειδικός Κίνδυνος	57
<b><u>Διάγραμμα 3.2:</u></b> Συστηματικός και Μη Συστηματικός Κίνδυνος	58
<b><u>Διάγραμμα 3.3:</u></b> Μορφή Επένδυσης στο Χαρτοφυλάκιο Χαμηλού Κινδύνου	64
<b><u>Διάγραμμα 3.4:</u></b> Μορφή Επένδυσης στο Χαρτοφυλάκιο Μεσαίου Κινδύνου	65
<b><u>Διάγραμμα 3.5:</u></b> Μορφή Επένδυσης στο Χαρτοφυλάκιο Υψηλού Κινδύνου	65
<b><u>Διάγραμμα 3.6:</u></b> Σχέση Κινδύνου και Αριθμού Μετοχών σε ένα Χαρτοφυλάκιο	67
<b><u>Διάγραμμα 4.1:</u></b> Απεικόνιση της Ετήσιας Απόδοσης του κάθε Α/Κ	87
<b><u>Διάγραμμα 4.2:</u></b> Κατάταξη Α/Κ βάση Ετήσιας Απόδοσης	89
<b><u>Διάγραμμα 4.3:</u></b> Απεικόνιση της Απόδοσης Ζετίας του κάθε Α/Κ	90
<b><u>Διάγραμμα 4.4:</u></b> Κατάταξη Α/Κ βάση Απόδοσης Ζετίας	91
<b><u>Διάγραμμα 5.1:</u></b> Απεικόνιση των υπό Εξέταση Αποδόσεων	99
<b><u>Διάγραμμα 5.2:</u></b> Συχνότητες Εμφάνισης Χαρτοφυλακίων	108
<b><u>Διάγραμμα 5.3:</u></b> Αποδόσεις του 1 <sup>ου</sup> Χαρτοφυλακίου	110
<b><u>Διάγραμμα 5.4:</u></b> Αποδόσεις του 2 <sup>ου</sup> Χαρτοφυλακίου	111
<b><u>Διάγραμμα 5.5:</u></b> Ιστόγραμμα Αποδόσεων PORTFOLIO 1 και NORMALITY test	111
<b><u>Διάγραμμα 5.6:</u></b> Ιστόγραμμα Αποδόσεων PORTFOLIO 2 και NORMALITY test	112
<b><u>Διάγραμμα 5.7:</u></b> Πρόβλεψη Αποδόσεων και της υπό Συνθήκη Διακύμανσης για το 1 <sup>ο</sup> Χαρτοφυλάκιο	114
<b><u>Διάγραμμα 5.8:</u></b> Πρόβλεψη Αποδόσεων και της υπό Συνθήκη Διακύμανσης για το 2 <sup>ο</sup> Χαρτοφυλάκιο	115
<b><u>Διάγραμμα 5.9:</u></b> Διαστήματα Εμπιστοσύνης 95% - Χαρτοφυλάκιο 1	116
<b><u>Διάγραμμα 5.10:</u></b> Διαστήματα Εμπιστοσύνης 95% - Χαρτοφυλάκιο 2	116



## **ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

---

Ο κλάδος των αμοιβαίων κεφαλαίων αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους επενδυτικούς κλάδους και συγκεντρώνει με το πέρασμα των χρόνων πολύ έντονο επενδυτικό ενδιαφέρον και αναλόγως μεγάλο αριθμό επενδυτών. Το μεγάλο αυτό ενδιαφέρον πηγάζει από το γεγονός ότι αποτελεί έναν από τους ταχύτερα αναπτυσσόμενους κλάδους. Τα αμοιβαία κεφάλαια αποδείχθηκαν αποτελεσματικά στην πραγματοποίηση ικανοποιητικών αποδόσεων και σε συνδυασμό με τα σημαντικά πλεονεκτήματα που διαθέτουν κέρδισαν το ενδιαφέρον και την εμπιστοσύνη πέρα των μεγάλο-επενδυτών, που παραδοσιακά είχαν στραμμένο το ενδιαφέρον τους στο θεσμό των αμοιβαίων κεφαλαίων, και των μικρότερων επενδυτών ή και επενδυτών χωρίς τις απαραίτητες γνώσεις και χρόνο. Γι αυτό το λόγο αποτελούν για τους επενδυτές μια από τις δημοφιλέστερες επιλογές, μεταξύ των διαφόρων επενδυτικών προϊόντων.

Στο σημείο αυτό να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέπων καθηγητή μου Μ. Σφακιανάκη για την αμέριστη βοήθεια, υποστήριξη και συμβολή στην εκπλήρωση της εργασίας αυτής.

### **ΟΡΙΣΜΟΣ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ**

*«Είναι ένα σύνολο περιουσιακών στοιχείων που αποτελείται από κινητές και ακίνητες αξίες, όπως μετοχές, ομόλογα, έντοκα γραμμάτια, συνάλλαγμα, καταθέσεις, ακίνητα»*  
(σύμφωνα με Κίοχο, 2003)

## **ΔΟΜΗ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ**

---

Η δομή της παρούσας εργασίας αναπτύσσεται σε πέντε επιμέρους κεφάλαια, επιδιώκοντας να καλύψει αρχικά σε θεωρητική βάση τα κύρια χαρακτηριστικά των αμοιβαίων κεφαλαίων, συνεχίζει αναπτύσσοντας τον τρόπο διαχείρισης και τη βάση πάνω στην οποία λειτουργούν τα αμοιβαία κεφάλαια, ενώ γίνεται και ανάλυση του επενδυτικού κινδύνου που υπάρχει σε αυτό το είδος των επενδύσεων κλείνοντας ουσιαστικά με το τρίτο κεφάλαιο το μεγαλύτερο κομμάτι της θεωρητικής προσέγγισης της εργασίας. Στα επόμενα δύο κεφάλαια και τελευταία της πτυχιακής αυτής εργασίας ακολουθεί η έρευνα και ανάλυση των δειγμάτων των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων που επιλέγηκαν, σε σχέση με τις παρελθούσες αποδόσεις τους από το 2003 έως και τον Σεπτέμβριο του τωρινού έτους και ακολουθεί η πρόβλεψη που έγινε για τα βέλτιστα χαρτοφυλάκια που προέκυψαν μέσα από τα στατιστικά εργαλεία που χρησιμοποιήσαμε.

Πιο συγκεκριμένα στο **πρώτο κεφάλαιο** κάνουμε μια σύντομη ιστορική αναδρομή του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων τόσο σε διεθνή βάση αρχικά και μετέπειτα στον ελλαδικό χώρο, αναπτύσσουμε κάποιες απαραίτητες βασικές έννοιες για αυτά και επισημαίνουμε τις διάφορες κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων που υπάρχουν. Στη συνέχεια αναλύουμε τους κυριότερους παράγοντες ανάπτυξης των αμοιβαίων κεφαλαίων και τα κυριότερα κριτήρια επιλογής τους, καθώς και τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα που έχει μιας τέτοιας μορφής επένδυση. Τέλος προχωρούμε σε σύγκριση των αμοιβαίων κεφαλαίων με τις άλλες μορφές επενδύσεις και το πώς σχετίζονται μεταξύ τους.

Στο **δεύτερο κεφάλαιο** ασχολούμαστε κυρίως με τις Α.Ε.Δ.Α.Κ, τις εταιρίες διαχείρισης δηλαδή των αμοιβαίων κεφαλαίων, κάνοντας αναφορά στο πως λειτουργούν, στις στρατηγικές τους και τους τρόπους διαχείρισης (Παθητική-Ενεργητική) που χρησιμοποιούν, ενώ επισημαίνουμε και τις επενδυτικές τους φιλοσοφίες. Στη συνέχεια του κεφαλαίου αυτού κάνουμε αναφορά στις ικανότητες που πρέπει να χουν οι διαχειριστές των Α.Ε.Δ.Α.Κ και κάνουμε μια σύντομη ανάλυση των ελληνικών Α.Ε.Δ.Α.Κ που δραστηριοποιούνται. Στο τελευταία μέρος του κεφαλαίου αναφέρονται οι διαχειριστικές και ελεγκτικές αρχές για τον θεσμό των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Στο **τρίτο και τελευταίο θεωρητικό κεφάλαιο** αναλύουμε τον επενδυτικό κίνδυνο που συνεπάγεται μια τέτοια επένδυση, αναφέρουμε τους τρόπους μέτρησης του, και τα είδη των κινδύνων για τέτοιου είδους χαρτοφυλάκια. Προχωρούμε σε ανάλυση για το τι είναι ακριβώς ένα χαρτοφυλάκιο, τις βασικές αρχές σύνθεσης αυτού, τη σχέση που υπάρχει μεταξύ κινδύνου και διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου και τη σημασία της διασποράς για τον περιορισμό του κινδύνου. Τέλος αναλύουμε τα βήματα της επενδυτικής διαδικασίας και τους αντίστοιχους επενδυτικούς χαρακτήρες.

Στο επόμενο **τέταρτο κεφάλαιο** αναφέρουμε τη σημασία της παρελθούσας απόδοσης στην επενδυτική απόφαση, τον τρόπο υπολογισμού της, αναλύουμε τα αμοιβαία κεφάλαια του δείγματος και το πώς αυτά επιλέγηκαν, προχωρώντας στο τέλος στον υπολογισμό της ετήσιας και 3ετης απόδοσης για το καθένα ξεχωριστά αλλά και το μέσο όρο των αποδόσεων του δείγματος και για τις δύο περιπτώσεις.

Στο **πέμπτο και τελευταίο κεφάλαιο** ακολουθεί η στατιστική ανάλυση των αμοιβαίων κεφαλαίων. Πιο συγκεκριμένα αφού εξετάσαμε το σύνολο των δυνατών χαρτοφυλακίων που θα μπορούσαν να συγκροτήσουν τα αμοιβαία του δείγματος τα κατατάξαμε με τη χρήση οκτώ διαφορετικών στατιστικών προσεγγίσεων με σκοπό να βρούμε τους δύο καλύτερους πιθανούς συνδυασμούς χαρτοφυλακίων. Με βάση τα αποτελέσματα για τα δύο βέλτιστα χαρτοφυλάκια στη συνέχεια κάναμε πρόβλεψη για αυτά τα δύο για τις μελλοντικές αποδόσεις τους.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup> ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

### **1.1 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

Η ιστορία των αμοιβαίων κεφαλαίων ξεκινά από τον αρχαίο πολιτισμό της Ελλάδας. Συγκεκριμένα η πρώτη μορφή συλλογικής περιουσίας υπό κοινή διαχείριση φαίνεται να βρίσκεται στην Αθηναϊκή Συμμαχία, που συγκροτήθηκε με αρχηγό την Αθήνα τον 5ο π.χ. αιώνα και λειτούργησε στη Δήλο. Για πολεμικούς λόγους υπήρχε κοινή περιουσία και φυσικά διαχειριστές αυτής, όμως παρατηρήθηκε το φαινόμενο της ατασθαλίας από τον κύριο συμμετέχοντα (μεριδιούχο), την Αθήνα. Αντίστοιχο φαινόμενο σημειώνεται με τη Δελφική Αμφικτιονία που για θρησκευτικούς, τη φορά αυτή, λόγους δημιουργείται κοινή περιουσία με διαχείριση από τους ιερείς και προσπάθεια ελέγχου από τις γειτονικές πόλεις, που και πάλι όμως, έχουμε παραβίαση του κανονισμού και απώλεια των χρημάτων των συμμετεχόντων.

Στο σύγχρονο κόσμο, ο θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων έχει τις ρίζες του στις Κεφαλαιαγορές των Η.Π.Α., όπου το 1924 ιδρύθηκε το πρώτο σχετικά οργανωμένο αμοιβαίο κεφάλαιο από την εταιρεία επενδύσεων Massachusetts Investors Trust. Στις αρχές του αιώνα, η χρηματιστηριακή αγορά των Η.Π.Α. χαρακτηρίστηκε από ιδιαίτερα έντονες ανοδικές τάσεις. Πλήθος επενδυτών έσπευσαν να επενδύσουν τα κεφάλαια τους στο χρηματιστήριο. Το νέο, για την εποχή, χαρακτηριστικό του αμοιβαίου κεφαλαίου ήταν η δυνατότητα αποχώρησης των συμμετεχόντων όποτε θα το επιθυμούσαν, όμως ακόμα δεν υπήρχε σαφές νομοθετικό και κανονιστικό πλαίσιο για τη λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων και έτσι με τη χρηματιστηριακή κρίση του 1929 πολλοί επενδυτές έχασαν τις περιουσίες τους. Το γεγονός αυτό όμως προκάλεσε την έρευνα από την Αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς η οποία φυσικά διαπίστωσε σφάλματα και παραλείψεις στη λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων, που διαπράχθηκαν τόσο πριν όσο και κατά την οικονομική κρίση.

Το 1940 το Κογκρέσο ενέκρινε ένα νόμο, που αποτέλεσε σταθμό διεθνώς, για το θεσμό των αμοιβαίων κεφαλαίων ο οποίος ισχύει ακόμα και σήμερα ο γνωστός ως "Investment Company Act." Τη δεκαετία του 1950 οι επενδυτές αρχίζουν και πάλι να ενδιαφέρονται για τα αμοιβαία κεφάλαια. Στη δεκαετία του 1960 εμφανίζονται κάποιοι ευφυείς διαχειριστές οι οποίοι καταφέρνουν να δημιουργήσουν εκπληκτικές, για τα δεδομένα της εποχής, αποδόσεις. Η νέα ύφεση όμως στη χρηματιστηριακή αγορά στις αρχές της δεκαετίας του 1970 γίνεται η αφορμή για την αποσύνδεση των αμοιβαίων κεφαλαίων από το χρηματιστήριο και την αρχή επενδύσεων σε τίτλους της

χρηματαγοράς. Η κίνηση αυτή αλλάζει εντελώς το τοπίο και έτσι τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν πια το καταφύγιο των επενδυτών σε περιόδους κρίσεων. Χαρακτηριστικό είναι το γεγονός ότι στα τέλη της δεκαετίας του 1970 επικρατούσε έξαρση στις αγορές μετάλλων. Έτσι τα αμοιβαία κεφάλαια επένδυσαν, μέσω των χρηματιστηρίων μετάλλων ή παραγώγων, σε χρυσό και πολύτιμα μέταλλα. Με την επενδυτική αυτή στροφή προς όλες τις αγορές του κόσμου στην ουσία ξεκίνησε η ανοδική πορεία των αμοιβαίων κεφαλαίων.

### 1.1.1 Η Εξέλιξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα

Τα αμοιβαία κεφάλαια και γενικότερα ο θεσμός των συλλογικών επενδύσεων είναι πολύ διαδεδομένος παγκοσμίως. Στην ελληνική κεφαλαιαγορά εισήχθησαν το 1970 με το νομοθετικό διάταγμα 608/70. Το πρώτο αμοιβαίο κεφάλαιο που ιδρύθηκε το 1972 ήταν της Εμπορικής Τράπεζας «ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ» και μετά το 1973 η Εθνική Τράπεζα ίδρυσε το αμοιβαίο κεφάλαιο «ΔΗΛΟΣ ΜΙΚΤΟ». Τα δύο αυτά αμοιβαία κεφάλαια κυριαρχούσαν για πολλά χρόνια σε ολόκληρη την αγορά. Τα πολιτικά γεγονότα, τα οικονομικά, η ρευστότητα της πολιτικής ζωής μετά την μεταπολίτευση έφεραν μεγάλη καθυστέρηση πρώτον, στην ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς και δεύτερον, πτώση και σχεδόν αφάνεια του χρηματιστηρίου. Όλα αυτά απέτρεψαν την είσοδο νέων χρηματοοικονομικών εργαλείων όπως επίσης και ένα σταθερό και γερό μακροοικονομικό πλαίσιο όπως είναι τα ομόλογα, δηλαδή τα έντοκα γραμμάτια του ελληνικού δημοσίου. Έτσι τα αμοιβαία κεφάλαια δε λειτούργησαν εκτός από τα μετοχικά που και αυτά είχαν πρόβλημα λόγω της πτώσης του χρηματιστηρίου αξιών των Αθηνών.

Στη συνέχεια μετά από σοβαρές θεσμικές αλλαγές στο χώρο της ελληνικής κεφαλαιαγοράς και συγκεκριμένα το 1989, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα κάνουν άνοιγμα και επεκτείνονται με μεγάλο ενδιαφέρον στον χώρο των αμοιβαίων κεφαλαίων. Το 1990 μεγάλοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί και ασφαλιστικές εταιρείες κάνουν μεγάλο άνοιγμα για την αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων. Έτσι δημιουργήθηκαν πολλά αμοιβαία κεφάλαια ελληνικών και ξένων κεφαλαιαγορών με ταυτόχρονη δημιουργία των πρώτων ανώνυμων εταιρειών διαχείρισης αμοιβαίου κεφαλαίου, οι λεγόμενες Α.Ε.Δ.Α.Κ. Παράλληλα τέθηκαν οι βάσεις για την ανάπτυξη του θεσμού και τα στελέχη των δικτύων πώλησης επιμορφώθηκαν. Ως ιδιαίτερως σημαντικά γεγονότα αυτής της περιόδου αναφέρονται οι συζητήσεις και οι αποφάσεις που παίρνει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, αλλά και η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

για τους κανόνες διαφήμισης και τους τρόπους ενιαίου υπολογισμού απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων και σταθερού εισοδήματος εισήχθησαν το 1991 ενώ στην αγορά κυριαρχούσαν κατά το πλείστον τα μικτά και τα μετοχικά. Το επόμενο έτος τα νεοεισαχθέντα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων και σταθερού εισοδήματος κατείχαν σχεδόν το 50% των κεφαλαίων της αγοράς. Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '90 υπήρξε σταδιακή άνοδος για τα δυο αυτά είδη αμοιβαίων κεφαλαίων που έφθασε σχεδόν το 80% των κεφαλαίων της αγοράς. Την περίοδο 1993-1994 οι εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων επταπλασίασαν τα υπό διαχείριση κεφάλαιά τους. Δύο ήταν οι κύριοι λόγοι που δρομολόγησαν την κίνηση των κεφαλαίων στην επένδυσή τους σε αμοιβαία κεφάλαια, η λανθασμένη φορολόγηση των μερισμάτων και η νομισματική κρίση του Μαΐου του 1994.

Κατά την περίοδο του 1994-1997 τα αμοιβαία κεφάλαια γνωρίζουν μεγάλη άνθηση, τόση που περιορίζουν αισθητά τους ρυθμούς αύξησης των ιδιωτικών καταθέσεων. Στα τέλη του 1997 έφτασαν να κατέχουν σχεδόν το 37% των ιδιωτικών καταθέσεων έναντι το 1991 που μόλις έφταναν το 1,86%. Κατά την διάρκεια 1998-2000 παρατηρήθηκε ραγδαία αύξηση στις τιμές των μετοχών του χρηματιστηρίου αξιών των Αθηνών, πράγμα το οποίο είχε ως αποτέλεσμα εντυπωσιακές εισροές στα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια. Έτσι στα τέλη του 1999 τα μετοχικά αποτελούσαν το 52% του συνόλου των κεφαλαίων της αγοράς. Από το 2000-2003 υπήρξε μια κάμψη και δεν παρατηρούνται νέες εισροές στα μικτά και τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια λόγω του ότι πολλοί επενδυτές έχουν επιλέξει τις διεθνείς αγορές αναζητώντας αξιολογες διαχειριστικές εταιρείες και καλύτερες αποδόσεις. Κατά την περίοδο αυτή πραγματοποιήθηκε η εμφάνιση των Α.Ε.Δ.Α.Κ. ασφαλιστικών οργανισμών στην αγορά.

Την περίοδο 2004-2006 ο αριθμός των εταιρειών διαχείρισης των αμοιβαίων κεφαλαίων μειώθηκε και αυξήθηκε αντίστοιχα. Από το 2004 ως το 2005 υπήρξε μείωση των εταιρειών διαχείρισης από 26 σε 25. Το 2006 όμως ο αριθμός αυτός πάλι αυξήθηκε και οι εταιρείες διαχείρισης έφτασαν τις 26. Παράλληλα κινήθηκαν και τα υπό διαχείριση αμοιβαία κεφάλαια. Το 2004 τα κεφάλαια ήταν 262, το 2005 ήταν 258 και τελικά το 2006 ήταν 269. Το 2006 το θεσμικό πλαίσιο της αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων ενισχύθηκε από την έκδοση κανονιστικών αποφάσεων της επιτροπής κεφαλαιαγοράς.



Στις αρχές του 2008 στην ελληνική χρηματαγορά διαπραγματεύονταν 259 αμοιβαία κεφάλαια, εκ των οποίων τα 155 εσωτερικού και τα υπόλοιπα 104 εξωτερικού. Το σύνολο τους αποτελούνταν από 92 μετοχικά, 62 ομολογιακά, 49 μικτά και 26 αμοιβαία διαχείρισης διαθεσίμων, ενώ υπήρχαν και 30 αμοιβαία κεφάλαια, αποκαλούμενα ως "funds of funds", τα οποία εισήχθησαν στην αγορά της Ελλάδας με τον Νόμο 3283/2004 και άρχισαν σταδιακά να κερδίζουν τον ενδιαφέρον των ελλήνων επενδυτών, βασιζόμενα κυρίως στο βασικό χαρακτηριστικό τους, που είναι η εξασφάλιση καλύτερης διασποράς.

Την τελευταία τετραετία ο θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων παρουσιάζει μια σχετική στασιμότητα, επηρεασμένος και αυτός από το γενικότερο κλίμα της εποχής και τη χρηματοοικονομική κρίση που μαστίζει τις παγκόσμιες χρηματαγορές γενικά αλλά και ειδικότερα την Ελλάδα σε πολύ μεγάλο βαθμό, παρακάτω ωστόσο θα γίνει ανάλυση του πόσο σημαντικό επενδυτικό εργαλείο μπορούν να αποτελέσουν τα αμοιβαία κεφάλαια ειδικότερα σε εποχές οικονομικής κρίσης όπως η σημερινή. Πιο συγκεκριμένα με αριθμούς λοιπόν ο αριθμός των Α.Ε.Δ.Α.Κ που δραστηριοποιούνται πλέον (στοιχεία 28/9/2012) στην ελληνική αγορά έχει περιοριστεί στους 20 αποτέλεσμα των εξαγορών και συγχωνεύσεων που έχουν γίνει στον τραπεζικό κλάδο αλλά και των μεγάλων δυσκολιών που αντιμετώπισαν τα τελευταία χρόνια οι ασφαλιστικοί οργανισμοί. Ο συνολικός αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων που διαπραγματεύεται ωστόσο στις ελληνικές χρηματαγορές έχει ανέλθει πλέον στα 287, παρουσιάζοντας μια μικρή αύξηση την τελευταία τετραετία (2009-2012) από τα 259 διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια το 2008. Ο συνολικός αριθμός των ενεργητικών διαθεσίμων ανέρχεται σε 5368,4 εκατ. € (30/9/2012), παρουσιάζοντας μια συνεχή μείωση σε ετήσια βάση από το 2009 και μετά ξεκινώντας από τα 11387,6 εκατ. € το 2009, φτάνοντας τα 8211,8 εκατ. € το 2010 και καταλήγοντας ένα ακριβώς χρόνο πριν στις 30/9/2011 στα 5945,1 εκατ. €.

## 1.2 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Αμοιβαίο Κεφάλαιο (Α/Κ) είναι ένα χαρτοφυλάκιο Αξιών με διασπορά, εγγεγραμμένο ως μια "ανοιχτού τύπου" εταιρεία επενδύσεων, το οποίο πουλά μερίδια στο ευρύτερο κοινό σε μια συγκεκριμένη τιμή και τα επαναγοράζει την στιγμή που αυτό απαιτηθεί, στην πραγματική λογιστική τους αξία. Αμοιβαίο κεφάλαιο είναι ένας χρηματοοικονομικός διαμεσολαβητής που επιτρέπει σε μια ομάδα επενδυτών να τοποθετήσουν τα χρήματά τους σύμφωνα με ένα προκαθορισμένο επενδυτικό

σκοπό. Σύμφωνα με το νόμο 3284/2004, το αμοιβαίο κεφάλαιο ορίζεται ως ομάδα περιουσίας που αποτελείται από κινητές αξίες και μετρητά, της οποίας τα επιμέρους στοιχεία ανήκουν εξ αδιαίρετου σε περισσότερα πρόσωπα.

Τα βασικά χαρακτηριστικά ενός αμοιβαίου κεφαλαίου είναι ότι στερείται νομικής προσωπικότητας και ότι το κεφάλαιό του είναι μεταβλητό. Το αμοιβαίο κεφάλαιο έχει ένα διαχειριστή κεφαλαίων που είναι υπεύθυνος για την επένδυση των χρημάτων σε συγκεκριμένα χρεόγραφα (συνήθως μετοχές ή ομόλογα). Επενδύοντας σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο, ουσιαστικά ο επενδυτής αγοράζει μερίδια του αμοιβαίου κεφαλαίου και γίνεται μεριδιούχος. Έτσι, με την τοποθέτηση των χρημάτων του σε αυτά κάθε επενδυτής εκχωρεί το δικαίωμα στην ομάδα διαχείρισης του αμοιβαίου κεφαλαίου να επενδύσει εκ μέρους του κατά το δοκούν και εφόσον ικανοποιούνται οι όροι επίτευξης της μέγιστης δυνατής απόδοσης για τον κίνδυνο που διατρέχει η επένδυση. Σε αντίθετη περίπτωση, ο επενδυτής έχει την επιλογή να αποσύρει τα χρήματά του από το αμοιβαίο κεφάλαιο που απέτυχε το στόχο του και να τα τοποθετήσει σε κάποιο άλλο που εμφανίζει καλύτερες πιθανότητες επιτυχίας. Η επιλογή του αμοιβαίου κεφαλαίου, στην οποία παίζει σημαντικό ρόλο η επίτευξη αποδόσεων στο παρελθόν, γίνεται με βάση το είδος των επενδύσεων στις οποίες τοποθετούνται τα χρήματα. Βραχυπρόθεσμες ή μακροπρόθεσμες επενδύσεις, με κίνδυνο ή χωρίς, σταθερού εισοδήματος ή υπεραξίας, επιτοκιακού χαρακτήρα ή μετοχικές, ελληνικές ή διεθνείς είναι τα κύρια είδη των επενδύσεων που επιλέγουν τα αμοιβαία κεφάλαια. Το είδος των επενδύσεων που επιλέγεται από τα αμοιβαία κεφάλαια είναι γνωστό εκ των προτέρων και διατηρείται χωρίς ουσιαστική μεταβολή και συνήθως χωρίς μετατροπή σε άλλη κατηγορία ώστε να συνεχίσει να ανταποκρίνεται στους αρχικούς στόχους των επενδυτών.

Σε αντιστοιχία με το μετοχικό κεφάλαιο μιας εταιρείας, που χωρίζεται σε μετοχές και τους κατόχους τους, που ονομάζονται μέτοχοι, το ενεργητικό ενός αμοιβαίου κεφαλαίου χωρίζεται σε μερίδια, των οποίων οι κάτοχοι ονομάζονται μεριδιούχοι. Η συμμετοχή στο αμοιβαίο κεφάλαιο αποδεικνύεται με ονομαστικό τίτλο, που εκδίδεται από την ανώνυμη εταιρεία διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ) και προσυπογράφεται από τον θεματοφύλακα (τράπεζα). Οι τίτλοι μεριδίου μπορούν να εκδίδονται για ένα ή περισσότερα μερίδια (ή κλάσμα μεριδίου).

$$\text{Ενεργητικό} = (\text{Καθαρή Τιμή Μεριδίου}) * (\text{Αριθμό Μεριδίων})$$

$$\text{Τιμή Διάθεσης} = \text{Καθαρή Τιμή Μεριδίου} + \text{Προμήθεια Διάθεσης}$$

$$\text{Τιμή Εξαγοράς} = \text{Καθαρή Τιμή Μεριδίου} - \text{Προμήθεια Εξαγοράς}$$

### 1.2.1. Κανονισμός του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Ο κανονισμός του αμοιβαίου κεφαλαίου, που εγκρίνεται από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς, περιέχει τουλάχιστον:

1. Την ονομασία του αμοιβαίου κεφαλαίου και τις επωνυμίες της Α.Ε. Διαχείρισης και του θεματοφύλακα.
2. Τον σκοπό του αμοιβαίου κεφαλαίου, από τον οποίο προκύπτουν οι επενδυτικοί και οικονομικοί στόχοι του, η επενδυτική πολιτική και η πολιτική δανειοδότησής του.
3. Το είδος των κινητών αξιών στις οποίες μπορεί να επενδύεται η περιουσία του αμοιβαίου κεφαλαίου.
4. Την τιμή των μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου κατά τον χρόνο σύστασής του.
5. Την προμήθεια που καταβάλλει ο μεριδιούχος στην Α.Ε. Διαχείρισης κατά την διάθεση και εξαγορά μεριδίων.
6. Τον χρόνο και την διαδικασία διανομής μερισμάτων στους μεριδιούχους του αμοιβαίου κεφαλαίου.
7. Τους όρους διάθεσης και εξαγοράς των μεριδίων.

### 1.3. ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Τα αμοιβαία κεφάλαια αντικατοπτρίζουν το επενδυτικό τους στυλ, τη φιλοσοφία και στρατηγική τους στο στόχο τους, ο οποίος απορρέει από την κατηγορία στην οποία υπάγονται. Συνεπώς ο στόχος ενός αμοιβαίου κεφαλαίου προσδιορίζει σε τι είδος και σε τι ποσοστό θα επενδυθεί το κεφάλαιο των επενδυτών. Η κατηγοριοποίηση των αμοιβαίων κεφαλαίων παρέχει τη δυνατότητα σύγκρισης και επιλογής εκείνου που ταιριάζει καλύτερα στις ανάγκες του δυνητικού επενδυτή. Οι βασικότερες κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων αναλύονται ως εξής:

#### 1.3.1. Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισης Διαθεσίμων

Τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισεως διαθεσίμων αποτελούνται (κατά κύριο λόγο) από χρηματικά διαθέσιμα και (λιγότερο) ομόλογα. Απευθύνονται σε συντηρητικούς επενδυτές με βραχυπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα μιας και το ρίσκο είναι χαμηλό καθώς αποφεύγονται οι διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών που μπορούν να προκαλέσουν μεγάλες αυξομειώσεις. Οι επενδυτές επιλέγουν αυτού του είδους τα

αμοιβαία κεφάλαια, ως εναλλακτική τοποθέτηση των χρημάτων αντί των απλών τραπεζικών προθεσμιακών καταθέσεων καθώς θεωρούν ότι αποφέρουν σταθερή απόδοση στο χαρτοφυλάκιο τους.

### **1.3.2. Αμοιβαία Κεφάλαια Ομολόγων**

Τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια όπως μαρτυράει και η λέξη "ομολογιακά" αποτελούνται από ποιοτικά ομόλογα (εσωτερικού ή εξωτερικού) που συνήθως εκδίδονται από τις εκάστοτε κυβερνήσεις ή από εταιρείες με υψηλή πιστοληπτική ικανότητα και μεγάλη ρευστότητα. Απευθύνονται σε συντηρητικούς επενδυτές με μεσοπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα που θέλουν να προστατέψουν το κεφάλαιό τους και να εξασφαλίσουν ένα σταθερό εισόδημα. Έχει επικρατήσει η άποψη ότι επειδή επενδύουν σε τίτλους σταθερού εισοδήματος, ο κίνδυνος που αντιμετωπίζουν είναι μικρός.

### **1.3.3. Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια**

Είναι τα αμοιβαία κεφάλαια τα οποία αποτελούνται από χρηματικά διαθέσιμα, ομόλογα, και μετοχές, δίνοντας την ευκαιρία στους επενδυτές να επιτύχουν υψηλές αποδόσεις συγκριτικά με τα επιτόκια των τραπεζών. Απευθύνονται σε επενδυτές με μεσοπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα που θέλουν να αξιοποιήσουν τις ευκαιρίες που παρουσιάζονται στις αγορές ενώ ταυτόχρονα είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν και το αντίστοιχο ρίσκο. Ο βαθμός κινδύνου που αντιμετωπίζουν είναι μικρότερος από τα μετοχικά, αλλά μεγαλύτερος από τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια καθώς και τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων.

### **1.3.4. Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια**

Τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια αποτελούνται (κατά κύριο λόγο) από μετοχές που είναι εισηγμένες στο Ελληνικό χρηματιστήριο ή/και στα χρηματιστήρια του εξωτερικού, καθώς η πρόσβαση τόσο στη τοπική όσο και στη διεθνή αγορά είναι εύκολη. Η δυνατότητα επίτευξης υψηλών αποδόσεων, η μείωση του επενδυτικού κινδύνου λόγω της ευρείας διασποράς, και η άμεση ρευστότητα είναι μερικά από τα πλεονεκτήματα των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων. Ωστόσο, πρόκειται για μια επένδυση υψηλού ρίσκου που απευθύνεται σε μη συντηρητικούς επενδυτές που είναι πρόθυμοι να αναλάβουν τον βαθμό του κινδύνου μακροπρόθεσμα στοχεύοντας παράλληλα στην μεγιστοποίηση των αποδόσεων.

### 1.3.5. Αμοιβαία Κεφάλαια FUNDS OF FUNDS

Τα funds of funds είναι αμοιβαία κεφάλαια τα οποία διακρίνονται σε τρεις κατηγορίες. Τα ομολογιακά, τα μικτά, και τα μετοχικά funds of funds. Διαφέρουν από τα προαναφερθέντα αμοιβαία κεφάλαια ως προς τη σύνθεση καθώς τα funds of funds αποτελούνται από αμοιβαία κεφάλαια και όχι άμεσα από κινητές αξίες (ομόλογα, μετοχές κλπ). Απευθύνονται σε μη συντηρητικούς επενδυτές που προσδοκούν ανταγωνιστικές αποδόσεις συγκριτικά με τις παραδοσιακές επενδύσεις και οι οποίοι επιθυμούν να πετύχουν υψηλές αποδόσεις μακροπρόθεσμα.

ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ	ΠΟΥ ΕΠΕΝΔΥΟΥΝ	ΕΠΙΠΕΔΟ ΚΙΝΔΥΝΟΥ
Διαχείρισης Διαθεσίμων	Κυρίως σε προϊόντα της αγοράς χρήματος	Χαμηλό
Ομολογιακά	Κυρίως σε μακροχρόνια ομόλογα και όχι άνω του 10% σε μετοχές	Χαμηλό -Μεσαίο
Μικτά	Σε όλες τις αγορές, κυρίως συνδυάζουν ομόλογα και μετοχές	Μεσαίο
Μετοχικά	Κυρίως σε μετοχές	Υψηλό
Funds of Funds	Σε άλλα Α/Κ διαφόρων επενδυτικών κατηγοριών	Υψηλό

Πίνακας 1.1: Κατηγορία Αμοιβαίου Κεφαλαίου – Μορφή Επένδυσης – Επίπεδο Κινδύνου

### 1.3.6. Άλλα Είδη Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να τονίσουμε ότι υπάρχουν και κάποια επιπλέον αμοιβαία κεφάλαια μικρότερης αναγνώρισης και με μικρότερο επενδυτικό ενδιαφέρον τα οποία ωστόσο είναι χρήσιμα να αναφέρουμε:

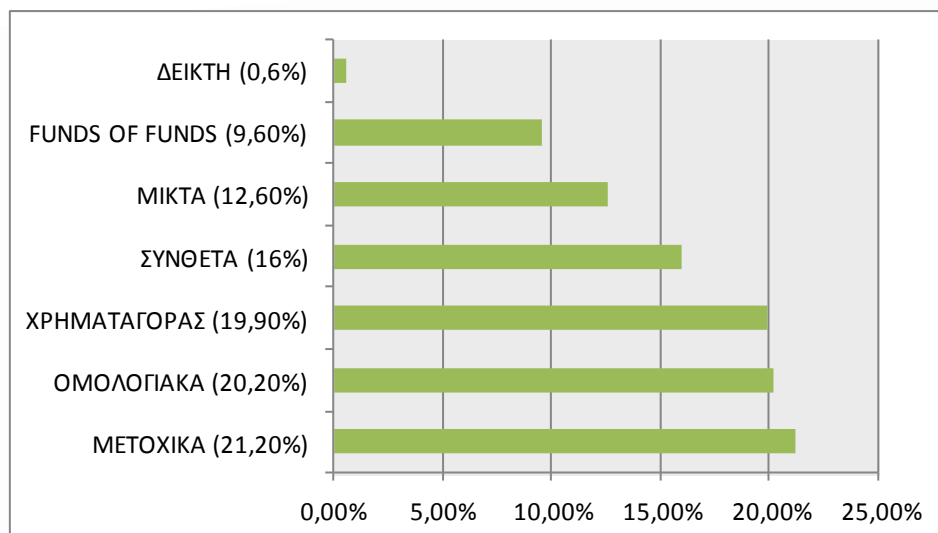
- Αμοιβαία κεφάλαια εισοδήματος τα οποία και αποτελούν την πιο συντηρητική επιλογή, με τοποθετήσεις σε επενδυτικούς τίτλους που προσφέρουν κατά το πλείστον βέβαιες και σταθερές αποδόσεις ετησίως. Αυτής της κατηγορίας τα αμοιβαία κεφάλαια επενδύουν

κυρίως σε ομόλογα Δημοσίου, ομόλογα κρατικών τραπεζών ή εταιριών ή ξένων εταιριών με υψηλή πιστοληπτική ικανότητα.

- Διεθνή αμοιβαία κεφάλαια τα οποία επενδύουν στις αγορές του εξωτερικού, και τα κεφάλαια τους είναι σε συνάλλαγμα και επενδύονται σε διάφορους τίτλους, είτε ομολογίες, είτε μετοχές. Επηρεάζονται από τις μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών οι οποίες καθορίζουν το βαθμό κινδύνου.
- Αμοιβαία κεφάλαια εμπορευμάτων τα οποία κατευθύνουν τα κεφάλαια τους σε προϊόντα, όπως πολύτιμα μέταλλα, αλλά κυρίως σε προθεσμιακά συμβόλαια εμπορευμάτων όπως το σιτάρι, το καλαμπόκι, η σόγια, ο χρυσός, το αργό πετρέλαιο κ.λπ ή σε άλλους χρηματοπιστωτικούς τίτλους όπως τα ευρώδολάρια, οι ομολογίες δημοσίου ΗΠΑ και η βρετανική στερλίνα.
- Τέλος υπάρχουν και τα αμοιβαία κεφάλαια δεικτών των οποίων τα κεφάλαια επενδύονται σε χρηματιστηριακούς δείκτες, οι οποίοι αφορούν συγκεκριμένους κλάδους της οικονομίας, όπως βιομηχανία και ενέργεια με σκοπό την επίτευξη αποδόσεων υψηλότερων από τις αντίστοιχες αποδόσεις των κλαδικών δεικτών.

### 1.3.7. Ενεργητικά Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανά Κατηγορία και Έτος

Στο γράφημα παρακάτω βλέπουμε τα ενεργητικά ανά κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων (σε ποσοστά) όπως αυτά διαμορφώνονται στις 28/9/2012 σύμφωνα με στοιχεία από την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών. Όπως διακρίνουμε η πρώτη κατηγορία είναι τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια με 21,20%, ακολουθούν τα ομολογιακά με 20,20% και την πρώτη τριάδα κλείνουν τα αμοιβαία κεφάλαια χρηματαγοράς με 19,90%. Μετά τα τρία πρώτα έρχονται τα σύνθετα αμοιβαία κεφάλαια με 16% και τα μικτά με 12,60%, ενώ τα χαμηλότερα ποσοστά έχουν τα funds of funds με 9,60% και τα αμοιβαία κεφάλαια δεικτών με 0,60%.



**Διάγραμμα 1.1: Ενεργητικά ανά Κατηγορία Αμοιβαίων Κεφαλαίων (σε %) 28/9/2012**

Στην συνέχεια βλέπουμε στον πίνακα που ακολουθεί τα ανάλογα ποσοστά για την κάθε κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων από το 2003 έως και το 2011.

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΑΝΑ ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ Δ ΤΡΙΜΗΝΟΥ ΕΤΗ 2003-2011						
ΕΤΟΣ	ΜΕΤΟΧΙΚΑ	ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ	ΔΙΑΧ. ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	ΜΙΚΤΑ	FUNDS OF FUNDS	ΣΥΝΘΕΤΑ
2003	16%	21%	52%	11%	0%	0%
2004	16%	24%	49%	11%	1%	0%
2005	21%	49%	18%	9%	3%	0%
2006	27%	26%	25%	10%	12%	5%
2007	23%	23%	33%	11%	8%	2%
2008	20%	32%	24%	13%	6%	5%
2009	24%	30%	19%	15%	7%	5%
2010	24%	31%	15%	15%	10%	5%
2011	21%	23%	16%	14%	10%	16%
Μ.Ο.	21%	29%	28%	12%	6%	4%

**Πίνακας 1.2: Ενεργητικά Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανά Κατηγορία Δ' Τριμήνου Έτη 2003-2011**

Από τα στοιχεία του πίνακα μπορούμε να δούμε πως τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια παρουσιάζουν μια σημαντική σταθερότητα μέσα σ' αυτήν τη δεκαετία με ποσοστά που κυμαίνονται από 16% (2003, 2004) έως και 27% (2006) και μέσο όρο 21%. Τα ομολογιακά έχουν τον υψηλότερο συνολικά μέσο όρο με 29% ωστόσο παρουσιάζουν μεγαλύτερες αυξομειώσεις από τα μετοχικά, ενώ μια σημαντική διαπίστωση είναι πως τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων ενώ έχουν το δεύτερο μεγαλύτερο μέσο όρο για την περίοδο 2003-2011 ωστόσο βλέπουμε πως τα πρώτα χρόνια έχουν πολύ υψηλά ποσοστά (52% το 2003 και 49% το 2004) και με το πέρασμα των χρόνων παρουσιάζουν σημαντική μείωση του επενδυτικού ενδιαφέροντος φτάνοντας

σε μέσο όρο 17% για την τριετία 2009-2011, ενώ το αντίστοιχο συνολικό ποσοστό τους φτάνει στο 28%. Αυτό έχει να κάνει ίσως με το ενδιαφέρον των επενδυτών για μεγαλύτερες αποδόσεις, οδηγώντας τους σε είδη αμοιβαίων κεφαλαίων με μεγαλύτερο ρίσκο αλλά και καλύτερες αποδόσεις. Τέλος για τα υπόλοιπα είδη αμοιβαίων κεφαλαίων θα μπορούσαμε να πούμε για τη σταθερότητα που παρουσιάζουν τα μικτά αμοιβαία κεφάλαια (ποσοστά που κυμαίνονται από 9% το 2005 έως 15% το 2009 και 2010), το αυξημένο επενδυτικό ενδιαφέρον που παρουσιάζουν τα funds of funds με το πέρασμα των ετών, και το πολύ σημαντικό ποσοστό που εμφανίζουν τα σύνθετα αμοιβαία κεφάλαια κατά το έτος 2011 φτάνοντας στο 16%.

### 1.3.8. Σύγχρονη Μορφή Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Μια νέα κατηγορία επενδυτικών προϊόντων έκανε την εμφάνιση της στις αρχές της δεκαετίας του 1990 και συγκεκριμένα το 1989, τα λεγόμενα ETF's (Exchange traded funds) ή αλλιώς διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια (ΔΑΚ) τα οποία αποτελούν στην ουσία μια εξέλιξη των αμοιβαίων κεφαλαίων αφού προσφέρουν τη δυνατότητα στον εκάστοτε επενδυτή να τοποθετήσει τα χρήματα του σε ένα καλάθι από επενδυτικά προϊόντα τα οποία θα ήταν δύσκολα προσιτά, από τον απλό επενδυτή, προσφέροντας έτσι μεγαλύτερη διασπορά κινδύνου, ευελιξία αγοράς-πώλησης, χαμηλά συναλλαγματικά κόστη καθώς και διαφάνεια.

Μια σημαντική διαφορά ανάμεσα στις δύο κατηγορίες είναι ότι ενώ η τιμή των αμοιβαίων κεφαλαίων καθορίζεται στο τέλος της κάθε ημέρας η τιμή των ETF διαπραγματεύεται σε όλη τη διάρκεια της ημέρας.

## 1.4 ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗ ΒΑΣΗ ΓΕΩΓΡΑΦΙΚΗΣ ΚΑΤΑΝΟΜΗΣ

Τα αμοιβαία κεφάλαια κατατάσσονται στις κατηγορίες που περιγράφονται παρακάτω με βάση τη γεωγραφική κατανομή του ενεργητικού τους. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ οφείλει να περιλαμβάνει στην ονομασία του αμοιβαίου κεφαλαίου το κατά το δυνατό ακριβή προσδιορισμό της γεωγραφικής κατανομής των επενδύσεων του. Από το 2005 και μετέπειτα τα αμοιβαία κεφάλαια διαχωρίζονται σε αμοιβαία κεφάλαια εσωτερικού και εξωτερικού και πιο συγκεκριμένα:

- Εσωτερικού είναι τα αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν κυρίως σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς ή και σε ομολογίες και μετοχές που εκδίδονται από εκδότη που έχει την καταστατική του έδρα στην Ελλάδα.



- Εξωτερικού είναι τα αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν κυρίως σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς ή και σε ομολογίες και μετοχές που εκδίδονται από εκδότη που έχει την καταστατική του έδρα εκτός Ελλάδος.

### 1.5 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Οι κυριότεροι παράγοντες που συντέλεσαν στους εξαιρετικά ταχείς ρυθμούς ανάπτυξης των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι:

- Η θέσπιση, εισαγωγή και αυστηρή εφαρμογή κατάλληλης νομοθεσίας, μετά τη διεθνή κρίση 1929-1936, με δεύτερο σταθμό τα μέσα της δεκαετίας του 1970, μετά από τη λεγόμενη «κρίση στασιμοπληθωρισμού» (stagflation crisis). Η ενίσχυση του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων μετά από κρίσεις, στηρίζεται στην αναγνώριση των σταθεροποιητικών επιδράσεων τους, ενώ σημαντικό ρόλο έπαιξε και η εφαρμογή φορολογικής πολιτικής ευνοϊκής μεταχείρισης των εισοδημάτων και των συναλλαγών των ατομικών επενδυτών σε αμοιβαία κεφάλαια.
- Η ριζική μεταστροφή της οικονομικής πολιτικής καθώς και της απελευθέρωσης των θεσμών και των αγορών, της διεθνούς κίνησης κεφαλαίου και της τιμής του συναλλάγματος με τη μεταρρύθμιση του διεθνούς νομισματικού συστήματος 1971-1973.
- Η θέσπιση ειδικής νομοθεσίας για διευκόλυνση της ανάπτυξης του θεσμού των ανεξάρτητων ασφαλιστικών ταμείων κατά κανόνα σε επίπεδο επιχειρήσεων, τα οποία σημείωσαν ταχεία επέκταση, επέδειξαν ορθολογική λειτουργία και έχουν επιτύχει μεγάλες αποδόσεις προς όφελος των ασφαλιστικών μελών τους.
- Η διευκόλυνση μιας σειράς διαρθρωτικών αλλαγών δημιουργίας υποδομής για αξιοποίηση της ταχείας τεχνολογικής προόδου και της ανάπτυξης της ψηφιακής τεχνολογίας και των διαδικτύων, ώστε να επιτυγχάνεται ταχύτατη παρακολούθηση των εξελίξεων στις διεθνείς αγορές και εκμετάλλευση των ευκαιριών, λόγω των διάφορων αποδόσεων και των προοπτικών σε διάφορες αγορές.
- Η περαιτέρω διεύρυνση των δυνατοτήτων επενδύσεων με την τάση για παγκοσμιοποίηση των αγορών και ειδικότερα της κεφαλαιαγοράς, μετά από

την ειρηνική κατάρρευση του συστήματος συγκεντρωτικού σχεδιασμού της οικονομίας στα τέλη της δεκαετίας του 1980.

## 1.6 ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

Η ταχεία ανάπτυξη των αμοιβαίων κεφαλαίων σε διεθνές επίπεδο εντάσσεται στο θεσμικό πλαίσιο ανάπτυξης των κεφαλαιαγορών και στην επικράτηση του συστήματος απορρύθμισης. Στις ΗΠΑ, η σύγχρονη νομοθεσία για αμοιβαία κεφάλαια έχει αφετηρία τη νομοθεσία για την εξυγίανση της χρηματιστηριακής αγοράς από το 1933, και η οποία θεσπίστηκε το 1939, με το Νόμο των Έμπιστων Συμβάσεων (Trust Indenture Act). Στη συνέχεια το 1940 ψηφίστηκε ο Νόμος των Εταιρειών Επενδύσεων (Investment Company Act), που επέκτεινε τον έλεγχο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στην καταχώρηση και τη διαφάνεια των εταιριών αυτών, θέσπισε την υποχρέωση προσφοράς ενός πρόσφατου ενημερωτικού φυλλαδίου με διαφάνεια ως προς τον τρόπο που χρησιμοποιούν το κεφάλαιό τους για αγορά τίτλων έκδοσης αμερικανικών εταιριών ή και τοπικών κρατών. Ο νόμος αυτός τροποποιήθηκε το 1970 με παραχώρηση ορισμένων δικαιωμάτων σε μετόχους, που αποφασίζουν τη διάθεση των μετοχών τους προ των προβλεπόμενων στις συμβατικές τους υποχρεώσεις.

Εν συνεχεία, ο Νόμος Προστασίας των δικαιωμάτων Τίτλων των Επενδυτών (Securities Investor Protection Act) το 1970 πρόβλεψε την ίδρυση Εταιρείας Συνεγγυητικού Κεφαλαίου Προστασίας των Επενδυτών (Securities Investor Protection Corporation), με σκοπό την αποζημίωση των επενδυτών σε περιπτώσεις αποτυχίας των χρηματιστηριακών φορέων. Με τον Τροποποιητικό Νόμο των Αξιών (Securities Acts Amendments) το 1975, δόθηκαν δυνατότητες ταχείας δράσης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για τη διασφάλιση της λειτουργίας και την προαγωγή της δημιουργίας μιας αληθώς ανταγωνιστικής κεφαλαιαγοράς σε ομοσπονδιακό επίπεδο και τη συνεχή πρόοδο και αποτελεσματικότητά της. Με το Νόμο των Καταθετικών Φορέων (Depository Institution Act) το 1982 ενισχύθηκε ο ανταγωνισμός μεταξύ των τραπεζών και άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, δόθηκε η δυνατότητα των πρώτων να ασκούν επενδυτικές εργασίες, μέσω θυγατρικών εταιριών τραπεζικών ομίλων, με ασφαλιστικές και χρηματιστηριακές εταιρείες, αμοιβαία κεφάλαια, κτλ. Έτσι, αυξήθηκε και πάλι ο ρόλος των εμπορικών τραπεζών στον επενδυτικό τομέα. Η τάση είναι η ενίσχυση του ανταγωνισμού και η ισότητα των όρων ανταγωνισμού σε ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό τομέα και ειδικότερα μεταξύ των εμπορικών τραπεζών.

Ειδικότερα, σε σχέση με τα αμοιβαία κεφάλαια αναφέρεται η Οδηγία 611/1985/ΕΟΚ και η τροποποίησή της το 2002, και η οποία προβλέπει διεύρυνση των επενδυτικών υπηρεσιών των αμοιβαίων κεφαλαίων και την περαιτέρω ομογενοποίηση τους στις χώρες- μέλη, με μια σειρά από νέες δυνατότητες:

- Δικαίωμα των Α.Ε.Δ.Α.Κ για κατ' ανάθεση διαχείριση χαρτοφυλακίων των μεριδιούχων, φυσικών ή νομικών προσώπων.
- Δυνατότητα σε αμοιβαία κεφάλαια ειδικού τύπου να παρακολουθούν δείκτες και να διατηρούν σε μια μετοχή μέχρι 10% του ενεργητικού τους. Κατ' εξαίρεση σε ειδικά «Κεφάλαια Δεικτών» (Index Funds) το ποσοστό αυτό μπορεί να φτάσει κατ' ανώτατο όριο στο 35%.
- Θεσμοθέτηση των «Κεφαλαίων των Κεφαλαίων» (Funds of funds) με δυνατότητες των αμοιβαίων κεφαλαίων να επενδύουν σε μερίδια άλλων αμοιβαίων κεφαλαίων.
- Δυνατότητα να προβαίνουν σε τοποθετήσεις ακόμη και σε μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο μετοχές.
- Τοποθετήσεις χωρίς όρια πλέον και σε παράγωγα από ειδικά αμοιβαία κεφάλαια, που θα πληροφορούν με πλήρη διαφάνεια τους επενδυτές γι' αυτό.
- Δικαίωμα ίδρυσης υποκαταστημάτων σε όλα τα κράτη-μέλη της ΕΕ, που περιοριζόταν, μέχρι τώρα, στις τράπεζες.
- Εκχώρηση μέρους του ενεργητικού τους (10-15%) σε συμβούλους διαχείρισης.
- Τήρηση ορισμένων δεικτών βιωσιμότητας και φερεγγυότητας και αναπροσαρμογή του μετοχικού κεφαλαίου σε 125.000 ευρώ.

Η τροποποίηση της Οδηγίας 611/1985/ΕΟΚ, αποσκοπεί σε εξίσωση των όρων ανταγωνισμού, σε αντιστάθμιση της προηγούμενης επέκτασης των τραπεζών στον επενδυτικό τομέα. Με περισσότερη ευελιξία πλέον τα αμοιβαία κεφάλαια θα μπορούν να δημιουργούν νέα σύνθετα προϊόντα, με σκοπό την επίτευξη μεγαλύτερων αποδόσεων και αύξηση της διασποράς κινδύνου.

#### **1.6.1. Εποπτικό/Διοικητικό Σύστημα**

Με την εξέλιξη και τη νομοθετική προσαρμογή των αμοιβαίων κεφαλαίων σε πλαίσια ανταγωνιστικών συνθηκών και με την αποκτούμενη εμπειρία, διασφαλίζεται η αυστηρή εφαρμογή της νομοθεσίας με ισχυρή θεσμική θωράκιση και ανεξάρτητο εποπτικό και διοικητικό σύστημα. Ειδικότερα, η εποπτεία των αμοιβαίων κεφαλαίων

έχει επίσης ενταχθεί στα πλαίσια του «συστήματος αυτορρύθμισης», που έχει καθιερωθεί διεθνώς (self-regulation) και καλύπτει ολόκληρο το χώρο της κεφαλαιαγοράς και του Χρηματιστηρίου Αξιών, όπου συναλλάσσονται και τα αμοιβαία κεφάλαια. Το σύστημα αυτό έχει επιγραμματικά τα παρακάτω χαρακτηριστικά σε σχέση με τα αμοιβαία κεφάλαια:

1. Υπαγωγή των αμοιβαίων κεφαλαίων στην ανώτατη εποπτική αρχή (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς), η οποία έχει ουσιαστική ανεξαρτησία από παρεμβάσεις της Δημόσιας Διοίκησης και του Κράτους.
2. Διασφάλιση αυστηρότατης εφαρμογής της επενδυτικής νομοθεσίας, με αυτοματοποιημένο σύστημα, στην επιβεβαίωση καταγγελιών σε βάρος αμοιβαίων κεφαλαίων και άμεση επιβολή αυστηρών διοικητικών, αστικών και ποινικών κυρώσεων.
3. Νομιμότητα λειτουργίας των αμοιβαίων κεφαλαίων και εκπροσώπηση και αυτοτέλεια των συλλογικών θεσμικών φορέων των αμοιβαίων κεφαλαίων (με τις ενώσεις των θεσμικών επενδυτών, των χρηματιστών, των μικροεπενδυτών και άλλων).
4. Διασφάλιση ουσιαστικής διοικητικής ανεξαρτησίας του Χρηματιστηρίου Αξιών, με τρόπο ώστε να διασφαλίζεται η λειτουργία του με αυστηρή εφαρμογή της χρηματιστηριακής νομοθεσίας.
5. Συλλογική θέσπιση και εφαρμογή από τους συλλογικούς θεσμικούς φορείς (την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών στην περίπτωση της Ελλάδας) ειδικών Κωδικών Δεοντολογίας, οι οποίοι έχουν ισχύ διοικητικών αποφάσεων δημοσίου χαρακτήρα για τα μέλη τους.

#### **1.6.2. Κώδικας Δεοντολογίας**

Οι Κώδικες Δεοντολογίας (ΚΔ) αφορούν όλους τους φορείς που εμπλέκονται στη χρηματοδοτική και στην επενδυτική διαδικασία και εντάσσονται στο «σύστημα αυτορρύθμισης» των φορέων αυτών (χρηματιστές, θεσμικοί επενδυτές, ΜΜΕ). Η αυξημένη ισχύς των κωδικών δεοντολογίας, ως κανονιστικών διατάξεων, λειτουργεί σε τρία επίπεδα: α) σε επίπεδο νομιμότητας λειτουργίας των φορέων που εμπλέκονται στις αγορές αμοιβαίων κεφαλαίων, β) σε επίπεδο συλλογικής εκπροσώπησης των φορέων αυτών που έχουν την ευθύνη της πειθαρχικής διαγωγής των μελών τους και δικαιοδοσία μέχρι άρσης της άδειας και της επαγγελματικής ιδιότητας από τα μέλη που παραβιάζουν τον κώδικα δεοντολογίας του κλάδου και γ)

σε επίπεδο εποπτικών αρχών να παρεμβαίνουν άμεσα σε περιπτώσεις ολιγωρίας των επαγγελματικών εκπροσώπων των κλαδικών φορέων.

Οι κώδικες δεοντολογίας αποτελούν προχωρημένη σύγχρονη αντίληψη της «Κοινωνίας των Πολιτών» και οριοθετούν την ελευθερία της επαγγελματικής δραστηριότητας από την αυθαιρεσία, την ασυδοσία και την απειθαρχία προς την επενδυτική νομοθεσία και τους κανόνες των κωδικών δεοντολογίας. Αυτό προϋποθέτει συλλογικά όργανα με νόμιμη εκπροσώπηση και ανεξαρτησία για την αδέκαστη εφαρμογή των αρχών και των κανόνων των κωδικών δεοντολογίας. Οι αρχές αυτές είναι ενδεικτικά οι ακόλουθες:

- Λήψη κάθε δόκιμου μέτρου για προστασία των συμφερόντων των επενδυτών και διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς.
- Βελτιστοποίηση της χρήσης των εθνικών αποταμιευτικών πόρων και των διαδικασιών των εταιριών.
- Υπεύθυνη τεκμηρίωση των πληροφοριών που παρέχονται από τα ΜΜΕ προς αποφυγή παραπληροφόρησης για λόγους εντυπωσιασμού, χάριν ακροαματικότητας, θεαματικότητας ή αναγνωσιμότητας.
- Παροχή όσο το δυνατόν καλύτερης ποιοτικής πληροφόρησης προς τους πελάτες.
- Αποφυγή δημιουργίας στρεβλωτικών αποσταθεροποιητικών συνθηκών, τεχνητής σύγκρουσης συμφερόντων.
- Υποχρέωση διασφάλισης ίσης μεταχείρισης όλων των πελατών.
- Αυστηρή τήρηση της νομοθεσίας για τη διασφάλιση και των συμφερόντων των πελατών και της εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς

## 1.7 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν έναν ταχύτατα αναπτυσσόμενο κλάδο και συγκαταλέγονται ανάμεσα στις πιο δημοφιλείς επενδυτικές επιλογές. Η δημοτικότητα τους σε παγκόσμια κλίμακα οφείλεται στο γεγονός ότι προσφέρουν μιας σειρά από πλεονεκτήματα που καλύπτουν συγκεκριμένες ανάγκες επενδυτών, οι οποίοι και είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν για τις υπηρεσίες που απολαμβάνουν. Παρέχοντας μια πληθώρα διαφοροποιημένων χαρτοφυλακίων και συνεπώς επενδυτικών επιλογών, δίνουν την δυνατότητα στον επενδυτή να επιλέξει όποιο χαρτοφυλάκιο επιθυμεί, βάσει των αναγκών και προσδοκιών του, αλλά και το βαθμό αποστροφής κινδύνου. Τα χαρτοφυλάκια αναθεωρούνται λαμβάνοντας υπόψη τις συνθήκες της αγοράς και

επιδιώκοντας την επίτευξη ικανοποιητικού επιπέδου απόδοσης βάσει του κινδύνου που απολαμβάνουν. Ειδικότερα τα πλεονεκτήματα ενός αμοιβαίου κεφαλαίου θα μπορούσαν να συνοψιστούν ως εξής:

### **1. Επαγγελματική διαχείριση κεφαλαίων**

Η επαγγελματική διαχείριση των κεφαλαίων των επενδυτών είναι ένα ισχυρότατο πλεονέκτημα που έχουν τα αμοιβαία κεφάλαια σε σχέση με τις υπόλοιπες μορφές επένδυσης. Η εταιρεία διαχείρισης του αμοιβαίου κεφαλαίου σε συνδυασμό με τους συμβούλους επενδύσεων που διαθέτουν έχουν τη δυνατότητα να προσφέρουν στους επενδυτές την καλύτερη δυνατή τοποθέτηση των χρημάτων τους σε επενδυτικά μέσα. Πιο συγκεκριμένα, για να επενδύσει κάποιος επενδυτής το κεφάλαιό του στην αγορά πρέπει να γνωρίζει τα χρηματοοικονομικά προϊόντα, την κατάσταση της αγοράς και τα νομικά και θεσμικά πλαίσια για να κάνει μια επένδυση. Ένας επενδυτής όσο και καλός γνώστης των χρηματοοικονομικών και να είναι δεν έχει τα μέσα για την σωστή διαχείριση του κεφαλαίου του. Σ' αυτό ακριβώς το σημείο πλεονεκτούν τα αμοιβαία κεφάλαια γιατί η όλη διαδικασία εύρεσης της κατάλληλης επένδυσης γίνεται από εξειδικευμένα άτομα που σκοπός τους είναι η σωστή τοποθέτηση των κεφαλαίων με την μεγαλύτερη δυνατή απόδοση.

### **2. Ελαχιστοποίηση του επενδυτικού κινδύνου μέσω της διασποράς**

Η ελαχιστοποίηση του επενδυτικού κινδύνου με τα αμοιβαία κεφάλαια επιτυγχάνεται λόγω του μεγάλου κεφαλαίου που συσσωρεύεται από τον μεγάλο αριθμό των επενδυτών σε ένα αμοιβαίο. Ένας επενδυτής από μόνος του είναι λογικό να μην διαθέτει τόσο μεγάλο κεφάλαιο που απαιτείται για να μπορεί να δημιουργήσει μια ικανοποιητική διασπορά κεφαλαίων και δεν μπορεί να μειώσει τον επενδυτικό κίνδυνο. Σ' αυτό το σημείο αντιλαμβανόμαστε το σημαντικό ρόλο των διαχειριστών των αμοιβαίων κεφαλαίων, οι οποίοι έχοντας στη διάθεση τους ένα μεγάλο κεφάλαιο μπορούν να επιτύχουν μια ικανοποιητική διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου του αμοιβαίου με απώτερο σκοπό την μείωση του επενδυτικού κινδύνου με την καλύτερη δυνατή απόδοση.

### **3. Περιορισμένο κόστος**

Τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν την κατάλληλη επιλογή για άτομα που δεν επενδύουν μεγάλα ποσά επιτυγχάνοντας τη διαφοροποίηση που επιθυμούν με χαμηλότερο κόστος. Τα έξοδα που βαρύνουν το κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο ποικίλουν

για το καθένα ωστόσο ο έντονος ανταγωνισμός που υπάρχει έχει οδηγήσει στη μείωση των δαπανών που αναλογούν στο κάθε ένα.

#### **4. Άμεση ρευστότητα.**

Η ρευστότητα δίνει ένα ακόμα σημαντικότερο πλεονέκτημα στα αμοιβαία κεφάλαια διότι ο κάθε μέτοχος ενός τέτοιου είδους επενδυτικού μέσου μπορεί να αποχωρήσει γρήγορα και εύκολα. Με την αίτηση εξαγοράς που κάνει ο μέτοχος για την αποχώρησή του από το αμοιβαίο του επιστρέφονται τα χρήματα μέσα σε διάστημα πέντε εργάσιμων ημερών.

#### **5. Διαφάνεια.**

Η διαφάνεια είναι επίσης ένα πολύ μεγάλο πλεονέκτημα για μια επένδυση. Δείχνει πόσο ασφαλείς είναι και αν τηρούνται όλα τα θεσμικά και νομικά μέσα. Τα αμοιβαία κεφάλαια για να συσταθούν πρέπει να έχουν κανονισμό βάσει του οποίου κινούνται. Είναι δύσκολο ένας επενδυτής από μόνος του να ελέγξει την επένδυση των κεφαλαίων του. Έτσι υπάρχουν υπηρεσίες που κάνουν αυτή την δουλειά. Ο έλεγχος που γίνεται από τους ορκωτούς λογιστές και από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς είναι συχνός και ως στόχο έχει την διασφάλιση της διαφάνειας στο σύστημα. Πιο συγκεκριμένα λοιπόν, ελέγχουν αν έγινε σωστή τοποθέτηση του κεφαλαίου με βάση τον κανονισμό και αν τηρούνται τα νομικά και θεσμικά πλαίσια. Βέβαια καθημερινά δημοσιεύονται στις οικονομικές στήλες των εφημερίδων η πορεία των κεφαλαίων καθώς βέβαια και στήλες του ενεργητικού, της καθαρής τιμής, της τιμής διάθεσης και εξαγοράς.

#### **6. Ενέχυρο – Φορολογία – Προμήθειες**

Ένα ακόμα πλεονέκτημα των αμοιβαίων κεφαλαίων έγκειται στο γεγονός ότι σου δίνεται η δυνατότητα να χρησιμοποιήσεις τους τίτλους κυριότητας ως ενέχυρο ώστε να πάρεις κάποιο δάνειο από τράπεζα ή από άλλο οργανισμό. Υπάρχουν όμως και άλλα πλεονεκτήματα στα αμοιβαία κεφάλαια όπως είναι οι μικρές προμήθειες ή και καθόλου με τις οποίες βαρύνονται μιας και μερικά αμοιβαία κεφάλαια δε ζητούν προμήθειες για να συμμετέχεις στην επένδυση. Η συμμετοχή δεν απαιτεί μεγάλο κεφάλαιο και ιδιαίτερες γνώσεις του αντικείμενου μιας και την επένδυση την αναλαμβάνει άλλος (η Α.Ε.Δ.Α.Κ.) για λογαριασμό του μετόχου. Φυσικά ένα επιπλέον μεγάλο πλεονέκτημα είναι οι φορολογικές απαλλαγές που έχεις επενδύοντας σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο. Υπάρχει τέλος και η δυνατότητα άμεσης μεταβίβασης σε συγγενείς πρώτου βαθμού.

### **7. Δυνατότητα ετησίου μερίσματος με δυνατότητα επανεπένδυσης**

Οι μεριδιούχοι έχουν τη δυνατότητα είτε να εισπράξουν το μέρισμα τους είτε να το επανεπενδύσουν σε μερίδια. Το δε ύψος του μερίσματος εξαρτάται από τους διαχειριστές του αμοιβαίου κεφαλαίου και την μερισματική πολιτική τους.

### **8. Ευρύ πεδίο επιλογών**

Η μεγάλη γκάμα αμοιβαίων κεφαλαίων που υπάρχει στην ελληνική αγορά όσο και διεθνώς, παρέχει τη δυνατότητα στον υποψήφιο επενδυτή να ικανοποιήσει κάθε επιλογή του σε σχέση με τους επενδυτικούς του σκοπούς που επιθυμεί να καλύπτουν τα αμοιβαία κεφάλαια που επιλέγει.

### **9. Δυνατότητα συμμετοχής μικρών αποταμιευτών-επενδυτών**

Λόγω της δυνατότητας αγοράς των μεριδίων, οι μικροεπενδυτές με σχετικά μικρό κεφάλαιο και χωρίς την κατάλληλη εμπειρία ή χρόνο για συνεχή παρακολούθηση των αγορών, μπορούν να συμμετάσχουν σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο και να αποκομίσουν τα πλεονεκτήματα που προσφέρουν.

### **10. Ευρύτερη είσοδο μεγάλου αριθμού αποταμιευτών**

Τα αμοιβαία κεφάλαια έχουν συντελέσει, λόγω του μεγάλου αριθμού αποταμιευτών που προσελκύουν, στην αύξηση του βάθους (depth) και του εύρους (width) των χρηματιστηρίων και των χρηματαγορών, ενεργώντας σταθεροποιητικά στις εξελίξεις, στην ανάπτυξη και στην αποτελεσματικότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών.

## **1.8 ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

Τα αμοιβαία κεφάλαια πέρα από πλεονεκτήματα διαθέτουν και κάποια μειονεκτήματα. Συνεπώς θα πρέπει κανείς να αναλογιστεί τα μειονεκτήματα τους προτού προβεί στην αγορά τους. Επιπρόσθετα, δεν επωφελούνται όλοι οι επενδυτές από τα πλεονεκτήματα ενός αμοιβαίου κεφαλαίου στον ίδιο βαθμό, δεδομένου ότι μπορεί να μην καλύπτονται οι ανάγκες τους. Θα πρέπει ωστόσο να επισημανθεί ότι η σπουδαιότητα κάποιων μειονεκτημάτων μεταβάλλεται ανάλογα με τη χώρα στην οποία επενδύει κανείς, αλλά και την κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων.

Συνοπτικά, τα μειονεκτήματα των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι τα ακόλουθα.



- ❖ Τα αμοιβαία κεφάλαια διέπονται από συγκεκριμένη επενδυτική πολιτική, ανάλογα με την κατηγοριοποίηση τους, με αποτέλεσμα να μην δύναται να καλυφθούν οι επενδυτικές ανάγκες όλων.
- ❖ Ότι δεν έχουν εγγυημένη απόδοση, καθώς οι προηγούμενες αποδόσεις δεν εξασφαλίζουν τις μελλοντικές.
- ❖ Η ανοιχτή δομή των αμοιβαίων κεφαλαίων εγκυμονεί προβλήματα ειδικά σε περιόδους οικονομικών διακυμάνσεων, πόσο μάλλον αυτή τη περίοδο της ύφεσης που επικρατεί στην παγκόσμια αγορά.
- ❖ Τα χαρτοφυλάκια των αμοιβαίων κεφαλαίων έχουν μεγάλη διασπορά κινδύνου και αυτό επιτυγχάνεται με πληθώρα επενδύσεων, αυτό όμως έχει ως αποτέλεσμα η επένδυση να αποδίδει σε βάθος χρόνου παράλληλα με τη χρηματιστηριακή αγορά.
- ❖ Κάποιοι επενδυτές είναι σε θέση να διαχειριστούν με αποτελεσματικό τρόπο το χαρτοφυλάκιο τους, δίχως να είναι αναγκαία η επέμβαση και καθοδήγηση από κάποιον επαγγελματία.
- ❖ Υπάρχουν επενδυτές που δεν επιθυμούν να αναλάβουν καθόλου επενδυτικό κίνδυνο, έστω και μικρό, και προτιμούν να επενδύσουν σε ομόλογα, έντοκα γραμμάτια δημοσίου, κ.α. Αντίστοιχα, μια άλλη κατηγορία επενδυτών επιδιώκει την τοποθέτηση κεφαλαίων σε επενδύσεις υψηλού κινδύνου οι οποίες και δύναται να αποφέρουν υψηλά κέρδη. Είναι φανερό ότι και για τις δύο αυτές κατηγορίες επενδυτών τα αμοιβαία κεφάλαια δεν αποτελούν την κατάλληλη μορφή επένδυσης.
- ❖ Το γεγονός ότι οι Α.Ε.Δ.Α.Κ είναι υποχρεωμένες να ρευστοποιούν το κεφάλαιο των μεριδιούχων οποτεδήποτε ζητηθεί, μπορεί να δημιουργήσει προβλήματα διαχείρισης (αναγκαιότητα διατήρησης ρευστών διαθεσίμων τα οποία και δεν μπορούν να επενδυθούν ειδικότερα σε περιόδους ύφεσης). Επιπροσθέτως, η δυνατότητα που έχουν οι επενδυτές να αποσύρουν τα χρήματά τους έχει ως αποτέλεσμα οι Α.Ε.Δ.Α.Κ να είναι εκτεθειμένες σε επενδυτικό κίνδυνο.
- ❖ Το γεγονός ότι για τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου εισπράττονται κάποιες προμήθειες μπορεί να αποτελέσει ανασταλτικό παράγοντα για κάποιους επενδυτές.

## 1.9 ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Ένα ερώτημα που τίθεται σε επενδυτικούς συμβούλους και επενδυτές είναι το «ποιο από όλα τα Αμοιβαία Κεφάλαια θα πρέπει να επιλέξω». Η διαδικασία της επενδυτικής επιλογής θα πρέπει να λαμβάνεται βάσει συνδυασμού συγκεκριμένων παραγόντων, δεδομένου ότι υπάρχουν διαφοροποιήσεις τόσο μεταξύ των Α.Ε.Δ.Α.Κ όσο και μεταξύ των επενδυτικών στρατηγικών κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου. Κάθε επενδυτής θα πρέπει να θεωρήσει τα αμοιβαία κεφάλαια ως κατάλληλη επένδυση αφού προηγουμένως έχει εξετάσει τις εναλλακτικές επενδυτικές επιλογές. Τα βασικά κριτήρια που θα πρέπει να γνωρίζει ένας επενδυτής κατά την διαδικασία αγοράς είναι τα εξής:

### **Πρώτον, από πού προσδοκά το αμοιβαίο κεφάλαιο να βγάλει κέρδη**

Το πρώτο πράγμα που θα πρέπει να κατανοήσουμε είναι το από πού αποσκοπεί κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο να βγάλει κέρδη. Μερικές από τις περιπτώσεις είναι οι παρακάτω:

Μέσω του ενός μετοχικού αμοιβαίου κεφαλαίου που διαθέτει ένα χαρτοφυλάκιο παρόμοιο με τη σύνθεση του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου, γιατί πιστεύουμε ότι σε βάθος χρόνου –και παρά τις ενδιάμεσες διακυμάνσεις- στις περισσότερες των περιπτώσεων, η απόδοση του Γενικού Δείκτη είναι υψηλότερη από αυτή των ομολόγων και των καταθέσεων.

Μέσω ενός κλαδικού μετοχικού αμοιβαίου κεφαλαίου, επειδή πιστεύουμε ότι οι μετοχές ενός συγκεκριμένου κλάδου θα δώσουν υπεραπόδοση σε βάθος χρόνου έναντι του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου. Υπάρχουν κλαδικά αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν στον χρηματοοικονομικό τομέα, στους κλάδους υποδομών (κατασκευές, τσιμεντοβιομηχανίες), στους κλάδους τεχνολογίας (τηλεπικοινωνίες, πληροφορική) ή και στις εταιρίες μικρής κεφαλαιοποίησης.

Μέσω αμοιβαίων κεφαλαίων που επενδύουν σε άλλες γεωγραφικές περιοχές (π.χ. Ν.Α. Ευρώπη, Ν.Α. Ασία, Ευρωζώνη, Η.Π.Α.), προβλέπουμε ότι θα έχουμε υψηλότερες αποδόσεις, επειδή πιστεύουμε ότι οι προοπτικές ανάπτυξης των συγκεκριμένων γεωγραφικών περιοχών είναι ανώτερες.

Μέσω ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων επειδή πιστεύουμε ότι η διεθνής συγκυρία θα τονώσει τις τιμές τους κατά την προσεχή περίοδο, ή μέσω των εταιρικών ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων επειδή τα εταιρικά ομόλογα προσφέρουν κατά κανόνα υψηλότερα επιτόκια σε σχέση με τα κρατικά.

**Δεύτερον, θα πρέπει να βρω το δείκτη αναφοράς (benchmark)**

Δείκτης αναφοράς (ή benchmark) είναι ο δείκτης με τον οποίο συγκρίνεται σε βάθος χρόνου κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο. Κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο έχει το δικό του δείκτη αναφοράς. Για παράδειγμα ένα αμοιβαίο κεφάλαιο που επενδύσει στις μετοχές υψηλής κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αθηνών, έστω ότι έχει ως δείκτη αναφοράς τον FTSE-ASE/20. Θα πρέπει να συγκρίνουμε σε ένα βάθος χρόνου (τριετία ή πενταετία) το πόσο καλύτερα ή χειρότερα τα πήγε το συγκεκριμένο αμοιβαίο κεφάλαιο σε σχέση με τον FTSE-ASE/20. Αν το αμοιβαίο κεφάλαιο έχει υπεραποδώσει δείχνει την ικανότητα των διαχειριστών του, ενώ αν έχει υποαποδώσει, το γεγονός αυτό ίσως δείχνει σε κάποιο βαθμό αδυναμία των διαχειριστών του.

**Τρίτον, ο κίνδυνος του αμοιβαίου κεφαλαίου**

Υπάρχουν διάφορες κατηγορίες κινδύνου σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο. Ο σημαντικότερος είναι ο κίνδυνος της αγοράς, που μπορεί να επέλθει από τις μεγάλες διακυμάνσεις των επενδυτικών προϊόντων στα οποία τοποθετείται κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο. Για παράδειγμα:

- ❖ Ο κίνδυνος αγοράς ενός Μετοχικού είναι υψηλότερος από τον κίνδυνο αγοράς ενός ομολογιακού αμοιβαίου κεφαλαίου.
- ❖ Ο κίνδυνος αγοράς ενός μετοχικού αμοιβαίου κεφαλαίου που επενδύει σε τίτλους χαμηλής κεφαλαιοποίησης είναι υψηλότερος από τον κίνδυνο αγοράς ενός μετοχικού αμοιβαίου κεφαλαίου που επενδύει σε τίτλους μεγάλης κεφαλαιοποίησης.
- ❖ Ο κίνδυνος αγοράς ενός μετοχικού αμοιβαίου κεφαλαίου που επενδύει σε τίτλους των Βαλκανίων, ή της Ν.Α. Ασίας, είναι υψηλότερος από τον κίνδυνο αγοράς ενός μετοχικού αμοιβαίου κεφαλαίου που επενδύει σε τίτλους της Ευρωζώνης ή των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής.
- ❖ Ο κίνδυνος αγοράς ενός ομολογιακού αμοιβαίου που επενδύει σε κρατικούς τίτλους των Βαλκανίων, ή της Ν.Α. Ασίας, είναι υψηλότερος από τον κίνδυνο αγοράς ενός ομολογιακού αμοιβαίου κεφαλαίου που

επενδύει σε κρατικούς τίτλους της Ευρωζώνης ή των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής.

- ❖ Ο κίνδυνος αγοράς ενός ομολογιακού αμοιβαίου κεφαλαίου που επενδύει σε εταιρικά ομόλογα είναι υψηλότερος από τον κίνδυνο αγοράς ενός ομολογιακού αμοιβαίου κεφαλαίου που επενδύει σε κρατικά ομόλογα.

Σε επόμενο κεφάλαιο γίνεται επιμέρους ανάλυση όλων των ειδών κινδύνου των αμοιβαίων κεφαλαίων.

### **Τέταρτον, θα πρέπει να γνωρίζω την πολιτική των διαχειριστών**

Ακόμη και σε δύο αμοιβαία κεφάλαια της ίδιας κατηγορίας, ενδέχεται η επενδυτική του πολιτική να είναι διαφορετική. Γι αυτό λοιπόν θα πρέπει να εξετάσουμε μια σειρά από θέματα, όπως:

**A) Ο προτεινόμενος χρονικός ορίζοντας της επένδυσης.** Σε άλλα αμοιβαία κεφάλαια είναι τα 3-5 έτη, σε άλλα η διετία σε άλλα (κυρίως αμοιβαία κεφάλαια Διαχείρισης Διαθεσίμων) μια περίοδος μικρότερη του έτους.

**B) Η συχνότητα εναλλαγής του χαρτοφυλακίου ενός αμοιβαίου κεφαλαίου** καθώς υπάρχουν αμοιβαία κεφάλαια που προχωρούν σε συχνές αγοραπωλησίες των μετοχών και άλλων επενδυτικών προϊόντων που κατέχουν, σε μια προσπάθεια να εκμεταλλευθούν τις βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις της αγοράς, και υπάρχουν άλλα, που σε γενικές γραμμές διατηρούν ένα «χαρτοφυλάκιο-κορμό», κάνοντας περιορισμένες συναλλαγές και αποφεύγοντας τα υψηλά κόστη συναλλαγών. Για το λόγο αυτό υπάρχει ο Δείκτης Εναλλαγής Χαρτοφυλακίου (Δ.Ε.Χ.), ο οποίος προκύπτει από τον τύπο:

$$\text{Δ.Ε.Χ.} = \frac{\text{Αγοραπωλησίες έτους} - \text{Άθροισμα μεριδίων}}{\text{Μέσος ύψος χαρτοφυλακίου έτους}} \times 100$$

*Μέσος ύψος χαρτοφυλακίου έτους*

### **Πέμπτον, θα πρέπει να γνωρίζω το ύψος των προμηθειών**

Θα πρέπει να γνωρίζουμε ότι αυτό που τονίζεται ως απόδοση έτους ενός αμοιβαίου κεφαλαίου είναι η επίδοση των διαχειριστών του αμοιβαίου κεφαλαίου και όχι η απόδοση που οι μεριδιούχοι του αμοιβαίου κεφαλαίου θα καρπωθούν. Για να έχουμε μια ολοκληρωμένη εικόνα της τελικής απόδοσής που θα καρπωθεί ένας επενδυτής, θα πρέπει να συνεκτιμήσουμε και άλλους παράγοντες, όπως:

Η προμήθεια εισόδου (προμήθεια διάθεσης) σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο, που ξεκινά σε ορισμένες περιπτώσεις από το 0% και που μπορεί να φτάνει έως και το 5% ανάλογα με την κατηγορία του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η προμήθεια εξόδου (προμήθεια εξαγοράς) σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο που συνήθως κυμαίνεται από το 0% έως και το 2%, ανάλογη και πάλι της κατηγορίας του αμοιβαίου κεφαλαίου και αντιστρόφως ανάλογη του επενδυόμενου ποσού. Πιθανές πρόσθετες φορολογικές επιβαρύνσεις και οφέλη, στο βαθμό που αγοράζεται ένα αμοιβαίο κεφάλαιο του εξωτερικού, ενώ αντίθετα -κάτω από προϋποθέσεις- υπάρχουν κάποια μικρά φορολογικά οφέλη για όσους τοποθετούνται μακροπρόθεσμα σε μετοχικά και μικτά αμοιβαία κεφάλαια εσωτερικού.

#### **Έκτον, θα πρέπει να γνωρίζω το ύψος των εξόδων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου**

Τα έξοδα ενός αμοιβαίου κεφαλαίου έχουν ήδη συνυπολογιστεί στην απόδοση που μπορούμε να δούμε, ωστόσο είναι χρήσιμο να γνωρίζει ένα πιθανό ύψος τους ο υποψήφιος επενδυτής, προκειμένου να σχηματίσει μια καλύτερη γνώμη για την σχεδιαζόμενη επένδυσή του. Υπάρχει ο Δείκτης Συνολικών Εξόδων, ο οποίος υπολογίζει διάφορες δαπάνες, όπως οι προμήθειες διαχειριστή και θεματοφύλακα, δαπάνες ορκωτού ελεγκτή και δημοσιεύσεων κ.α. Ο Δείκτης Συνολικών Εξόδων (Δ.Σ.Ε.) προκύπτει από τον παρακάτω:

$$\text{Δ.Σ.Ε.} = \frac{\text{Λειτουργικό Κόστος}}{\text{Μέσο ύψος χαρτοφυλακίου έτους}}$$

#### **Έβδομον, θα πρέπει να γνωρίζω την παρελθούσα απόδοση**

Η παρελθούσα απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου αποτελεί κριτήριο που θεωρείται αρκετά σημαντικό από τους επενδυτές, λόγω του γεγονότος ότι είναι πιο εύκολο να προσδιοριστεί. Επιπρόσθετα η παρελθούσα απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου ασκεί επίδραση στην απόφαση των επενδυτών να επιλέξουν μια Α.Ε.Δ.Α.Κ. Ωστόσο δεν είναι βέβαιο ότι οι αποδόσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου στο παρελθόν αποτελούν ένδειξη για τις μελλοντικές αποδόσεις. Όπως θα δούμε και σε επόμενο κεφάλαιο διεξοδικά, οι απόψεις στη βιβλιογραφία δίστανται όσον αφορά την επαναληπτικότητα των αποδόσεων.

#### **Όγδων, θα πρέπει να γνωρίζω το ύψος του πληθωρισμού**

Ο πληθωρισμός μειώνει την αγοραστική δύναμη του διαθέσιμου εισοδήματος του κάθε επενδυτή, ακόμη και αν αυξάνεται με χαμηλό ρυθμό. Για τον λόγο αυτό, είναι

σημαντικό να λαμβάνεται υπόψη η πραγματική απόδοση της επένδυσης, δηλαδή το ποσοστό που προκύπτει αν από τη συνολική ονομαστική απόδοση αφαιρεθεί ο ρυθμός αύξησης του πληθωρισμού. Μια επένδυση που αποτυγχάνει να παρακολουθήσει το τρέχον επίπεδο του πληθωρισμού οδηγεί στη μείωση της πραγματικής αξίας του κεφαλαίου. Πέρα από τα παραπάνω κριτήρια ο επενδυτής θα επιλέξει ένα αμοιβαίο κεφάλαιο βάσει κάποιων προσωπικών χαρακτηριστικών, όπως η ηλικία, το μορφωτικό επίπεδο και οι επενδυτικές του γνώσεις. Όποια και εάν είναι τα κριτήρια επιλογής, η τελική επιλογή θα πρέπει να αποτελεί ένα θεωρητικό πλαίσιο αξιολόγησης και επιλογής, όπου η απόφαση λαμβάνεται μέσα από διαδοχικά βήματα, τα οποία είναι:

1. Ορισμός προβλήματος
2. Εντοπισμός εναλλακτικών λύσεων
3. Αξιολόγηση εναλλακτικών λύσεων
4. Επιλογή
5. Εφαρμογή /επένδυση

### 1.9.1 Έξοδα που Βαρύνουν τα Αμοιβαία Κεφάλαια

Ένα από τα βασικότερα στοιχεία επιλογής ενός αμοιβαίου κεφαλαίου καθώς και καθοριστικός παράγοντας του ύψους της απόδοσης για τους επενδυτές όπως ήδη προείπαμε, αποτελούν τα έξοδα που βαρύνουν τα αμοιβαία κεφάλαια. Οι διάφορες στην απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων οφείλονται πολλές φορές στα έξοδα τους, καθώς οι συχνές αγοροπωλησίες που συχνά απαιτούνται για την βελτίωση των αποδοτικών αποτελεσμάτων της επένδυσης συνεπάγονται αύξηση εξόδων και τελικά μείωση της αναμενόμενης απόδοσης τους. Έχει αποδειχτεί από πλήθος ερευνών ότι υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ απόδοσης και εξόδων, ενώ η σχέση μεταξύ του μεγέθους ενός αμοιβαίου κεφαλαίου και της απόδοσης είναι θετική λόγω των οικονομικών κλίμακας που εμφανίζονται.

Κατά συνέπεια όσο μεγαλύτερα έξοδα βαρύνουν ένα αμοιβαίο κεφάλαιο τόσο λιγότερο ικανοποιούνται οι καταναλωτικές ανάγκες για αυξημένες επενδυτικές αποδόσεις. Η πλευρά του επενδυτή επιδιώκει υψηλές αποδόσεις σε χαμηλό κόστος, ενώ από την αντίθετη πλευρά οι Α.Ε.Δ.Α.Κ επιδιώκουν αύξηση των διαχειριζόμενων κεφαλαίων και συνεπώς αντίστοιχη αύξηση των εξόδων που χρεώνουν. Ένα χρήσιμο μέτρο προσδιορισμού του μεγέθους των εξόδων ενός αμοιβαίου κεφαλαίου και κατά

συνέπεια της αποτελεσματικότητας του είναι ο λόγος των εξόδων, όπως αυτός προκύπτει από την σχέση:

### **ΕΤΗΣΙΑ ΕΞΟΔΑ**

#### **ΜΕΣΟ ΕΤΗΣΙΟ ΚΑΘΑΡΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ**

(\*Δεν συμπεριλαμβάνονται στο δείκτη οι προμήθειες διάθεσης και εξαγοράς μεριδίων)

Η σχέση μεταξύ του εν λόγω δείκτη και της απόδοσης ενός αμοιβαίου κεφαλαίου είναι αρνητική. Μια ικανοποιητική τιμή για τον δείκτη είναι 1,5%-2%, ωστόσο το μέγεθος του δείκτη ποικίλει για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο. Σε μικρού μεγέθους αμοιβαία κεφάλαια καθώς και στα μετοχικά αμοιβαία ο δείκτης τείνει να είναι μεγαλύτερος, ενώ επιπροσθέτως σε αμοιβαία κεφάλαια με συστηματικά χαμηλές αποδόσεις ο δείκτης επίσης είναι μεγαλύτερος προκειμένου να αυξήσουν τα έσοδα τους. Ένας άλλος σημαντικός παράγοντας διαφοροποίησης του δείκτη εξόδων αποτελεί και η χώρα διαπραγμάτευσης του κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου (ενδεικτικά στην Ελλάδα ο δείκτης εξόδων για τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια είναι στο 3%, σχεδόν διπλάσιος από τις ΗΠΑ.

Τα κυριότερα έξοδα που βαρύνουν τα αμοιβαία κεφάλαια είναι τα εξής:

<b>Προμήθειες διάθεσης και εξαγοράς των μεριδίων</b>
<b>Αμοιβές διαχείρισης</b>
<b>Λειτουργικές δαπάνες</b>
<b>Αμοιβές και προμήθειες θεματοφύλακα</b>

Τα έξοδα των αμοιβαίων κεφαλαίων θεωρούνται κατά γενική παραδοχή από την επενδυτική πλευρά ως μειονέκτημα και συνάμα ένα μέσο σύγκρισης και ελέγχου. Ωστόσο θα πρέπει να επισημανθεί ότι το κόστος διαχείρισης ενός χαρτοφυλακίου στην περίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι μικρότερο του αντίστοιχου κόστους για έναν μικροεπενδυτή στην περίπτωση που τοποθετούσε απευθείας τα χρήματα του σε ένα ισοδύναμο χαρτοφυλάκιο στην αγορά.

#### **1.9.2. Φορολογία Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

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

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

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

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

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

Σε περίπτωση μεταβολής του Επιτοκίου Αναφοράς ή της κατάταξης του αμοιβαίου κεφαλαίου, η προκύπτουσα νέα βάση υπολογισμού του φόρου ισχύει από την πρώτη ημέρα του επομένου της μεταβολής μήνα. Με την καταβολή του φόρου εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση του αμοιβαίου κεφαλαίου και των μεριδιούχων του. Οι διατάξεις των άρθρων 113 και 116 του Κώδικα Φορολογίας Εισοδήματος εφαρμόζονται ανάλογα και για το φόρο που οφείλεται με βάση τις διατάξεις αυτής της παραγράφου.



## 1.10 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΜΕ ΑΛΛΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ

Ένα από τα πρώτα ερωτήματα ενός επενδυτή είναι πως θα πραγματοποιήσει τις επενδυτικές επιλογές του, βάσει ποίων κριτηρίων και βάσει ποίων στοιχείων. Αυτό που οφείλει να αναρωτηθεί κάθε εν δυνάμει επενδυτής είναι ποιο είναι το επενδυτικό του προφίλ. Βάσει αυτού, θα μπορέσει να εντοπίσει καλύτερα την καταλληλότερη, βάσει των αναγκών του και βάσει των φιλοδοξιών του, μορφή επένδυσης. Παρακάτω, γίνεται μια σύντομη αναφορά στις ομοιότητες και διαφορές διαφόρων μορφών επενδύσεων σε σχέση με την επένδυση σε κάποια μορφή αμοιβαίων, ενώ αναλύονται τα μειονεκτήματα και τα αντίστοιχα πλεονεκτήματα των μεθόδων για την πληρέστερη εξέτασή τους.

### 1. Μετοχές

Θα ξεκινήσουμε με την πιο ευρεία επενδυτική επιλογή, τις μετοχές. Κατά την επιλογή επένδυσης σε μετοχές ή σε αμοιβαία θα πρέπει κανείς να συνυπολογίσει πολλούς παράγοντες. Πρώτα απ' όλα σημαντικός παράγοντας είναι η γνώση από τον επενδυτή της χρηματιστηριακής αγοράς. Επειδή οι περισσότεροι επενδυτές δεν έχουν ούτε τον απαραίτητο χρόνο ούτε την κατάλληλη εμπειρία για να παρακολουθούν τα οικονομικά στοιχεία και αποτελέσματα των εταιρειών, τους ισολογισμούς, την πορεία του κλάδου κλπ. Μια επένδυση σε αμοιβαία κεφάλαιο όπου η παρακολούθηση γίνεται από έμπειρους και επαγγελματίες διαχειριστές που ενεργούν προς το κοινό συμφέρον των μεριδιούχων θα ήταν ευνοϊκότερη. Η μη γνώση των εργαλείων της αγοράς μπορεί να αποτελέσει παράγοντα επιλογής των αμοιβαίων κεφαλαίων έναντι των μετοχών, για καλύτερη και πληρέστερη διαχείριση καθώς τις αποφάσεις τις παίρνει ο διαχειριστής με βάση την εμπειρία του και τις γνώσεις που έχει στο συγκεκριμένο αντικείμενο

Επίσης, ο επενδυτικός κίνδυνος που είναι διατεθειμένος να αναλάβει ο επενδυτής μπορεί να αποτελέσει κριτήριο επιλογής. Κάθε μορφή επένδυσης περιέχει ένα μικρό ή μεγαλύτερο βαθμό κινδύνου, από την άποψη ότι οι αποδόσεις που τελικά πραγματοποιήθηκαν ήταν διαφορετικές από τις αναμενόμενες. Για τη μείωση αυτού του κινδύνου, η πιο πρακτική συμβουλή είναι να διαφοροποιηθεί το χαρτοφυλάκιό του επενδυτή. Όσο μικρότερο κίνδυνο είναι διατεθειμένος να αναλάβει, τόσο περισσότερο θα πρέπει να διαφοροποιήσει το χαρτοφυλάκιό του. Πολλοί ιδιώτες επενδυτές δεν διαθέτουν αρκετά κεφάλαια ώστε να διαφοροποιήσουν μόνοι τους το

χαρτοφυλάκιο τους και είναι σε θέση να επενδύσουν στις μετοχές μίας ή δύο εταιριών μόνο. Μέσω της επένδυσης σε μία ή δύο μετοχές εταιριών του χρηματιστηρίου Αθηνών η διασπορά που επιτυγχάνει ο επενδυτής στο χαρτοφυλάκιο του είναι μικρή και επομένως και ο επενδυτικός κίνδυνος που αναλαμβάνει είναι ιδιαίτερα υψηλός.

Στην περίπτωση αυτή η τοποθέτηση σε αμοιβαία κεφάλαια αποτελεί την ιδανική επιλογή, αφού ως επένδυση περιέχει πολύ μικρότερο βαθμό κινδύνου. Αυτό συμβαίνει επειδή τα χρήματα του επενδυτή με τα χρήματα άλλων επενδυτών που συνθέτουν την περιουσία του αμοιβαίου κεφαλαίου επενδύονται σε διάφορες μορφές επένδυσης ώστε να εξασφαλίζεται η διαφοροποίηση και κατ' επέκταση η μείωση του κινδύνου. Με άλλα λόγια, η επαγγελματική διαχείριση χαρτοφυλακίου εξασφαλίζει στον επενδυτή τη διασπορά του κινδύνου που μπορεί να επιτύχει ένα αμοιβαίο κεφάλαιο λόγω μεγάλου ύψους ενεργητικού που διαχειρίζεται, αλλά συνήθως αδυνατεί να επιτύχει ο μεμονωμένος επενδυτής. Πέραν αυτού, το κόστος των χρηματιστηριακών πράξεων είναι πολύ μικρότερο για μια Α.Ε.Δ.Α.Κ. σε σχέση με αυτό που θα πληρώσει ένας ιδιώτης επενδυτής.

Η επένδυση σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο επιτρέπει πολλαπλάσια διασπορά από ένα κοινό χαρτοφυλάκιο μετοχών και σε κίνδυνο αλλά και δυνατότητα επενδύσεων σε απομακρυσμένες αγορές υψηλών αποδόσεων, αγορές ομολόγων, καταθέσεων κ.λπ. Ακόμα, δίνει την δυνατότητα στον επενδυτή να επενδύσει εύκολα σε μετοχές εξωτερικού. Μέσω της επένδυσης σε αμοιβαία κεφάλαια διεθνών αγορών επιτυγχάνεται εύκολη πρόσβαση στις διεθνείς αγορές και έτσι ο επενδυτής μπορεί να καρπωθεί τις επενδυτικές ευκαιρίες που παρουσιάζονται διεθνώς, ενώ αντίθετα στην περίπτωση των μετοχών υφίστανται περιορισμοί.

Τέλος, κατά την διαδικασία της επενδυτικής επιλογής είτε της μετοχής, είτε του αμοιβαίου κεφαλαίου αξίζει να αναλογιστεί ο επενδυτής πόσο επιθυμεί να συμμετέχει στις επενδυτικές αποφάσεις που τον αφορούν. Υπάρχουν επενδυτές που επιθυμούν να παίρνουν οι ίδιοι όλες τις αποφάσεις που αφορούν στις επενδύσεις τους. Σε αυτή την περίπτωση οι απευθείας επενδύσεις στη χρηματιστηριακή αγορά ενδεχομένως να ταιριάζουν καλύτερα με τις ανάγκες τους, αφού θα λαμβάνουν κάθε απόφαση ατομικά. Από την άλλη υπάρχουν επενδυτές που δεν θέλουν να συμμετέχουν στις αποφάσεις επενδυτικής φύσεως. Στην περίπτωση αυτή, είναι συνετή η επιλογή κάποιου αμοιβαίου κεφαλαίου καθώς τις αποφάσεις τις παίρνει ο διαχειριστής του αμοιβαίου κεφαλαίου με βάση την εμπειρία του.

## **2. Καταθέσεις**

Η εναλλακτική μορφή επένδυσης κεφαλαίου σε καταθέσεις κερδίζει όλο και μεγαλύτερο έδαφος και την εύνοια όλων και περισσότερων επενδυτών. Από τη μία πλευρά, σε σχέση με την επένδυση σε οποιαδήποτε μορφή αμοιβαίου ή μετοχής, η κατάθεση προσφέρει τη σιγουριά μιας εγγυημένης απόδοσης. Σήμερα το επιτόκιο που προσφέρεται από τις τράπεζες για ένα προθεσμιακό λογαριασμό είναι πραγματικά ελκυστικό (διαμορφώνεται σε επίπεδα πάνω και από το 5% σε αρκετές ελληνικές τράπεζες), εξαιτίας κυρίως της μεγάλης ανάγκης για ρευστότητα που υπάρχει στους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς.

Βέβαια εδώ υπάρχει μια σημαντική λεπτομέρεια που οφείλουμε να τονίσουμε. Για την επίτευξη τόσο μεγάλων αποδόσεων το επενδυμένο κεφάλαιο αφορά μεγάλα ποσά και αφορά καταθέσεις προθεσμίας 1ος έτους. Είναι φανερό ότι από τη μία, το επιτόκιο είναι εγγυημένο αφού ο αναλαμβανόμενος πιστωτικός κίνδυνος είναι μικρός. Από την άλλη, τα κριτήρια εισόδου σε μια τέτοιου είδους επένδυση είναι ιδιαίτερα δεσμευτικά. Αντίστοιχα κριτήρια επένδυσης σε οποιαδήποτε μορφή αμοιβαίου δεν υφίστανται ούτε υφίσταται θέμα χρονικού ορίζοντα της επένδυσης.

Είναι λοιπόν φανερό ότι πολύ δύσκολα, σε συνθήκες ομαλής λειτουργίας της οικονομίας, θα χάσει κανείς το αρχικό κεφάλαιό του αν το εμπιστευθεί σε μια προθεσμιακή κατάθεση ή σε μια κατάθεση ταμιευτηρίου η οποία πιθανότητα δεν μπορεί να αποκλειστεί πλήρως με την επένδυση σε αμοιβαία κεφάλαια, αλλά από την άλλη δεν δίνεται η δυνατότητα ευελιξίας της επένδυσης, δηλαδή, ο επενδυτής θα πρέπει να ξέρει εκ των προτέρων, για πόσο καιρό θέλει να δεσμεύσει τα χρήματά του, ενώ σε περίπτωση που θα τα χρειαστεί άμεσα ή θα τα χρειαστεί για να μπορέσει να καλύψει πιθανές έκτακτες ανάγκες του, το κόστος από την «λύση» της προθεσμιακής κατάθεσης είναι κάτι που θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη.

## **3. Ομόλογα**

Εκτός, όμως, από τις ελκυστικές προθεσμιακές καταθέσεις οι τράπεζες προσφέρουν στους επενδυτές υψηλές αποδόσεις και με τα ομόλογα κυμαινόμενου επιτοκίου, τα οποία είτε βασίζονται στο παρεμβατικό επιτόκιο της ευρωπαϊκής κεντρικής τράπεζας, είτε στο διατραπεζικό επιτόκιο Euribor. Τα υπέρ στην επένδυση των ομολόγων κυμαινόμενου επιτοκίου είναι τα εξής: Πρώτον, ο επενδυτής μπορεί ανά πάσα στιγμή να ρευστοποιήσει τα χρήματά του χωρίς να επιβαρυνθεί με ποινή από την τράπεζα. Επίσης, το επιτόκιο τους μεταβάλλεται και κάθε φορά που η ευρωπαϊκή

κεντρική τράπεζα προχωρά σε άνοδο του ευρωεπιτοκίου αυξάνεται και η απόδοση για τον επενδυτή, ενώ το επιτόκιο παραμένει υψηλό είτε πρόκειται για επένδυση 100.000 ευρώ, είτε για επένδυση κάτω των 10.000 ευρώ. Πάλι όμως όπως και στην περίπτωση των καταθέσεων η απόδοση είναι καθορισμένη βάσει της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και δεν υπόκειται σε ιδιαίτερες διακυμάνσεις.

Στην περίπτωση δε των ομολόγων που δεν είναι συνδεδεμένα με ένα κυμαινόμενο επιτόκιο και η συνολική απόδοσή τους προκύπτει από το επιτόκιο της συγκεκριμένης έκδοσης και τα τυχόν κεφαλαιακά κέρδη (ή ζημιές) που διαμορφώνονται όταν η τιμή πώλησής τους είναι υψηλότερη (ή αντίστοιχα χαμηλότερη) από την τιμή κτήσης του, οι τιμές καθορίζονται καθημερινά στις κεφαλαιαγορές από τις δυνάμεις της ζήτησης και της προσφοράς. Οι διακυμάνσεις των αγορών αυτών είναι παραδοσιακά μικρότερες από τις αντίστοιχες των Χρηματιστηρίων χωρίς να αποκλείονται βραχυχρονίως και αρνητικές αποδόσεις, κάτι το οποίο δεν συναντάμε στα αμοιβαία κεφάλαια.

#### **4. Καταθέσεις και Αμοιβαία Κεφάλαια**

Σήμερα, ιδιαίτερα δημοφιλείς στις τράπεζες είναι και ένα νέο σχετικά επενδυτικό προϊόν που αποτελεί συνδυασμό προθεσμιακής κατάθεσης και αμοιβαίου κεφαλαίου. Για παράδειγμα ο καταθέτης/επενδυτής τοποθετεί ένα μέρος του κεφαλαίου του σε προθεσμιακή κατάθεση 3 έως 6 μηνών, με εγγυημένο επιτόκιο και το υπόλοιπο σε αμοιβαία κεφάλαια τα οποία δεν έχουν εγγυημένη απόδοση. Όσο μικρότερο είναι το ποσοστό των χρημάτων που επενδύεται στην εγγυημένη κατάθεση τόσο υψηλότερο είναι το εγγυημένο επιτόκιο του. Το βασικό χαρακτηριστικό των προϊόντων αυτών είναι ότι συνδυάζουν την υψηλή απόδοση σε καταθέσεις (πάνω από τα κλασικά επιτόκια των καταθέσεων) με την επένδυση σε επιλεγμένα αμοιβαία κεφάλαια, σε σχέση για παράδειγμα με τα απλά αμοιβαία κεφάλαια ή τις μετοχές, περιπτώσεις στις οποίες δεν υπάρχει καμία έκθεση του κεφαλαίου στις έντονες διακυμάνσεις των μετοχών στα χρηματιστήρια.

Η επένδυση όμως σε επιλεγμένα όπως αναφέρθηκε αμοιβαία δημιουργεί ένα είδος προστασίας για τους επενδυτές καθώς για ένα κομμάτι του κεφαλαίου η απόδοση όχι μόνο είναι εγγυημένη αλλά και λειτουργεί ως «μαξιλάρι» στην περίπτωση πτώσης των αγορών. Συγκεκριμένα ο επενδυτής τοποθετεί ένα ποσό του συνολικού κεφαλαίου του σε προθεσμιακή κατάθεση και απολαμβάνει εγγυημένη απόδοση, ενώ

ταυτόχρονα «τοποθετεί» το υπόλοιπο κεφάλαιο σε αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν σε μετοχές ή σε ομόλογα. Πρακτικά αυτό σημαίνει ότι στο δεύτερο κομμάτι του κεφαλαίου, η απόδοση δεν είναι προκαθορισμένη και ο επενδυτής μπορεί να καταγράψει κέρδη ή ζημίες, ανάλογα με την πορεία των αγορών. Βέβαια επιλογές υπάρχουν, ανάλογα με την τράπεζα και το προϊόν, η επένδυση μπορεί να μοιράζεται είτε 50-50 ανάμεσα σε κατάθεση και αμοιβαία, είτε σε άλλες αναλογίες ανάλογα με το προφίλ του επενδυτή. Σημασία έχει ότι σε κάθε περίπτωση οι επενδυτές μπορούν να διαφοροποιηθούν. Έτσι, για παράδειγμα, κάποιος μπορεί να τοποθετήσει το 70% του κεφαλαίου του σε αμοιβαία κεφάλαια και το υπόλοιπο 30% σε καταθέσεις. Αντίθετα, ένας αμυντικός επενδυτής μπορεί να τοποθετήσει το 80% του κεφαλαίου του σε καταθέσεις και το υπόλοιπο σε αμοιβαία κεφάλαια.

Τέλος, ο επενδυτής έχει τη δυνατότητα για το κομμάτι της επένδυσης σε αμοιβαία κεφάλαια, να επιλέξει ανάμεσα σε μεγάλη γκάμα προϊόντων ή ακόμα και να συνδυάσει κάποια από αυτά προκειμένου να επιτύχει όσο το δυνατόν μεγαλύτερη διασπορά του κινδύνου. Οι δυνατότητες που του δίνονται είναι σαφώς περισσότερες σε σχέση με την επένδυση απλώς σε κάποιο αμοιβαίο κεφάλαιο, ενώ υπάρχει δυνατότητα βάσει του επενδυτικού προφίλ να επιλεγεί ο κατάλληλος συνδυασμός καταθέσεων και αμοιβαίων για την καλύτερη κάλυψη των αναγκών του.

## **5. Παράγωγα**

Τέλος, εξετάζουμε ένα ακόμη είδος επένδυσης, την περίπτωση επένδυσης σε παράγωγα, τα οποία είναι σχετικά σύγχρονη μορφή επένδυσης, αφού άρχισαν να διαπραγματεύονται στην Ελλάδα μόλις τον Αύγουστο του 1999. Παρ' όλα αυτά όμως έχει κεντρίσει το ενδιαφέρον των επενδυτών λόγω των πλεονεκτημάτων που προσφέρει. Ίσως το πιο σημαντικό απ' όλα είναι ότι τα παράγωγα αποτελούν ένα φθηνό αλλά και αποτελεσματικό μέσο μετακύλισης των κινδύνων μέσα στο οικονομικό σύστημα, καθώς χρησιμοποιούνται ως μέσο αντιστάθμισης του κινδύνου σε αντίθεση με τα αμοιβαία κεφάλαια.

Τα παράγωγα προϊόντα επιπλέον έχουν το πλεονέκτημα σε σχέση με την επένδυση σε αμοιβαία ότι παρέχουν στον επενδυτή τη δυνατότητα ανάλογα με τη στρατηγική που υιοθετεί, να επωφεληθεί ανεξάρτητα από την τάση της αγοράς. Υπάρχει δηλαδή η δυνατότητα να αποκομιστεί κέρδος και από μια ενδεχόμενη πτωτική αγορά ή και από μία στασιμότητα των τιμών, κάτι το οποίο με την χρήση μετοχών θα ήταν πολυδάπανο ενώ με την χρήση των αμοιβαίων θα ήταν αδύνατο. Επιπλέον, στα

πλεονεκτήματα επένδυσης των παραγώγων πρέπει κανείς να αναφέρει και την μεγάλη μόχλευση που προσφέρουν. Με τη δέσμευση λιγότερων κεφαλαίων διαχειρίζεται μετοχές πολλαπλάσιας αξίας. Στην συγκεκριμένη περίπτωση στον αντίποδα βρίσκονται οι επενδύσεις σε αμοιβαία.

Υπάρχουν τέλος και αρκετές ομοιότητες στις δύο μορφές επενδύσεων. Επιτρέπουν τη διασπορά επενδυτικού κινδύνου, παρέχουν επίσης απλές διαδικασίες αγοράς, εξαγοράς και μάλιστα με πολύ μικρό κόστος καθώς και ευελιξία. Αξίζει να σημειωθεί ακόμα και η εξειδίκευση των προϊόντων σε τέτοιο βαθμό που να ανταποκρίνονται πλήρως στις σύγχρονες τάσεις των εγχώριων και διεθνών αγορών αλλά και να καλύπτουν τις προσωπικές ανάγκες του επενδυτή όπως αυτές διαμορφώθηκαν ανάλογα με τις προσδοκίες και φιλοδοξίες του επενδυτή αλλά και το ύψος του κινδύνου που είναι διατεθειμένος να αναλάβει.

<b>ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΑ</b>	<b>ΟΜΟΛΟΓΑ – Α/Κ</b>	<b>ΜΕΤΟΧΕΣ - ΠΑΡΑΓΩΓΑ</b>
Χαμηλές αποδόσεις Σταθερές τιμές	Ικανοποιητικές αποδόσεις Μεσαίος κίνδυνος	Δυνατότητα υψηλής απόδοσης Υψηλός κίνδυνος
Επενδύσεις σε βραχυπρόθεσμες τοποθετήσεις Αγορά χρήματος Repos Βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα	Επενδύσεις σε Ομόλογα Έντοκα γραμμάτια Αμοιβαία Κεφάλαια	Επενδύσεις σε Μετοχές Παραγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα
Περιέχει τη μεγαλύτερη ασφάλεια και γι αυτό απευθύνεται σε πολύ συντηρητικούς επενδυτές που θα χρειαστούν τα χρήματά τους σε σχετικά μικρό χρονικό διάστημα	Απευθύνεται σε επενδυτές που επιζητούν ένα ικανοποιητικό ετήσιο εισόδημα χωρίς μεγάλο κίνδυνο	Ιστορικά οι μετοχές και τα παράγωγα έχουν προσφέρει τις μεγαλύτερες αποδόσεις. Γι αυτό απευθύνονται σε επενδυτές που επιδιώκουν υψηλές αποδόσεις σε μακρό χρονικό διάστημα

**Πίνακας 1.3: Σύγκριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων με Άλλες Μορφές Επένδυσης**

### 1.10.1. Η Σπουδαιότητα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων ως Επενδυτικού Εργαλείου

Τα αμοιβαία κεφάλαια είναι συγκεκριμένα χαρτοφυλάκια επενδύσεων στα οποία μπορούν να συμμετέχουν διάφοροι επενδυτές με παρόμοιους επενδυτικούς σκοπούς και ανοχή στον επενδυτικό κίνδυνο. Επειδή είναι συγκεκριμένες οι επενδύσεις στο χαρτοφυλάκιο κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου, θεωρητικά κάθε επενδυτής μπορεί να τα δημιουργήσει από μόνος του. Εν τούτοις, όπως προκύπτει από τη ραγδαία ανάπτυξη των αμοιβαίων κεφαλαίων, η πλειοψηφία των επενδυτών προτιμά να αγοράζει μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων από το να δημιουργεί δικά του χαρτοφυλάκια.

Ένας από τους βασικούς λόγους που οδηγεί τους επενδυτές στην αγορά μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων είναι η άγνοια σε ότι αφορά τις επενδύσεις και η έλλειψη πληροφόρησης που αυτή συνεπάγεται. Αντίθετα, η αγορά μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων αποτελεί μια απλή συναλλαγή που εξουσιοδοτεί τους διαχειριστές του αμοιβαίου κεφαλαίου να εφαρμόσουν τις επαγγελματικές τους γνώσεις και την κρίση τους ώστε να μεγιστοποιηθεί η ωφέλεια από την επένδυση. Οι επενδυτές που γνωρίζουν τις βασικές αρχές επένδυσης αντιμετωπίζουν πρακτικά προβλήματα δημιουργίας του χαρτοφυλακίου. Έτσι η έλλειψη ικανού ποσού προς επένδυση μπορεί να αποτρέψει τον επενδυτή από τη δημιουργία ενός πλήρους διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου με αποτέλεσμα την έκθεση σε μη συστηματικό κίνδυνο που όμως δεν προσφέρει καμία αποζημίωση. Αντίθετα, με την αγορά και λίγων μόνο μεριδίων μικρής συνολικής αξίας (π.χ. 1.500 ευρώ) ο επενδυτής αποκτά πολύ καλή διαφοροποίηση.

Ένας άλλος λόγος που οι πληροφορημένοι επενδυτές προτιμούν τα αμοιβαία κεφάλαια είναι το ελάχιστο κόστος απόκτησης των επενδύσεων. Ενώ μια επένδυση 3.000 ευρώ στο ελληνικό χρηματιστήριο θα απαιτήσει κόστος συναλλαγής 30 ευρώ (1%), μια συναλλαγή 300.000 ευρώ που πραγματοποιεί το αμοιβαίο κεφάλαιο είναι δυνατόν να απαιτήσει μόνο 300 ευρώ (0,1%).

Οι οικονομίες κλίμακας που επιτυγχάνονται με την αύξηση του μεγέθους των συναλλαγών καθώς και ο ανταγωνισμός, μεταξύ των χρηματιστηριακών εταιρειών ελαχιστοποιεί το κόστος δημιουργίας και, αναθεώρησης του χαρτοφυλακίου στο επίπεδο ενός αμοιβαίου κεφαλαίου αλλά όχι, στο επίπεδο ενός μέσου επενδυτή. Η πληροφόρηση που έχουν οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων σε σχέση με ένα επενδυτή είναι πολύ μεγαλύτερη και μπορεί εύκολα να αξιοποιηθεί. Έτσι θεωρητικά τουλάχιστον οι πληροφορημένοι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων μπορούν να

επιτύχουν καλύτερες αποδόσεις από το μέσο επενδυτή έχοντας εξασφαλίσει οικονομίες κλίμακας στο κόστος της πληροφόρησης.

Μια πολύ σημαντική παράμετρος για την επιτυχία μιας επένδυσης είναι η ικανότητα ρευστοποίησης χωρίς κόστος πέραν του φυσιολογικού κόστους συναλλαγών. Η αδυναμία ρευστοποίησης της επένδυσης σε ηθελημένο χρόνο εγκυμονεί κινδύνους οριστικής ρευστοποίησης με επαχθείς όρους για τον επενδυτή. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του συστηματικού κινδύνου της επένδυσης που δεν μπορεί να διαφοροποιηθεί.

Το πρόβλημα αυτό της ρευστοποίησης των επενδύσεων μεγιστοποιείται όταν οι επενδύσεις εστιάζονται σε ρηχές αγορές και σε αξιόγραφα με μικρό όγκο συναλλαγών. Όμως ενώ η διαπραγμάτευση αξιόγραφων με μικρό όγκο συναλλαγών δεν βελτιώνεται όταν η επένδυση γίνεται μέσω των αμοιβαίων κεφαλαίων, όσον αφορά το μεριδιούχο δεν υφίσταται πρόβλημα ρευστοποίησης. Μπορεί εφόσον το επιθυμεί να επιστρέψει τα μερίδια του στο αμοιβαίο κεφάλαιο και να εισπράξει την τιμή εξαγοράς. Έτσι με αυτό τον τρόπο ο μεριδιούχος μοιράζεται μαζί με τους άλλους μεριδιούχους τον κίνδυνο από την αδυναμία ρευστοποίησης των επενδύσεων. Στα πλεονεκτήματα της κατανομής του κινδύνου ρευστότητας ανάμεσα σε πολλούς επενδυτές μέσω των αμοιβαίων κεφαλαίων αναφέρεται ένα παλαιότερο άρθρο του Chordia (1996).

Χρησιμοποιώντας ένα απλό παράδειγμα με δύο επενδυτικές επιλογές (έντοκο γραμμάτιο δημοσίου και μετοχές μιας εταιρείας), ο Chordia έδειξε κάτι πολύ σημαντικό: η διαφοροποίηση με διαφορετικά αξιόγραφα που επιτυγχάνει το αμοιβαίο κεφάλαιο, σε συνδυασμό με τον κανόνα της εξαγοράς των μεριδίων στην καθαρή τιμή μεριδίου καταλήγει σε λιγότερο επενδυτικό κίνδυνο ρωών για κάθε μεριδιούχο από τον κίνδυνο που αντιμετωπίζει ως ατομικός επενδυτής χωρίς ανάλογη μείωση στη μέση απόδοση της επένδυσης.

Βέβαια στο παράδειγμα αυτό δεν λαμβάνονται υπόψη τα διάφορα κόστη συναλλαγών παρά μόνον το κόστος ρευστοποίησης. Η ουσία όμως του ανωτέρω ισχυρισμού δεν αλλάζει ακόμη και όταν ληφθεί υπόψη το κόστος συναλλαγών. Τα πλεονεκτήματα που έχει ο μεριδιούχος από την επένδυση σε αμοιβαία κεφάλαια είναι ότι το κόστος που δημιουργείται από μια εσπευσμένη ρευστοποίηση με επαχθείς όρους το μοιράζεται με ένα πλήθος άλλων μεριδιούχων ενώ θα έπρεπε να το υποστεί αποκλειστικά μόνος του εάν επέλεγε να δημιουργήσει ατομικό χαρτοφυλάκιο.



Η διαφοροποίηση αυτή του κινδύνου ρευστοποίησης προσθέτει αξία στην επένδυση ενός επενδυτή μέσω αμοιβαίων κεφαλαίων εφόσον υπάρχει πιθανότητα απρόβλεπτης ανάγκης ρευστοποίησης. Ο επενδυτής δεν θα χρειαζόταν να διαφοροποιήσει τον κίνδυνο ρευστοποίησης εφόσον ήταν βέβαιος ότι παρόμοια ανάγκη δεν θα παρουσιαζόταν. Έτσι θα μπορούσε να μεγιστοποιήσει την απόδοση του επενδύοντας ακόμη και σε «επικίνδυνα» αξιόγραφα με μεγάλο κίνδυνο ρευστότητας. Αντίθετα, εάν ήταν απόλυτα βέβαιος για την ανάγκη ρευστοποίησης της επένδυσης, τότε θα επέλεγε ακίνδυνα αξιόγραφα που δεν ενέχουν κίνδυνο αλλά ούτε και κόστος ρευστοποίησης.

Αυτού του είδους η επενδυτική συμπεριφορά παρατηρείται στην πράξη από τους ατομικούς επενδυτές. Έτσι άτομα με περιορισμένα διαθέσιμα που εξαρτώνται από μια σταθερή πηγή εισοδήματος (π.χ. σύνταξη, μερίσματα, τόκοι, ενοίκια) τοποθετούν τα χρήματά τους σε αποταμιευτικού τύπου εργαλεία όπως είναι οι καταθέσεις σε τράπεζα και τα έντοκα γραμμάτια δημοσίου.

Αντίθετα, άτομα που έχουν εξασφαλίσει τις βασικές τους ανάγκες ενώ παράλληλα έχουν αποταμιεύσει ικανό ποσό χρημάτων για μελλοντικές ανάγκες επενδύουν σε «επικίνδυνα» αξιόγραφα που ενέχουν μεγάλο κίνδυνο ρευστότητας. Και στις δύο ανωτέρω περιπτώσεις συμπεριφοράς των ατομικών επενδυτών, επικρατεί η λογική μείωσης του κόστους με σκοπό την αύξηση της απόδοσης της επένδυσης.

Στο βαθμό που τα αμοιβαία κεφάλαια μπορούν να μειώσουν το κόστος ρευστότητας, τότε θα μπορέσουν να προσφέρουν ανώτερες επενδυτικές επιλογές λαμβανομένων υπόψη των άλλων πλεονεκτημάτων που αναφέρθηκαν προηγουμένως. Αυτό επιτυγχάνεται με δύο βασικούς τρόπους: Πρώτον, με τη δημιουργία διαφορετικών κατηγοριών επένδυσης για πελατείες επενδυτών με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά, και δεύτερον, με την επιλογή ποσοστών κόστους διάθεσης και εξαγοράς μεριδίων ανά κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων.

### **1.10.2. Επενδυτικές Στρατηγικές σε Περιόδους Κρίσεων**

Οι προτιμήσεις των Α.Ε.Δ.Α.Κ αναφορικά με την επιλογή των χρεογράφων που θα συνθέσουν ένα χαρτοφυλάκιο επηρεάζονται σε περιόδους κρίσεων. Υπάρχουν συγκεκριμένα χαρακτηριστικά εταιριών που ασκούν διαφορετική επίδραση στα αμοιβαία κεφάλαια σε περιόδους κρίσεων. Ο τρόπος διοίκησης μιας εταιρίας αποτελεί ένα από αυτά. Ειδικά κατά την επιλογή των χρεογράφων σε χώρες του

εξωτερικού, στις οποίες η διάρθρωση και η ποιότητα του νομικού πλαισίου ποικίλει, η άσκηση σωστής εταιρικής διοίκησης παίζει σημαντικό ρόλο κατά την επιλογή των χρεογράφων.

Επιπρόσθετα, στα αμοιβαία κεφάλαια επιλέγονται γνωστές εταιρίες λόγω του χαμηλού κόστους αναζήτησης και εκτίμησης του κινδύνου τους. Αυτό το κριτήριο επιλογής γίνεται εντονότερο σε περιόδους κρίσεων και ιδίως σε ξένους επενδυτές, όπου επιλέγονται κυρίως εταιρίες που συνθέτουν κάποιο χρηματιστηριακό δείκτη.

Ο κλάδος των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν μένει ανεπηρέαστος από τον ρυθμό ανόδου της τιμής ή της εμπορευσιμότητας μια μετοχής ή της αγοράς γενικότερα. Κατά πόσο όμως πραγματοποιείται συστηματική αγορά μετοχών που είχαν υψηλή απόδοση και αντιθέτως συστηματική πώληση μετοχών που δεν είχαν υψηλές αποδόσεις (momentum trading)? Σύμφωνα με έρευνες, τα αμοιβαία κεφάλαια αγοράζουν εκείνες τις μετοχές που πραγματοποίησαν υψηλές αποδόσεις, χωρίς αυτό να συνεπάγεται και τη συστηματική πώληση εκείνων που δεν τα πήγαν εξίσου καλά. Η δε συστηματική εφαρμογή της στρατηγικής «momentum trading» αποφέρει σημαντικά υψηλότερες αποδόσεις. Σύμφωνα με τους Pan, Liano & Huang (2004), η συγκεκριμένη στρατηγική δημιουργεί σημαντικά κέρδη, ιδίως όταν εφαρμόζεται σε βραχυπρόθεσμο χρονικό διάστημα. Η επιλογή του «momentum trading» πραγματοποιείται άμεσα από τους διαχειριστές χαρτοφυλακίου αλλά και έμμεσα από τους επενδυτές οι οποίοι προτιμούν χαρτοφυλάκια υψηλών αποδόσεων. Αυτή η επενδυτική στρατηγική εφαρμόζεται σε σημαντικό βαθμό σε περιόδους που οι αγορές αντιμετωπίζουν σημαντικά προβλήματα.

Πάντως, ένα σημαντικό βήμα μια επιχείρησης, προκειμένου να υπάρξει ευθυγράμμιση μεταξύ της στρατηγικής του εσωτερικού περιβάλλοντος και των συνθηκών της αγοράς είναι να:

- παρέχει ευελιξία στους εργαζόμενους τους να λαμβάνουν αποφάσεις, καθώς και να αναπτύσσουν και να υλοποιούν νέες ιδέες.
- διαμορφώνει μια οργανωτική δομή βάσει της οποίας θα μπορεί να ανταποκριθεί στις συνεχώς μεταβαλλόμενες συνθήκες του εξωτερικού περιβάλλοντος.
- υποκινεί και υποστηρίζει το εργατικό δυναμικό της.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup> ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ**

### **ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

#### **2.1 ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

##### **2.1.1. Τι είναι η Α.Ε.Δ.Α.Κ**

Η Ανώνυμη Εταιρία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ) είναι μια αυτοτελής οικονομική μονάδα, που δραστηριοποιείται στο χώρο της κεφαλαιαγοράς με τη διαχείριση των αμοιβαίων κεφαλαίων. Αποκλειστικός σκοπός της εταιρίας είναι η ορθολογική διαχείριση ενός ή περισσότερων αμοιβαίων κεφαλαίων. Η λειτουργία της διέπεται από τις διατάξεις του Νόμου 3283/2004 και συμπληρωματικά του Νόμου 2190/1920 ενώ για την έναρξη των δραστηριοτήτων της αρχικά απαιτείται έγκριση από την αρμόδια Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς η οποία αποτελεί την αρμόδια εποπτική αρχή για την εύρυθμη λειτουργία των Ο.Σ.Ε.Κ.Α (Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες) στην Ελλάδα. Οι Ο.Σ.Ε.Κ.Α είναι οργανισμοί που αντλούν τη δύναμη τους από τη μεγάλη αξία της συλλογικής διαχείρισης των επενδύσεων μεγάλου αριθμού επενδυτών και χάρη στην παρουσία τους ένα μεγάλος αριθμός επενδυτών προσεγγίζει τη λειτουργία των αγορών χρήματος και κεφαλαίου και συμμετέχει σε αυτές.

Μια Α.Ε.Δ.Α.Κ όπως αναφέρθηκε και παραπάνω μπορεί να διαχειρίζεται τα χαρτοφυλάκια περισσότερων του ενός αμοιβαίων κεφαλαίων τα οποία θεωρείται ότι απαρτίζουν μια οικογένεια αμοιβαίων κεφαλαίων. Μια από τις βασικές υποχρεώσεις της Α.Ε.Δ.Α.Κ για τη διαχείριση του αμοιβαίου κεφαλαίου αποτελεί η συγκρότηση της επενδυτικής επιτροπής, η οποία θα πρέπει να αποτελείται από άτομα τα οποία δεν είναι απαραίτητα στελέχη της Α.Ε.Δ.Α.Κ, όμως πρέπει να έχουν θεωρητική και πρακτική κατάρτιση στη διαχείριση επενδύσεων χαρτοφυλακίου. Ο ρόλος της επενδυτικής επιτροπής είναι ανάλογα με το σκοπό του αμοιβαίου κεφαλαίου να προσδιορίζει την επενδυτική πολιτική του και να προσαρμόζει το χαρτοφυλάκιο του στις εκάστοτε συνθήκες της αγοράς.

Εκτός από τη διαχείριση των επενδύσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου, η Α.Ε.Δ.Α.Κ είναι υπεύθυνη για την διοίκηση του, παρέχοντας νομικές υπηρεσίες, υπηρεσίες λογιστικής διαχείρισης καθώς και υπηρεσίες εξυπηρέτησης πελατών. Επιπλέον είναι υπεύθυνη για να προβαίνει στην αποτίμηση του ενεργητικού του αμοιβαίου

κεφαλαίου και τον καθορισμό της αξίας των μεριδίων του, τηρώντας παράλληλα το μητρώο μεριδιούχων του κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου. Τέλος η Α.Ε.Δ.Α.Κ είναι υπεύθυνη για την διαφήμιση και προώθηση των μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου και είναι υπόλογη απέναντι στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για την τήρηση των σχετικών κανονιστικών διατάξεων.

Τα έσοδα της καθορίζονται βάσει του κανονισμού λειτουργίας του κάθε αμοιβαίου που διαχειρίζεται και προκύπτουν από την αμοιβή διαχείρισης, την προμήθεια διάθεσης μεριδίων που ποικίλει από μια εταιρία διαχείρισης σε άλλη και την προμήθεια κατά την εξαγορά των μεριδίων.

Οι βασικές αρχές συμπεριφοράς των Ανώνυμων Εταιριών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ) και των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (ΑΕΕΧ) ορίζεται με την υπ' αριθ. 1/462/7.2.2008 και 7/576/3.2.2011 αποφάσεις Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και σκοπός τους είναι η θέσπιση κανόνων που διέπουν τις σχέσεις και τη συμπεριφορά των εταιριών κατά την άσκηση των δραστηριοτήτων ώστε να:

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

### **2.1.2. Στρατηγική Α.Ε.Δ.Α.Κ**

Η στρατηγική για την κάθε επιχείρηση σε γενικά πλαίσια θα πρέπει να αναπροσαρμόζεται ανάλογα με την επιχειρηματική της δραστηριότητα και την μελλοντική κατάσταση στην οποία επιθυμεί να φτάσει. Στην περίπτωση των Α.Ε.Δ.Α.Κ, που έχουν σαν σκοπό τη διαχείριση των αμοιβαίων κεφαλαίων, εύλογο είναι η στρατηγική που θα επιλεγεί να είναι πολύ σημαντική για την εδραίωση στον κλάδο και την προσέλκυση επενδυτών. Συνεπώς μπορούν να πετύχουν τους στόχους γρηγορότερα και με λιγότερο κόστος, εάν εστιάσουν στις στρατηγικές διεργασίες τους, οι οποίες παίζουν σημαντικό ρόλο στην επίτευξη των στόχων που έχουν τεθεί στο πλαίσιο της στρατηγικής.

Οι Α.Ε.Δ.Α.Κ δεν μπορούν πάντοτε με απόλυτη ακρίβεια να προσδιορίσουν ποιες επενδύσεις θα ικανοποιήσουν με τον καλύτερο δυνατό τρόπο τις προσδοκίες των επενδυτών. Επιπλέον, μια επενδυτική στρατηγική δεν είναι δυνατόν να ικανοποιήσει

τις ανάγκες όλων των επενδυτών, στο βαθμό που αυτές διαφοροποιούνται ή έρχονται σε αντίθεση μεταξύ τους.

Τα αμοιβαία κεφάλαια συγκαταλέγονται σε ένα από τα σημαντικότερα επενδυτικά εργαλεία. Οι επενδυτές τοποθετώντας τα χρήματά τους σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο συμφωνούν να επενδυθούν με βάση τους όρους που αναφέρονται στο συμβόλαιο, προκαθορίζοντας σε ποιες αγορές και σε ποιους τίτλους επιτρέπεται να τοποθετηθούν. Οι όροι αυτοί, που είναι ίδιοι για κάθε δυνητικό επενδυτή, σε συνδυασμό με τις επιλογές της Α.Ε.Δ.Α.Κ, ορίζουν την επενδυτική στρατηγική που θα ακολουθήσει.

Συχνά οι επενδυτές γνωρίζουν ελάχιστα ή καθόλου τη στρατηγική που ακολουθούν οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. Οι λόγοι που οφείλονται αυτό είναι ότι:

- ❖ Οι Α.Ε.Δ.Α.Κ δεν επιθυμούν οι ανταγωνιστές τους να γνωρίζουν πληροφορίες αναφορικά με τη στρατηγική που ακολουθούν.
- ❖ Οι εταιρίες διατρέχουν τον κίνδυνο να τους μηνύσουν οι επενδυτές σε περίπτωση που οι προβλέψεις των διαχειριστών είναι ανακριβείς.
- ❖ Οι Α.Ε.Δ.Α.Κ έχουν την τάση να μην ανακοινώνουν δυσάρεστες πληροφορίες.
- ❖ Οι πληροφορίες είναι δύσκολο να ποσοτικοποιηθούν ή να επαληθευτούν ώστε να πεισθούν οι επενδυτές.

Μια επενδυτική στρατηγική δύναται να αναλυθεί από ποικίλες οπτικές γωνίες και συνεπώς μπορεί να αναπτυχθεί διαφορετικά ανάλογα με τους στόχους που τίθενται. Ειδικότερα, από την οπτική γωνία της Α.Ε.Δ.Α.Κ επιδιώκεται μείωση του κινδύνου και η περαιτέρω ανάπτυξη, ενώ από την μεριά του επενδυτή είναι επιθυμητή η δημιουργία εισοδήματος και η είσπραξη μερισμάτων.

Σε γενικές γραμμές λοιπόν για την αποτελεσματική διαχείριση των επενδύσεων που συνθέτουν τα σύγχρονα επενδυτικά χαρτοφυλάκια θα πρέπει να επιλέγεται ένα ευρύ φάσμα σύγχρονων στρατηγικών διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου, οι οποίες διαφέρουν μεταξύ τους στη μεθοδολογία και επιτυγχάνουν περιορισμό της διακύμανσης λόγω της χαμηλής συσχέτισης μεταξύ των επενδυτικών τοποθετήσεων και της ευέλικτης αξιοποίησης των "ατελειών" των αγορών. Αυτού του είδους οι επενδυτικές στρατηγικές όπως προείπαμε είναι πολλές και ποικίλουν. Για παράδειγμα, μια στρατηγική μπορεί να βασίζεται στη διαμόρφωση χαρτοφυλακίων που αποτελούνται από ίσες αλληλοκαλυπτόμενες θέσεις αγορών και πωλήσεων. Πιο συγκεκριμένα οι τίτλοι που εκτιμάται ότι θα επιτύχουν αποδόσεις υψηλότερες της

αγοράς αγοράζονται στο χαρτοφυλάκιο και οι τίτλοι που εκτιμάται ότι θα επιτύχουν αποδόσεις χαμηλότερες της αγοράς πωλούνται. Με την εξισορρόπηση των θέσεων αγορών και πωλήσεων το χαρτοφυλάκιο ανεξαρτητοποιείται από τις συστηματικές εξελίξεις που επηρεάζουν την αποτίμηση της αγοράς συνολικά. Μια άλλη επενδυτική στρατηγική μπορεί να επιδιώκει την επίτευξη αποδόσεων από τις διαφορές στις τιμές μεταξύ ενός μετατρέψιμου ομολόγου και της αντίστοιχης μετοχής. Μια συνήθης συναλλαγή περιλαμβάνει την αγορά ενός υποεκτιμημένου μετατρέψιμου ομολόγου και την πώληση συγκεκριμένου αριθμού των αντίστοιχων μετοχών για την κάλυψη έναντι του κινδύνου της αγοράς και της εκτέλεσης συναλλαγής επιτοκιακής κάλυψης.

### **2.1.3. Παθητική και Ενεργητική Διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

Η διαχειριστική πολιτική που ακολουθούν για τα αμοιβαία κεφάλαια οι Α.Ε.Δ.Α.Κ είναι καθοριστική για την επίτευξη της βέλτιστης διαφοροποίησης. Η παθητική και η ενεργητική διαχείριση είναι οι δύο βασικές πολιτικές διαφοροποίησης που υπάρχουν.

#### **Παθητική Διαχείριση (Passive Management)**

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

Κλασικά παραδείγματα παθητικής διαχείρισης είναι η διαχείριση χαρτοφυλακίων που δημιουργούνται με βάση το χαμηλό λόγο τιμής προς κέρδη ή μετοχών με μικρή κεφαλαιοποίηση ή μετοχών που προσφέρουν υψηλά μερίσματα ή μετοχών σε ορισμένο κλάδο. Η διαχείριση δεν αποσκοπεί στο να προβλέψει την απόδοση του χαρτοφυλακίου αλλά στο να επιδιώξει να διατηρήσει τις μετοχές που πληρούν τα κριτήρια. Η απόδοση θα υπολογισθεί με βάση την προβλεπόμενη επιτυχία που έχει εξ' αρχής η εφαρμοζόμενη επενδυτική στρατηγική σε σχέση με την εξέλιξη της αγοράς. Τη στρατηγική της παθητικής διαχείρισης, που γνωρίζει μεγάλη αποδοχή και ανάπτυξη, ακολουθούν τα αμοιβαία κεφάλαια δεικτών. Αυτά είναι χαρτοφυλάκια μετοχών ή και άλλων αξιόγραφων και χρεογράφων που έχουν παρόμοια σύνθεση με τη σύνθεση που έχουν συγκεκριμένοι και ευρέως γνωστοί δείκτες.

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

Ο Gruber (1996) χρησιμοποιώντας πέντε έτη παρατηρήσεων (1990-1994) αμοιβαίων κεφαλαίων δεικτών μετοχών και ομολογιών διαπίστωσε ότι ο συντελεστής συσχετισμού των μηνιαίων αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων με τους αντίστοιχους δείκτες ήταν τουλάχιστον 98,6%. Αυτό υποδηλώνει ότι, τα αμοιβαία κεφάλαια πετυχαίνουν να ακολουθούν πιστά τους δείκτες με τους οποίους συνδέονται. Η επιτυχία της παθητικής διαχείρισης βέβαια θα πρέπει να κριθεί με βάση τους πόρους που δαπανώνται. Με μέσο ετήσιο κόστος 0,22% που αναφέρει ο Gruber θεωρείται ικανοποιητική η δαπάνη για τη στενή παρακολούθηση ενός δείκτη με ανάλογη απόδοση. Τι περισσότερο θα μπορούσε να επιτευχθεί όμως εάν η διαχείριση έθετε πιο φιλόδοξους στόχους; Η απάντηση του ερωτήματος αυτού βρίσκεται στην ενεργητική διαχείριση.

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

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

Άλλοι δείκτες με διαφορετικά χαρακτηριστικά, όπως οι δείκτες ομολογιών, μπορούν να αντιπροσωπεύουν άλλα τμήματα της αγοράς στα οποία δραστηριοποιούνται επενδυτές που έχουν ανάλογα χαρακτηριστικά κινδύνου και απόδοσης. Οι ενεργητικοί διαχειριστές χαρτοφυλακίου είναι υποχρεωμένοι να παίρνουν θέσεις στην αγορά και να προβαίνουν σε συνεχείς αναλύσεις ώστε είτε να αποφασίζουν να διατηρούν τις θέσεις αυτές είτε να τις αναθεωρούν. Με άλλα λόγια οι ενεργητικοί διαχειριστές πρέπει να αναλαμβάνουν συνεχώς νέες πρωτοβουλίες που στηρίζονται σε ένα μηχανισμό ανάλυσης και προωθούνται με βάση την κρίση που διαθέτουν κάθε στιγμή.

Η προσπάθεια τους αυτή θα κριθεί από την ικανότητα που διαθέτουν να πετύχουν αποδόσεις μεγαλύτερες της αγοράς με κόστος που όμως δεν ξεπερνά τις επί πλέον αποδόσεις που δημιουργούν. Αυτός είναι και ο βασικός λόγος που οι λογικοί επενδυτές θα προτιμούσαν να επενδύσουν σε αμοιβαία κεφάλαια με ενεργητική διαχείριση από το να επενδύσουν σε αμοιβαία κεφάλαια με παθητική διαχείριση. Με εξαίρεση τα αμοιβαία κεφάλαια δεικτών, τα περισσότερα αμοιβαία κεφάλαια καταφεύγουν σε ενεργητική διαχείριση. Αυτό είναι και ένα μεγάλο πλεονέκτημα που προσφέρουν τα αμοιβαία κεφάλαια στους ατομικούς επενδυτές: την ενεργητική διαχείριση από επαγγελματίες του είδους.

Έχουν όμως επιτύχει να προσφέρουν τις προσδοκώμενες αποδόσεις και να αποζημιώσουν τους μεριδιούχους επαρκώς; Σύμφωνα με τον Gruber (1996) τα ενεργητικά διαχειριζόμενα αμοιβαία κεφάλαια κατά μέσο όρο δημιουργούν αξία, αλλά το πρόβλημα είναι ότι δαπανώνται περισσότεροι πόροι απ' ότι η αξία που δημιουργείται.

		Βαθμός Αποτελεσματικότητας	
		υψηλή	χαμηλή
Ικανότητα διαχειριστή	υψηλή	<b>ΠΑΘΗΤΙΚΗ</b> έξοδα διαχείρισης υψηλά	<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΗ</b>
	χαμηλή	<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΗ</b> έξοδα διαχείρισης χαμηλά	<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΗ</b> έξοδα διαχείρισης χαμηλά  <b>ΠΑΘΗΤΙΚΗ</b> έξοδα διαχείρισης υψηλά

**Διάγραμμα 2.1: Βαθμός Αποτελεσματικότητας και Ικανότητα Διαχειριστή στην Ενεργητική και Παθητική Διαχείριση**

Στο σημείο αυτό είναι σκόπιμο να αναφέρουμε τα τέσσερα επιμέρους επενδυτικά στυλ ενεργητικής πολιτικής που ακολουθούν οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων:



### 1. Χρονοδιάγραμμα Αγοράς (Market timing)

Με διάφορα μέσα τεχνικής ανάλυσης, προβλέπεται πως θα εξελίχθη η αγορά τον αμέσως επόμενο διάστημα. Υπάρχει υψηλός βαθμός κινδύνου, αλλά γίνεται με σκοπό να επωφεληθεί από τις τιμές μετοχών βραχυπρόθεσμα. Η πώληση και η αγορά χρεογράφων πρέπει να γίνει στο σωστό χρόνο.

### 2. Arbitrage

Εκμεταλλεύεται η κακή τιμολόγηση της αγοράς για ένα συγκεκριμένο στοιχείο ενός χρεογράφου. Το στοιχείο μπορεί να είναι το οικονομικό μέγεθος, η τιμή, ο κίνδυνος του χρεογράφου.

### 3. Growth Investment (Επενδύσεις Ανάπτυξης)

Οι διαχειριστές προβλέπουν τις αποδόσεις και δεν εξετάζουν σε ποια τιμή θα αγοράσουν αλλά εξετάζουν να αγοράσουν χαρισματικά χρεόγραφα που είναι υπερτιμημένα που αν και ακριβά έχουν κάποιες αρετές όπως: χρεόγραφα με υψηλούς δείκτες ανάπτυξης, καλό μάρκετινγκ, υψηλές αποδόσεις, αλλά και που θα συνεχίσουν την αναπτυξιακή τους πορεία και θα συνεχίσουν να αποτιμούνται θετικά. Οι κίνδυνοι που προέρχονται είναι να υπάρξει καθυστέρηση στην επένδυση και η θετική αποτίμηση να μην συνεχίσει για αρκετό καιρό, έτσι ώστε να μην προλάβει να υπάρξει η υπερ-ωφέλεια. Σε αυτό το στυλ οι διαχειριστές πρέπει να είναι σίγουροι και γρήγοροι στο πότε θα πρέπει να γίνει η έξοδος από το χρεόγραφο.

### 4. Value Investment (Επενδύσεις Άξιας)

Οι διαχειριστές επιδιώκουν να αγοράσουν χρεόγραφα εκτός επενδυτικής προσοχής τα οποία έχουν μια θεμελιώδη αξία, είναι όμως υπερτιμημένα, αλλά έχουν ταυτόχρονα χαμηλό κόστος που μακροπρόθεσμα ελπίζουν ότι θα αποτιμηθούν θετικά. Ο κίνδυνος σε αυτό το στυλ είναι να μην αναγνωριστεί αυτή η αξία του χρεογράφου στο ανάλογο χρονικό διάστημα, ώστε να δώσει τη απόδοση που περιμένουν. Σε αυτό το στυλ οι διαχειριστές πρέπει να είναι προσεκτικοί στη είσοδο και αν το χρεόγραφο είναι όντως υποτιμημένο όπως θεωρείται.

#### **2.1.4. Επενδυτικές Φιλοσοφίες των Α.Ε.Δ.Α.Κ**

Μια επενδυτική φιλοσοφία οριοθετεί τα στοιχεία και τις μεταβλητές που λαμβάνονται υπόψη για τη δημιουργία και αναθεώρηση του χαρτοφυλακίου, επίσης προσδιορίζει τους στόχους και τη χρονική διάρκεια που έχουν αυτοί. Το σημαντικότερο για τη δημιουργία μιας επενδυτικής φιλοσοφίας είναι η συνέπεια εφαρμογής της όχι μόνο

κατά τη διάρκεια της περιόδου αλλά και από περίοδο σε περίοδο. Παρακάτω παραθέτουμε τις δύο πιο κλασικές επενδυτικές φιλοσοφίες που βασίζονται είτε στην ανάλυση θεμελιωδών μεταβλητών είτε στην τεχνική ανάλυση.

### **1. Θεμελιώδης Ανάλυση**

Σύμφωνα με τη φιλοσοφία αυτή που αναπτύχθηκε μεταξύ άλλων από τον Benjamin Graham, η επιλογή των αξιόγραφων προς επένδυση γίνεται με βάση τις πληροφορίες για τα πραγματικά στοιχεία και την αξία του ενεργητικού όπως αυτά αντικατοπτρίζονται σε διάφορα μεγέθη του ισολογισμού και των αποτελεσμάτων χρήσεως καθώς και των αριθμοδεικτών τους.

Η σύγχρονη μετεξέλιξη της φιλοσοφίας αυτής εστιάζεται περισσότερο στο βασικό δημιουργό της αξίας σε μια επιχείρηση: το μέγεθος των καθαρών χρηματοροών που αναμένεται να δημιουργηθούν στο μέλλον και τον κίνδυνο μεταβολής τους.

Άλλες τοποθετήσεις έγιναν εστιάζοντας όμως το ενδιαφέρον είτε στα παράγωγα των καθαρών χρηματοροών όπως είναι τα μερίσματα, είτε στα συγκριτικά μεγέθη μιας εταιρείας με τα μέσα μεγέθη που επικρατούν στην αγορά όπως π.χ. ο λόγος τιμής προς κέρδη, το μέγεθος της κεφαλαιοποίησης ή της τιμής του αξιόγραφου. Οι μεταβλητές που χρησιμοποιούνται στη θεμελιώδη ανάλυση είναι ως μια προσπάθεια αναγνώρισης της αξίας του αξιόγραφου σε σχέση με την αξία που αποδίδεται στην αγορά. Επειδή οι τιμές που παρατηρούνται στην αγορά δύνανται να υπερεκτιμούν ή υποεκτιμούν την αξία των αξιόγραφων, η θεμελιώδης ανάλυση υποβοηθείται από τη συγκριτική ανάλυση μεταξύ αξιόγραφων που θα οδηγήσουν σε εξάλειψη τυχόν προσωρινών αποκλίσεων από τις πραγματικές τιμές.

Εκτός από τη συγκριτική ανάλυση υπάρχει και η ανάλυση των προσδοκιών. Σύμφωνα με αυτή, οι τιμές που παρατηρούνται στην κεφαλαιαγορά αντικατοπτρίζουν ορθά τις παρούσες συνθήκες. Όμως, οι τιμές στο μέλλον θα αλλάξουν αντικατοπτρίζοντας τις συνθήκες που θα επικρατήσουν τότε. Επομένως, η ενδεξιγμένη ανάλυση απαιτεί την πρόβλεψη των συνθηκών που θα ισχύσουν στο μέλλον και την επιλογή αυτών των μετοχών που θα επωφεληθούν τα μέγιστα με ταυτόχρονη απόρριψη αυτών που θα ζημιωθούν τα μέγιστα.

Ένα τρίτο είδος ανάλυσης που πρέσβευε ο Graham είναι ο προσδιορισμός της απόλυτης ή εσωτερικής αξίας. Κατ' αυτήν η αξία της μετοχής προσδιορίζεται ανεξάρτητα από την αγοραία της τιμή από μεταβλητές που αντικατοπτρίζουν

γεγονότα όπως ενεργητικό, κέρδη, μερίσματα, συγκεκριμένες προβλέψεις καθώς και την ποιότητα της διαχείρισης. Πιο συγκεκριμένα ο Graham αναφέρει ότι η εσωτερική αξία μιας μετοχής ευρίσκεται από τα προβλεπόμενα μελλοντικά κέρδη που θα δημιουργήσει η εταιρεία ανά μετοχή πολλαπλασιαζόμενα με ένα κατάλληλο παράγοντα κεφαλαιοποίησης, το γνωστό P/E, δηλαδή το λόγο τιμής προς κέρδη.

## **2. Τεχνική Ανάλυση**

Μια δεύτερη επενδυτική φιλοσοφία που ακολουθείται είναι αυτή της τεχνικής ανάλυσης. Η φιλοσοφία αυτή απορρίπτει τη θεμελιώδη ανάλυση ως εργαλείο απόκτησης γνώσης της αξίας μιας εταιρείας και κατ' επέκταση των αξιόγραφων της. Αυτό που έχει σημασία για την τεχνική ανάλυση είναι το κλίμα που επικρατεί στη χρηματιστηριακή αγορά και κατ' επέκταση η συμπεριφορά των τιμών ενός αξιόγραφου κατά το παρελθόν σε συνεχείς περιόδους διαπραγμάτευσης.

Έτσι η τιμή μιας μετοχής και κατά συνέπεια η αξία που αποδίδεται σε μια εταιρεία δεν είναι συνάρτηση των χρηματοροών που απορρέουν αλλά των τιμών που διαμορφώθηκαν σε προηγούμενες περιόδους. Η τεχνική ανάλυση, μελετώντας ιστορικές τιμές προσπαθεί να αντλήσει πληροφορίες για μια συμπεριφορά που έγινε ώστε να γίνει επωφελής στους επενδυτές στο βαθμό που είναι επαναλήψιμη. Η αναγνώριση ενός κύκλου επαναληψιμότητας θα αποβεί επωφελής μόνον εφόσον κανείς ενεργήσει στην αρχή και ενώ ακόμη ο κύκλος μόλις άρχισε να διαγράφει την τροχιά του.

Η τεχνική ανάλυση διακρίνεται σε διάφορα είδη ανάλογα με τις αρχές στις οποίες βασίζεται. Η παλαιότερη και η πλέον γνωστή είναι αυτή της δημιουργίας διαγραμμάτων και σχημάτων όπου παρατηρώντας τις μεταβολές των τιμών επιδιώκεται να διαπιστωθεί η ύπαρξη τους με προβλεπόμενη κατ' ακολουθία εξέλιξη. Τα διάφορα σχήματα και σχεδιασμοί πιστεύεται ότι αντικατοπτρίζουν την ακολουθία αγορών και πωλήσεων, τη συγκέντρωση και κατανομή χρημάτων ή την ψυχολογία της αγοράς.

Κατά μία άλλη άποψη η δημιουργία διαφόρων σχεδιασμών είναι το συνολικό άθροισμα διαφόρων κύκλων, που αντικατοπτρίζουν διάφορα φαινόμενα όπως η ύπαρξη σημάδιων στον ήλιο (sun spots), οι κλιματολογικές συνθήκες και οι τιμές αξιόγραφων. Τέλος, μια άλλη κατηγορία τεχνικών αναλυτών μελετά το σφυγμό της αγοράς. Κατ' αυτήν εάν είναι πολλοί αυτοί που πιστεύουν ότι η αγορά θα έχει άνοδο,

τότε η αγορά είναι έτοιμη για πτώση καθώς αυτοί θα επιζητήσουν να αποκομίσουν τα κέρδη τους, και αντίστροφα.

### **2.1.5. Οι Ικανότητες των Διαχειριστών των Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

Η αποδοτικότητα που επιτυγχάνουν τα αμοιβαία κεφάλαια είναι ένα πρώτο στοιχείο που υποδηλώνει την ύπαρξη ικανότητας των διαχειριστών να εφαρμόσουν κατάλληλη επενδυτική πολιτική. Όμως, δεν θα πρέπει να παραβλεφθεί το γεγονός ότι η καλή αποδοτικότητα σε ένα συγκεκριμένο έτος μπορεί να οφείλεται σε τυχαίους παράγοντες και εξελίξεις στην κεφαλαιαγορά και όχι στις όποιες ικανότητες διαθέτουν οι διαχειριστές. Για να διαπιστωθούν οι τυχόν ικανότητες που διαθέτουν οι διαχειριστές, θα πρέπει να υπάρχει χρονική συνέχεια και συνέπεια στην αποδοτικότητα. Έτσι, εάν ένα αμοιβαίο κεφάλαιο έχει επιτύχει καλή αποδοτικότητα ένα έτος αναμένεται να συνεχίσει παρόμοια αποδοτικότητα και στο μέλλον.

Αντίθετα, εάν ένα αμοιβαίο κεφάλαιο έχει καταλήξει σε κακή αποδοτικότητα το ένα έτος είτε για λόγους τυχαίους ή κακής επενδυτικής πολιτικής, θα πρέπει στα επόμενα έτη να αντιστρέψει την εικόνα του και να οδηγηθεί σε καλή αποδοτικότητα. Εάν δεν παρατηρηθεί παρόμοια συμπεριφορά στην αποδοτικότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι πολύ δύσκολο να υιοθετηθεί η άποψη για την ύπαρξη διαχειριστικών ικανοτήτων.

Η ύπαρξη διαχειριστικών ικανοτήτων σε ορισμένους διαχειριστές εξ ορισμού είναι συνυφασμένη με την ύπαρξη επαναληπτικότητας στις σχετικές αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων. Διαχειριστές με σημαντικές ικανότητες αναμένονται να επαναλαμβάνουν τις επιτυχίες τους και αναλόγως, διαχειριστές με υποδεέστερες ικανότητες αναμένεται να επαναλαμβάνουν τις αποτυχίες τους. Βέβαια, σε μια ανταγωνιστική αγορά, οι συνεχείς αποτυχίες θα πρέπει να οδηγήσουν, είτε σε διάλυση του αμοιβαίου κεφαλαίου ή και σε απόρριψη των ανίκανων διαχειριστών. Επίσης, σε μια ώριμη αγορά, η διαδικασία της μάθησης βοηθά τους άπειρους διαχειριστές να βελτιώνουν τις αποδόσεις τους δια μέσω του χρόνου ώστε η επαναληπτικότητα των κακών αποδόσεων να φθίνει.

Όμως, ο βαθμός ανταγωνισμού και ο τρόπος μέτρησης της αποδοτικότητας, υπό τη σχετική μορφή είναι πιθανόν να μην επιτρέψει τη διακοπή της επαναληπτικότητας στις κακές αποδόσεις. Η ικανότητα των διαχειριστών (εφόσον υπάρχει) αποτυπώνεται στην αποδοτικότητα του αμοιβαίου κεφαλαίου άσχετα με ποιο τρόπο εκφράζεται στο πλαίσιο της εφαρμογής της επενδυτικής πολιτικής. Μπορεί όμως να

διακριθεί σε δύο βασικές διαστάσεις: Ικανότητα επιλογής αξιόγραφων και ικανότητα επιλογής χρονικής τοποθέτησης. Η δυνατότητα διάκρισης μεταξύ των δύο ικανοτήτων επιτρέπει την αξιολόγηση των διαχειριστών με βάση τις υπηρεσίες που προσφέρουν.

### **1. Ικανότητα επιλογής αξιόγραφων**

Ένα από τα βασικά καθήκοντα των διαχειριστών είναι η επιλογή αξιόγραφων στο χαρτοφυλάκιο από ένα μεγάλο πληθυσμό αξιόγραφων που προσφέρεται. Και ενώ η σύγχρονη θεωρία του χαρτοφυλακίου προτείνει την κατανομή της επένδυσης μεταξύ του ακίνδυνου αξιόγραφου και του χαρτοφυλακίου της αγοράς, καλώς διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια αξιόγραφων που εμπεριέχουν αξιόγραφα με δυνητική απόδοση μεγαλύτερη της προσδοκώμενης επιτρέπουν στο αμοιβαίο κεφάλαιο να επιτύχει αποδόσεις μεγαλύτερες ενός συγκρίσιμου δείκτη.

Με άλλα λόγια η ανεύρεση και ένταξη στο χαρτοφυλάκιο αξιόγραφων που είναι υποτιμημένα καθώς και η πώληση αξιόγραφων του χαρτοφυλακίου που έχουν υπερτιμηθεί είναι δραστηριότητες που θα συνεισφέρουν στη μεγιστοποίηση των αποδόσεων και χαρακτηρίζουν την ικανότητα επιλογής αξιόγραφων των διαχειριστών. Έλλειψη αυτής της ικανότητας δεν θα επιτρέψει τη μεγιστοποίηση των αποδόσεων και μπορεί να επηρεάσει αρνητικά την αποδοτικότητα του αμοιβαίου κεφαλαίου εφόσον στα άλλα αμοιβαία κεφάλαια οι διαχειριστές έχουν ικανότητες επιλογής αξιόγραφων.

Η πιο ολοκληρωμένη μελέτη για το θέμα των ικανοτήτων των διαχειριστών μέχρι σήμερα είναι αυτή των Daniel, Grinblatt, Titman και Wermers (1997). Σε μια εικοσαετή περίοδο (1975-1994), συνέλεξαν 2.500 μετοχικά κεφάλαια και κατέγραψαν τις τριμηνιαίες εκθέσεις τους, για τη σύνθεση των χαρτοφυλακίων τους. Οι αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν βασίζονται στην καθαρή αξία μεριδίου στην αρχή και το τέλος της περιόδου, αλλά στις αποδόσεις των ατομικών αξιόγραφων που περιέχονται στο χαρτοφυλάκιο για την ίδια περίοδο σταθμισμένες όπως τα αξιόγραφα σταθμίζονται στην εξαμηνιαία έκθεση κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου.

Αυτές οι υποθετικές αποδόσεις επιτρέπουν την καλύτερη σύγκριση με ενδεικτικούς δείκτες καθώς απαλείφεται το πρόβλημα που δημιουργούν τα διαχειριστικά έξοδα στον υπολογισμό της απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων. Περαιτέρω, δημιουργούνται 125 παθητικά χαρτοφυλάκια για όλη τη χρονική περίοδο που αντικατοπτρίζουν τα βασικά χαρακτηριστικά κάθε αξιόγραφου: 1) η αγοραία τιμή

μετοχικού κεφαλαίου, 2) η αναλογία λογιστικής προς αγοραία τιμή και 3) η στιγμιαία κατάσταση του αμοιβαίου κεφαλαίου όπως αντικατοπτρίζεται στην απόδοση του προηγούμενου έτους. Αφαιρώντας από την απόδοση του αξιόγραφου την απόδοση ενός από τα 125 παθητικά χαρτοφυλάκια που αντανακλά τα τρία ανωτέρω χαρακτηριστικά, δημιουργείται η επί πλέον απόδοση του αξιόγραφου. Σταθμίζοντας όλα τα αξιόγραφα του χαρτοφυλακίου δημιουργείται η επί πλέον απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Ύστερα από αλληπάλληλες στατιστικές μετρήσεις, οι Daniel, Grinblatt, Titman και Wermers καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι μέσοι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων διαθέτουν ικανότητες επιλογής αξιόγραφων με αποτέλεσμα να υπερτερούν των απλών μηχανικών κανόνων επένδυσης. Βέβαια το μέγεθος υπεροχής στις αποδόσεις είναι μικρό, λιγότερο του 1%. Ικανότητα ορθής επιλογής αξιόγραφων των διαχειριστών διαπιστώθηκε και από τους Ferson και Schadt (1996) και Ferson και Warther (1996) σε ένα δείγμα 63 αμοιβαίων κεφαλαίων στην περίοδο 1968-1990.

## **2. Ικανότητα επιλογής χρονικής τοποθέτησης**

Πέραν της ορθής επιλογής των αξιόγραφων και διαρκούς αναθεώρησης του χαρτοφυλακίου, οι διαχειριστές αναμένεται να διαθέτουν την ικανότητα να τοποθετούνται χρονικά κατάλληλα στην αγορά. Για παράδειγμα, εάν ο γενικός δείκτης του χρηματιστηρίου παρουσιάζει σημαντική άνοδο, οι ικανοί διαχειριστές θα πρέπει να έχουν ήδη τοποθετηθεί, δηλαδή αγοράσει αξιόγραφα. Αντίθετα, εάν το χρηματιστήριο, σημειώνει σημαντική πτώση, οι ικανοί διαχειριστές θα έπρεπε να έχουν ήδη πωλήσει.

Σε μια τέτοια περίπτωση θα έπρεπε να είχαν τοποθετήσει τα χρήματά τους σε ακίνδυνες επενδύσεις όπως είναι τα έντοκα γραμμάτια δημοσίου ή τα ομόλογα. Τα χρήματα αυτά παραμένουν σε ακίνδυνες και εύκολα ρευστοποιήσιμες μορφές επενδύσεων μέχρις ότου θεωρηθεί ότι η πτώση του χρηματιστηρίου έχει ολοκληρωθεί. Τότε τα χρήματα επανατοποθετούνται σε κίνδυνο-φόρα αξιόγραφα ανάλογα με την επιλογή των διαχειριστών. Οι επενδύσεις παραμένουν στο χρηματιστήριο έως ότου θεωρηθεί ότι η άνοδος του χρηματιστηρίου έχει ολοκληρωθεί. Στην περίπτωση αυτή ρευστοποιούνται οι επενδύσεις και τοποθετούνται σε ακίνδυνα αξιόγραφα μέχρις ότου ολοκληρωθεί η πτώση του χρηματιστηρίου, και ούτω καθεξής.

Στην ανωτέρω περιγραφή η επιλογή των κατάλληλων αξιόγραφων δεν είναι προϋπόθεση για την επιτυχία της στρατηγικής χρονικής τοποθέτησης. Με τη δημιουργία ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου, οι διαχειριστές επωφελούνται από τις μεταπτώσεις της χρηματιστηριακής αγοράς καταφεύγοντας σε ασφαλείς τοποθετήσεις σε περίπτωση πτώσης του χρηματιστηρίου και εγκαταλείποντας την ασφάλεια μιας μικρής απόδοσης για πολύ μεγαλύτερες αποδόσεις πριν την άνοδο του χρηματιστηρίου. Η τυχόν κατάλληλη επιλογή των αξιόγραφων στο χαρτοφυλάκιο θα μεγιστοποιούσε την απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου ακόμη περισσότερο, όμως δεν θα την αναιρούσε. Η επιλογή κατάλληλης χρονικής τοποθέτησης στην αγορά αποδίδει σημαντικά υψηλές αποδόσεις. Χαρακτηρίζεται από την πρόβλεψη των σημείων μεταβολής του δείκτη του χρηματιστηρίου και για το λόγο αυτό κυρίως χρησιμοποιείται η τεχνική ανάλυση.

Στρατηγικές χρονικής τοποθέτησης εκτελούνται μόλις ο δείκτης χρηματιστηρίου φθάσει συγκεκριμένα σημεία στήριξης. Τα σημεία αυτά προσδιορίζονται από διάφορες τεχνικές ανάλυσης αλλά συχνά καταλήγουν να είναι τα ίδια για ένα αριθμό τεχνικών αναλύσεων και διαχειριστών. Το αποτέλεσμα της ταυτόχρονης εφαρμογής παρόμοιων στρατηγικών συχνά καταλήγει να επιτείνει την πτώση ή την άνοδο του χρηματιστηρίου εισάγοντας μεγάλη μεταβλητότητα και απειλώντας με αποσταθεροποίηση ολόκληρη την αγορά. Παρά την υψηλότερη απόδοση που μπορεί να επιφέρει, η εφαρμογή μιας απόλυτα επιτυχούς χρονικής τοποθέτησης στην αγορά δεν αναμένεται από κανένα διαχειριστή.

Αντίθετα, αναμένεται μια μέση ικανότητα όπου οι διαχειριστές δεν θα καθυστερήσουν σε σχέση με την αγορά να αντιληφθούν την αλλαγή κλίματος στην κεφαλαιαγορά και να ενεργήσουν άμεσα ώστε το αμοιβαίο κεφάλαιο να μπορεί να μοιρασθεί κάποια από τα οφέλη που προκύπτουν. Η εύλογη αδυναμία των διαχειριστών να προβλέπουν απόλυτα τις κύριες αλλαγές της αγοράς είναι γενικό φαινόμενο.

Στις ΗΠΑ όπου ο ανταγωνισμός μεταξύ θεσμικών επενδυτών είναι ιδιαίτερα οξύς, οδήγησε τους διαχειριστές να προσφέρουν αμοιβαία κεφάλαια όπου οι επενδύσεις θα ήταν εξασφαλισμένες ως προς ένα ελάχιστο ποσοστό απόδοσης παρόμοιο με την απόδοση του ακίνδυνου αξιόγραφου ενώ ταυτόχρονα διεκδικούσαν απεριόριστες αποδόσεις ανάλογα με την εξέλιξη του δείκτη τιμών του χρηματιστηρίου.

Το είδος της επένδυσης αυτής που ονομάζεται "εξασφαλισμένο χαρτοφυλάκιο" (portfolio insurance) ομοιάζει με ένα χαρτοφυλάκιο κινδυνόφορων αξιόγραφων και μια επένδυση σε ακίνδυνο αξιόγραφο. Η υβριδική αυτή μορφή του συνολικού

χαρτοφυλακίου επιτρέπει μια ελάχιστη απόδοση σε περιόδους πτώσης του χρηματιστηρίου και απεριόριστη απόδοση σε περίοδο ανόδου. Οι Gallo και Swanson (1996) χρησιμοποίησαν διεθνή αμοιβαία κεφάλαια για να διαπιστώσουν μεταξύ άλλων τυχόν ικανότητα χρονικής τοποθέτησης των διαχειριστών. Παρόλο που τα στατιστικά αποτελέσματα υποδεικνύουν ότι τα διεθνή αμοιβαία κεφάλαια επέτυχαν υπέρμετρες αποδόσεις στην περίοδο 1985-1993, οι διαχειριστές επέδειξαν ανικανότητα να τοποθετηθούν χρονικά κατάλληλα στην αγορά. Τις υπέρμετρες αποδόσεις σε σχέση με παθητικές στρατηγικές τις αποδίδουν στην ικανότητα των διαχειριστών να κάνουν ορθή επιλογή αξιόγραφων.

Η έλλειψη ικανότητας ή και ανικανότητας που υποστηρίχθηκε μέσα από τις κλασικές μεθοδολογίες για την επιλογή χρονικής τοποθέτησης των διαχειριστών είναι πιθανόν να οφείλεται σε λανθασμένη περιγραφή του υποδείγματος. Οι Ferson και Schadt (1966) και Ferson και Warther (1996) υποστήριξαν ότι οι υποθέσεις των κλασικών υποδειγμάτων ανάλυσης των ικανοτήτων των διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων δεν ισχύουν στην πράξη και επομένως τα αποτελέσματά τους δεν μπορούν να θεωρηθούν ότι εξηγούν τις ικανότητες των διαχειριστών. Οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι οι διαχρονικές μεταβολές στις προσδοκώμενες αποδόσεις και τον κίνδυνο τους δημιουργούν στατιστικά προβλήματα με αποτέλεσμα οι μετρήσεις της αποδοτικότητας να μην είναι αξιόπιστες.

Περαιτέρω οι συγγραφείς προτείνουν τον υπολογισμό της αποδοτικότητας υπό την αίρεση ότι λαμβάνονται υπόψη σχετικές υπάρχουσες δημόσιες πληροφορίες. Θεωρώντας ότι η κεφαλαιαγορά έχει αποτελεσματικότητα μέσης ισχύος (semi-strong efficient), η ικανότητα της χρονικής τοποθέτησης μετράται όχι σε σχέση με τις υπάρχουσες δημόσιες πληροφορίες αλλά αφού ληφθεί υπόψη πληροφόρηση που προσφέρουν μεταβλητές προηγούμενων περιόδων. Τέτοιες μεταβλητές περιλαμβάνουν μεταξύ άλλων τη μερισματική απόδοση, τη διαφορά μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων αποδόσεων ομολόγων του δημοσίου και του ιδιωτικού τομέα.

Στα εμπειρικά αποτελέσματα 67 μετοχικών κυρίως αμοιβαίων κεφαλαίων στην περίοδο 1968-1990 που παραθέτουν οι Ferson και Schadt (1996), και Ferson και Wanther (1996), οι διαχειριστές χαρακτηρίζονται από ανικανότητα χρονικής τοποθέτησης σύμφωνα με τα κλασικά υποδείγματα. Όμως, λαμβάνοντας υπόψη τις σχετικές μεταβλητές στο υπό αίρεση υπόδειγμα τους, οι Ferson και Schadt παρουσίασαν αποτελέσματα όπου η ανικανότητα των διαχειριστών παύει να



εμφανίζεται και αντικαθίσταται από έλλειψη ικανότητας επιλογής χρονικής τοποθέτησης.

Το συμπέρασμα αυτό είναι περισσότερο αποδεκτό στην πράξη καθώς αποδεικνύεται από την ύπαρξη τεχνικών που έχουν ως αποτέλεσμα να διατηρήσουν κάποια ελάχιστα χαρακτηριστικά της επιτυχούς επιλογής χρονικής τοποθέτησης (π.χ. εξασφάλιση χαρτοφυλακίου). Επίσης το γεγονός εφαρμογής εκ μέρους των διαχειριστών δυναμικών στρατηγικών που περιλαμβάνουν την αγοραπωλησία δικαιωμάτων δημιουργούν προβλήματα αναγνώρισης της ικανότητας επιλογής χρονικής τοποθέτησης. Μια μεθοδολογία που υπολογίζει την ικανότητα χρονικής τοποθέτησης με βάση πληροφορίες πέραν αυτών που είναι ήδη δημόσια γνωστές, αφαιρώντας αποδόσεις που οφείλονται σε εφαρμογή δυναμικών στρατηγικών, είναι περισσότερο κατάλληλη στο πλαίσιο ενός διαρκώς μεταβαλλόμενου περιβάλλοντος.

Οι μεταβολές αυτές που οφείλονται κατά κύριο λόγο στην εναλλαγή των οικονομικών κύκλων οδηγούν σε μεταβολή των προσδοκώμενων αποδόσεων και του συστηματικού ρίσκου. Η μεταβολή του τελευταίου είναι πιθανόν να μην οφείλεται σε μεταβολή διαχειριστική αλλά απλά στη μεταβολή του ενεργητικού που προκαλείται από τη μεταβολή της προσδοκώμενης απόδοσης.

#### **2.1.6 Οι “Ελληνικές” Α.Ε.Δ.Α.Κ**

Ο συνολικός αριθμός των Α.Ε.Δ.Α.Κ που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα όπως έχουμε ήδη αναφέρει αριθμεί πλέον τις 20, σύμφωνα με την Ένωση Θεσμικού Επενδυτή. Στον πρώτο πίνακα παρακάτω αναφέρονται τα ονόματα των 20 ελληνικών Α.Ε.Δ.Α.Κ. ενώ δίνονται και στοιχεία αναφορικά με το συνολικό αριθμό των διαπραγματεύσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων που έχει η κάθε εταιρία, το συνολικό ενεργητικό της κάθε μιας και το αντίστοιχο μερίδιο αγοράς για την κάθε μία στις 28/9/2012.

A/A	A.Ε.Δ.Α.Κ.	Συν. Α/Κ	Συνολικό Ενεργητικό σε € την 28/09/2012	Μερίδιο Αγοράς 28/09/2012
1	Eurobank EFG Asset Management A.Ε.Δ.Α.Κ.	90	1.699.451.451,68	31,66%
2	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.Ε.Δ.Α.Κ.	27	926.144.006,11	17,25%
3	ALPHA ASSET MANAGEMENT A.Ε.Δ.Α.Κ.	23	792.035.010,77	14,75%
4	A.Ε.Δ.Α.Κ. ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ	2	435.231.602,62	8,11%
5	T.T. ΕΛΤΑ A.Ε.Δ.Α.Κ.	11	290.990.610,69	5,42%
6	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT A.Ε.Δ.Α.Κ.	11	187.709.661,29	3,50%
7	MetLife Alico A.Ε.Δ.Α.Κ.	23	175.113.217,71	3,26%
8	ΑΤΕ A.Ε.Δ.Α.Κ.	11	137.974.453,70	2,57%
9	ALPHA TRUST A.Ε.Δ.Α.Κ.	12	113.106.506,32	2,11%
10	HSBC (ΕΛΛΑΣ) A.Ε.Δ.Α.Κ.	8	87.640.173,32	1,63%
11	PROBANK A.Ε.Δ.Α.Κ.	4	87.413.468,61	1,63%
12	AMUNDI ΕΛΛΑΣ A.Ε.Δ.Α.Κ.	4	79.599.275,18	1,48%
13	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT A.Ε.Δ.Α.Κ.	13	73.431.100,38	1,37%
14	ALLIANZ A.Ε.Δ.Α.Κ.	7	57.128.498,63	1,06%
15	ΑΤΤΙΚΑ WEALTH MANAGEMENT A.Ε.Δ.Α.Κ.	7	54.247.600,18	1,01%
16	ING A.Ε.Δ.Α.Κ.	3	54.116.339,77	1,01%
17	MILLENNIUM A.Ε.Δ.Α.Κ.	9	40.007.167,88	0,75%
18	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT A.Ε.Δ.Α.Κ.	10	37.461.434,78	0,70%
19	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT A.Ε.Δ.Α.Κ.	9	25.874.278,15	0,48%
20	INTERNATIONAL A.Ε.Δ.Α.Κ.	4	13.679.905,51	0,25%
	<b>ΣΥΝΟΛΑ</b>	<b>288</b>	<b>5.368.355.763,28</b>	<b>100,00%</b>

Πίνακας 2.1: Ενεργητικό και Μερίδιο Αγοράς Ελληνικών Α.Ε.Δ.Α.Κ 28/9/2012

Στον επόμενο πίνακα βλέπουμε πως κατανέμεται το συνολικό ενεργητικό της κάθε μία εταιρίας στις κατηγορίες των αμοιβαίων κεφαλαίων που έχουμε ήδη αναλύσει, και έτσι μπορούμε να βγάλουμε χρήσιμα συμπεράσματα αναφορικά με το που δείχνει μεγαλύτερη δυναμική και επενδυτικό ενδιαφέρον η κάθε Α.Ε.Δ.Α.Κ.

No	Εταιρείες Διαχείρισης Α/Κ	Κατανομή Ενεργητικού των Α/Κ που διαχειρίζεται η κάθε ΑΕΔΑΚ								
		Χρηματαγοράς			Ομολογιακά	Μικτά	Μετοχικά	Funds of Funds	Δείκτη	Σύνθετα
		Βραχ	Δ.Διαθ	ΣΥΝΟΛΟ						
1	ALLIANZ Α.Ε.Δ.Α.Κ.		7,29%	7,29%	18,38%	47,34%	27,00%			
2	ALPHA ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.		14,75%	14,75%	20,63%	8,75%	29,84%	15,45%	1,99%	8,59%
3	ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ.	5,06%		5,06%	10,12%	14,96%	64,67%	5,19%		
4	AMUNDI ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ.		14,64%	14,64%	28,20%		57,17%			
5	ATTICA WEALTH MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.		2,66%	2,66%	40,98%	39,44%	13,80%	3,12%		
6	Eurobank EFG Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ.	13,54%	7,36%	20,90%	9,26%	1,15%	15,22%	10,87%		42,59%
7	HSBC (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε.Δ.Α.Κ.	18,89%		18,89%	9,93%	10,00%	61,17%			
8	ING Α.Ε.Δ.Α.Κ.	9,03%		9,03%		12,76%	78,21%			
9	INTERNATIONAL Α.Ε.Δ.Α.Κ.		9,79%	9,79%	22,28%	23,47%	44,47%			
10	MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.		65,06%	65,06%	2,68%		15,94%	16,32%		
11	MILLENNIUM Α.Ε.Δ.Α.Κ.		5,47%	5,47%	4,13%		64,97%	25,43%		
12	MetLife Alico Α.Ε.Δ.Α.Κ.		7,59%	7,59%	44,83%	13,44%	18,96%	7,04%	8,14%	
13	PROBANK Α.Ε.Δ.Α.Κ.		91,86%	91,86%	3,66%	0,37%	4,10%			
14	Α.Ε.Δ.Α.Κ. ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ				31,14%	68,86%				
15	ΑΤΕ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	2,69%		2,69%	19,32%	39,38%	35,27%	3,34%		
16	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.		2,24%	2,24%	42,66%	11,17%	21,74%	12,61%	0,59%	8,99%
17	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.				50,72%	4,14%	45,14%			
18	ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.		5,69%	5,69%	23,40%	13,71%	49,90%	6,88%		0,43%
19	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.	26,23%	6,97%	33,19%	24,78%	6,76%	24,82%	10,44%		
20	Τ.Τ. ΕΛΤΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ.		86,25%	86,25%	8,29%	3,65%	1,80%			

Πίνακας 2.2: Κατανομή Ενεργητικού των Α/Κ που Διαχειρίζεται η κάθε Α.Ε.Δ.Α.Κ 28/9/2012

## 2.2 ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ

### 2.2.1. Θεματοφύλακας

Σύμφωνα με το άρθρο 8 παρ. 1 και 2 Ν.3283/2004, η φύλαξη των στοιχείων του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου ανατίθεται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ, κατόπιν αδείας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σε ένα θεματοφύλακα. Ο νόμος προβλέπει ότι Θεματοφύλακας μπορεί να είναι μια τράπεζα του εσωτερικού ή του εξωτερικού που έχει έδρα στην Ελλάδα ή σε χώρα μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ο θεματοφύλακας έχει την ευθύνη της εξασφάλισης των περιουσιακών στοιχείων για λογαριασμό των μεριδιούχων. Ο ρόλος του θεματοφύλακα είναι ιδιαίτερα σημαντικός για το λόγο ότι εγγυάται την ασφάλεια των χρημάτων των επενδυτών και περιφρουρεί τα συμφέροντα τους από τυχόν κακή διαχείριση της εταιρίας διαχείρισης, μέσω αυστηρών ελέγχων που διενεργεί. Έτσι αναλαμβάνει την ευθύνη είσπραξης τόκων και μερισμάτων καθώς και τις χρηματοροές από πωλήσεις μετοχών ή άλλων αξιόγραφων ενώ πραγματοποιεί τις πληρωμές για αγορά κινητών αξιών. Γενικά ο μεριδιούχος αναλαμβάνει καθήκοντα ταμεία και ευθύνεται απέναντι στην Α.Ε.Δ.Α.Κ και τους μεριδιούχους για κάθε αμέλεια ως προς την εκπλήρωση των υποχρεώσεων του. Η ευθύνη δεν μετατίθεται σε περίπτωση ανάθεσης φύλαξης κινητών αξιών σε άλλη τράπεζα ή ίδρυμα. Ο θεματοφύλακας υποχρεούται να εκτελεί τις εντολές της Α.Ε.Δ.Α.Κ εκτός εάν είναι παράνομες ή αντιβαίνουν τον κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου, παράλληλα η Α.Ε.Δ.Α.Κ είναι υποχρεωμένη να παρακολουθεί το θεματοφύλακα για την ορθή εκτέλεση των εντολών της. Με τις υποχρεώσεις αυτές που έχουν εκατέρωθεν, ο θεματοφύλακας και η Α.Ε.Δ.Α.Κ οφείλουν να ενεργούν ανεξάρτητα μεταξύ τους και με γνώμονα το συμφέρον των μεριδιούχων.

### 2.2.2. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αποτελεί νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου με ίδιου πόρους, λειτουργεί αποκλειστικά χάριν του δημοσίου συμφέροντος και απολαμβάνει λειτουργικής ανεξαρτησίας και διοικητικής αυτοτέλειας. Ο νόμος που όρισε την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως το κατεξοχήν εποπτικό και ελεγκτικό όργανο ήταν ο 1969/1991. Η λειτουργία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς δεν βαρύνει τον κρατικό προϋπολογισμό, οι δε πόροι της προέρχονται από τέλη και εισφορές που βαρύνουν του εποπτευόμενους φορείς.

### 2.2.3 Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Είναι μια αστική μη κερδοσκοπική εταιρία στην οποία τακτικά μέλη μπορούν να είναι:

- Ανώνυμες εταιρίες των οποίων καταστατικός σκοπός είναι η διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων και οι οποίες υπάγονται στο πεδίο εφαρμογής των Νόμων 3283/2004 (Α.Ε. Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων) και 2778/1999 (Α.Ε. Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων σε ακίνητη περιουσία).
- Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων οι οποίες υπάγονται στο πεδίο εφαρμογής των Νόμων 3371/2005 (Α.Ε. Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου) και 2778/1999 (Α.Ε. Επενδύσεων σε Ακίνητη περιουσία).
- Εταιρία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών του Νόμου 3606/2007 που παρέχουν την επενδυτική υπηρεσία της διαχείρισης επενδυτικών χαρτοφυλακίων πελατών τους.

Στόχος του εν λόγω οργανισμού αποτελεί η διασφάλιση της ακεραιότητας της αγοράς, ο περιορισμός του συστηματικού κινδύνου και η προστασία του επενδυτικού κοινού με την προώθηση της διαφάνειας.

### 2.2.4. Το Δίκτυο Διανομής

Αποτελεί σημαντική δύναμη ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, αφού μέσω αυτού προσελκύεται ο μεγαλύτερος αριθμός των πελατών. Όσο πυκνότερο είναι το δίκτυο, τόσο μεγαλύτερη είναι και η δυνατότητα αυξημένων πωλήσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου, ενώ τόσο μεγαλύτερη είναι και η εξυπηρέτηση των μεριδιούχων.

### 2.2.5. Οι Χρηματιστηριακές Εταιρίες

Οι χρηματιστηριακές εταιρίες λαμβάνουν από τον θεματοφύλακα τις εντολές αγοράς και πώλησης χρεογράφων, κατόπιν συνεννόησης αυτού με την εταιρία διαχείρισης. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ, λόγω των τεραστίων κεφαλαίων που διαχειρίζεται και λόγω της συχνότητας που εκτελεί χρηματιστηριακές πράξεις, αντιμετωπίζεται από τις χρηματιστηριακές εταιρίες όπως αντιμετωπίζεται ένας οποιοσδήποτε μεγάλος πελάτης και εισπράττουν την ανάλογη προμήθεια επί των αγοραπωλησιών.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup> Ο ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ

### 3.1 Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Όλες οι επενδύσεις έχουν κάποιο κίνδυνο. Ο κίνδυνος δεν είναι τίποτε άλλο παρά η πιθανότητα να μην επιτευχθεί η προσδοκώμενη απόδοση την οποία ανέμενε ο επενδυτής. Για παράδειγμα στα μετοχικά και στα ξένα αμοιβαία κεφάλαια, η πιθανότητα μη επίτευξης της προσδοκώμενης απόδοσης είναι μεγαλύτερη λόγω της φύσεως της επένδυσης ενώ είναι μικρότερη στα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια και στα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων.

Ο επενδυτικός κίνδυνος όσα αφορά τα αμοιβαία κεφάλαια διακρίνεται σε δύο βασικές κατηγορίες:

#### A) ΜΗ ΣΥΣΤΗΜΑΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ ή ΕΙΔΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ

#### B) ΣΥΣΤΗΜΑΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ ή ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

#### A) ΜΗ ΣΥΣΤΗΜΑΤΙΚΟΣ Ή ΕΙΔΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ

Ο μη συστηματικός ή ειδικός κίνδυνος (specific risk) αναφέρεται στην ίδια την εταιρεία και κατά συνέπεια στην μετοχή της. Π.χ επιδόσεις της εταιρείας όπως ρευστότητα, πωλήσεις, κέρδη, ανάπτυξη, δανεισμός.



Διάγραμμα 3.1: Μη Συστηματικός ή Ειδικός Κίνδυνος

Σύμφωνα με την διαγραμματική παρουσίαση του ειδικού κινδύνου όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός των μετοχών στο χαρτοφυλάκιο τόσο μικρότερος είναι ο ειδικός κίνδυνος για τα αμοιβαία κεφάλαια. Ο στόχος του επενδυτή είναι η διατήρηση σε χαμηλά επίπεδα του μη συστηματικού κινδύνου. Ο μη συστηματικός κίνδυνος μπορεί να αντιμετωπισθεί από τον επενδυτή αφού σχετίζεται με την ίδια την εταιρεία και κατά

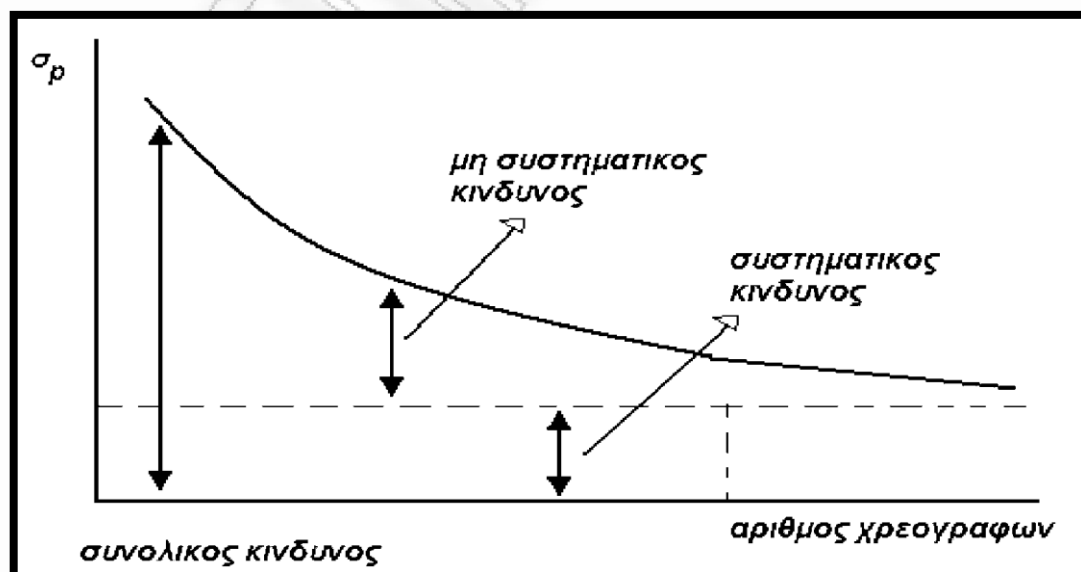
συνέπεια την μετοχή της. Εάν οι επιδόσεις τις εταιρείας (ρευστότητα, πωλήσεις, κέρδη, δείκτης ανάπτυξης, απόδοση μετοχής, δανεισμός) δεν είναι καλές τότε ο μη συστηματικός κίνδυνος είναι μεγάλος και μπορεί να μειωθεί με την πώληση ορισμένων αμοιβαίων κεφαλαίων και την αντικατάστασή τους με αμοιβαία κεφάλαια άλλων εταιριών με καλύτερες αποδόσεις.

## **Β) ΣΥΣΤΗΜΑΤΙΚΟΣ Ή ΓΕΝΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ**

Ο συστηματικός ή γενικός κίνδυνος (market risk) οφείλεται σε παράγοντες που επηρεάζουν γενικά την οικονομία μίας χώρας Π.χ. Εγχώριες και διεθνείς οικονομικές εξελίξεις (πληθωρισμός, επιτόκια φορολογία κ.α.) και πολιτικά γεγονότα. Διαγραμματικά αν θέλαμε να τον παρουσιάσουμε θα ήταν σαν μια παράλληλη γραμμή σε σχέση με την καμπύλη του αριθμού χρεογράφων από την διαγραμματική παρουσίαση που κάναμε στον μη συστηματικό ή ειδικό κίνδυνο προηγουμένως. Θα πρέπει να γνωρίζουμε αναφορικά με τον γενικό κίνδυνο ότι όσο κι αν μεγαλώνει ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων στο χαρτοφυλάκιο μας ο γενικός κίνδυνος είναι σταθερός και ο επενδυτής δεν μπορεί να τον περιορίσει.

Από τη διαγραμματική παρουσίαση του γενικού και του ειδικού κινδύνου που ακολουθεί παρακάτω βγαίνουν δύο συμπεράσματα:

- 1) ότι χρειάζεται μεγαλύτερη προσοχή από τους επενδυτές των αμοιβαίων κεφαλαίων στον ειδικό κίνδυνο παρά στον γενικό .
- 2) ότι σε ένα σημείο αύξησης του αριθμού των μετόχων στο χαρτοφυλάκιο ο ειδικός κίνδυνος και ο γενικός κίνδυνος συναντιούνται και έχουμε ισορροπία όσο αφορά το συνολικό κίνδυνο της επένδυσης των αμοιβαίων κεφαλαίων για τους επενδυτές.



Διάγραμμα 3.2: Συστηματικός και Μη Συστηματικός Κίνδυνος

## 3.2 Η ΜΕΤΡΗΣΗ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΟΣΟΝ ΑΦΟΡΑ ΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΤΗΝ ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΟΥΣ

Όπως είναι γνωστό η σχέση κινδύνου και διασποράς (αριθμού μετοχών) σε ένα χαρτοφυλάκιο είναι άμεσα συνδεδεμένες και μάλιστα όσο μεγαλώνει η διασπορά τόσο περιορίζεται ο κίνδυνος. Όταν όμως η διασπορά μεγαλώσει πολύ, ο κίνδυνος θα γίνει πολύ μικρός και εάν λάβουμε υπόψη μας την σχέση μεταξύ κινδύνου και απόδοσης τότε προκύπτει ότι σε πολύ μικρό κίνδυνο αντιστοιχεί πολύ μικρή απόδοση, φτάνοντας έτσι την τραπεζική κατάθεση.

### 3.2.1 Κίνδυνοι Χαρτοφυλακίου Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Στο σημείο αυτό μπορούμε να αναφέρουμε τους κινδύνους χαρτοφυλακίου αμοιβαίων κεφαλαίων όπως αυτοί ορίζονται στα ενημερωτικά δελτία των Α.Ε.Δ.Α.Κ.

1. Κίνδυνος αγοράς είναι ο κίνδυνος υποχωρήσεως του επιπέδου των τιμών της αγοράς, συνολικά ή ορισμένης κατηγορίας στοιχείων του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου και ο επακόλουθος επηρεασμός της τιμής των μεριδίων του.
2. Πιστωτικός κίνδυνος είναι ο κίνδυνος αδυναμίας εκπληρώσεως υποχρεώσεων εκ μέρους ενός εκδότη κινητών αξιών ή ενός αντισυμβαλλόμενου κατά την διενέργεια των συναλλαγών.
3. Κίνδυνος διακανονισμού είναι ο κίνδυνος να μην ολοκληρωθεί ομαλά ο διακανονισμός συναλλαγών επί χρηματοπιστωτικών μέσων, ειδικά εάν ο αντισυμβαλλόμενος δεν καταβάλλει χρήματα ή δεν παραδίδει τίτλους έγκαιρα σε εκπλήρωση των υποχρεώσεων του.
4. Κίνδυνος ρευστότητας είναι ο κίνδυνος αδυναμίας ρευστοποίησης στοιχείων του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου έγκαιρα και σε εύλογη τιμή.
5. Συναλλαγματικός κίνδυνος ο οποίος προέρχεται από το διαφορετικό είδος νομίσματος που μπορεί το κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο να επενδύει.
6. Κίνδυνος θεματοφυλακής είναι ο κίνδυνος απώλειας στοιχείων του ενεργητικού λόγω πράξεων ή παραλήψεων ή αφερεγγυότητας του θεματοφύλακα.



7. Κίνδυνος διασποράς είναι ο κίνδυνος που απορρέει από την περιορισμένη διασπορά των στοιχείων του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου.

8. Κίνδυνος αποδόσεως που σχετίζεται με τη διακύμανση της απόδοσης των στοιχείων του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου.

9. Κίνδυνος πληθωρισμού ο οποίος είναι ο κίνδυνος που σχετίζεται με την μείωση της απόδοσης του αμοιβαίου κεφαλαίου σε σταθερές τιμές λόγω της ανόδου του γενικού δείκτη τιμών του καταναλωτή.

10. Κίνδυνος κράτους, ο οποίος κίνδυνος σχετίζεται με το θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο του κράτους.

### **3.2.2. Μέθοδοι Μέτρησης του Επενδυτικού Κινδύνου**

Η αξιολόγηση των αμοιβαίων κεφαλαίων πρέπει να γίνεται σε βάθος χρόνου (ζετία-5ετία) λαμβάνοντας υπόψη την απόδοση, αλλά και τον κίνδυνο που αναλαμβάνει ο επενδυτής. Οι ακόλουθοι δείκτες αποτελούν του κυριότερους δείκτες που πρέπει να γνωρίζει ο επενδυτής κατά την επιλογή ενός αμοιβαίου κεφαλαίου.

#### 1.Τυπική απόκλιση

Δείκτης μέτρησης κινδύνου αμοιβαίου κεφαλαίου. Ο δείκτης μετράει την απόκλιση των ημερήσιων μεταβολών της καθαρής τιμής του μεριδίου από τη μέση απόδοση για το χρονικό διάστημα 1 έτους. Μεγάλη απόκλιση υποδηλώνει υψηλό κίνδυνο. Μεταξύ δύο αμοιβαίων με την ίδια απόδοση θεωρείται καλύτερο αυτό με τη χαμηλότερη τυπική απόκλιση (κίνδυνο). Ένα αμοιβαίο κεφάλαιο με μικρότερη τυπική απόκλιση από ένα άλλο με την ίδια απόδοση σημαίνει ότι είχε περισσότερη αποτελεσματική διαχείριση στο χαρτοφυλάκιο του αφού ο κίνδυνος που ανέλαβε ήταν μικρότερος. Ο δείκτης τυπικής απόκλισης χρησιμοποιείται ευρύτατα από τους επαγγελματίες του χρηματοοικονομικού τομέα και μέχρι στιγμής είναι ο μοναδικός δείκτης μέτρησης κινδύνου που επιβάλλεται να ανακοινώνει η κάθε ΑΕΔΑΚ για κάθε εξάμηνο.

#### 2.Sharpe ratio

Δείκτης Αποδοτικότητας αμοιβαίου κεφαλαίου. Μέσο μέτρησης της επιπλέον απόδοσης μιας επένδυσης έναντι μιας επένδυσης με μηδενικό κίνδυνο λαμβάνοντας

υπόψη και τον κίνδυνο της επένδυσης αυτής. Ως επένδυση με μηδενικό κίνδυνο θεωρείται το Ετήσιο Έντοκο Γραμμάτιο. Συγκριτικά, μεταξύ δύο αμοιβαίων με τον ίδιο ανά μονάδα κίνδυνο, θεωρείται καλύτερο αυτό που εμφανίζει μεγαλύτερη απόδοση και άρα τον υψηλότερο δείκτη αποδοτικότητας.

### 3.Duration

Δείκτης μέτρησης ευαισθησίας ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων. Σταθμικός μέσος όρος της χρονικής διάρκειας ενός ομολογιακού χαρτοφυλακίου αμοιβαίων κεφαλαίων. Ο εν λόγω δείκτης εκφράζεται σε έτη, και όσο υψηλότερο είναι το duration ενός χαρτοφυλακίου, π.χ. 8 έτη, τόσο μεγαλύτερη είναι η μεταβολή της αξίας του σε μια μεταβολή των επιτοκίων.

### 4.Beta

Μέτρηση του βαθμού ευαισθησίας Ο συντελεστής Beta εκφράζει το συστηματικό κίνδυνο χαρτοφυλακίου. Η συνήθης πρακτική για τον προσδιορισμό του Beta για αμοιβαία κεφάλαια είναι η χρησιμοποίηση μηνιαίων στοιχείων για μία περίοδο τριών ετών.

Σε μια αγορά όπου οι τιμές των μετοχών έχουν φτάσει σε υψηλά επίπεδα, τα οποία δεν δικαιολογούνται από τα οικονομικά στοιχεία των επιχειρήσεων, είναι προτιμότερο να διαθέτουμε στο χαρτοφυλάκιό μας μετοχές με μικρότερη τιμή συντελεστή Beta. Αντίθετα σε μία αγορά, η οποία βρίσκεται σε αδικαιολόγητα χαμηλά επίπεδα, είναι προτιμότερο να διαθέτουμε στο χαρτοφυλάκιό μας μετοχές με μεγαλύτερη τιμή συντελεστή Beta.

*Αν  $B=1$  σημαίνει ότι το χαρτοφυλάκιο ή η μετοχή έχουν κίνδυνο ίσο με τον κίνδυνο της αγοράς .*

*Αν  $B>1$  σημαίνει ότι το χαρτοφυλάκιο ή η μετοχή έχουν μεγαλύτερο κίνδυνο από το χαρτοφυλάκιο της αγοράς.*

*Αν  $B<1$  σημαίνει ότι το χαρτοφυλάκιο ή η μετοχή έχουν μικρότερο κίνδυνο από το χαρτοφυλάκιο της αγοράς.*

### 5. VaR

Δείκτης Μέτρησης Κινδύνου: Λαμβάνοντας υπόψη τις ιστορικές διακυμάνσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου, υποδηλώνει σε χρηματικές μονάδες (Ευρώ, Δολάριο ανάλογα με το νόμισμα αποτίμησης) τις μέγιστες απώλειες (για κάθε 100 μονάδες επένδυσης) που μπορεί να εμφανίσει το ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου για το 95% των

περιπτώσεων που τα χρηματιστήρια παρουσιάσουν απώλειες κατά τον επόμενο μήνα.

#### 6. Υπολογισμός του συντελεστή β

Ο συντελεστής β είναι η κλίση στην εξίσωση της γραμμικής παλινδρόμησης μεταξύ των αποδόσεων της μετοχής και των αποδόσεων της αγοράς, δηλαδή του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών ή του FTSE-ASE 20, που προκύπτει χρησιμοποιώντας ιστορικά δεδομένα και ονομάζεται εκτιμώμενο ή ιστορικό β. Αυτή η τιμή διαφέρει από τους συντελεστές που δίνονται ως προβλέψεις συνήθως από εμπορικές εταιρείες ή εκπαιδευτικά ιδρύματα (κυρίως στο εξωτερικό).

Έχει παρατηρηθεί ότι την περίοδο που κάνουμε μια πρόβλεψη, ο συντελεστής β είναι πιο κοντά στην μονάδα σε σχέση με τον ιστορικό β. Αυτό συμβαίνει γιατί ο ιστορικός συντελεστής β είναι μόνο μια εκτίμηση. Ο ιστορικός συντελεστής β που υπολογίζεται για μια μετοχή, είναι εν μέρει, μια συνάρτηση του πραγματικού υποκειμένου (αλλά άγνωστου) συντελεστή β και εν μέρει, του σφάλματος δειγματοληψίας. Εάν εκτιμήσουμε μια πολύ υψηλή τιμή για τον συντελεστή β, έχουμε αυξημένη πιθανότητα ότι έχουμε θετικό σφάλμα δειγματοληψίας, ενώ αν εκτιμήσουμε μια πολύ χαμηλή τιμή, έχουμε αυξημένη πιθανότητα ότι έχουμε αρνητικό σφάλμα δειγματοληψίας.

#### 7. Έλεγχος του Υποδείγματος Τιμολόγησης Κεφαλαιουχικών Περιουσιακών Στοιχείων ( Capital Asset Pricing Model – CAPM)

Χρησιμοποιώντας την μέση ετήσια απόδοση και τον συντελεστή β μπορούμε να κάνουμε Έλεγχο του Υποδείγματος Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Περιουσιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model – CAPM). Σύμφωνα με το CAPM η μέση απόδοση κάθε μετοχής θα πρέπει να συνδέεται γραμμικά με τον συντελεστή β. Υποθέτοντας ότι τα ιστορικά δεδομένα είναι μια ακριβής περιγραφή των μελλοντικών αποδόσεων, έχουμε:

$$E(r_i) = \alpha + \beta_i \Pi + \epsilon_i$$

Όπου  $E(r_i)$  είναι οι προσδοκώμενες αποδόσεις της μετοχής  $i$  και  $\epsilon_i$  είναι οι τυχαίες διακυμάνσεις. Ο συντελεστής  $\alpha$  υπολογίζεται με την συνάρτηση intercept του Excel. Το  $\Pi$  υπολογίζεται με την συνάρτηση slope και το  $R^2$  με την συνάρτηση rsq. Εναλλακτικά κάποιος μπορεί να χρησιμοποιήσει την επιλογή «Tools / Data Analysis / Regression».

Οι βασικές υποθέσεις κάτω από τις οποίες ισχύει το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων είναι οι ακόλουθες:

1. Οι επενδυτές επιχειρούν να μεγιστοποιήσουν τη χρησιμότητα τους (ορθολογικοί) και θα επιλέξουν μεταξύ χαρτοφυλακίων, με κριτήρια τον κίνδυνο και την αναμενόμενη απόδοση.
2. Όλοι οι επενδυτές μπορούν να δανείζουν και να δανείζονται χωρίς περιορισμούς σε κεφάλαια και επιτόκιο.
3. Όλοι οι επενδυτές έχουν τις ίδιες εκτιμήσεις για τις αναμενόμενες αποδόσεις, διακυμάνσεις και συνδιακυμάνσεις μεταξύ των αποδόσεων των μετοχών. Άρα υπάρχει ομοιογένεια στις προσδοκίες τους.
4. Δεν υπάρχει κόστος συναλλαγών, τα χρεόγραφα είναι πλήρως και άμεσα ρευστοποιήσιμα και τα περιουσιακά στοιχεία είναι πλήρως διαιρετά.
5. Δεν υπάρχει φορολογία.
6. Οι τιμές δίνονται εξωγενώς σε όλους και κανείς ατομικά ή σε ομάδες δεν μπορεί να τις επηρεάσει.
7. Οι ποσότητες των περιουσιακών στοιχείων είναι προσδιορισμένες.
8. Ο πληθωρισμός θεωρείται μηδενικός, τα επιτόκια και οι κεφαλαιαγορές βρίσκονται σε ισορροπία.

Βάσει των ανωτέρω προϋποθέσεων προκύπτει ότι η αγορά είναι τέλεια και δεν υπάρχουν εμπόδια στις επενδύσεις. Συνεπώς έχουμε ένα ελεγχόμενο περιβάλλον με ένα κεντρικό σημείο ισορροπίας από το οποίο μετράμε τις αποκλίσεις.

### **3.3 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ**

#### **3.3.1.Τι Είναι το Χαρτοφυλάκιο**

Χαρτοφυλάκιο ονομάζουμε το σύνολο των στοιχείων ή επενδυτικών δραστηριοτήτων του ενεργητικού ή του παθητικού τα οποία ανήκουν σε Φυσικό ή Νομικό πρόσωπο, σε έναν ιδιώτη ή σε μία επιχείρηση, σε έναν επενδυτή, μικρό, μεγάλο ή θεσμικό. Ο επενδυτής συνήθως, προβληματίζεται στην σύνθεση του χαρτοφυλακίου με στοιχεία ενεργητικού-παθητικού, ούτως ώστε να επιτύχει το μεγαλύτερο δυνατό όφελος. Ο προβληματισμός αυτός αντιμετωπίζεται από απλές γνώσεις, σκέψεις και αποφάσεις μέχρι τις πιο πολύπλοκες μεθόδους και τεχνικές που χρησιμοποιούνται από ειδικούς των χρηματοοικονομικών.

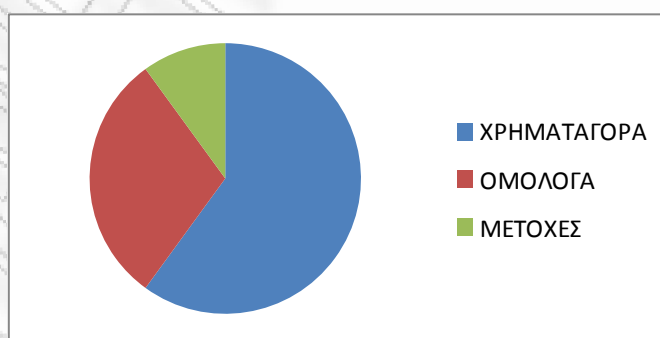
Στην σύνθεση του χαρτοφυλακίου εκτιμάται πολύ η φύση και η θέση του επενδυτή, η στάση και τα χαρακτηριστικά του σε ότι αφορά τις επενδύσεις, δηλαδή, κατά πόσον είναι συντηρητικός ή επιθετικός, ριψοκίνδυνος ή όχι. Γι' αυτό, ανάλογα με τον βαθμό κινδύνου που θέλει να αναλάβει ο επενδυτής, επιλέγει και το χαρτοφυλάκιο. Έτσι υπάρχουν διάφορα χαρτοφυλάκια:

- α) Με μεγάλο βαθμό σταθερότητας και με καθόλου έως ελάχιστο κίνδυνο
- β) Με υψηλό κίνδυνο, αλλά και υψηλή απόδοση που προκύπτει συνήθως από έναν συνδυασμό χρηματιστηριακών τίτλων μετοχών, διαφόρων κλαδικών εταιριών, όπως κατασκευαστικών, τεχνικών, εμπορικών τραπεζών, βιομηχανικών, ασφαλιστικών κ.α.
- γ) Με ελεγχόμενο κίνδυνο και με προβλέψιμη απόδοση, που συνδυάζεται με τίτλους χρηματιστηριακούς και σταθερού εισοδήματος.

Ωστόσο, ανάλογα με τις επιθυμίες και τις προτιμήσεις των επενδυτών, μπορούν να καταρτιστούν χιλιάδες διαφορετικές μορφές και μεγέθη χαρτοφυλακίων, τα οποία τίθενται σε μια διαδικασία αξιολόγησης και αποτίμησης σε ότι αφορά τις αποδόσεις και τους κινδύνους τους, είτε μεμονωμένων τίτλων, είτε στο σύνολο των τίτλων του χαρτοφυλακίου. Έτσι έχουμε για διαφορετικούς επενδυτές (συντηρητικούς, επιθετικούς κ.α.), τριών ειδών διαφορετικά χαρτοφυλάκια όπως ήδη προαναφέραμε, τα οποία παρουσιάζονται και διαγραμματικά παρακάτω:

### 1. Το Χαμηλού Κινδύνου Χαρτοφυλάκιο

Απαρτίζεται κυρίως από τοποθετήσεις σε καταθετικά προϊόντα, ομόλογα και σε πολύ μικρό βαθμό από μετοχικές αξίες. Απευθύνεται σε συντηρητικούς επενδυτές οι οποίοι επιθυμούν την ανάληψη χαμηλού επενδυτικού κινδύνου και στοχεύουν στην επίτευξη ικανοποιητικής απόδοσης.

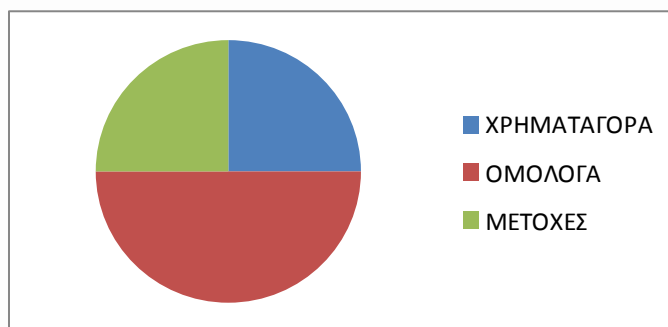


Διάγραμμα 3.3: Μορφή Επένδυσης στο Χαρτοφυλάκιο Χαμηλού Κινδύνου

### 2. Το Μεσαίου Κινδύνου Χαρτοφυλάκιο

Ο επενδυτής επιλέγει μια ισορροπημένη επενδυτική πολιτική με κατανομή σε καταθετικά προϊόντα, ομόλογα και μετοχές (π.χ. καταθετικά προϊόντα 20-30%,

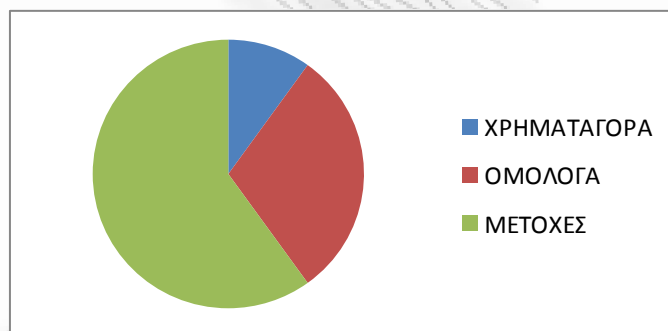
ομόλογα 30-50% και μετοχές 20-30%). Οι επενδυτές στοχεύουν στην ανάληψη μετρίου επενδυτικού κινδύνου και στην επίτευξη σημαντικής απόδοσης.



Διάγραμμα 3.4: Μορφή Επένδυσης στο Χαρτοφυλάκιο Μεσαίου Κινδύνου

### 3. Το Υψηλού Κινδύνου Χαρτοφυλάκιο

Το χαρτοφυλάκιο που αντιπροσωπεύει τον δυναμικό επενδυτή έχει ως κύριο χαρακτηριστικό την ανάληψη αυξημένου επενδυτικού κινδύνου από το επενδυτή (π.χ. μετοχές: 50-70%, ομόλογα: 10-25%, καταθετικά προϊόντα: 10-15%). Απευθύνεται σε επενδυτές που στοχεύουν στην ανάληψη αυξημένου επενδυτικού κινδύνου και στην επίτευξη υψηλής απόδοσης.



Διάγραμμα 3.5: Μορφή Επένδυσης στο Χαρτοφυλάκιο Υψηλού Κινδύνου

#### 3.3.2 Βασικές Αρχές Σύνθεσης Χαρτοφυλακίου

Στην σύνθεση ενός χαρτοφυλακίου ο επενδυτής επιδιώκει να πετύχει δύο βασικές αρχές που είναι και οι λόγοι επιλογής του χαρτοφυλακίου.

Πρώτον, η αρχή της μεγιστοποίησης της απόδοσης των επενδεδυμένων κεφαλαίων σε κάθε περιουσιακό στοιχείο, ενεργητικό ή παθητικό, σε κάθε χρεόγραφο ή άλλο χρηματιστηριακό τίτλο. Η μεγιστοποίηση της απόδοσης εκφράζεται με τους υψηλότερους τόκους στα χρεόγραφα, τα υψηλότερα μερίσματα στις μετοχές κ.τ.λ.

Δεύτερον, η αρχή ελαχιστοποίησης του κινδύνου, που θεωρείται βασικός παράγοντας στην σύνθεση ενός χαρτοφυλακίου. Οι τίτλοι των χρεογράφων με τον

χαμηλότερο κίνδυνο προτιμούνται και επιλέγονται έναντι αυτών με υψηλό κίνδυνο. Ο υψηλός κίνδυνος των επενδυτικών χρηματοοικονομικών προϊόντων αποθαρρύνει τους επενδυτές.

Ωστόσο, η επιλογή της σύνθεσης ενός χαρτοφυλακίου βασίζεται στον συνδυασμό και των δύο πιο πάνω αρχών. Ο επενδυτής προσπαθεί να επιλέξει ένα χαρτοφυλάκιο με την καλύτερη δυνατή σχέση μεταξύ απόδοσης και κινδύνου.

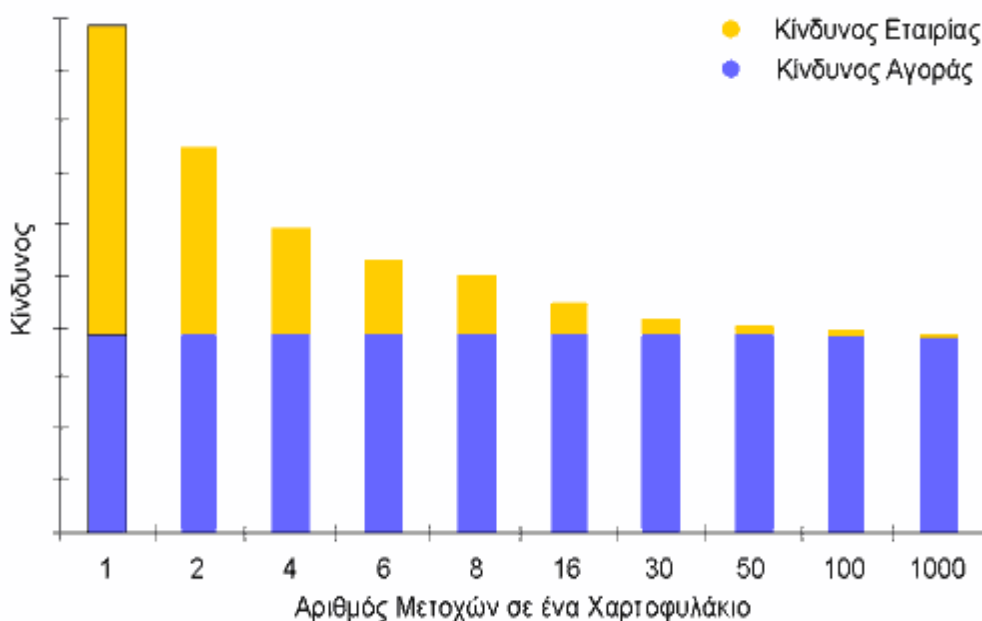
### **3.3.3 Σχέση Κινδύνου και Απόδοσης Χαρτοφυλακίου**

Μια από τις σημαντικότερες απόψεις στα χρηματοοικονομικά δρώμενα είναι ότι ένα ασφαλές χρηματικό ποσό αξίζει περισσότερο από ένα χρηματικό ποσό που είναι επισφαλές. Ο κίνδυνος και η απόδοση έχουν μια βασική και θεμελιώδης σχέση που είναι γνωστή σε όλους όσους ασχολούνται με τα χρηματοοικονομικά. Με υψηλότερο κίνδυνο, μια επενδυτική δραστηριότητα, έχει υψηλότερη απόδοση. Τα χρεόγραφα με υψηλό κίνδυνο έχουν υψηλότερη προσδοκώμενη απόδοση.

Η προσδοκώμενη απόδοση είναι ένας μέσος σταθμικός όρος όλων των πιθανών ποσοστών απόδοσης. Στο σημείο αυτό πρέπει να αναφερθεί ότι δεν είναι σωστό να λέμε ότι χρεόγραφα με υψηλό κίνδυνο έχουν και υψηλή απόδοση. Αν και πολλές φορές αυτό λέγεται. Γιατί, αν αυτό συμβαίνει, τότε δεν υπάρχει κίνδυνος, εφόσον χρεόγραφα με υψηλό κίνδυνο εξασφαλίζουν υψηλή απόδοση. Πολλές φορές υπάρχει και η αρνητική απόδοση. Για τον λόγο αυτό μιλάμε για την ύπαρξη κινδύνου και για μέσο όρο ποσοστού απόδοσης, που σημαίνει, κάποια χρεόγραφα είναι περισσότερο αποδοτικά από άλλα, ή λιγότερο αποδοτικά, αλλά ο μέσος σταθμικός όρος είναι θετικός.

### **3.3.4 Διαφοροποίηση και Διασπορά Κινδύνου**

Η διαφοροποίηση ή διασπορά κινδύνου ενός χαρτοφυλακίου είναι μία ιδέα η οποία μας διευκολύνει για να καταλάβουμε, από την μία πλευρά, το μέγεθος του επενδυτικού κινδύνου και από την άλλη, την μείωση αυτού. Ακόμα και αυτή που δεν επενδύουν ποτέ, καταλαβαίνουν την διαφοροποίηση του κινδύνου ως μια σωστή ενέργεια της διαχείρισης του χαρτοφυλακίου. Έτσι, εφόσον η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου είναι μια σωστή ενέργεια, όλοι οι επενδυτές την αναζητούν και την εφαρμόζουν σε μεγάλο βαθμό.

**Η διαφοροποίηση μειώνει τον κίνδυνο**

**Διάγραμμα 3.6: Σχέση Κινδύνου και Αριθμού Μετοχών σε ένα Χαρτοφυλάκιο**

Η διαφοροποίηση και η εκτίμηση του κινδύνου βασίζεται σε σύγχρονα χρηματοοικονομικά μοντέλα με στατιστικές και μαθηματικές προσεγγίσεις και γίνεται ευκολότερα κατανοητή εφόσον γίνονται κατανοητά και τα χρηματοοικονομικά μοντέλα και τα αποτελέσματα αυτών.

Ακόμη, η διαφοροποίηση, γίνεται κατανοητή εάν λάβουμε υπόψη μας μια βασική αρχή: όχι όλα τα αυγά στο ίδιο καλάθι. Αυτή η αρχή έχει τρεις βασικές ψυχολογικές παραμέτρους και για αυτό τον λόγο χρησιμοποιείται πάντα και δεν χάνει το νόημα της:

**α) Προσωπική ευθύνη επενδύσεων:** Πολλοί επενδυτές δυσκολεύονται να αποφασίσουν για μια συγκεκριμένη επένδυση και πολύ περισσότερο, δυσκολεύονται να παραδεχτούν κάποιο επενδυτικό τους λάθος. Προσπαθούν να εντοπίσουν ή να αναζητήσουν μια ειδική και ελκυστική επενδυτική ευκαιρία και να είναι βέβαιοι για αυτήν την επένδυση, η οποία κατευθύνεται, διαχειρίζεται και εξαρτάται και από άλλους επενδυτές, όπως στην περίπτωση των μετόχων της εταιρείας που συμμετέχουν, αλλά και πολλών άλλων συναρμόδιων φορέων, εξειδικευμένων στα χρηματοοικονομικά, που επιδιώκουν την επιτυχία της επένδυσης. Αντίθετα πολύ δύσκολα αποφασίζουν να συμμετάσχουν σε μια επένδυση που βασίζεται σε μια μόνο μετοχή ή χρεόγραφο.



Ωστόσο, οι αποφάσεις τους για μοναδικές και επικίνδυνες επενδύσεις μπορούν να αποφέρουν μεγάλες αποδόσεις κεφαλαίων ή κερδών, λόγω του ότι αποτελούν μοναδικές και σπάνιες περιπτώσεις. Αλλά αυτοί οι επενδυτές που επενδύουν στις προσωπικές τους εκτιμήσεις και επιθυμίες, πολλές φορές είναι και χαμένοι, με την λογική της οικονομίας και της απόδοσης των κεφαλαίων.

β) Αποφυγή ανάληψης κινδύνου: Όλοι οι επενδυτές καταλαβαίνουν ότι, το να μεταφέρεις όλα τα αυγά σε ένα καλάθι δεν είναι καλή ιδέα γιατί είναι πολύ επικίνδυνη. Εάν πέσει το καλάθι, όλα τα αυγά σπάνε. Με το ίδιο σκεπτικό, οικογένειες που θα πρέπει να ταξιδέψουν όλοι μαζί, προσπαθούν να διαφοροποιήσουν ή να μειώσουν τον κίνδυνο χρησιμοποιώντας διαφορετικά συγκοινωνιακά μέσα. Ωστόσο, οι άνθρωποι που αποφεύγουν τον κίνδυνο, λαμβάνουν υπόψη τους μόνο αυτόν τον συγκεκριμένο κίνδυνο κάθε φορά και πιστεύουν ότι θα δικαιωθούν γι' αυτό που κάνουν. Έτσι, η διαφοροποίηση του κινδύνου δεν είναι μόνο μια λογική συνέπεια. Είναι μια καθοριστική και αποτελεσματική απόφαση. Στην προκειμένη περίπτωση, η διαφοροποίηση του κινδύνου είναι μαθηματικά και στατιστικά αποδεικτέα και πρακτικά εφαρμοστέα. Οι επενδυτές που δεν τους αρέσει να διακινδυνεύσουν τις επιχειρηματικές και επενδυτικές τους δραστηριότητες, επιχειρούν μείωση του κινδύνου μέσω της διαφοροποίησης. Οι επενδυτές που αποφεύγουν τον κίνδυνο δεν σημαίνει ότι δεν αναλαμβάνουν καθόλου κίνδυνο. Πολλές φορές αναλαμβάνουν κινδύνους, αλλά μόνο όταν πιστεύουν ότι είναι προς όφελος τους και είναι βέβαιοι για το αποτέλεσμα του συγκεκριμένου κινδύνου.

γ) Επενδύσεις πολλαπλών στόχων: Ένας άλλος τρόπος αποφυγής κινδύνου είναι όταν υπάρχουν πολλοί επενδυτικοί στόχοι. Διαφορετικές μορφές αμοιβαίων κεφαλαίων θα ήταν κατάλληλες για κάποιο συγκεκριμένο επενδυτή. Παρ' όλα αυτά, πολλοί επενδυτές πιστεύουν ότι τα αμοιβαία κεφάλαια δεν είναι και τόσο συναρπαστική επενδυτική δραστηριότητα. Αντίθετα, πολλοί λιγότερο συντηρητικοί επενδυτές ή ριψοκίνδυνοι βρίσκουν ενδιαφέρουσες τις μακροπρόθεσμες επενδύσεις σε μετοχικές αξίες. Ωστόσο, οι επενδυτικές δραστηριότητες θέλουν να είναι καινοτόμες και ενδιαφέρουσες για να προκαλούνται από αυτές. Έτσι, πολύ ενδιαφέρουσες περιπτώσεις είναι οι επιθετικές επενδυτικές πολιτικές που αφορούν τις μακροπρόθεσμες επενδυτικές δραστηριότητες σε μετοχικούς τίτλους, χρηματοοικονομικά παράγωγα, ενώ παράλληλα οι ίδιοι επενδυτές μπορούν να διατηρούν απλούς λογαριασμούς καταθέσεων, για να διαχειρίζονται ένα μέρος των χρημάτων τους. Ακόμη, οι πολλοί και διαφορετικοί στόχοι οδηγούν το σύνολο του κινδύνου του χαρτοφυλακίου σε επιμερισμό. Ο επιμερισμός ή η διασπορά του

κινδύνου ενός χαρτοφυλακίου οφείλεται στη διακύμανση των κεφαλαιουχικών στοιχείων ή επενδυτικών δραστηριοτήτων, καθώς επίσης στη σχέση μεταξύ των ίδιων των κεφαλαιουχικών στοιχείων στον προγραμματισμό του χαρτοφυλακίου, όπου έχει ενδιαφέρον η διαφοροποίηση του κινδύνου για να συμβάλλει στην επιτυχία ενός ορισμένου επιπέδου απόδοσης, ενώ λαμβάνεται ο λιγότερος δυνατός κίνδυνος.

### 3.4 Η ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ

#### 3.4.1 Τα 4 Βήματα τις Επενδυτικής Διαδικασίας

Ο κάθε επενδυτής για να πραγματοποιήσει την επένδυση που τον ενδιαφέρει, πόσο μάλλον η επένδυση αυτή να είναι επιτυχής, θα πρέπει να κάνει τα τέσσερα ακόλουθα βήματα:

Το πρώτο βήμα που πρέπει να κάνει ένας επενδυτής πριν τοποθετήσει το πρώτου του ευρώ από τα χρήματα του, είναι να ενημερωθεί για τις κατηγορίες επενδύσεων που υπάρχουν και το είδος των κινδύνων που καθεμία παρουσιάζει. Η εμπειρία έχει δείξει ότι το μεγαλύτερο λάθος που μπορεί να κάνει ένας επενδυτής είναι να μην έχει ακριβή γνώση των δυνητικών κινδύνων των επενδύσεων του, με συνέπεια να οδηγείται σε λανθασμένες επιλογές. Το φαινόμενο αυτό είναι ιδιαίτερα συχνό σε περιόδους μεγάλων μεταβολών των χρηματιστηριακών αγορών.

Το δεύτερο βήμα είναι η αντικειμενική ανάλυση της επενδυτικής εμπειρίας καθώς και της γνώσης και της στάσης του επενδυτή απέναντι στον κίνδυνο.

Το τρίτο βήμα είναι ο καθορισμός των επενδυτικών στόχων, μια διαδικασία κατά την οποία συνεκτιμάται ο επενδυτικός χαρακτήρας, η δομή της περιουσίας, η οικογενειακή κατάσταση και ο χρονικός ορίζοντας της επένδυσης.

Τέλος, το τέταρτο και τελευταίο βήμα είναι η δημιουργία από τους ειδικούς ενός σωστά σχεδιασμένου χαρτοφυλακίου που να λαμβάνει υπόψη όλα τα προηγούμενα στοιχεία, ώστε να ταιριάζει ακριβώς στις ανάγκες του επενδυτή. Λέγοντας σωστά σχεδιασμένο, εννοούμε με τις προσδοκίες του επενδυτή και που το ύψος του αναλαμβανόμενου κινδύνου είναι αντίστοιχο με την προσδοκώμενη απόδοση, καθώς και με τον επενδυτικό στόχο.

### 3.4.2. Οι Επενδυτικοί Χαρακτήρες

Η ανάλυση των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών, όπως η εμπειρία, η οικογενειακή κατάσταση, το μέγεθος της περιουσίας καθώς και η συμπεριφορά του κάθε επενδυτή έναντι του κινδύνου μας οδηγεί στην κατάταξη του σε κάποιον συγκεκριμένο τύπο επενδυτικού χαρακτήρα. Με την έννοια επενδυτικός χαρακτήρας εννοούμε τον τύπο επενδυτικής συμπεριφοράς, ο οποίος χαρακτηρίζει τις οικονομικές κινήσεις κάθε ανθρώπου και καθορίζει την γενική σύνθεση του χαρτοφυλακίου μεταξύ καταθέσεων, ομολόγων καθώς και το ποσοστό των συναλλαγματικών επενδύσεων. Υπάρχουν τέσσερις βασικοί τύποι επενδυτικής συμπεριφοράς: ο πολύ συντηρητικός, ο συντηρητικός, ο μετρίως επιθετικός και ο επιθετικός.

#### 1. Πολύ συντηρητικός

Ο στόχος του πολύ συντηρητικού επενδυτή είναι η διατήρηση του κεφαλαίου. Αυτός ο επενδυτής δεν έχει διάθεση να διακινδυνεύσει καθόλου το κεφάλαιο του. Είναι διατεθειμένος να αποδεχθεί την πιθανότητα μιας απόδοσης χαμηλότερης ίσως του μέσου όρου, ελαχιστοποιώντας όμως ταυτόχρονα την πιθανότητα απώλειας κεφαλαίου. Αυτή η προσέγγιση ταιριάζει σε ανθρώπους που δεν έχουν καθόλου ανοχή στον κίνδυνο, κάτι που μπορεί να συμβαίνει για πολλούς λόγους. Ίσως τα επενδύσιμα χρήματα να αποτελούν την μόνη περιουσία τους ή να ασκούν ένα επάγγελμα με αυξημένο βαθμό οικονομικής αβεβαιότητας. Στην περίπτωση του πολύ συντηρητικού επενδυτή, το πρότυπο χαρτοφυλάκιο θα μπορούσε να αποτελείται από υψηλότοκες καταθέσεις, ομόλογα και καταθέσεις συναλλάγματος σε ποσοστό 85% του χαρτοφυλακίου, ενώ 15% να έχει επενδυθεί σε μετοχές.

#### 2. Συντηρητικός

Ο συντηρητικός επενδυτής στοχεύει στην αύξηση του κεφαλαίου του, πάντα όμως στα πλαίσια μιας συντηρητικής στρατηγικής. Αυτό επιτυγχάνεται με την αύξηση ποσοστού των μετοχικών επενδύσεων σε σύγκριση με τον πολύ συντηρητικό επενδυτή. Έτσι το συντηρητικό χαρτοφυλάκιο θα έχει μεγαλύτερη διακύμανση από το πολύ συντηρητικό χαρτοφυλάκιο, παρουσιάζοντας μεγαλύτερες αποδόσεις σε περιόδους ανόδου των χρηματιστηριακών αγορών και μικρότερες σε περιόδους πτώσεων. Ένα πρότυπο χαρτοφυλάκιο θα μπορούσε να είναι καταμετρημένο κατά 65% μεταξύ υψηλότοκων καταθέσεων, γeros, μακροχρόνιων ομολόγων, καταθέσεων συναλλάγματος και 35% μεταξύ ελληνικών μετοχών και μετοχών εξωτερικού. Με αυτήν την σύνθεση, οι πιθανότητες να υπάρξουν κεφαλαιακές απώλειες είναι μειωμένες. Ταυτόχρονα ο επενδυτής συμμετέχει με ένα ποσοστό κεφαλαίου στις

χρηματιστηριακές αγορές, που ιστορικά έχουν υψηλότερες αποδόσεις από τις αγορές χρεογράφων σταθερής απόδοσης.

### **3. Μετρίως επιθετικός**

Στόχος του μετρίως επιθετικού επενδυτή είναι η μακροχρόνια αύξηση του κεφαλαίου. Αυτό συνεπάγεται ταυτόχρονη ανάληψη του αντίστοιχου επενδυτικού κινδύνου αφού αυξάνεται περισσότερο το ποσοστό των χρηματιστηριακών επενδύσεων. Το πρότυπο χαρτοφυλάκιο θα αποτελείται κατά 55% από μετοχικές επενδύσεις εσωτερικού και εξωτερικού και κατά 45% από υψηλότοκες καταθέσεις, γeros, ομόλογα και συναλλαγματικές καταθέσεις. Αυτός ο επενδυτής πιστεύει ότι οι μετοχές στο μακροχρόνιο διάστημα αποδίδουν περισσότερο από τις άλλες επενδύσεις. Έτσι, τοποθετεί στις μετοχές περισσότερα από τα μισά χρήματά του. Ο επενδυτής της κατηγορίας αυτής πρέπει να έχει αρκετή γνώση των κινδύνων που αναλαμβάνει, καθώς και εμπειρία στις επενδύσεις, έτσι ώστε να μην παρασύρεται σε βεβαισμένες κινήσεις σε περιόδους μεγάλων μεταβολών των χρηματιστηριακών αγορών.

### **4. Επιθετικός**

Ο επιθετικός επενδυτής στοχεύει στην απόκτηση υψηλών κεφαλαιακών κερδών μέσω επενδύσεων κυρίως σε μετοχικά προϊόντα. Ο επιθετικός επενδυτής κινείται κυρίως μεταξύ ρευστών διαθεσίμων και μετοχών, έχει αυξημένη γνώση των αγορών και πολύχρονη εμπειρία. Συχνά δανείζεται και χρησιμοποιεί χρηματιστηριακά παράγωγα στις επενδύσεις του. Είναι επίσης διατεθειμένος να αποδεχτεί πολύ σημαντική διακύμανση της αξίας του χαρτοφυλακίου του στο μέσο διάστημα, προκειμένου να επιτύχει αποδόσεις πολύ υψηλότερες του μέσου όρου σε διάστημα τριών ως πέντε χρόνων. Η σύνθεση του χαρτοφυλακίου του επιθετικού επενδυτή μεταβάλλεται διαρκώς, ανάλογα με τις ευκαιρίες που παρουσιάζονται στις αγορές. Είναι επενδυτικός χαρακτήρας που πιστεύει ότι ο καλύτερος τρόπος να αποκομίσει κέρδη στις κεφαλαιαγορές είναι η αγορά και πώληση χρεογράφων τη σωστή στιγμή. Έτσι λοιπόν, οι κινήσεις στο χαρτοφυλάκιο είναι συχνές και η σύνθεση του μεταβάλλεται μεταξύ μετρητών και μετοχικών προϊόντων.

### **3.5 ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

Επειδή η στατιστική ανάλυση γίνεται σε δείγμα μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων είναι χρήσιμο να αναφέρουμε λίγο πιο ειδικά τον επενδυτικό κίνδυνο που διατρέχουν αυτής της κατηγορίας τα αμοιβαία κεφάλαια. Συγκεκριμένα, τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια επενδύοντας το μεγαλύτερο μέρος του ενεργητικού τους σε μετοχές,

θεωρούνται ως τα «αμοιβαία κεφάλαια με το υψηλότερο επενδυτικό ρίσκο» αλλά και αυτά που μπορούν να επιτύχουν τις υψηλότερες αποδόσεις.

Παρόλα αυτά οι διαχειριστές των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων, με μια ορθολογική διαχείριση του χαρτοφυλακίου τους μπορούν να εκμεταλλευτούν σε μεγαλύτερο βαθμό τις ευκαιρίες που παρουσιάζει η εγχώρια και διεθνής χρηματιστηριακή αγορά και έτσι να επιτύχουν αποδόσεις ακόμη υψηλότερες σε σχέση με την πορεία του γενικού χρηματιστηριακού δείκτη. Τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια απευθύνονται σε όσους επιθυμούν να έχουν δυνατότητα μέγιστης αύξησης του κεφαλαίου τους σε μακροχρόνια βάση. Αλλά μπορούν επίσης να απευθύνονται και σε αυτούς που επιδιώκουν υψηλότερες αποδόσεις βραχυχρόνια σε σχέση με άλλες κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων αναλαμβάνοντας παράλληλα και το σχετικό επενδυτικό κίνδυνο.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup> ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

### 4.1 Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΗΣ ΠΑΡΕΛΘΟΥΣΑΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

Ένας από τους σημαντικότερους παράγοντας που λαμβάνουν υπόψη τους οι επενδυτές είναι οι παρελθούσες αποδόσεις ενός αμοιβαίου κεφαλαίου. Ο βαθμός απόδοσης τους είναι τόσο σημαντικός ώστε μπορεί να οδηγήσει σε κατάργηση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου ή αντικατάσταση αυτού με ένα νέο, καθώς ένα μεγάλο μέρος των επενδυτών επιλέγουν κατά πόσο θα αποσύρουν ή όχι το κεφάλαιο τους με βάση αποκλειστικά και μόνο τα στοιχεία των αποδόσεων ενός αμοιβαίου κεφαλαίου.

Οι λόγοι που η απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου λαμβάνεται σοβαρά υπόψη οφείλονται στο γεγονός ότι θεωρείται ένδειξη για την μελλοντική επιτυχία του. Παρά το γεγονός ότι οι εταιρίες διαχείρισης των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι υποχρεωμένες να αναφέρουν ότι οι παρελθούσες αποδόσεις δεν εγγυώνται μελλοντικές αποδόσεις, στα μάτια των περισσότερων επενδυτών η παρελθούσα απόδοση αποτελεί εγγύηση μελλοντικής επιτυχίας.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να τονιστεί ότι παρότι τα αποτελέσματα των ερευνών που έχουν γίνει έχουν δείξει ότι τα αποτελέσματα των αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι αμφιλεγόμενα, παρόλα αυτά οι επενδυτές τοποθετούν τα χρήματά τους σε αμοιβαία κεφάλαια με υψηλές αποδόσεις, ακόμα και αν αυτές οι αποδόσεις οφείλονται σε τυχαία γεγονότα και δεν υπάρχουν σαφείς ενδείξεις για τις ικανότητες του διαχειριστή, ενώ από την άλλη μεριά αποφεύγουν αμοιβαία κεφάλαια με μικρές αποδόσεις έστω και αν αυτές οφείλονται σε τυχαίους ή απρόβλεπτους παράγοντες.

Σύμφωνα με τους Shu, Yeh και Yamada (2002) σε γενικές γραμμές ισχύει ο κανόνας οι μικροεπενδυτές να τοποθετούν τα χρήματά τους μεγάλου μεγέθους αμοιβαία κεφάλαια, με υψηλές παρελθούσες αποδόσεις για να καρπωθούν μελλοντικές βραχυπρόθεσμες αποδόσεις ενώ οι μεγαλο-επενδυτές τοποθετούν τα χρήματά τους σε μικρού μεγέθους, τα οποία έχουν εντοπίσει κατόπιν διεξοδικής έρευνας της αγοράς, μη αποσκοπώντας σε βραχυπρόθεσμες αποδόσεις.

Αναφορικά με την ύπαρξη επαναληπτικότητας στην απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων λοιπόν το θέμα εξετάζεται στο επίπεδο όπου συγκρίνονται οι αποδόσεις

των αμοιβαίων κεφαλαίων με αποδόσεις υπαρχόντων δεικτών λαμβάνοντας υπόψη τον κίνδυνο που ενυπάρχει. Η σύγκριση αυτή επιτρέπει την κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων σε μια σειρά βαθμολογίας στην κατηγορία που ανήκουν. Το ερώτημα που τίθεται πέραν της αποδοτικότητας είναι εάν η κατάταξη τον ένα χρόνο μπορεί να αποτελέσει πρόβλεψη κατάταξης για τον επόμενο χρόνο. Δηλαδή, γίνεται προσπάθεια να διαπιστωθεί εάν η ετήσια κατάταξη στη βαθμολογία επαναλαμβάνεται και για τα επόμενα έτη. Η διερεύνηση αυτή δεν αποσκοπεί να μετρήσει την αποδοτικότητα αυτή καθαυτή αλλά κατά πόσο υπάρχει το φαινόμενο της επαναληπτικότητας. Ανάλυση αυτού του φαινομένου βοηθά στην κατανόηση των ικανοτήτων που έχουν οι διαχειριστές να επαναλαμβάνουν τις επιτυχίες τους επιλέγοντας κατάλληλα αξιόγραφα στο χαρτοφυλάκιο και αναλαμβάνοντας τις ορθώς χρονικά θέσεις στην κεφαλαιαγορά. Γνωρίζοντας το βαθμό επαναληπτικότητας, οι επενδυτές μπορούν να αποφασίσουν ευκολότερα εάν θα συνεχίσουν να διατηρούν τα μερίδια ενός αποτυχημένου αμοιβαίου κεφαλαίου ή να αγοράσουν περισσότερα από τα μερίδια ενός επιτυχημένου αμοιβαίου κεφαλαίου. Σε οποιαδήποτε περίπτωση η γνώση της επαναληπτικότητας θα ήταν χρήσιμη και για τους ίδιους τους διαχειριστές για να αναθεωρήσουν αποτυχημένες στρατηγικές και να συνεχίσουν να χρησιμοποιούν τις ήδη επιτυχημένες.

Η πρόβλεψη της απόδοσης της επόμενης περιόδου με βάση τη σημερινή απόδοση ή αλλιώς ο βαθμός της επαναληπτικότητας της απόδοσης ερευνήθηκε μέσα από τις πρώτες προσπάθειες ανάλυσης της αποδοτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων. Ο Sharpe (1966) διαπίστωσε ότι ο δείκτης Sharpe και ιδιαίτερα ο δείκτης Treynor οδηγούν σε ικανή πρόβλεψη της αποδοτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων για την επόμενη δεκαετία με βάση την κατάταξη στην προηγούμενη δεκαετία. Αντίθετα, ο Jensen (1968,1969) δεν ανεγνώρισε σημαντική πιθανότητα επανάληψης μιας καλής απόδοσης την επόμενη περίοδο.

Πιο πρόσφατα, η επαναληπτικότητα στην απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων ερευνήθηκε από διάφορους αναλυτές με διαφορετικά δείγματα και μεθοδολογίες και διαπιστώθηκε σημαντική επαναληψιμότητα σε περιόδους από ένα έως τρία έτη. Οι Hendricks, Patel και Zeckhauser (1993), Goetzmann και Ibbotson (1994), και Brown και Goetzmann (1995) αποδίδουν την επαναληπτικότητα των αποδόσεων στο φαινόμενο της "επιτυχίας που ακολουθεί την επιτυχία" (hot hands), δηλαδή αμοιβαία κεφάλαια που έχουν πρόσφατα επιτύχει καλές αποδόσεις συνεχίζουν τις καλές αποδόσεις και στο άμεσο μέλλον. Όμως, οι Brown και Goetzmann (1995) παρατήρησαν ότι η επαναληπτικότητα στις αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων

παρουσιάζει χρονική εξάρτηση και μεγάλο συσχετισμό ανάμεσα στους διαχειριστές. Αυτό υποδεικνύει κάποιες κοινές στρατηγικές που ακολουθούνται από τους διαχειριστές. Οι Grinblatt και Titman (1992), Elton, Gruber, Das και Hlavka (1993), και Elton, Gruber, Das και Blake (1996) επιβεβαιώνουν την επαναληπτικότητα των αποδόσεων σε ακόμη μεγαλύτερα διαστήματα πέντε έως δέκα ετών αποδίδοντας την στην ικανότητα των διαχειριστών να αποκτούν ιδιαίτερες πληροφορίες ή να επιτυγχάνουν σωστές επιλογές.

Το ερώτημα λοιπόν που τίθεται είναι για πιο λόγο οι επενδυτές δίνουν τόσο μεγάλη σημασία στην παρελθούσα απόδοση, τη στιγμή που τα αποτελέσματα των ερευνών αναφορικά με την επαναληπτικότητα των αποδόσεων είναι διφορούμενα. Δεδομένου ότι ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα δεν είναι μικρός και λόγω των πολλών σκανδάλων που συχνά ακούγονται στον κλάδο, θεωρείται ότι η παρελθούσα απόδοση εξακολουθεί να αποτελεί κάποιου είδους «εγγύηση» στα μάτια των επενδυτών. Είναι άλλωστε γεγονός ότι η παρελθούσα απόδοση ασκεί σημαντική βοήθεια στη φήμη μια εταιρίας.

Αντιθέτως, ενώ οι επενδυτές δίνουν μεγάλη βαρύτητα στην παρελθούσα απόδοση, όπου η προβλεψιμότητα της δεν μπορεί να είναι απολύτως έγκυρη, δείχνουν να αδιαφορούν σε κάποιο βαθμό αναφορικά με τον κίνδυνο και τα έξοδα των αμοιβαίων κεφαλαίων. Τέλος ένας σημαντικός παράγοντας που θα πρέπει να ελέγχουμε αναφορικά με την απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου είναι η επίδραση του πληθωρισμού. Ο πληθωρισμός μειώνει την αγοραστική δύναμη του διαθέσιμου εισοδήματός σας, ακόμη και αν αυξάνει με χαμηλό ρυθμό. Για τον λόγο αυτό, είναι σημαντικό οι επενδυτές να λαμβάνουν υπ' όψιν τους την πραγματική απόδοση της επένδυσής τους καθώς μια επένδυση που αποτυγχάνει να παρακολουθήσει το τρέχον επίπεδο του πληθωρισμού οδηγεί στη μείωση της πραγματικής αξίας του κεφαλαίου των επενδυτών.

#### **4.1.1. Υπολογισμός Αποδόσεων Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

Όπως αναφέρεται στη βιβλιογραφία (Κίοχος, 2003) για την καλύτερη διαμόρφωση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου είναι προτιμότερο να δημιουργηθεί ένα χαρτοφυλάκιο με χαρακτηριστικά που να αντισταθμίζει την σχέση μεταξύ απόδοσης και κινδύνου. Μεγάλης σημασίας χαρακτηριστικά για την επίτευξη ενός τέτοιου χαρτοφυλακίου έχουν στοιχεία όπως η ρευστότητα, η πιθανότητα απόδοσης, η φορολογική μεταχείριση και η διάρκεια που λήγει το αξιόγραφο. Σημαντικό ρόλο επίσης για την τελική διαμόρφωση του χαρτοφυλακίου παίζει και το επενδυτικό προφίλ του καθενός.



Σύμφωνα με τα προαναφερόμενα, η απόδοση χαρτοφυλακίου ενός αμοιβαίου κεφαλαίου σε απολογιστικά δεδομένα δίνεται από την σχέση:

$$R_{i,t} = \log\left(\frac{\text{Price}_t}{\text{Price}_{t-1}}\right)$$

Όπου  $\text{Price}_t$  και  $\text{Price}_{t-1}$  η τιμή κλεισίματος την χρονική στιγμή  $t$  και  $t-1$  αντίστοιχα.

## 4.2 Η ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Τα αμοιβαία κεφάλαια του δείγματος αποτελούνται από επτά διαφορετικά μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια από επτά διαφορετικούς το καθένα οργανισμούς. Αποτελούνται από πέντε μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια εσωτερικού και δύο μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια εξωτερικού. Στο σημείο αυτό να κάνουμε μια περιληπτική ανάλυση των χαρακτηριστικών των αμοιβαίων κεφαλαίων εσωτερικού και εξωτερικού.

### 4.2.1. Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού και Εξωτερικού

#### Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού

Τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια εσωτερικού είναι τα αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν τουλάχιστον 65% επί του καθαρού ενεργητικού τους σε μετοχές του ελληνικού χρηματιστηρίου. Ειδικά τα αμοιβαία κεφάλαια που αναπαράγουν τη σύνθεση χρηματιστηριακού δείκτη (index funds) πρέπει να επενδύουν ποσοστό τουλάχιστον 95% επί του καθαρού ενεργητικού τους σε μετοχές οι οποίες περιλαμβάνονται στο συγκεκριμένο δείκτη. Ο πίνακας επενδύσεων κάθε αμοιβαίου τίθεται στη διάθεση του επενδυτικού κοινού στα γραφεία της ΑΕΔΑΚ και στην ιστοσελίδα της στο διαδίκτυο εντός 10 ημερών από τη λήξη κάθε ημερολογιακού τριμήνου. Ο ιδιώτης επενδυτής μπορεί να διαλέξει ένα από τα Αμοιβαία Κεφάλαια που επενδύουν σε ελληνικές μετοχές.

#### Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού

Αναφορικά με τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια εξωτερικού, ο επενδυτής καλείται να ανατρέξει στον πίνακα επενδύσεων του κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου, προκειμένου να διαπιστώσει σε ποιες αγορές-μετοχές ένα αμοιβαίο κεφάλαιο εξωτερικού επενδύει και να μετρήσει τον επενδυτικό κίνδυνο που αυτό έχει.

#### 4.2.2. Τα Κριτήρια Επιλογής του Δείγματος

Στο σημείο αυτό θα τονίσουμε τα κριτήρια βάσει των οποίων καταλήξαμε στην τελική επιλογή των επτά συγκεκριμένων μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων. Αρχικά επιλέξαμε την κατηγορία των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων σε σχέση με τις υπόλοιπες κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων καθώς:

- Αποτελεί την πιο παραδοσιακή κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων με σημαντικά επίπεδα ενεργητικών διαθεσίμων σε μεγάλο αριθμό αμοιβαίων (συνολικός αριθμός ενεργητικού της κατηγορίας 1136,3 εκατ. Ευρώ στις 30/9/2012, το υψηλότερο σε όλες τις κατηγορίες)
- Η εν λόγω κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων έχει το μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς (21,2%) στις 30/9/2012 σύμφωνα με τα στοιχεία από την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών.
- Τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια επενδύουν κατά κύρια βάση σε μετοχές του Ελληνικού χρηματιστηρίου αξιών καθώς και ξένων χρηματιστηρίων, πράγμα που συνεπάγεται ότι περιλαμβάνει την καθημερινή πληροφόρηση και ενσωμάτωση των συνθηκών της αγοράς στη διαμορφωμένη τιμή του κάθε μετοχικού αμοιβαίου κεφαλαίου.
- Χαρακτηρίζονται από υψηλό επενδυτικό κίνδυνο, πράγμα που συνεπάγεται μεγαλύτερο ενδιαφέρον από την πλευρά της μελέτης των συμπερασμάτων που θα προκύψουν από την έρευνα μας.

Στη συνέχεια προχωρήσαμε στην επιλογή επτά από το σύνολο των εκατό μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων (49 μετοχικά εσωτερικού–51 μετοχικά εξωτερικού) που δραστηριοποιούνται στην Ελληνική αγορά με βάση τα ακόλουθα κριτήρια:

- Αμοιβαία κεφάλαια τα οποία έχουν έναρξη λειτουργιών πριν την 1/1/2003 ώστε να έχουμε και τα απαραίτητα πληροφοριακά στοιχεία.
- Επιδιώξαμε να υπάρχει στο δείγμα αντιπροσώπευση όλων των επιμέρους κατηγοριών των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων. Έτσι συμπεριλάβαμε από την πλευρά της γεωγραφικής κατηγοριοποίησης πέντε αμοιβαία κεφάλαια εσωτερικού και αναλόγως δύο εξωτερικού καθώς και από την πλευρά ιδιοκτησίας πέντε αμοιβαία κεφάλαια που ανήκουν σε τραπεζικούς οργανισμούς και δύο αμοιβαία κεφάλαια που ανήκουν σε ασφαλιστικούς οργανισμούς.

- Επιλέχθηκαν αμοιβαία κεφάλαια που παρουσίαζαν μια σχετική ομοιομορφία από την πλευρά των παρελθουσών αποδόσεων τους ώστε να μην επιλεγεί κάποιο αμοιβαίο κεφάλαιο με σημαντική διαφοροποίηση και αυξομείωση μέσα σε αυτή την δεκαετία που ερευνήσαμε.
- Όλα τα αμοιβαία κεφάλαια που ανήκουν στο δείγμα δεν είναι αποτέλεσμα συγχωνεύσεων με άλλα αμοιβαία κεφάλαια ή εξαγορών αλλά έχουν από την 1/1/2003 αυτοτελή πορεία.
- Τέλος από τα εναπομείναντα αμοιβαία κεφάλαια προχωρήσαμε σε κλήρωση ώστε να κάνουμε την τελική επιλογή του δείγματος.

### 4.2.3 Τα Αμοιβαία Κεφάλαια του Δείγματος

#### 1. ALPHA TRUST Νέων Επιχειρήσεων Μετοχικό Εσωτερικού

##### **Επενδυτικός σκοπός – Στρατηγική – Επενδυτικός Κίνδυνος**

Σκοπός του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, είναι να προσφέρει στους μακροπρόθεσμους επενδυτές τη δυνατότητα επίτευξης υπεραξιών και εισοδήματος, επενδύοντας κυρίως σε μετοχικούς τίτλους εσωτερικού, δυναμικών επιχειρήσεων. Το αμοιβαίο κεφάλαιο που από την ίδρυσή του – 11/1995 – έχει τον ίδιο διαχειριστή, στοχεύει στη δυνατότητα επίτευξης υπεραξιών και εισοδήματος μέσω ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου το οποίο είναι επενδεδυμένο σε μετοχικούς τίτλους εταιριών μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης, εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Το αμοιβαίο κεφάλαιο απευθύνεται σε επενδυτές που αντιλαμβάνονται το ρίσκο που συμπεριλαμβάνουν οι μετοχικές επενδύσεις και προτείνεται σε επενδυτές με μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα.

	ALPHA TRUST Νέων Επιχειρήσεων		
<b>ΕΝΑΡΞΗ</b>	23/11/1995		
<b>ΘΕΜΑΤΟΦΥΛΑΚΑΣ</b>	ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.		
<b>ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ</b>	ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ		
<b>ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ ΜΕΡΙΔΙΟΥ 28/9/2012</b>	8,22 €		
<b>Δ% ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (σε €)</b>	1/1/2003	28/9/2012	Δ%
	42.875.348,66	20.080.405,92	-53,17%
<b>Δ% ΜΕΡΙΔΙΩΝ</b>	1/1/2003	28/9/2012	Δ%
	4.998.590,57	2.968.820,00	-40,61%

Πίνακας 4.1: Γενικά Στοιχεία ALPHA TRUST Νέων Επιχειρήσεων

##### **ΠΡΟΜΗΘΕΙΕΣ**

Προμήθεια Διάθεσης: έως 2%

Προμήθεια Εξαγοράς: έως 1%

Αμοιβή διαχείρισης

• Σταθερή αμοιβή διαχείρισης έως 2% ετησίως επί του καθαρού ενεργητικού του Α/Κ, πληρωτέα ανά μήνα.

• Μεταβλητή αμοιβή διαχείρισης (“performance fee”) ανερχόμενη σε ποσοστό έως 25% επί της τυχόν θετικής διαφοράς μεταξύ της απόδοσης της καθαρής τιμής μεριδίου και της απόδοσης του εκάστοτε ισχύοντος δείκτη αναφοράς.

**2. EUROBANK Θεσμικών Χαρτοφυλακίων Μετοχικό Εσωτερικού****Επενδυτικός σκοπός – Στρατηγική – Επενδυτικός Κίνδυνος**

Σκοπός του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι η επένδυση του ενεργητικού του κυρίως (δηλαδή κατά ποσοστό τουλάχιστον 65% του καθαρού ενεργητικού) σε μετοχές εταιριών μεγάλης κεφαλαιοποίησης και άλλους τίτλους εξομοιούμενους με αυτές, που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην ελληνική αγορά, και κυρίως μετοχικούς τίτλους που παρουσιάζουν ικανοποιητικούς οικονομικούς δείκτες και προοπτική αξιόλογης κερδοφορίας και κατέχουν δεσπίζουσα θέση στον κλάδο τους. Δευτερευόντως, το αμοιβαίο κεφάλαιο επενδύει σε καταθέσεις, μέσα χρηματαγοράς και τίτλους σταθερού εισοδήματος, καθώς και σε παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα, με σκοπό την αποτελεσματική διαχείριση ή/και την αντιστάθμιση του κινδύνου των υποκείμενων στοιχείων του καθαρού ενεργητικού του, στο πλαίσιο του νόμου και των αποφάσεων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, όπως εκάστοτε ισχύουν.

Το αμοιβαίο κεφάλαιο είναι υψηλού επενδυτικού κινδύνου και απευθύνεται κυρίως σε θεσμικούς επενδυτές, όπως ασφαλιστικά ταμεία, οργανισμούς κοινής ωφέλειας κ.α., που επιθυμούν να συμμετέχουν σε διευρυμένο χαρτοφυλάκιο μετοχικών τίτλων ελληνικών εταιριών μεγάλης κεφαλαιοποίησης, με στόχο την επίτευξη, σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, κερδών από την υπεραξία και τις μερισματικές αποδόσεις των τίτλων αυτών.

<b>EUROBANK Θεσμικών Χαρτοφυλακίων</b>			
<b>ΕΝΑΡΞΗ</b>	25/10/2002		
<b>ΘΕΜΑΤΟΦΥΛΑΚΑΣ</b>	Τράπεζα EGF EUROBANK ERGASIAS A.E.		
<b>ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ</b>	ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ		
<b>ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ ΜΕΡΙΔΙΟΥ 28/9/2012</b>	1,40 €		
<b>Δ% ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (σε €)</b>	1/1/2003	28/9/2012	Δ%
	1.129.833,71	2.811.935,81	128,64%
<b>Δ% ΜΕΡΙΔΙΩΝ</b>	1/1/2003	28/9/2012	Δ%
	448.129,89	2.011.091,96	348,77%

**Πίνακας 4.2: Γενικά Στοιχεία EUROBANK Θεσμικών Χαρτοφυλακίων**

**ΠΡΟΜΗΘΕΙΕΣ**

Προμήθεια Διάθεσης: 0%

Προμήθεια Εξαγοράς: 0% > 2 έτη

0,75% 1-2 έτη

1% ≤ 1 έτος

**3. HSBC Αναδυόμενων Αγορών Μετοχικό Εξωτερικό****Επενδυτικός σκοπός – Στρατηγική – Επενδυτικός Κίνδυνος**

Σκοπός του αμοιβαίου κεφαλαίου HSBC Αναδυόμενων Αγορών Μετοχικό Εξωτερικό είναι η δημιουργία υπεραξίας και εισοδήματος επενδύοντας κυρίως σε μετοχικούς τίτλους στις διεθνείς αναδυόμενες αγορές. Απευθύνεται κυρίως σε επενδυτές που επιλέγουν τις προοπτικές που προσφέρουν οι αναδυόμενες αγορές και αποδέχονται αντίστοιχα τις υψηλές διακυμάνσεις που παρουσιάζουν και τον κίνδυνο να υποστούν απώλεια κεφαλαίου. Το συγκεκριμένο αμοιβαίο κεφάλαιο επενδύει κυρίως σε διεθνείς αναπτυσσόμενες εταιρείες σε αναδυόμενες αγορές και χαρακτηρίζεται σαν αμοιβαίου κεφάλαιο υψηλού επενδυτικού κινδύνου. Ο χρονικός ορίζοντας που συνιστάται για μεσο-μακροπρόθεσμους επενδυτές είναι 3-5 έτη, χωρίς να υπάρχει χρονική δέσμευση.

HSBC Αναδυόμενων Αγορών Εξωτερικό			
ΕΝΑΡΞΗ	7/8/2000		
ΘΕΜΑΤΟΦΥΛΑΚΑΣ	HSBC BANK plc		
ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ	ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ		
ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ ΜΕΡΙΔΙΟΥ 28/9/2012	4,69 €		
Δ% ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (σε €)	1/1/2003	28/9/2012	Δ%
	2.314.482,40	7.898.834,53	241,28%
Δ% ΜΕΡΙΔΙΩΝ	1/1/2003	28/9/2012	Δ%
	978.528,99	1.683.093,85	72,00%

Πίνακας 4.3: Γενικά Στοιχεία HSBC Αναδυόμενων Αγορών Εξωτερικό

**ΠΡΟΜΗΘΕΙΕΣ**

Προμήθεια Διάθεσης: 2,75%

Προμήθεια Εξαγοράς: 0%

**4. Millennium America US Μετοχικό Εξωτερικού****Επενδυτικός σκοπός – Στρατηγική – Επενδυτικός Κίνδυνος**

Επενδυτικός σκοπός του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι η επίτευξη υψηλών κερδών μακροπρόθεσμα με επένδυση κυρίως σε μετοχικούς τίτλους επιλεγμένων μετοχών εταιρειών των ΗΠΑ. Το νόμισμα στο οποίο θα είναι εκπεφρασμένες οι επενδύσεις θα είναι το Δολάριο ΗΠΑ. Για την υλοποίηση του σκοπού του, το αμοιβαίο κεφάλαιο ακολουθεί την εξής επενδυτική πολιτική: επενδύει τουλάχιστον το 65% του ενεργητικού του σε μετοχές εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, με έμφαση σε μετοχές που περιλαμβάνονται στο δείκτη DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE, και δευτερευόντως σε άλλες κινητές αξίες, μέσα χρηματαγοράς, τίτλους σταθερού εισοδήματος, τραπεζικές καταθέσεις και μερίδια ή μετοχές οργανισμών συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ). Το αμοιβαίο κεφάλαιο επενδύει σε παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα με σκοπό κυρίως την αντιστάθμιση και την αποτελεσματική διαχείριση των στοιχείων του ενεργητικού του. Ο επενδυτικός κίνδυνος του αμοιβαίου κεφαλαίου κρίνεται υψηλός, καθώς το χαρτοφυλάκιο επενδύεται κατά κύριο λόγο σε μετοχές αμερικανικών εταιρειών, οι οποίες υπόκεινται σε σημαντικές διακυμάνσεις. Επιπρόσθετα υπάρχει συναλλαγματικός κίνδυνος που σχετίζεται με την επένδυση στο αμερικανικό νόμισμα. Το αμοιβαίο κεφάλαιο απευθύνεται σε επενδυτές με μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα, οι οποίοι επιθυμούν να συνδέσουν την επένδυσή τους με την πορεία και με τα αποτελέσματα επιλεγμένων αμερικανικών εταιρειών.

	<b>MILLENNIUM AMERICA UC</b>		
<b>ΕΝΑΡΞΗ</b>	17/4/2001		
<b>ΘΕΜΑΤΟΦΥΛΑΚΑΣ</b>	MILLENNIUM BANK plc		
<b>ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ</b>	ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ		
<b>ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ ΜΕΡΙΔΙΟΥ 28/9/2012</b>	2,47 €		
<b>Δ% ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (σε €)</b>	1/1/2003	28/9/2012	Δ%
	1.078.011,01	4.339.071,72	302,51%
<b>Δ% ΜΕΡΙΔΙΩΝ</b>	1/1/2003	28/9/2012	Δ%
	524.908,87	1.755.760,89	234,49%

Πίνακας 4.4: Γενικά Στοιχεία MILLENNIUM America US

**ΠΡΟΜΗΘΕΙΕΣ**

Προμήθεια Διάθεσης: έως 5%

Προμήθεια Εξαγοράς: έως 2%

Ετήσια Προμήθεια Διαχείρισης: έως 3%



**5. Πειραιώς Δυναμικών Επιχειρήσεων Εσωτερικού****Επενδυτικός σκοπός – Στρατηγική – Επενδυτικός Κίνδυνος**

Το αμοιβαίο κεφάλαιο έχει ως επενδυτικό σκοπό την επίτευξη των υψηλότερων δυνατών αποδόσεων από τη διαχείριση χαρτοφυλακίου μετοχών με διαφοροποίηση ευρέως φάσματος και κύριο χαρακτηριστικό τον καινοτόμο, δυναμικό και αναπτυξιακό χαρακτήρα των επιλεγόμενων εταιριών, οι οποίες είναι κατά κύριο λόγο εταιρίες μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης. Το αμοιβαίο κεφάλαιο επενδύει τουλάχιστον το 65% του ενεργητικού του σε μετοχές μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης του Ελληνικού Χρηματιστηρίου και δευτερευόντως σε άλλες μετοχές και εν γένει κινητές αξίες, σε μέσα χρηματαγοράς, σε τίτλους σταθερού εισοδήματος και τραπεζικές καταθέσεις. Το εν λόγω αμοιβαίο κεφάλαιο απευθύνεται σε επενδυτές με μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα, οι οποίοι επιθυμούν να συνδέσουν την επένδυσή τους με την πορεία, τα αποτελέσματα και τη δυναμική των εταιριών μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Ο επενδυτικός κίνδυνος του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι μεγάλος καθώς επενδύει όπως ήδη προείπαμε σε εταιρίες μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης.

<b>ΠΕΙΡΑΙΩΣ Δυναμικών Επιχειρήσεων</b>			
<b>ΕΝΑΡΞΗ</b>	15/11/1999		
<b>ΘΕΜΑΤΟΦΥΛΑΚΑΣ</b>	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.		
<b>ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ</b>	ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ		
<b>ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ ΜΕΡΙΔΙΟΥ 28/9/2012</b>	0,42 €		
<b>Δ% ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (σε €)</b>	<b>1/1/2003</b>	<b>28/9/2012</b>	<b>Δ%</b>
	31.317.268,39	3.307.965,27	-83,57%
<b>Δ% ΜΕΡΙΔΙΩΝ</b>	<b>1/1/2003</b>	<b>28/9/2012</b>	<b>Δ%</b>
	31.317.268,47	7.969.404,19	-74,55%

Πίνακας 4.5: Γενικά Στοιχεία ΠΕΙΡΑΙΩΣ Δυναμικών Επιχειρήσεων

**ΠΡΟΜΗΘΕΙΕΣ**

Προμήθεια Διάθεσης: 1,75%

Προμήθεια Εξαγοράς: 2%

Ετήσια Προμήθεια Διαχείρισης: 2,25%



**6. MARFIN ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ****Επενδυτικός σκοπός – Στρατηγική – Επενδυτικός Κίνδυνος**

Σκοπός του συγκεκριμένου αμοιβαίου κεφαλαίου είναι η επίτευξη της υψηλότερης δυνατής απόδοσης σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα που προέρχεται πρωτίστως από υπεραξία και δευτερευόντως από εισόδημα, μέσω επενδύσεων σε κινητές αξίες, κυρίως στην εγχώρια κεφαλαιαγορά και δευτερευόντως στις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Το αμοιβαίο κεφάλαιο προτίθεται να τοποθετεί το μεγαλύτερο μέρος των επενδύσεών του σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών εταιρειών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Η επιλογή των κινητών αξιών γίνεται με συνδυασμό ποσοτικών και ποιοτικών κριτηρίων, ενώ επιπλέον το αμοιβαίο κεφάλαιο δύναται να επενδύει σε μετοχές εταιρειών εισηγμένων σε Διεθνή Χρηματιστήρια, με έμφαση στις χώρες της Αναδυόμενης Ευρώπης, λαμβάνοντας υπόψη την χρηματιστηριακή συγκυρία και τις μακροοικονομικές εξελίξεις. Το Marfin μετοχικό απευθύνεται σε μακροπρόθεσμους επενδυτές που επιθυμούν κεφαλαιακά κέρδη, μέσω ενός μετοχικού χαρτοφυλακίου που αποτελείται κυρίως από ελληνικές επιχειρήσεις με ισχυρές προοπτικές ανάπτυξης και είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν υψηλού επιπέδου επενδυτικό κίνδυνο.

	MARFIN ΕΛΛΗΝΙΚΟ		
<b>ΕΝΑΡΞΗ</b>	10/12/1999		
<b>ΘΕΜΑΤΟΦΥΛΑΚΑΣ</b>	MARFIN EGNATIA BANK A.E.		
<b>ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ</b>	ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ		
<b>ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ ΜΕΡΙΔΙΟΥ 28/9/2012</b>	1,19 €		
<b>Δ% ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (σε €)</b>	1/1/2003	28/9/2012	Δ%
	6.766.887,18	24.806.088,35	266,58%
<b>Δ% ΜΕΡΙΔΙΩΝ</b>	1/1/2003	28/9/2012	Δ%
	5.404.361,94	20.781.232,26	284,53%

Πίνακας 4.6: Γενικά Στοιχεία MARFIN Ελληνικό

**ΠΡΟΜΗΘΕΙΕΣ**

Προμήθεια Διάθεσης:	0-30.000	0,80%
	30.001-100.000	0,70%
	>100.000	0,25%

Προμήθεια Εξαγοράς: 0%

Ετήσια Προμήθεια Διαχείρισης: 2,5%

**7. ΑΤΕ Μετοχικό Εσωτερικού****Επενδυτικός σκοπός – Στρατηγική – Επενδυτικός Κίνδυνος**

Το εν λόγω αμοιβαίο κεφάλαιο στοχεύει στην επίτευξη της υψηλότερης δυνατής απόδοσης, πρωτίστως από υπεραξία και δευτερευόντως από εισόδημα, με επενδύσεις που πραγματοποιούνται, κατά κύριο λόγο, στην αγορά μετοχών εσωτερικού και δευτερευόντως σε κρατικά ή εταιρικά ομόλογα/ομολογίες, τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μεσομακροπρόθεσμα, ικανοποιητικής πιστοληπτικής διαβάθμισης, καθώς και στην αγορά χρήματος.

Το συγκεκριμένο αμοιβαίο κεφάλαιο της Αγροτικής τράπεζας επενδύει κυρίως σε επιλεγμένες μετοχές εταιρειών μεγάλης κεφαλαιοποίησης που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών με έμφαση σε μετοχές εταιριών που συμμετέχουν στο χρηματιστηριακό δείκτη FTSE 20. Η επενδυτική πολιτική του αμοιβαίου κεφαλαίου στηρίζεται στη συχνή εναλλαγή των στοιχείων του ενεργητικού. Επιπλέον, το αμοιβαίο κεφάλαιο δύναται να κάνει χρήση παραγώγων στοχεύοντας είτε την αντιστάθμιση μέρους του επενδυτικού κινδύνου που εμπεριέχεται στο χαρτοφυλάκιο είτε την αποτελεσματικότερη διαχείρισή του.

Απευθύνεται σε επενδυτές που επιθυμούν να συνδέσουν τις αποδόσεις των χρημάτων τους με την απόδοση ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου που απαρτίζεται κυρίως από μετοχές εταιρειών μεγάλης κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αθηνών και έχουν μεσομακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα. Το αμοιβαίο κεφάλαιο αναλαμβάνει υψηλό επενδυτικό κίνδυνο που προκύπτει, ως επί το πλείστον, από τον κίνδυνο της Ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς, ενώ η ευρεία διασπορά των κινητών αξιών του χαρτοφυλακίου περιορίζει σημαντικά τον ειδικό επενδυτικό κίνδυνο.

	<b>ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>		
<b>ΕΝΑΡΞΗ</b>	12/10/1992		
<b>ΘΕΜΑΤΟΦΥΛΑΚΑΣ</b>	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.		
<b>ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ</b>	ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ		
<b>ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ ΜΕΡΙΔΙΟΥ 28/9/2012</b>	2,40 €		
<b>Δ% ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (σε €)</b>	1/1/2003	28/9/2012	Δ%
	118.138.710,25	32.941.275,98	-72,12%
<b>Δ% ΜΕΡΙΔΙΩΝ</b>	1/1/2003	28/9/2012	Δ%
	25.796.788,41	13.726.181,27	-46,79%

Πίνακας 4.7: Γενικά Στοιχεία ΑΤΕ Μετοχικό Εσωτερικού

**ΠΡΟΜΗΘΕΙΕΣ**

Προμήθεια Διάθεσης: 0%

Προμήθεια Εξαγοράς: έως 1%

Ετήσια Προμήθεια Διαχείρισης: 2,25%

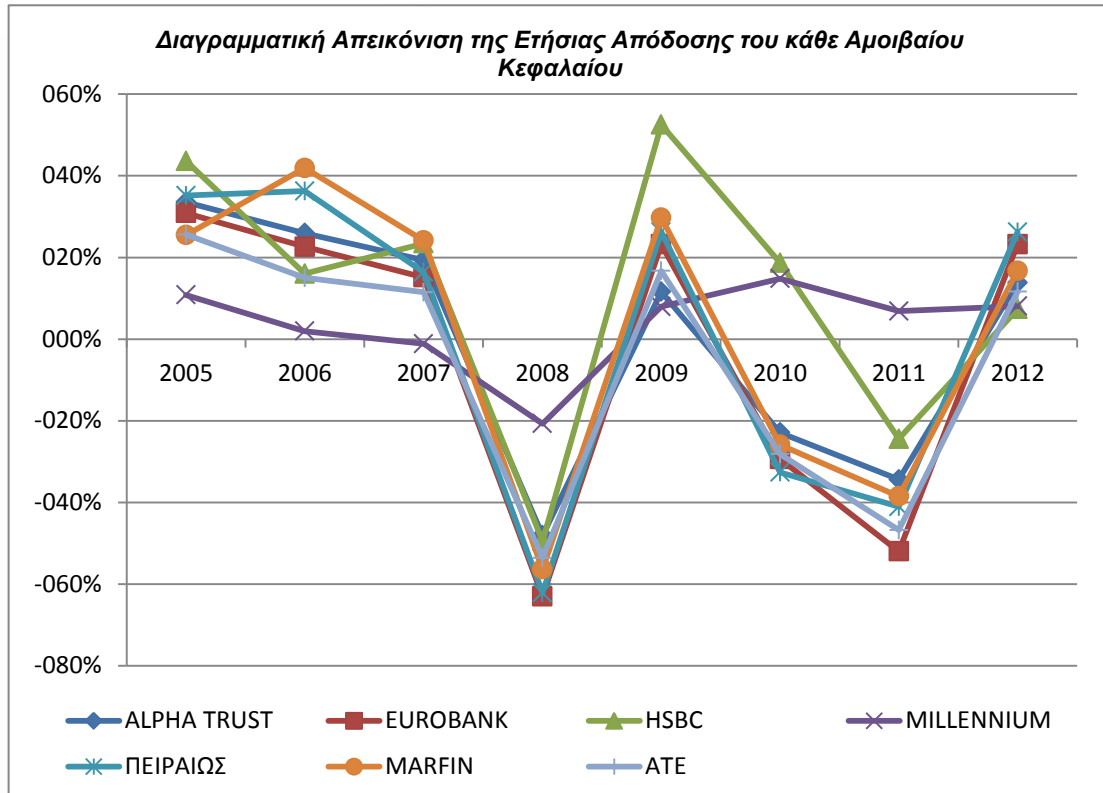
**4.3 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΒΑΣΗ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

**4.3.1. Ανάλυση Βάση της Ετήσιας Απόδοσης**

Στο σημείο αυτό θα προχωρήσουμε σε μια σύντομη ανάλυση των στοιχείων που προέκυψαν από τον υπολογισμό των ετήσιων αποδόσεων του αμοιβαίων κεφαλαίων του δείγματος. Για τον υπολογισμό της ετήσιας απόδοσης χρησιμοποιήσαμε τον τύπο υπολογισμού της απόδοσης χαρτοφυλακίου που αναφέρθηκε προηγουμένως. Στον πίνακα παρακάτω παρατίθενται οι ετήσιες αποδόσεις του κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου από το 2004 έως και το 2012.

ΕΤΟΣ	ALPHA TRUST	EUROBANK	HSBC	MILLENNIUM	ΠΕΙΡΑΙΩΣ	MARFIN	ΑΤΕ
2003							
2004	15,50%	20,22%	7,15%	-6,32%	5,35%	-7,36%	11,42%
2005	33,56%	30,87%	43,63%	10,80%	35,16%	25,49%	25,59%
2006	25,95%	22,61%	16,02%	1,94%	36,25%	41,88%	15,02%
2007	19,35%	15,14%	23,45%	-1,14%	16,36%	24,15%	11,47%
2008	-48,07%	-63,02%	-49,48%	-20,72%	-62,16%	-56,38%	-53,61%
2009	11,59%	23,19%	52,51%	7,93%	26,23%	29,75%	16,68%
2010	-22,91%	-29,38%	18,67%	14,79%	-32,64%	-25,87%	-28,18%
2011	-34,40%	-52,02%	-24,43%	6,83%	-41,05%	-38,53%	-46,79%
2012	13,82%	23,22%	7,34%	8,06%	26,23%	16,69%	11,58%

**Πίνακας 4.8: Ανάλυση της Ετήσιας Απόδοσης του κάθε Αμοιβαίου Κεφαλαίου**



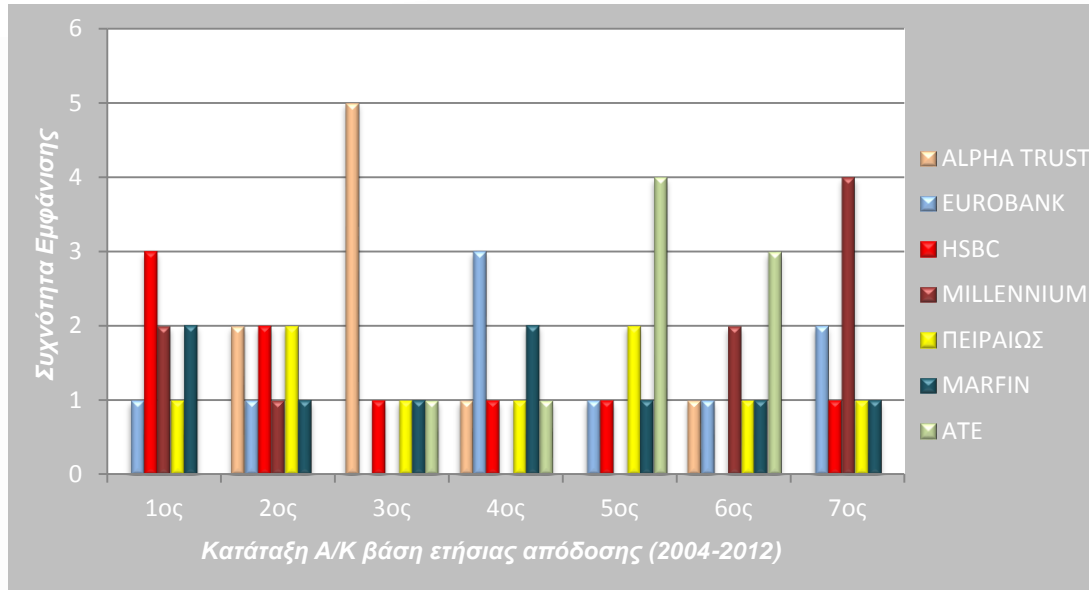
Διάγραμμα 4.1

Από τον εν λόγω πίνακα και την αντίστοιχη διαγραμματική του απεικόνιση κάποια χρήσιμα συμπεράσματα που προκύπτουν είναι:

- Το χαρακτηριστικό γεγονός πως η μεγαλύτερη αρνητική τιμή στην ετήσια απόδοσή τους, που παρουσιάζουν και τα επτά αμοιβαία κεφάλαια του δείγματος εμφανίζεται το έτος 2008.
- Σε γενικές γραμμές υπάρχει ισορροπία στις θετικές και αρνητικές ετήσιες αποδόσεις τους, καθώς τα πέντε από τα επτά αμοιβαία κεφάλαια του δείγματος έχουν έξι θετικές ετήσιες αποδόσεις και αντιστοίχως τρεις αρνητικές. Το αμοιβαίο κεφάλαιο HSBC Αναδυόμενων Αγορών Μετοχικό Εξωτερικού είναι το μόνο που παρουσιάζει επτά θετικές και δύο αρνητικές τιμές στις ετήσιες αποδόσεις του ενώ αντίθετως το μόνο αμοιβαίο κεφάλαιο με πέντε θετικές και τέσσερις αρνητικές τιμές στις ετήσιες αποδόσεις του είναι το αμοιβαίο κεφάλαιο MARFIN Μετοχικό Ελληνικό.
- Το έτος 2008 φαίνεται να αποτελεί το σημείο στο οποίο διακόπτεται η ανοδική πορεία των ετήσιων αποδόσεων των αμοιβαίων του δείγματος, καθώς όπως μπορούμε να δούμε από τον πίνακα οι ετήσιες αποδόσεις μέχρι και το 2007 παρουσιάζουν θετικά πρόσημα σχεδόν στο σύνολο των αμοιβαίων, με λίγες μόνο αρνητικές τιμές οι οποίες ωστόσο σε καμία περίπτωση δεν ξεπερνούν το -7,36% του αμοιβαίου κεφαλαίου της MARFIN για το έτος 2004.

- Όπως επίσης βλέπουμε οι μέγιστες τιμές στις ετήσιες αποδόσεις των πέντε από τα επτά αμοιβαία κεφάλαια εμφανίζονται μέχρι και το 2007, και το χαρακτηριστικό επίσης είναι ότι πρόκειται για τα πέντε αμοιβαία κεφάλαια εσωτερικού. Τα υπόλοιπα δύο αμοιβαία κεφάλαια που εμφανίζουν το μέγιστο θετικό πρόσημο τους και είναι μετά το έτος 2008 είναι τα HSBC Αναδυόμενων Αγορών Μετοχικό Εξωτερικού (+ 52,51% το 2009) και το MILLENIUM US AMERICA Μετοχικό Εξωτερικού (+ 14,79 το 2010) και τα οποία στη ουσία αποτελούν τα δύο μοναδικά αμοιβαία κεφάλαια εξωτερικού του δείγματος. Στο σημείο αυτό φαίνεται ίσως πόσο πολύ έχει επηρεάσει η ελληνική κρίση τα εγχώρια αμοιβαία κεφάλαια τα τελευταία χρόνια, ενώ αντιθέτως τα αμοιβαία κεφάλαια εξωτερικού όπως είναι και λογικό λόγω της επενδυτικής ψυχολογίας φαίνεται να έχουν μεγαλύτερη εμπιστοσύνη από τους Έλληνες επενδυτές.
- Τέλος να κλείσουμε με ένα θετικό συμπέρασμα που βγαίνει από τον εν λόγω πίνακα και έχει να κάνει με το θετικό πρόσημο στις ετήσιες αποδόσεις και των επτά αμοιβαίων κεφαλαίων του δείγματος για το έτος 2012 (μέχρι 28/9/2012), πράγμα που δείχνει ότι η αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων φαίνεται να προσπαθεί να επανέλθει σε θετικά νούμερα που δύσκολα εμφανίζονται στον πίνακα από το 2008 και μετά.

Τα αποτελέσματα του πίνακα με τις ετήσιες αποδόσεις για το κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο παρουσιάζονται παρακάτω και με ένα διάγραμμα θέσης για το κάθε αμοιβαίο ανά έτος για να δούμε τα αποτελέσματα πιο ξεκάθαρα. Από το διάγραμμα κατάταξης των αμοιβαίων κεφαλαίων του δείγματος μπορούμε να διακρίνουμε όπως ήδη παρατηρήσαμε ότι το αμοιβαίο κεφάλαιο της τράπεζας MILLENNIUM (αμοιβαίο εξωτερικού) ενώ τα πρώτα χρόνια κατατάσσεται συχνά τελευταίο (2005, 2006, 2007, 2009), μετά την μεγάλη πτώση των αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων εσωτερικού από το 2008 και μετά έρχεται στις πρώτες θέσεις (1<sup>ο</sup> το 2008, 2001 & 2<sup>ο</sup> το 2010). Το άλλο αμοιβαίο κεφάλαιο εξωτερικού του δείγματος το αμοιβαίο κεφάλαιο της HSBC τράπεζας αναδυόμενων αγορών εξωτερικού βλέπουμε πως έχει σημαντική παρουσία στις πρώτες θέσεις της κατάταξης και πριν από το 2008 (1<sup>ο</sup> το 2005, 2009, 2010). Σε κάποιες πιο γενικές διαπιστώσεις που μπορούμε να προχωρήσουμε είναι πως το αμοιβαίο κεφάλαιο ALPHA TRUST νέων επιχειρήσεων εσωτερικού έχει σταθερή παρουσία σε κάποιο βαθμό, καθώς είναι τρίτο στα 5 από τα 9 έτη που ερευνήσαμε, αναλόγως σταθερή παρουσία έχει και το αμοιβαίο κεφάλαιο της Αγροτικής Τράπεζας, ενώ μεγαλύτερες αυξομειώσεις στην ετήσια κατάταξη τους δείχνουν τα τρία αμοιβαία κεφάλαια εσωτερικού των τραπεζών MARFIN, EUROBANK και ΠΕΙΡΑΙΩΣ.



Διάγραμμα 4.2

#### 4.3.2. Ανάλυση Βάση της Απόδοσης Ζετίας

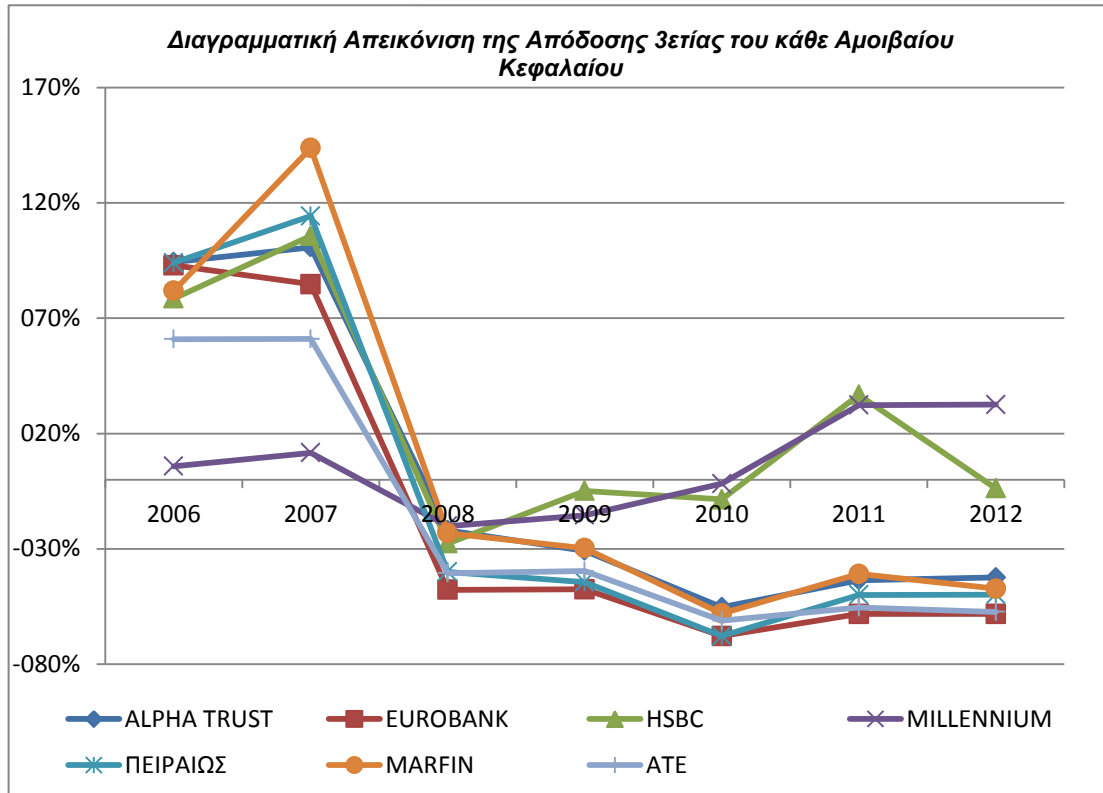
Στο εν λόγω κεφάλαιο κάνουμε μια ανάλυση των αποτελεσμάτων που προκύπτουν από τα στοιχεία της τριετής απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων, καθώς λόγω του γεγονότος ότι τα αμοιβαία κεφάλαια του δείγματος ανήκουν στην κατηγορία των μετοχικών, θεωρούνται είδος επένδυσης μακροχρόνιας προοπτικής ενώ και οι εταιρίες που διαχειρίζονται τα αμοιβαία κεφάλαια αυτής της κατηγορίας προτείνουν την τριετία σαν βάση επένδυσης για την όσο το δυνατόν αποτελεσματικότερη απόδοση της επένδυσης.

Στον πίνακα παρακάτω λοιπόν παρατίθενται τα στοιχεία των τριετών αποδόσεων για το κάθε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο του δείγματος.

ΕΤΟΣ	ALPHA TRUST	EUROBANK	HSBC	MILLENNIUM	ΠΕΙΡΑΙΩΣ	MARFIN	ATE
2003							
2004							
2005							
2006	94,30%	92,89%	78,54%	5,82%	94,01%	81,91%	60,95%
2007	100,77%	84,74%	105,71%	11,66%	114,29%	143,78%	61,03%
2008	-21,93%	-47,79%	-27,65%	-20,11%	-40,01%	-23,18%	-40,52%
2009	-30,84%	-47,54%	-4,89%	-15,42%	-44,42%	-29,73%	-39,67%
2010	-55,33%	-67,835	-8,57%	-1,78%	-67,82%	-58,04%	-61,13%
2011	-43,58%	-58,26%	36,77%	32,36%	-49,98%	-40,87%	-55,41%
2012	-42,45%	-58,25%	-3,73%	32,52%	-49,88%	-47,28%	-57,36%

Πίνακας 4.9: Ανάλυση της Απόδοσης Ζετίας του κάθε Αμοιβαίου Κεφαλαίου



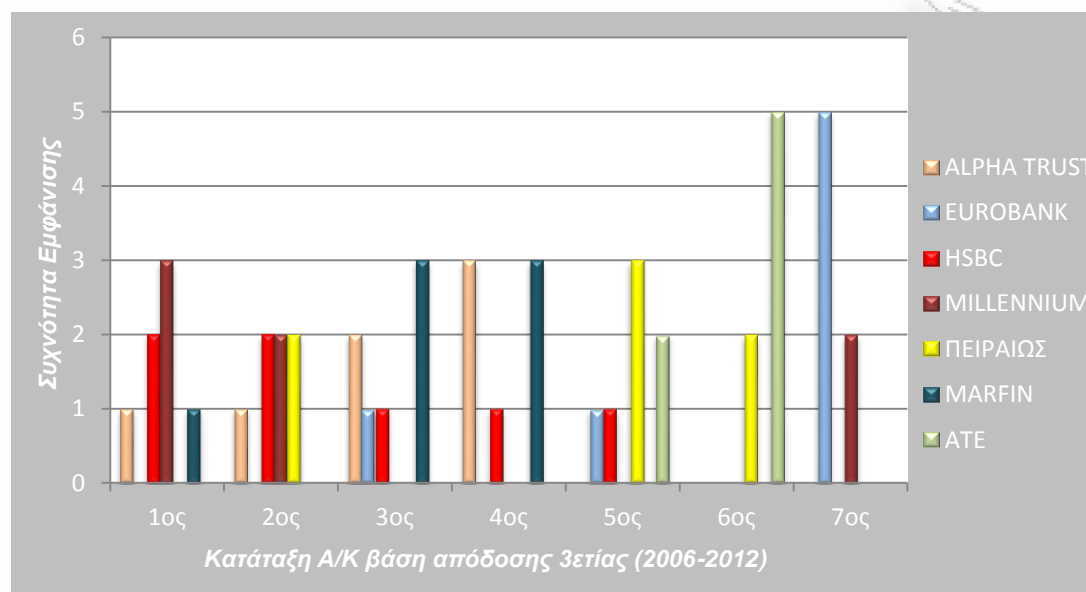


Διάγραμμα 4.3

Τα ανάλογα συμπεράσματα που προκύπτουν από τον εν λόγω πίνακα και το διάγραμμα είναι:

- Και τα πέντε αμοιβαία κεφάλαια εσωτερικού του δείγματος παρουσιάζουν τη μέγιστη αρνητική απόδοση τριετίας τους το έτος 2010.
- Τα υψηλότερα θετικά ποσοστά των πέντε αμοιβαίων κεφαλαίων εσωτερικού εμφανίζονται επίσης σε όλα μέχρι και το 2007.
- Τα μόνα αμοιβαία κεφάλαια που φαίνεται να μην εμφανίζουν τόσο μεγάλη συνοχή και ομοιότητα στα στοιχεία τους, τόσο τριετίας αλλά και σε ετήσια βάση που είδαμε προηγουμένως είναι τα δύο αμοιβαία κεφάλαια εξωτερικού του δείγματος (HSBC & MILLENNIUM).
- Από τον πίνακα επίσης μπορούμε να επιβεβαιώσουμε τα συμπεράσματα που προέκυψαν από την ετήσια ανάλυση των αποδόσεων τους, για το γεγονός πως η πορεία των αμοιβαίων κεφαλαίων τα πρώτα χρόνια που ερευνούμαι ήταν θετικά και πως από το 2008 και μετά έχει ξεκινήσει μια συνεχή κάθετη πτώση στις αποδόσεις τους που δείχνουν να τερματίζεται σε κάποιο βαθμό το 2012.

Στη συνέχεια βλέπουμε το διάγραμμα κατάταξης θέσης των αμοιβαίων κεφαλαίων του δείγματος με βάση την απόδοση τριετίας αυτή τη φορά.



Διάγραμμα 4.4

Το κυριότερο στοιχείο που προκύπτει από το διάγραμμα κατάταξης βάση της τριετούς απόδοσης, είναι ότι επαληθεύεται πιο ξεκάθαρα αυτή τη φορά το συμπέρασμα πως από το έτος 2008 και μετά τα διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια εξωτερικού που όπως προείπαμε είναι των τραπεζών HSBC και MILLENNIUM μονοπωλούν τις δύο πρώτες θέσεις (HSBC 1<sup>ο</sup> 2009, 2011 & MILLENNIUM 1<sup>ο</sup> 2008, 2010, 2012), παρότι τα δύο πρώτα έτη κατατάσσοντας σε θέσεις προς το τέλος. Από αυτόν τον πίνακα φαίνεται για μία ακόμη φορά το έντονο πρόβλημα που αντιμετωπίζουν τα αμοιβαία κεφάλαια εσωτερικού, λόγω των μεγάλων και έντονων πιέσεων που δέχονται λόγω της οικονομικής κρίσης που μαστίζει σε μεγάλο βαθμό τον ελληνικό χώρο.

#### 4.3.3. Υπολογισμός Μέσης Ετήσιας και Μέσης Απόδοσης 3ετίας

Στο κεφάλαιο αυτό υπολογίσαμε την μέση απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων του δείγματος τόσο σε ετήσια βάση όσο και σε τριετή βάση. Ο υπολογισμός της μέσης απόδοσης προκύπτει από το άθροισμα των αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων για το κάθε έτος ή την απόδοση τριετίας αν μιλάμε για την δεύτερη περίπτωση διαιρούμενα με το πλήθος των αμοιβαίων κεφαλαίων του δείγματος που μελετούμαι.



Π.χ. η μέση ετήσια απόδοση των επτά αμοιβαίων κεφαλαίων για το έτος 2004

προκύπτει από:

$$[15,50\% + 20,22\% + 7,15\% + 5,35\% + 11,42\% + (-7,36\%) + (-6,32\%)]/7 = 45,96\% / 7 = 6,57\%$$

ΕΤΟΣ	ΕΤΗΣΙΑ ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΖΕΤΙΑΣ
2004	6,57%	
2005	29,30%	
2006	22,81%	72,63%
2007	15,54%	88,85%
2008	-50,49%	-31,60%
2009	23,98%	-30,69%
2010	-15,07%	-45,97%
2011	-32,91%	-25,57%
2012	15,28%	-32,35%

**Πίνακας 4.10: Μέση Ετήσια Απόδοση & Μέση Απόδοση Ζετίας των Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

Από τον πίνακα των μέσων αποδόσεων σε ετήσια και τριετή βάση βλέπουμε πως για την περίπτωση της μέσης ετήσιας βάσης το ποσοστό της το 2008 φτάνει στο -50,49% που είναι το μεγαλύτερο με αρνητικό πρόσημο, κάτι που άλλωστε το περιμέναμε και από τα αποτελέσματα που έχουμε μέχρι τώρα δει σε ατομική βάση για το κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο του δείγματος, ενώ το μέγιστο θετικό αποτέλεσμα το έχει το 2005 με 29,30%. Από την άλλη πλευρά στην μέση απόδοση τριετίας διακρίνουμε θετικά πρόσημα για τα δύο πρώτα έτη (2006, 2007) με σημαντικά αυξημένα νούμερα μάλιστα, ωστόσο από το 2008 και μέχρι και το τελευταίο έτος της μελέτης μας εμφανίζει σε ετήσια βάση αρνητικά αποτελέσματα με μέγιστο το 2010 που φτάνει στο -45,97%.

# ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

**ΠΙΝΑΚΑΣ 1: ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ – ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ**

<b>ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	<b>ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>
1. ΑΑΑΒ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤ.	1. ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ
2. ALICO INDEX FUND FTSE20 ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ	2. ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ ΑΝΑΔΥΟΜΕΝΩΝ ΑΓΟΡΩΝ
3. ALICO ΜΕΤ.ΕΣΩΤ. ΜΕΣΑΙΑΣ & ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	3. ALLIANZ Α/Κ ΜΕΤΟΧΩΝ ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΕΜΕΑ
4. ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	4. ALPHA ENERGY ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ
5. ALLIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤ.ΜΕΤ.ΕΣ.	5. ALPHA GLOBAL BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ
6. ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	6. ALPHA SELECT ΝΟΤΙΟ-ΑΝΑΤΟΛΙΚΗΣ ΕΥΡΩΠΗΣ ΜΕΤ. ΕΞ.
7. ALPHA ATHENS INDEX FUND ΜΕΤ.ΕΣ.	7. ALPHA TRUST EMERGING EUROPE ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ
8. ALPHA ETF ATHEX 20 ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	8. ALPHA TRUST GLOBAL LEADERS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ
9. ALPHA TRUST NEW STRATEGY ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	9. ALPHA ΝΑΥΤΙΛΙΑ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ
10. ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	10. ATTICA REAL ESTATE ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ
11. ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	11. EUROBANK EFG (LF) EQUITY- EMERGING EUROPE FUND
12. ALPHA ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ.	12. EUROBANK EFG (LF) EQUITY- GLOBAL EQUITIES FUND
13. ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	13. EUROBANK EFG (LF) EQUITY-DYNAMIC POLISH FUND
14. ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΕΣΑΙΑΣ-ΜΙΚΡΗΣ Κ/ΣΗΣ ΕΣΩΤ.	14. EUROBANK EFG (LF) EQUITY - DYNAMIC ROMANIAN FUND
15. ATTICA MARATHON ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	15. EUROBANK EFG (LF) EQUITY - TURKISH EQUITY FUND
16. CITI FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	16. EUROBANK EFG (LF) EQUITY - TURKISH EQUITY FUND \$
17. EUROBANK EFG (LF) EQUITY-GREEK EQUITIES FUND	17. EUROBANK EFG I (LF) EQUITY- GLOBAL EQUITIES FUND
18. EUROBANK EFG (LF) EQUITY-INSTITUTIONAL PORT EUR	18. EUROBANK EFG I (LF) EQUITY - DYNAMIC ROMANIAN FUND
19. EUROBANK EFG (LF) EQUITY - FLEXI STYLE GREECE	19. EUROBANK EFG I (LF) EQUITY - TURKISH EQUITY FUND
20. EUROBANK EFG I (LF) EQUITY - FLEXI STYLE GREECE	20. EUROBANK EFGI (LF) EQUITY- EMERGING EUROPE FUND
21. EUROBANK GREEK EQUITIES ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	21. EUROBANK EMERGING EUROPE ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ
22. EUROBANK ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ ΜΕΤ. ΕΣ.	22. EUROBANK GLOBAL EQUITIES ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ
23. HSBC ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤ.	23. HSBC AMERICAN EQUITY ΜΕΤ. ΕΞΩΤ.
24. ING Α/Κ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	24. HSBC ΑΝΑΔΥΟΜΕΝΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΜΕΤ.ΕΞΩΤ.
25. INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤ.ΕΣ.	25. HSBC ΠΑΝΕΥΡΩΠΑΙΚΟ ΜΕΤ.ΕΞΩΤ.
26. INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ.	26. INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΓΜΕΝΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΜΕΤ. ΕΞ.
27. INTERNATIONAL ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΞΙΩΝ ΜΕΤ.ΕΣ.	27. INTERAMERICAN ΝΕΑ ΕΥΡΩΠΗ ΜΕΤ. ΕΞ.
28. INTERNATIONAL ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	28. MARFIN EUROPEAN EQUITY ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ
29. MARFIN ΑΘΗΝΑ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	29. MARFIN GLOBAL ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ
30. MARFIN ΟΛΥΜΠΙΑ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	30. MILLENNIUM AMERICA US ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞ.
31. MILLENNIUM MID- CAP ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	31. MILLENNIUM CHINA GROWTH ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ
32. MILLENNIUM BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ.	32. MILLENNIUM EUROZONE ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞ.
33. NBG HELLENIC ALLSTARS - CLASS A (EUR)	33. NBG EUROPEAN ALLSTARS - CLASS A (EUR)
34. NBG HELLENIC ALLSTARS - CLASS B (EUR)	34. NBG EUROPEAN ALLSTARS - CLASS B (EUR)
35. NBGAM ETF ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ Χ.Α.- ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	35. NBG GLOBAL EQUITY - CLASS B (EUR)
36. PROBANK ΕΛΛΑΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	36. NBG GLOBAL EQUITY - CLASS A (EUR)
37. PROTON ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	37. NBG SOCIALLY RESPONSIBLE - CLASS A (EUR)
38. ALPHA BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ.	38. NBG SOCIALLY RESPONSIBLE - CLASS B (EUR)
39. ΑΤΤΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	39. NBGAM ETF GREECE & TURKEY 30 - ΜΕΤΟΧΙΚΟ

40. ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	40. PIRAEUSINVEST EUROPEAN EQUITY FUND (EUR)
41. ΔΗΛΟΣ SMALL CAP ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ.	41. ΑΤΕ EUROZONE ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ
42. ΔΗΛΟΣ TOP-30	42. ΑΤΕ US ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ
43. ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	43. ΔΗΛΟΣ ΔΙΕΘΝΕΣ
44. ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	44. ΔΗΛΟΣ ΕΥΡΩΠΑΙΚΟ
45. ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ. (ΜΕΤ. ΕΣΩΤ.)	45. ΔΗΛΟΣ ΠΡΑΣΙΝΗ ΕΝΕΡΓΕΙΑ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ
46. ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	46. ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ AMERICAN OPPORTUNITIES ΜΕΤ. ΕΞ.
47. ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΔΥΝΑΜ.ΕΠΙΧ. ΜΕΤ. ΕΣΩΤ.	47. ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EMERGING MARKETS OPPORTUN. ΜΕΤ.ΕΞ.
48. ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	48. ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROPEAN OPPORTUNITIES ΜΕΤ. ΕΞ.
49. Τ.Τ. ΕΛΤΑ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	49. ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ GLOBAL OPPORTUNITIES (ΜΕΤ. ΕΞ.)
	50. ΠΕΙΡΑΙΩΣ BALKAN FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ
	51. Τ.Τ. ΕΛΤΑ ΟΙΚΟΛΟΓΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ**

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΜΕΡΙΔΙΑ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ
31/1/2003	40.123.049,11	4.945.073,39	8,1137
28/2/2003	38.709.345,81	4.886.938,54	7,921
31/3/2003	35.680.944,66	4.696.012,37	7,5981
30/4/2003	38.676.927,28	4.601.074,64	8,4061
30/5/2003	39.967.479,18	4.580.298,42	8,726
30/6/2003	43.034.158,02	4.636.198,29	9,2822
31/7/2003	48.812.344,20	4.692.726,62	10,4017
29/8/2003	49.231.759,94	4.713.497,10	10,4448
30/9/2003	45.294.565,85	4.668.596,89	9,702
31/10/2003	47.126.568,68	4.649.744,77	10,1353
28/11/2003	47.466.113,07	4.617.730,90	10,2791
31/12/2003	48.507.721,33	4.565.881,76	10,624
30/1/2004	53.184.628,78	4.612.166,23	11,5314
27/2/2004	53.628.064,89	4.678.576,30	11,4625
31/3/2004	51.384.273,77	4.632.890,54	11,0912
30/4/2004	52.763.673,27	4.573.032,34	11,538
28/5/2004	51.027.063,40	4.496.027,37	11,3494
30/6/2004	49.378.213,65	4.445.686,82	11,107
30/7/2004	48.542.056,62	4.325.211,49	11,223
31/8/2004	47.785.071,16	4.288.394,84	11,1429
30/9/2004	46.419.149,97	4.240.630,35	10,9463
29/10/2004	47.282.826,13	4.184.517,25	11,2995
30/11/2004	48.513.564,25	4.125.320,82	11,7599
31/12/2004	86.306.039,32	7.033.349,57	12,271
31/1/2005	88.113.503,76	6.898.810,79	12,7723
28/2/2005	90.538.661,43	6.816.260,36	13,2827
31/3/2005	83.554.748,17	6.708.131,54	12,4557
28/4/2005	82.914.769,37	6.613.063,45	12,538
31/5/2005	84.349.915,60	6.540.798,41	12,896
30/6/2005	86.135.615,86	6.455.566,98	13,3428
29/7/2005	89.929.288,25	6.378.063,20	14,0998
31/8/2005	88.592.740,65	6.335.938,90	13,9826
30/9/2005	90.732.060,05	6.273.735,02	14,4622
31/10/2005	90.085.986,14	6.207.676,00	14,512
30/11/2005	92.457.412,70	6.136.619,92	15,0665
31/12/2005	99.715.689,30	6.084.242,90	16,3892
31/1/2006	106.504.233,37	6.034.121,82	17,6503
28/2/2006	109.570.923,65	5.958.050,09	18,3904
31/3/2006	105.443.920,18	5.776.660,33	18,2534
28/4/2006	105.545.204,43	5.698.646,75	18,5211

31/5/2006	99.039.672,41	5.643.509,65	17,5493
30/6/2006	95.679.238,53	5.551.979,02	17,2334
31/7/2006	96.561.864,66	5.520.136,87	17,4927
31/8/2006	99.470.034,15	5.512.001,58	18,0461
29/9/2006	100.819.750,79	5.470.724,23	18,429
31/10/2006	105.455.287,45	5.417.280,98	19,4665
30/11/2006	105.840.283,54	5.364.330,04	19,7304
31/12/2006	108.726.745,14	5.267.072,64	20,6427
31/1/2007	112.948.870,74	5.179.551,88	21,8067
28/2/2007	106.196.829,25	5.001.142,36	21,2345
30/3/2007	106.690.638,39	4.893.683,50	21,8017
30/4/2007	107.858.241,88	4.813.408,95	22,4079
31/5/2007	111.538.972,31	4.734.192,21	23,5603
29/6/2007	105.832.224,56	4.451.390,86	23,7751
31/7/2007	104.355.172,93	4.383.325,27	23,8073
31/8/2007	100.304.158,91	4.306.921,84	23,2891
28/9/2007	104.068.932,43	4.233.845,33	24,5802
31/10/2007	102.863.650,07	4.082.517,24	25,1961
30/11/2007	95.587.411,62	3.966.751,11	24,0972
31/12/2007	96.853.539,80	3.931.211,36	24,6371
31/1/2008	80.609.681,47	3.794.016,72	21,2465
29/2/2008	78.471.645,53	3.780.195,95	20,7586
31/3/2008	75.000.760,69	3.752.046,18	19,9893
30/4/2008	78.158.891,99	3.740.080,93	20,8976
30/5/2008	77.755.044,60	3.710.147,22	20,9574
30/6/2008	69.172.330,74	3.690.509,77	18,7433
31/7/2008	65.491.712,08	3.656.983,38	17,9087
29/8/2008	64.665.810,46	3.651.217,54	17,7108
30/9/2008	57.724.513,21	3.632.567,38	15,8908
31/10/2008	46.255.697,48	3.568.468,47	12,9623
28/11/2008	45.961.583,23	3.556.740,09	12,9224
31/12/2008	45.313.661,78	3.541.659,25	12,7945
30/1/2009	45.511.495,35	3.539.652,24	12,8576
27/2/2009	42.185.145,72	3.528.490,63	11,9556
31/3/2009	43.933.397,53	3.507.225,82	12,5265
30/4/2009	47.988.037,16	3.500.763,27	13,7079
29/5/2009	50.748.446,64	3.492.841,49	14,5293
30/6/2009	48.960.100,74	3.451.623,58	14,1847
31/7/2009	52.555.597,00	3.518.374,51	14,9375
31/8/2009	53.890.973,92	3.512.225,65	15,3438
30/9/2009	55.056.559,62	3.464.232,76	15,8929
30/10/2009	54.685.394,33	3.433.471,49	15,9271
30/11/2009	47.799.603,61	3.411.935,19	14,0095
31/12/2009	48.407.072,48	3.390.617,49	14,2768
29/1/2010	45.495.646,08	3.381.071,74	13,456

26/2/2010	43.132.073,55	3.370.734,08	12,796
31/3/2010	46.132.149,88	3.365.100,96	13,709
30/4/2010	42.637.699,04	3.352.448,36	12,7184
31/5/2010	38.087.499,85	3.344.057,92	11,3896
30/6/2010	35.843.944,32	3.307.042,58	10,8387
30/7/2010	40.451.507,32	3.301.935,56	12,2508
31/8/2010	38.610.516,68	3.297.388,70	11,7094
30/9/2010	36.299.457,85	3.277.016,07	11,077
29/10/2010	37.932.003,85	3.266.726,14	11,6116
30/11/2010	34.518.797,23	3.222.675,27	10,7112
31/12/2010	35.099.901,18	3.189.364,94	11,0053
31/1/2011	38.437.829,57	3.197.051,72	12,0229
28/2/2011	39.542.448,94	3.239.235,05	12,2073
31/3/2011	39.096.409,03	3.229.910,84	12,1045
29/4/2011	37.266.374,92	3.186.396,30	11,6955
31/5/2011	35.492.573,54	3.174.630,76	11,1801
30/6/2011	33.646.265,39	3.184.408,97	10,5659
29/7/2011	33.050.067,45	3.194.678,23	10,3454
31/8/2011	26.659.903,53	3.114.885,06	8,5589
30/9/2011	23.689.592,15	3.088.177,25	7,6711
31/10/2011	24.938.938,61	3.074.708,47	8,111
30/11/2011	21.864.362,73	3.062.114,50	7,1403
31/12/2011	21.932.187,53	3.038.071,36	7,2191
31/1/2012	23.839.961,97	3.037.886,80	7,8475
29/2/2012	22.702.420,89	3.027.362,41	7,4991
30/3/2012	23.152.486,27	3.018.242,81	7,6708
30/4/2012	22.104.933,65	2.997.743,95	7,3739
31/5/2012	17.654.397,26	2.968.698,83	5,9468
29/6/2012	20.080.405,92	2.968.820,00	6,7638
31/7/2012	19.495.217,94	2.966.245,23	6,5724
31/8/2012	21.452.596,27	3.017.161,51	7,1102
28/9/2012	24.707.131,94	3.006.905,73	8,2168

**ΠΙΝΑΚΑΣ 3: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ EUROBANK ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ**

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΜΕΡΙΔΙΑ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ
31/1/2003	1.621.696,66	611.628,97	2,6514
28/2/2003	1.701.989,63	664.597,07	2,5609
31/3/2003	2.250.363,33	952.355,41	2,3629
30/4/2003	2.898.768,70	1.114.017,30	2,6021
30/5/2003	2.882.316,23	1.113.229,12	2,5891
30/6/2003	3.124.745,19	1.116.085,64	2,7997
31/7/2003	3.549.222,23	1.117.523,96	3,176
29/8/2003	4.979.168,86	1.525.526,31	3,2639
30/9/2003	8.273.746,15	2.823.981,87	2,9298
31/10/2003	11.608.642,86	3.779.651,71	3,0714
28/11/2003	11.902.770,05	3.780.852,10	3,1482
31/12/2003	12.514.958,62	3.780.922,08	3,31
30/1/2004	13.505.526,00	3.790.324,42	3,5632
27/2/2004	13.504.544,60	3.788.098,19	3,565
31/3/2004	12.941.773,10	3.786.813,07	3,4176
30/4/2004	13.772.471,14	3.787.086,00	3,6367
28/5/2004	13.307.675,60	3.787.826,33	3,5133
30/6/2004	13.075.326,91	3.787.838,49	3,4519
30/7/2004	12.908.014,54	3.788.496,68	3,4072
31/8/2004	13.020.834,81	3.860.213,09	3,3731
30/9/2004	13.094.070,64	3.860.358,29	3,3919
29/10/2004	14.153.289,25	3.930.668,19	3,6007
30/11/2004	15.376.100,00	4.050.048,96	3,7965
31/12/2004	16.277.701,95	4.090.715,73	3,9792
31/1/2005	17.293.970,33	4.112.526,25	4,2052
28/2/2005	18.837.974,00	4.219.378,16	4,4646
31/3/2005	17.269.917,18	4.210.600,60	4,1015
28/4/2005	17.468.307,42	4.227.137,30	4,1324
31/5/2005	19.753.572,15	4.663.136,23	4,2361
30/6/2005	25.639.779,68	5.807.210,76	4,4152
29/7/2005	29.696.376,03	6.337.432,16	4,6859
31/8/2005	28.101.595,49	6.079.988,01	4,622
30/9/2005	29.996.706,46	6.238.499,42	4,8083
31/10/2005	30.097.543,26	6.394.689,07	4,7066
30/11/2005	34.287.404,71	7.074.820,02	4,8464
31/12/2005	37.549.371,93	7.210.726,43	5,2074
31/1/2006	44.002.895,07	7.827.665,85	5,6215
28/2/2006	55.411.913,11	9.347.927,78	5,9277
31/3/2006	53.994.786,11	9.260.486,15	5,8307
28/4/2006	54.876.818,98	9.255.960,40	5,9288



31/5/2006	38.405.706,54	6.984.536,48	5,4987
30/6/2006	29.163.962,04	5.315.097,50	5,487
31/7/2006	29.919.453,70	5.370.139,32	5,5714
31/8/2006	30.345.580,28	5.360.674,50	5,6608
29/9/2006	32.624.169,87	5.671.455,40	5,7523
31/10/2006	37.307.534,42	6.155.105,43	6,0612
30/11/2006	33.093.756,35	5.367.292,60	6,1658
31/12/2006	33.255.707,74	5.208.663,02	6,3847
31/1/2007	33.456.834,30	4.991.348,13	6,703
28/2/2007	28.908.377,84	4.477.405,72	6,4565
30/3/2007	22.499.760,38	3.420.815,66	6,5773
30/4/2007	23.048.527,29	3.461.231,53	6,6591
31/5/2007	23.702.621,41	3.388.218,27	6,9956
29/6/2007	23.266.621,00	3.374.773,81	6,8943
31/7/2007	23.416.691,56	3.368.533,01	6,9516
31/8/2007	23.478.543,70	3.399.231,25	6,907
28/9/2007	24.611.926,35	3.379.110,89	7,2836
31/10/2007	24.573.988,07	3.279.990,61	7,4921
30/11/2007	22.545.432,86	3.173.146,64	7,1051
31/12/2007	23.066.146,73	3.137.714,27	7,3513
31/1/2008	18.517.618,42	2.955.158,04	6,2662
29/2/2008	16.925.603,00	2.871.439,71	5,8945
31/3/2008	15.454.990,71	2.690.491,00	5,7443
30/4/2008	16.396.145,13	2.666.418,77	6,1491
30/5/2008	16.306.997,35	2.643.740,45	6,1682
30/6/2008	13.960.769,82	2.599.754,99	5,37
31/7/2008	13.178.302,27	2.522.439,08	5,2244
29/8/2008	12.730.359,49	2.526.488,31	5,0388
30/9/2008	10.740.111,43	2.503.619,17	4,2898
31/10/2008	7.704.735,99	2.470.342,10	3,1189
28/11/2008	7.133.683,10	2.472.272,64	2,8855
31/12/2008	6.711.205,96	2.468.643,66	2,7186
30/1/2009	6.491.211,04	2.419.099,87	2,6833
27/2/2009	5.728.736,23	2.409.999,02	2,3771
31/3/2009	6.272.885,34	2.383.636,87	2,6316
30/4/2009	7.161.441,12	2.360.900,72	3,0334
29/5/2009	7.878.365,80	2.329.047,86	3,3827
30/6/2009	7.711.499,93	2.331.653,05	3,3073
31/7/2009	8.532.380,87	2.403.590,97	3,5498
31/8/2009	9.040.141,78	2.439.333,16	3,706
30/9/2009	9.390.523,66	2.430.757,55	3,8632
30/10/2009	9.260.192,04	2.380.421,43	3,8901
30/11/2009	7.965.097,68	2.358.650,23	3,377
31/12/2009	7.855.591,99	2.345.582,08	3,3491
29/1/2010	7.235.539,17	2.329.096,90	3,1066

26/2/2010	6.688.316,96	2.331.354,07	2,8689
31/3/2010	7.149.328,10	2.331.386,45	3,0666
30/4/2010	6.569.611,05	2.355.323,86	2,7893
31/5/2010	5.722.689,59	2.345.027,87	2,4404
30/6/2010	5.458.152,72	2.343.062,54	2,3295
30/7/2010	6.528.014,48	2.330.620,36	2,801
31/8/2010	5.938.099,02	2.329.739,62	2,5488
30/9/2010	5.620.976,82	2.323.669,90	2,419
29/10/2010	5.756.307,21	2.250.514,24	2,5578
30/11/2010	5.335.071,54	2.253.484,12	2,3675
31/12/2010	5.329.020,00	2.253.307,10	2,365
31/1/2011	6.033.831,23	2.272.629,86	2,655
28/2/2011	5.727.601,81	2.154.262,66	2,6587
31/3/2011	5.628.536,08	2.167.441,42	2,5969
29/4/2011	5.186.058,39	2.134.117,31	2,4301
31/5/2011	4.700.430,84	2.094.439,75	2,2442
30/6/2011	4.496.502,98	2.094.368,37	2,1469
29/7/2011	4.173.060,79	2.045.800,34	2,0398
31/8/2011	3.182.690,32	2.057.941,22	1,5465
30/9/2011	2.764.848,80	2.069.887,84	1,3357
31/10/2011	2.839.927,77	2.062.570,94	1,3769
30/11/2011	2.309.551,44	1.997.419,45	1,1563
31/12/2011	2.253.847,87	1.986.299,05	1,1347
31/1/2012	2.779.071,30	2.026.618,66	1,3713
29/2/2012	2.515.766,52	1.970.364,93	1,2768
30/3/2012	2.577.285,70	2.013.311,02	1,2801
30/4/2012	2.426.101,21	2.000.706,73	1,2126
31/5/2012	1.767.835,72	2.024.833,54	0,8731
29/6/2012	2.244.356,43	2.020.905,64	1,1106
31/7/2012	2.146.101,78	2.016.435,28	1,0643
31/8/2012	2.372.212,39	2.014.463,05	1,1776
28/9/2012	2.811.935,81	2.011.091,96	1,3982

**ΠΙΝΑΚΑΣ 4: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ HSBC ΑΝΑΔΥΟΜΕΝΩΝ ΑΓΟΡΩΝ  
ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ**

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΜΕΡΙΔΙΑ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ
31/1/2003	2.193.570,45	973.289,83	2,2538
28/2/2003	2.180.455,93	978.001,80	2,2295
31/3/2003	2.128.010,66	981.645,44	2,1678
30/4/2003	2.271.502,57	978.004,82	2,3226
30/5/2003	2.619.141,28	1.117.396,05	2,344
30/6/2003	2.873.195,41	1.150.986,54	2,4963
31/7/2003	2.891.873,95	1.115.679,67	2,592
29/8/2003	3.422.904,29	1.204.662,03	2,8414
30/9/2003	3.676.740,75	1.367.118,52	2,6894
31/10/2003	4.779.131,88	1.681.732,97	2,8418
28/11/2003	5.280.991,15	1.883.890,93	2,8032
31/12/2003	5.836.032,17	2.032.684,67	2,8711
30/1/2004	7.470.736,90	2.516.337,73	2,9689
27/2/2004	8.524.033,19	2.763.106,39	3,0849
31/3/2004	9.025.260,74	2.886.154,22	3,1271
30/4/2004	8.483.342,17	2.868.968,77	2,9569
28/5/2004	8.070.950,74	2.790.681,90	2,8921
30/6/2004	8.062.962,00	2.821.190,70	2,858
30/7/2004	7.759.077,03	2.773.673,02	2,7974
31/8/2004	7.761.519,36	2.723.357,60	2,85
30/9/2004	8.030.242,00	2.735.686,70	2,9354
29/10/2004	7.898.420,05	2.693.375,24	2,9325
30/11/2004	7.968.844,99	2.657.905,66	2,9982
31/12/2004	8.093.943,14	2.631.057,89	3,0763
31/1/2005	8.309.132,64	2.585.237,31	3,2141
28/2/2005	9.284.390,12	2.732.493,21	3,3978
31/3/2005	9.552.658,57	2.917.783,02	3,2739
28/4/2005	9.538.779,38	2.995.921,91	3,1839
31/5/2005	9.877.739,85	2.893.610,20	3,4136
30/6/2005	10.274.879,16	2.893.472,81	3,5511
29/7/2005	11.430.085,34	3.044.436,03	3,7544
31/8/2005	12.095.287,70	3.198.157,98	3,782
30/9/2005	14.222.009,17	3.448.685,69	4,1239
31/10/2005	13.650.144,63	3.480.094,53	3,9223
30/11/2005	16.407.387,04	3.886.359,10	4,2218
31/12/2005	16.777.626,59	3.797.241,09	4,4184
31/1/2006	19.574.842,04	4.114.285,43	4,7578
28/2/2006	20.878.806,74	4.345.761,47	4,8044
31/3/2006	20.726.835,03	4.325.116,62	4,7922
28/4/2006	20.526.670,90	4.195.882,28	4,8921

31/5/2006	16.878.202,01	3.882.981,82	4,3467
30/6/2006	15.199.934,04	3.480.802,12	4,3668
31/7/2006	15.086.740,57	3.413.118,67	4,4202
31/8/2006	15.443.049,80	3.441.462,59	4,4874
29/9/2006	15.373.393,60	3.366.758,60	4,5662
31/10/2006	16.014.611,94	3.371.297,37	4,7503
30/11/2006	16.377.067,32	3.366.360,81	4,8649
31/12/2006	16.608.015,26	3.240.005,61	5,1259
31/1/2007	16.132.004,62	3.142.048,30	5,1342
28/2/2007	15.075.999,96	2.969.804,67	5,0764
30/3/2007	14.332.825,01	2.764.455,27	5,1847
30/4/2007	14.383.142,60	2.738.111,22	5,2529
31/5/2007	15.691.887,18	2.837.512,16	5,5302
29/6/2007	16.835.512,00	2.908.512,29	5,7884
31/7/2007	17.838.295,72	2.975.458,43	5,9951
31/8/2007	17.259.371,11	2.955.841,51	5,8391
28/9/2007	18.290.390,19	2.942.591,26	6,2157
31/10/2007	21.159.626,41	3.159.400,66	6,6974
30/11/2007	19.368.014,79	3.114.635,46	6,2184
31/12/2007	20.003.165,18	3.161.090,76	6,3279
31/1/2008	15.926.859,85	2.869.424,36	5,5505
29/2/2008	16.237.891,76	2.818.267,48	5,7617
31/3/2008	14.420.764,13	2.734.536,77	5,2736
30/4/2008	15.620.499,06	2.724.628,30	5,7331
30/5/2008	16.241.625,50	2.775.698,58	5,8514
30/6/2008	13.632.341,33	2.607.065,34	5,229
31/7/2008	12.693.837,48	2.443.770,95	5,1944
29/8/2008	12.112.111,61	2.411.313,90	5,023
30/9/2008	9.606.573,07	2.272.821,12	4,2267
31/10/2008	6.790.493,81	1.956.042,02	3,4715
28/11/2008	6.266.264,09	1.945.846,52	3,2203
31/12/2008	5.981.659,18	1.871.251,14	3,1966
30/1/2009	5.538.443,44	1.736.494,47	3,1894
27/2/2009	4.829.095,86	1.602.033,75	3,0144
31/3/2009	5.148.670,74	1.587.956,61	3,2423
30/4/2009	6.326.281,94	1.698.107,66	3,7255
29/5/2009	7.070.295,91	1.750.909,86	4,0381
30/6/2009	7.698.554,77	1.930.661,04	3,9875
31/7/2009	9.120.943,23	2.096.876,36	4,3498
31/8/2009	9.629.849,64	2.239.459,58	4,3001
30/9/2009	10.976.429,41	2.387.022,23	4,5984
30/10/2009	16.367.626,42	3.620.754,38	4,5205
30/11/2009	19.254.088,38	4.217.678,81	4,5651
31/12/2009	20.176.384,49	4.138.775,96	4,875
29/1/2010	20.167.015,02	4.283.853,25	4,7077

26/2/2010	20.608.629,59	4.291.738,70	4,8019
31/3/2010	22.140.797,77	4.289.505,88	5,1616
30/4/2010	22.281.267,65	4.244.325,28	5,2497
31/5/2010	19.539.683,85	3.873.039,52	5,0451
30/6/2010	18.459.015,91	3.690.886,12	5,0012
30/7/2010	18.592.817,46	3.613.144,11	5,1459
31/8/2010	18.521.582,25	3.657.783,42	5,0636
30/9/2010	19.754.272,36	3.746.264,10	5,2731
29/10/2010	21.873.852,92	4.058.546,65	5,3896
30/11/2010	23.574.536,79	4.243.563,54	5,5554
31/12/2010	22.627.287,56	3.911.265,74	5,7852
31/1/2011	22.135.420,05	3.995.103,22	5,5406
28/2/2011	21.120.793,59	3.895.296,99	5,4221
31/3/2011	20.381.704,28	3.674.383,81	5,547
29/4/2011	20.113.714,55	3.676.174,96	5,4714
31/5/2011	19.549.065,69	3.612.373,85	5,4117
30/6/2011	18.556.715,04	3.504.610,77	5,2949
29/7/2011	17.879.581,32	3.378.967,49	5,2914
31/8/2011	13.956.800,96	3.021.162,12	4,6197
30/9/2011	11.552.627,52	2.821.930,53	4,0939
31/10/2011	11.904.785,35	2.632.543,55	4,5222
30/11/2011	10.314.099,45	2.356.156,67	4,3775
31/12/2011	10.064.429,02	2.302.019,37	4,372
31/1/2012	11.112.284,65	2.238.724,07	4,9637
29/2/2012	11.293.193,21	2.197.336,88	5,1395
30/3/2012	10.645.654,80	2.193.615,40	4,853
30/4/2012	10.017.538,80	2.083.698,08	4,8076
31/5/2012	8.157.467,04	1.819.453,94	4,4835
29/6/2012	7.891.637,31	1.742.009,79	4,5302
31/7/2012	7.989.432,19	1.717.255,41	4,6524
31/8/2012	7.633.873,71	1.698.691,84	4,494
28/9/2012	7.898.834,53	1.683.093,85	4,693

**ΠΙΝΑΚΑΣ 5: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ MILLENNIUM AMERICA US ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ**

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΜΕΡΙΔΙΑ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ
31/1/2003	1.040.275,18	528.544,57	1,9682
28/2/2003	1.038.527,29	534.763,77	1,942
31/3/2003	1.027.321,84	528.348,48	1,9444
30/4/2003	1.060.047,45	531.512,89	1,9944
30/5/2003	1.054.849,02	535.580,41	1,9695
30/6/2003	1.096.231,59	537.752,90	2,0385
31/7/2003	1.138.730,30	546.317,31	2,0844
29/8/2003	1.334.568,42	616.575,59	2,1645
30/9/2003	1.295.139,59	632.923,65	2,0463
31/10/2003	1.399.431,30	656.378,13	2,1321
28/11/2003	1.357.447,50	655.093,50	2,0721
31/12/2003	1.416.294,74	679.745,28	2,0836
30/1/2004	1.439.339,35	677.887,68	2,1233
27/2/2004	1.496.750,91	704.106,24	2,1257
31/3/2004	1.513.920,68	716.461,89	2,1131
30/4/2004	1.538.971,59	725.006,90	2,1227
28/5/2004	1.542.739,08	743.191,18	2,0758
30/6/2004	1.571.340,68	740.017,38	2,1234
30/7/2004	1.572.901,42	755.476,89	2,082
31/8/2004	1.571.851,88	755.476,89	2,0806
30/9/2004	1.496.326,85	742.201,01	2,0161
29/10/2004	1.379.177,78	706.946,28	1,9509
30/11/2004	1.383.047,42	711.446,23	1,944
31/12/2004	1.371.176,67	702.434,02	1,952
31/1/2005	1.315.726,91	666.108,64	1,9752
28/2/2005	1.327.160,39	663.562,39	2,0001
31/3/2005	1.303.021,66	662.543,83	1,9667
28/4/2005	1.256.499,32	664.407,72	1,8912
31/5/2005	1.331.658,76	658.691,58	2,0217
30/6/2005	1.320.274,52	655.778,10	2,0133
29/7/2005	1.360.293,09	652.972,63	2,0832
31/8/2005	1.336.989,20	652.036,26	2,0505
30/9/2005	1.369.071,79	651.806,03	2,1004
31/10/2005	1.402.156,81	674.860,09	2,0777
30/11/2005	1.337.229,09	611.696,21	2,1861
31/12/2005	1.352.270,44	625.211,72	2,1629
31/1/2006	1.337.378,33	627.111,66	2,1326
28/2/2006	1.494.250,63	683.189,01	2,1872
31/3/2006	1.480.781,01	679.786,76	2,1783
28/4/2006	1.461.678,08	667.096,77	2,1911
31/5/2006	1.392.276,97	665.133,27	2,0932

30/6/2006	1.391.305,42	664.217,19	2,0947
31/7/2006	1.373.341,06	663.369,46	2,0703
31/8/2006	1.390.358,63	663.298,29	2,0961
29/9/2006	1.426.031,09	663.882,59	2,148
31/10/2006	1.457.797,91	660.985,70	2,2055
30/11/2006	1.405.759,13	648.768,92	2,1668
31/12/2006	1.425.689,47	646.638,09	2,2048
31/1/2007	1.431.748,43	640.821,28	2,2342
28/2/2007	1.368.403,12	635.238,82	2,1542
30/3/2007	1.271.316,24	588.470,53	2,1604
30/4/2007	1.395.722,73	613.155,10	2,2763
31/5/2007	1.331.863,87	568.788,53	2,3416
29/6/2007	1.322.546,43	576.557,25	2,2939
31/7/2007	1.240.999,09	552.348,96	2,2468
31/8/2007	1.288.678,08	570.316,85	2,2596
28/9/2007	1.332.606,93	570.722,10	2,3349
31/10/2007	1.306.106,98	567.047,01	2,3033
30/11/2007	1.259.658,43	570.886,15	2,2065
31/12/2007	1.325.534,94	608.168,72	2,1796
31/1/2008	1.309.369,40	619.393,50	2,114
29/2/2008	1.288.904,30	624.480,05	2,064
31/3/2008	1.277.678,45	618.209,20	2,0667
30/4/2008	1.326.044,20	620.714,44	2,1363
30/5/2008	1.319.100,32	622.959,86	2,1175
30/6/2008	1.433.607,43	728.148,46	1,9688
31/7/2008	1.439.372,89	727.621,41	1,9782
29/8/2008	1.492.406,77	741.661,15	2,0122
30/9/2008	1.546.099,97	784.937,00	1,9697
31/10/2008	1.456.120,81	785.423,64	1,8539
28/11/2008	1.360.177,79	793.930,05	1,7132
31/12/2008	1.378.079,81	797.526,00	1,7279
30/1/2009	1.702.936,38	996.152,30	1,7095
27/2/2009	1.702.919,15	1.087.825,08	1,5654
31/3/2009	1.905.174,20	1.206.372,66	1,5793
30/4/2009	2.030.842,16	1.220.740,81	1,6636
29/5/2009	2.059.194,76	1.249.728,42	1,6477
30/6/2009	2.279.910,22	1.393.355,38	1,6363
31/7/2009	2.428.310,28	1.398.288,16	1,7366
31/8/2009	2.469.856,78	1.401.210,26	1,7627
30/9/2009	2.507.795,74	1.421.865,70	1,7637
30/10/2009	2.579.964,49	1.477.885,36	1,7457
30/11/2009	2.748.102,90	1.504.866,54	1,8261
31/12/2009	3.014.008,93	1.616.220,37	1,8649
29/1/2010	3.245.269,82	1.766.862,96	1,8367
26/2/2010	3.364.160,09	1.751.486,88	1,9207

31/3/2010	3.958.069,69	1.952.871,59	2,0268
30/4/2010	3.968.060,06	1.963.834,79	2,0206
31/5/2010	4.757.745,47	2.312.033,69	2,0578
30/6/2010	5.032.151,61	2.475.872,92	2,0325
30/7/2010	5.273.814,57	2.678.742,71	1,9688
31/8/2010	5.297.879,16	2.658.071,22	1,9931
30/9/2010	5.107.579,46	2.608.354,49	1,9582
29/10/2010	5.089.150,91	2.579.670,21	1,9728
30/11/2010	5.246.769,91	2.617.284,87	2,0047
31/12/2010	5.785.041,99	2.761.848,16	2,0946
31/1/2011	6.018.483,63	2.811.454,43	2,1407
28/2/2011	6.289.339,25	2.935.052,76	2,1428
31/3/2011	6.422.417,01	2.946.543,83	2,1796
29/4/2011	6.383.573,40	2.995.766,12	2,1309
31/5/2011	6.061.085,65	2.876.112,37	2,1074
30/6/2011	5.761.463,21	2.702.754,99	2,1317
29/7/2011	5.597.800,40	2.686.160,40	2,0839
31/8/2011	5.258.118,15	2.536.302,00	2,0731
30/9/2011	4.877.625,70	2.461.766,56	1,9814
31/10/2011	4.954.378,05	2.392.797,63	2,0705
30/11/2011	4.754.972,51	2.183.191,78	2,178
31/12/2011	4.766.345,77	2.084.129,00	2,287
31/1/2012	4.791.595,98	2.076.156,42	2,3079
29/2/2012	4.799.334,34	2.065.788,06	2,3232
30/3/2012	4.989.038,65	2.096.643,43	2,3795
30/4/2012	4.970.036,86	2.078.430,07	2,3912
31/5/2012	4.698.446,89	1.963.001,45	2,3935
29/6/2012	4.702.947,95	1.929.477,14	2,4374
31/7/2012	4.807.660,01	1.906.888,55	2,5212
31/8/2012	4.688.403,08	1.890.083,55	2,4805
28/9/2012	4.339.071,72	1.755.760,89	2,4713



**ΠΙΝΑΚΑΣ 6: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ  
ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ**

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΜΕΡΙΔΙΑ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ
31/1/2003	19.008.976,24	31.117.827,72	0,6109
28/2/2003	18.537.687,95	30.984.831,13	0,5983
31/3/2003	17.541.687,58	30.848.608,78	0,5686
30/4/2003	18.780.608,49	31.044.962,65	0,6049
30/5/2003	31.797.395,01	52.149.429,62	0,6097
30/6/2003	33.597.043,44	52.162.897,34	0,6441
31/7/2003	37.104.313,17	52.193.912,20	0,7109
29/8/2003	38.968.539,52	52.433.081,42	0,7432
30/9/2003	35.180.446,40	52.197.318,91	0,674
31/10/2003	37.744.854,52	52.068.711,74	0,7249
28/11/2003	38.165.786,96	51.928.102,48	0,735
31/12/2003	39.711.287,60	51.707.287,01	0,768
30/1/2004	42.512.865,48	51.852.873,19	0,8199
27/2/2004	40.884.057,21	51.601.493,58	0,7923
31/3/2004	38.971.381,41	50.690.446,99	0,7688
30/4/2004	39.799.399,36	50.270.560,72	0,7917
28/5/2004	37.472.022,97	49.717.010,60	0,7537
30/6/2004	35.698.175,51	48.600.177,91	0,7345
30/7/2004	35.199.097,11	48.306.867,76	0,7287
31/8/2004	34.315.164,65	48.101.553,04	0,7134
30/9/2004	33.159.050,97	47.530.852,25	0,6976
29/10/2004	34.518.335,05	46.955.865,14	0,7351
30/11/2004	36.358.070,26	46.369.120,69	0,7841
31/12/2004	37.226.237,49	46.011.378,44	0,8091
31/1/2005	40.064.976,49	45.383.484,69	0,8828
28/2/2005	41.668.951,55	45.366.227,65	0,9185
31/3/2005	36.820.042,72	44.555.772,58	0,8264
28/4/2005	36.223.446,44	43.972.482,52	0,8238
31/5/2005	37.177.193,43	43.685.468,12	0,851
30/6/2005	37.076.107,70	43.006.388,42	0,8621
29/7/2005	40.666.540,95	42.401.611,67	0,9591
31/8/2005	39.668.091,37	41.952.570,26	0,9455
30/9/2005	40.716.742,03	41.438.499,29	0,9826
31/10/2005	39.525.910,02	40.884.987,27	0,9668
30/11/2005	40.166.539,72	40.405.004,39	0,9941
31/12/2005	43.552.387,64	39.825.492,25	1,0936
31/1/2006	49.333.083,35	39.892.318,72	1,2367
28/2/2006	53.253.132,62	40.403.610,52	1,318
31/3/2006	21.285.798,67	16.183.586,88	1,3153
28/4/2006	23.337.028,59	16.962.070,43	1,3758

31/5/2006	25.806.084,20	20.258.478,04	1,2738
30/6/2006	25.088.851,85	20.098.341,10	1,2483
31/7/2006	25.278.027,10	20.193.917,83	1,2518
31/8/2006	25.741.566,83	19.912.649,77	1,2927
29/9/2006	25.532.771,33	19.539.648,37	1,3067
31/10/2006	25.988.785,66	18.731.766,22	1,3874
30/11/2006	24.515.686,93	17.337.016,92	1,4141
31/12/2006	25.542.846,53	17.142.958,75	1,49
31/1/2007	27.021.489,82	17.147.485,30	1,5758
28/2/2007	26.255.892,03	16.756.491,12	1,5669
30/3/2007	26.929.947,60	16.568.092,18	1,6254
30/4/2007	24.801.524,55	15.021.480,18	1,6511
31/5/2007	25.596.321,59	14.767.813,36	1,7333
29/6/2007	26.228.475,21	14.979.350,67	1,751
31/7/2007	26.692.182,19	14.807.681,64	1,8026
31/8/2007	25.496.823,86	14.769.655,94	1,7263
28/9/2007	26.599.714,61	14.782.249,72	1,7994
31/10/2007	27.315.210,22	14.723.902,40	1,8552
30/11/2007	23.612.641,84	13.927.113,38	1,6954
31/12/2007	24.046.882,70	13.869.212,70	1,7338
31/1/2008	19.876.161,10	13.223.789,69	1,5031
29/2/2008	18.524.067,67	13.029.974,62	1,4217
31/3/2008	13.627.212,97	10.092.797,94	1,3502
30/4/2008	14.079.065,20	10.075.938,04	1,3973
30/5/2008	14.131.225,45	10.021.635,49	1,4101
30/6/2008	12.336.425,22	9.736.891,11	1,267
31/7/2008	11.875.870,41	9.586.154,52	1,2389
29/8/2008	11.269.491,99	9.534.783,00	1,1819
30/9/2008	9.142.910,46	9.406.452,56	0,972
31/10/2008	6.661.038,42	9.260.786,87	0,7193
28/11/2008	6.583.228,23	9.497.095,96	0,6932
31/12/2008	6.270.273,85	9.556.367,56	0,6561
30/1/2009	5.926.489,51	9.464.649,84	0,6262
27/2/2009	5.569.903,47	9.419.232,01	0,5913
31/3/2009	6.018.748,62	9.371.192,63	0,6423
30/4/2009	7.145.072,41	9.445.558,68	0,7564
29/5/2009	8.141.444,02	9.606.270,87	0,8475
30/6/2009	8.219.147,20	9.574.495,84	0,8584
31/7/2009	8.512.047,19	9.475.072,93	0,8984
31/8/2009	8.602.170,43	9.585.969,58	0,8974
30/9/2009	9.338.262,49	9.930.242,59	0,9404
30/10/2009	9.719.249,45	10.062.493,52	0,9659
30/11/2009	7.961.081,26	9.568.228,19	0,832
31/12/2009	7.841.433,18	9.468.117,51	0,8282
29/1/2010	7.081.968,31	9.361.197,49	0,7565

26/2/2010	6.691.611,29	9.272.541,16	0,7217
31/3/2010	7.043.150,79	9.243.035,64	0,762
30/4/2010	6.283.592,08	9.217.512,37	0,6817
31/5/2010	5.540.405,63	9.150.456,20	0,6055
30/6/2010	5.283.759,11	9.008.504,19	0,5865
30/7/2010	6.147.018,94	9.013.142,26	0,682
31/8/2010	5.518.354,05	9.001.018,25	0,6131
30/9/2010	5.195.760,61	8.855.627,16	0,5867
29/10/2010	5.385.970,92	8.845.153,93	0,6089
30/11/2010	4.733.969,24	8.762.935,22	0,5402
31/12/2010	4.783.566,06	8.574.885,17	0,5579
31/1/2011	5.215.636,19	8.530.674,69	0,6114
28/2/2011	5.450.751,42	8.663.915,26	0,6291
31/3/2011	5.276.116,29	8.617.062,58	0,6123
29/4/2011	4.949.346,00	8.575.902,36	0,5771
31/5/2011	4.636.426,68	8.537.839,48	0,543
30/6/2011	4.391.331,47	8.518.442,94	0,5155
29/7/2011	4.223.216,75	8.473.564,73	0,4984
31/8/2011	3.432.351,14	8.415.808,58	0,4079
30/9/2011	3.075.437,11	8.351.262,24	0,3683
31/10/2011	3.218.605,26	8.304.764,05	0,3876
30/11/2011	2.766.486,90	8.265.054,47	0,3347
31/12/2011	2.725.307,03	8.287.539,63	0,3288
31/1/2012	2.990.606,00	8.236.523,34	0,3631
29/2/2012	2.888.622,75	8.211.382,80	0,3518
30/3/2012	3.025.310,74	8.220.100,46	0,368
30/4/2012	2.937.876,94	8.188.497,34	0,3588
31/5/2012	2.173.025,74	7.995.720,71	0,2718
29/6/2012	2.613.663,42	7.978.635,96	0,3276
31/7/2012	2.508.864,23	7.968.997,31	0,3148
31/8/2012	2.673.054,12	7.966.386,83	0,3355
28/9/2012	3.307.965,27	7.969.404,19	0,4151

**ΠΙΝΑΚΑΣ 7: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ MARFIN ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ**

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΜΕΡΙΔΙΑ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ
31/1/2003	6.483.349,06	5.335.862,23	1,2151
28/2/2003	6.257.142,85	5.273.476,14	1,1865
31/3/2003	5.997.518,14	5.228.332,85	1,1471
30/4/2003	6.560.592,86	5.158.625,75	1,2718
30/5/2003	6.436.019,08	4.979.298,96	1,2926
30/6/2003	7.646.720,28	5.481.266,63	1,3951
31/7/2003	9.113.836,13	5.685.245,97	1,6031
29/8/2003	10.215.488,96	6.119.584,01	1,6693
30/9/2003	8.743.502,05	5.631.534,34	1,5526
31/10/2003	9.244.376,52	5.575.455,04	1,658
28/11/2003	8.950.548,79	5.286.958,17	1,6929
31/12/2003	9.221.355,89	5.205.626,49	1,7714
30/1/2004	10.778.087,20	5.641.399,02	1,9105
27/2/2004	10.142.143,08	5.604.578,46	1,8096
31/3/2004	8.838.440,17	5.039.752,57	1,7537
30/4/2004	9.244.358,02	5.066.717,93	1,8245
28/5/2004	8.855.618,62	5.008.092,69	1,7683
30/6/2004	8.765.135,56	5.132.467,91	1,7078
30/7/2004	8.885.107,14	5.164.351,78	1,7205
31/8/2004	8.159.324,48	4.961.003,25	1,6447
30/9/2004	7.775.203,44	4.950.541,81	1,5706
29/10/2004	7.841.226,98	4.938.835,68	1,5877
30/11/2004	7.699.651,50	4.747.709,17	1,6218
31/12/2004	6.833.310,39	4.164.225,86	1,641
31/1/2005	7.226.635,02	4.115.482,61	1,756
28/2/2005	7.644.811,90	4.229.957,50	1,8073
31/3/2005	7.058.617,42	4.102.610,96	1,7205
28/4/2005	7.090.811,09	4.168.457,07	1,7011
31/5/2005	7.248.739,72	4.155.014,53	1,7446
30/6/2005	7.330.549,05	4.087.473,14	1,7934
29/7/2005	7.804.452,89	4.063.121,32	1,9208
31/8/2005	7.957.944,63	4.065.841,99	1,9573
30/9/2005	8.095.769,48	3.951.632,05	2,0487
31/10/2005	8.109.726,66	3.965.719,36	2,045
30/11/2005	8.503.183,33	3.998.118,80	2,1268
31/12/2005	9.001.809,65	3.963.011,85	2,2715
31/1/2006	10.680.688,17	4.279.746,37	2,4956
28/2/2006	13.019.293,00	4.825.946,70	2,6978
31/3/2006	11.300.086,54	4.136.749,90	2,7316
28/4/2006	11.599.838,63	4.064.424,02	2,854
31/5/2006	12.977.019,89	4.849.935,34	2,6757

30/6/2006	12.092.096,02	4.495.729,09	2,6897
31/7/2006	12.546.004,87	4.640.702,49	2,7035
31/8/2006	13.722.265,31	4.904.411,07	2,7979
29/9/2006	14.178.664,80	4.945.669,58	2,8669
31/10/2006	14.006.641,50	4.623.423,70	3,0295
30/11/2006	13.718.217,92	4.380.349,08	3,1318
31/12/2006	14.327.094,93	4.446.189,86	3,2223
31/1/2007	16.028.147,09	4.615.170,61	3,4729
28/2/2007	15.530.164,11	4.488.199,57	3,4602
30/3/2007	14.756.499,21	3.974.999,90	3,7123
30/4/2007	18.510.723,84	4.788.150,02	3,8659
31/5/2007	20.229.858,20	5.050.639,99	4,0054
29/6/2007	21.511.259,51	5.294.760,09	4,0627
31/7/2007	27.079.076,67	6.412.524,26	4,2228
31/8/2007	25.189.254,30	6.200.296,08	4,0626
28/9/2007	26.827.951,04	6.364.662,04	4,2151
31/10/2007	30.277.307,72	6.995.948,30	4,3278
30/11/2007	27.101.797,53	6.848.030,65	3,9576
31/12/2007	28.457.390,53	7.113.566,71	4,0004
31/1/2008	21.344.659,75	6.016.780,29	3,5475
29/2/2008	18.997.627,79	5.558.511,99	3,4178
31/3/2008	17.748.721,63	5.447.552,07	3,2581
30/4/2008	18.545.879,83	5.396.358,86	3,4367
30/5/2008	18.645.562,18	5.438.675,00	3,4283
30/6/2008	16.118.255,12	5.311.652,64	3,0345
31/7/2008	15.833.123,32	5.366.767,95	2,9502
29/8/2008	14.839.891,41	5.271.540,61	2,8151
30/9/2008	12.275.850,29	5.077.634,47	2,4176
31/10/2008	8.973.746,40	4.862.531,44	1,8455
28/11/2008	8.896.853,57	4.895.610,60	1,8173
31/12/2008	8.572.115,69	4.912.414,32	1,745
30/1/2009	8.495.694,02	4.971.549,38	1,7089
27/2/2009	7.777.708,04	4.874.158,32	1,5957
31/3/2009	8.464.320,06	4.945.714,19	1,7114
30/4/2009	10.587.398,99	5.138.629,38	2,0604
29/5/2009	13.232.883,69	5.631.316,95	2,3499
30/6/2009	15.329.220,20	6.376.944,20	2,4039
31/7/2009	16.612.073,12	6.634.963,72	2,5037
31/8/2009	16.276.937,54	6.529.346,57	2,4929
30/9/2009	16.426.635,55	6.423.491,84	2,5573
30/10/2009	17.648.519,28	6.701.749,03	2,6334
30/11/2009	14.655.217,30	6.437.934,89	2,2764
31/12/2009	14.668.050,24	6.478.160,10	2,2642
29/1/2010	13.589.255,01	6.571.863,45	2,0678
26/2/2010	13.203.034,73	6.573.493,61	2,0085

31/3/2010	14.002.338,41	6.565.258,53	2,1328
30/4/2010	12.556.053,70	6.489.330,69	1,9349
31/5/2010	11.269.040,34	6.455.984,53	1,7455
30/6/2010	10.757.346,72	6.421.156,72	1,6753
30/7/2010	12.125.416,48	6.434.495,22	1,8844
31/8/2010	11.093.424,15	6.461.945,12	1,7167
30/9/2010	10.655.588,09	6.403.056,39	1,6641
29/10/2010	11.257.122,88	6.383.799,36	1,7634
30/11/2010	10.198.465,26	6.338.089,38	1,6091
31/12/2010	10.559.435,25	6.290.884,68	1,6785
31/1/2011	11.414.890,49	6.164.920,60	1,8516
28/2/2011	11.607.686,02	6.205.783,76	1,8705
31/3/2011	11.192.805,57	6.159.745,32	1,8171
29/4/2011	10.539.578,76	6.082.063,21	1,7329
31/5/2011	9.641.048,97	5.998.747,19	1,6072
30/6/2011	8.895.557,62	5.890.604,80	1,5101
29/7/2011	8.885.745,01	5.924.879,57	1,4997
31/8/2011	7.409.389,52	5.843.382,45	1,268
30/9/2011	6.542.176,89	5.806.490,21	1,1267
31/10/2011	6.862.046,95	5.588.250,37	1,2279
30/11/2011	5.799.066,91	5.553.240,97	1,0443
31/12/2011	5.671.881,79	5.497.283,68	1,0318
31/1/2012	6.022.144,23	5.478.253,94	1,0993
29/2/2012	6.447.914,49	6.085.844,40	1,0595
30/3/2012	7.092.026,31	6.290.253,84	1,1275
30/4/2012	5.917.524,99	5.384.504,01	1,099
31/5/2012	4.289.503,56	5.341.199,36	0,8031
29/6/2012	5.284.428,94	5.314.248,14	0,9944
31/7/2012	19.813.111,96	20.813.461,78	0,9519
31/8/2012	21.386.078,67	20.711.906,40	1,0325
28/9/2012	24.806.088,35	20.781.232,26	1,1937

**ΠΙΝΑΚΑΣ 8: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ**

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΜΕΡΙΔΙΑ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ
31/1/2003	112.911.302,27	25.703.756,60	4,3928
28/2/2003	108.077.626,51	25.577.738,59	4,2255
31/3/2003	101.005.723,87	25.418.030,33	3,9738
30/4/2003	114.427.503,81	25.398.322,35	4,5053
30/5/2003	117.027.089,26	25.355.725,57	4,6154
30/6/2003	126.660.634,75	25.375.357,58	4,9915
31/7/2003	140.399.041,47	25.376.167,71	5,5327
29/8/2003	146.098.603,88	25.431.786,69	5,7447
30/9/2003	135.222.206,08	25.408.185,50	5,322
31/10/2003	140.036.317,52	25.379.202,42	5,5178
28/11/2003	141.806.167,49	25.330.500,01	5,5982
31/12/2003	146.367.129,63	25.253.115,55	5,796
30/1/2004	155.675.856,75	25.339.601,52	6,1436
27/2/2004	153.858.097,75	25.267.574,89	6,0892
31/3/2004	148.620.214,74	25.139.764,95	5,9118
30/4/2004	154.486.551,55	25.035.406,87	6,1707
28/5/2004	148.784.955,59	24.930.148,99	5,9681
30/6/2004	145.981.492,88	24.834.911,17	5,8781
30/7/2004	143.164.494,31	24.758.875,04	5,7824
31/8/2004	141.049.379,72	24.650.659,65	5,7219
30/9/2004	139.367.965,08	24.494.587,51	5,6897
29/10/2004	145.669.579,77	24.327.323,72	5,9879
30/11/2004	145.936.365,64	23.156.908,63	6,3021
31/12/2004	149.080.362,49	23.085.775,45	6,4577
31/1/2005	156.868.590,03	22.963.794,47	6,8311
28/2/2005	162.723.994,42	22.763.648,67	7,1484
31/3/2005	148.126.917,97	22.579.079,17	6,5604
28/4/2005	148.233.136,80	22.459.394,96	6,6001
31/5/2005	152.314.871,16	22.359.482,13	6,8121
30/6/2005	155.718.296,71	22.252.223,30	6,9979
29/7/2005	164.212.433,49	22.002.830,29	7,4632
31/8/2005	163.505.750,37	21.881.493,37	7,4723
30/9/2005	166.915.919,10	21.442.743,09	7,7843
31/10/2005	161.184.287,15	21.268.787,22	7,5784
30/11/2005	164.105.506,78	21.145.421,11	7,7608
31/12/2005	170.817.348,51	21.062.076,38	8,1102
31/1/2006	181.299.811,64	20.961.390,07	8,6492
28/2/2006	195.876.989,77	21.311.825,02	9,191
31/3/2006	193.523.546,69	21.508.965,10	8,9973
28/4/2006	190.932.485,06	21.240.312,39	8,9892
31/5/2006	174.591.512,58	21.021.271,11	8,3055

30/6/2006	173.595.366,59	20.912.915,01	8,3009
31/7/2006	174.890.899,13	20.859.551,50	8,3842
31/8/2006	177.695.473,40	20.793.946,23	8,5455
29/9/2006	177.889.012,19	20.711.376,86	8,589
31/10/2006	175.210.732,04	19.525.261,44	8,9735
30/11/2006	172.638.450,83	19.066.188,89	9,0547
31/12/2006	174.149.490,17	18.668.255,15	9,3286
31/1/2007	180.688.968,12	18.210.285,70	9,9224
28/2/2007	167.096.087,57	17.803.598,59	9,3855
30/3/2007	164.263.874,67	17.211.716,57	9,5437
30/4/2007	165.014.167,47	16.949.567,76	9,7356
31/5/2007	169.478.178,54	16.641.948,44	10,1838
29/6/2007	164.886.095,90	16.453.798,71	10,0212
31/7/2007	158.241.918,02	15.809.491,34	10,0093
31/8/2007	154.946.160,09	15.647.553,20	9,9023
28/9/2007	158.290.086,40	15.407.758,06	10,2734
31/10/2007	154.429.810,57	14.758.324,60	10,4639
30/11/2007	146.139.066,49	14.494.680,89	10,0823
31/12/2007	149.564.303,30	14.383.160,61	10,3986
31/1/2008	129.412.915,26	14.032.760,14	9,2222
29/2/2008	122.116.109,71	13.972.114,70	8,74
31/3/2008	120.467.586,48	14.157.062,03	8,5094
30/4/2008	125.896.845,93	14.133.078,34	8,908
30/5/2008	125.045.217,89	14.077.469,49	8,8826
30/6/2008	111.685.330,40	14.263.306,05	7,8303
31/7/2008	112.350.655,25	14.479.145,55	7,7595
29/8/2008	109.606.019,15	14.469.232,98	7,5751
30/9/2008	99.096.425,82	14.664.186,16	6,7577
31/10/2008	78.328.627,35	14.662.743,18	5,342
28/11/2008	74.131.244,56	14.664.718,62	5,0551
31/12/2008	70.762.643,75	14.670.025,10	4,8236
30/1/2009	68.774.657,17	14.626.642,18	4,702
27/2/2009	61.232.015,64	14.609.258,92	4,1913
31/3/2009	65.920.732,02	14.570.944,06	4,5241
30/4/2009	74.687.826,33	14.561.800,14	5,129
29/5/2009	82.245.971,41	14.580.716,25	5,6407
30/6/2009	80.482.856,43	14.571.311,51	5,5234
31/7/2009	84.764.614,51	14.639.504,74	5,7901
31/8/2009	87.856.936,96	14.628.457,90	6,0059
30/9/2009	90.745.243,75	14.611.221,71	6,2107
30/10/2009	91.122.778,14	14.551.951,49	6,2619
30/11/2009	81.642.432,35	14.536.052,79	5,6165
31/12/2009	82.421.413,79	14.644.724,66	5,6281
29/1/2010	80.055.369,47	14.738.356,75	5,4318
26/2/2010	75.185.542,42	14.783.537,96	5,0858



31/3/2010	79.772.259,79	14.744.185,75	5,4104
30/4/2010	73.211.935,14	14.699.404,36	4,9806
31/5/2010	64.024.194,39	14.683.582,42	4,3603
30/6/2010	60.505.764,35	14.657.767,81	4,1279
30/7/2010	68.338.478,06	14.620.255,49	4,6742
31/8/2010	64.073.422,60	14.608.255,76	4,3861
30/9/2010	60.921.191,95	14.697.896,74	4,1449
29/10/2010	64.260.407,35	14.778.736,11	4,3482
30/11/2010	59.247.078,00	14.740.354,19	4,0194
31/12/2010	59.323.808,62	14.675.906,05	4,0423
31/1/2011	64.650.465,22	14.588.453,45	4,4316
28/2/2011	64.531.966,40	14.521.413,04	4,4439
31/3/2011	62.901.710,87	14.476.246,63	4,3452
29/4/2011	58.673.171,43	14.422.258,10	4,0682
31/5/2011	54.389.018,28	14.354.587,34	3,789
30/6/2011	53.060.477,81	14.303.917,29	3,7095
29/7/2011	49.143.987,04	14.270.084,63	3,4438
31/8/2011	39.932.298,76	14.255.926,60	2,8011
30/9/2011	34.764.477,77	14.167.751,69	2,4538
31/10/2011	35.402.228,12	13.990.688,51	2,5304
30/11/2011	30.817.279,09	13.957.209,76	2,208
31/12/2011	29.991.261,27	13.944.444,00	2,1508
31/1/2012	33.953.457,11	13.911.804,20	2,4406
29/2/2012	32.215.271,17	13.886.642,32	2,3199
30/3/2012	31.092.726,41	13.882.738,78	2,2397
30/4/2012	29.494.697,51	13.869.466,35	2,1266
31/5/2012	23.304.072,23	13.842.078,77	1,6836
29/6/2012	27.783.371,11	13.827.047,38	2,0093
31/7/2012	27.260.019,36	13.802.340,59	1,975
31/8/2012	29.327.673,44	13.756.216,23	2,132
28/9/2012	32.941.275,98	13.726.181,27	2,3999

**ΠΙΝΑΚΑΣ 9: ΕΤΗΣΙΕΣ ΚΑΙ ΤΡΙΕΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ  
ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ**

ALPHA TRUST Νέων Επιχειρήσεων Εσωτερικού			
ΕΤΟΣ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ	ΑΠΟΔΟΣΗ ΖΕΤΙΑΣ
2003	10,624		
2004	12,271	15,50%	
2005	16,3892	33,56%	
2006	20,6427	25,95%	94,30%
2007	24,6371	19,35%	100,77%
2008	12,7945	-48,07%	-21,93%
2009	14,2768	11,59%	-30,84%
2010	11,0053	-22,91%	-55,33%
2011	7,2191	-34,40%	-43,58%
2012	8,2168	13,82%	-42,45%

EUROBANK Θεσμικών Χαρτοφυλακίων Μετοχικό Εσωτερικού			
ΕΤΟΣ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ	ΑΠΟΔΟΣΗ ΖΕΤΙΑΣ
2003	3,31		
2004	3,9792	20,22%	
2005	5,2074	30,87%	
2006	6,3847	22,61%	92,89%
2007	7,3513	15,14%	84,74%
2008	2,7186	-63,02%	-47,79%
2009	3,3491	23,19%	-47,54%
2010	2,365	-29,38%	-67,835
2011	1,1347	-52,02%	-58,26%
2012	1,3982	23,22%	-58,25%

HSBC Αναδυόμενων Αγορών Μετοχικό Εξωτερικού			
ΕΤΟΣ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ	ΑΠΟΔΟΣΗ ΖΕΤΙΑΣ
2003	2,8711		
2004	3,0763	7,15%	
2005	4,4184	43,63%	
2006	5,1259	16,02%	78,54%
2007	6,3279	23,45%	105,71%
2008	3,1966	-49,48%	-27,65%
2009	4,875	52,51%	-4,89%
2010	5,7852	18,67%	-8,57%
2011	4,372	-24,43%	36,77%
2012	4,693	7,34%	-3,73%

MILLENNIUM AMERICA US Μετοχικό Εξωτερικού			
ΕΤΟΣ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ	ΑΠΟΔΟΣΗ ΖΕΤΙΑΣ
2003	2,0836		
2004	1,952	-6,32%	
2005	2,1629	10,80%	
2006	2,2048	1,94%	5,82%
2007	2,1796	-1,14%	11,66%
2008	1,7279	-20,72%	-20,11%
2009	1,8649	7,93%	-15,42%
2010	2,0946	14,79%	-1,78%
2011	2,287	6,83%	32,36%
2012	2,4713	8,06%	32,52%

Πειραιώς Δυναμικών Επιχειρήσεων Εσωτερικού			
ΕΤΟΣ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ	ΑΠΟΔΟΣΗ ΖΕΤΙΑΣ
2003	0,768		
2004	0,8091	5,35%	
2005	1,0936	35,16%	
2006	1,49	36,25%	94,01%
2007	1,7338	16,36%	114,29%
2008	0,6561	-62,16%	-40,01%
2009	0,8282	26,23%	-44,42%
2010	0,5579	-32,64%	-67,82%
2011	0,3288	-41,05%	-49,98%
2012	0,4151	26,23%	-49,88%

MARFIN Μετοχικό Ελληνικό			
ΕΤΟΣ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ	ΑΠΟΔΟΣΗ ΖΕΤΙΑΣ
2003	1,7714		
2004	1,641	-7,36%	
2005	2,2715	25,49%	
2006	3,2223	41,88%	81,91%
2007	4,004	24,15%	143,78%
2008	1,745	-56,38%	-23,18%
2009	2,2642	29,75%	-29,73%
2010	1,6785	-25,87%	-58,04%
2011	1,0318	-38,53%	-40,87%
2012	1,1937	16,69%	-47,28%

ΑΤΕ Μετοχικό Εσωτερικού			
ΕΤΟΣ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ	ΑΠΟΔΟΣΗ ΖΕΤΙΑΣ
2003	5,796		
2004	6,4577	11,42%	
2005	8,1102	25,59%	
2006	9,3286	15,02%	60,95%
2007	10,3986	11,47%	61,03%
2008	4,8236	-53,61%	-40,52%
2009	5,6281	16,68%	-39,67%
2010	4,0423	-28,18%	-61,13%
2011	2,1508	-46,79%	-55,41%
2012	2,3999	11,58%	-57,36%

## ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΤΑ MORNING STAR

Μία νέα μέθοδος αξιολόγησης αμοιβαίων κεφαλαίων αποτελεί η μεθοδολογία που ακολουθεί η εταιρία MORNING STAR. Κρίθηκε σκόπιμο λοιπόν να αναφερθεί σύντομα ο τρόπος και η συγκεκριμένη μεθοδολογία του εν λόγω οίκου αξιολόγησης. Σύμφωνα λοιπόν με την μεθοδολογία του διεθνή οίκου αξιολογήσεων της MORNING STAR κάθε μήνα πραγματοποιείτε αξιολόγηση του κάθε Αμοιβαίου Κεφαλαίου η οποία διενεργείται σε Αμοιβαία Κεφάλαια που έχουν ιστορικότητα τουλάχιστον 3 έτη επιβραβεύοντας ιδιαίτερα εκείνα που εμφανίζουν συνέπεια και συνέχεια στις αποδόσεις τους. Παράλληλα ιδιαίτερη βαρύτητα στο αποτέλεσμα της αξιολόγησης έχει η πολιτική προμηθειών που έχει μια Α.Ε.Δ.Α.Κ. αφού και αυτή διαμορφώνει το συνολικό αποτέλεσμα.

Ανάλογα με το αποτέλεσμα της αξιολόγησης το κάθε Αμοιβαίο Κεφάλαιο βαθμολογείται και με ανάλογα «αστέρια» (star rating). Σύμφωνα με την μέθοδο του star rating τα Αμοιβαία Κεφάλαια με την υψηλότερη βαθμολόγηση κατατάσσονται στην πρώτη κατηγορία λαμβάνοντας 5 αστέρια. Στην κατηγορία αυτή εντάσσεται το 10% των Αμοιβαίων Κεφαλαίων που περνάνε την διαδικασία της αξιολόγησης. Στην δεύτερη κατηγορία στην οποία εντάσσεται το 22,5% των Αμοιβαίων Κεφαλαίων βαθμολογείται με 4 αστέρια. Στην τρίτη κατηγορία εντάσσεται το 35% των αξιολογούμενων Αμοιβαίων Κεφαλαίων και χαρακτηρίζονται με 3 αστέρια.

Παράδειγμα αξιολόγησης της MORNING STAR στις 30/6/2012 για το αμοιβαίο κεφάλαιο της EUROBANK Θεσμικών Χαρτοφυλακίων Μετοχικό Εσωτερικού που ανήκει και στο επιλεγθέν δείγμα της εργασίας.

### **EUROBANK Θεσμικών Χαρτοφυλακίων Μετοχικό Εσωτερικού**





ΕΝΩΣΗ  
ΘΕΣΜΙΚΩΝ  
ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ

Η "ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΝΩΣΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ ΣΥΛΛΟΓΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ", η συντετμημένη επωνυμία της οποίας είναι "ΕΝΩΣΗ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ", είναι ο φορέας εκπροσώπησης των Αωνύμων Εταιρειών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.) που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα, καθώς και των Αωνύμων Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (Α.Ε.Ε.Χ.), Αωνύμων Εταιρειών Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας (Α.Ε.Ε.Α.Π.) και Αωνύμων Εταιρειών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Α.Ε.Π.Ε.Υ.).

Η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών ιδρύθηκε το 1985 και είναι νομικό πρόσωπο ιδιωτικού δικαίου, μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα. Η Ε.Θ.Ε. εκφράζει τις θέσεις των εταιρειών-μελών της, συμμετέχει στη νομοπαρασκευαστική διαδικασία στο εθνικό επίπεδο αλλά και στις κανονιστικές εξελίξεις σε ευρωπαϊκό και διεθνές επίπεδο. Στα πλαίσια των εργασιών της η Ε.Θ.Ε συνεργάζεται με αντίστοιχους φορείς και ενώσεις άλλων χωρών. Είναι μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης Συλλογικών Επενδύσεων και Asset Management (European Fund and Asset Management Association-E.F.A.M.A.) και της Διεθνούς Ένωσης Συλλογικών Επενδύσεων (International Investment Funds Association-I.I.F.A.)

Τα Μέλη της Ένωσης διακρίνονται σε Τακτικά και Συνδεδεμένα. Τακτικά Μέλη της Ε.Θ.Ε μπορούν να καταστούν νομικά πρόσωπα τα οποία υπόκεινται σε εποπτεία και που έχουν:

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

- Έδρα εκτός Ελλάδας και δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα χωρίς εγκατάσταση, υπό το κοινοτικό καθεστώς της ελεύθερης παροχής υπηρεσιών, στη διαχείριση ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων.

Συνδεδεμένα Μέλη της Ένωσης μπορούν να είναι νομικά πρόσωπα ελληνικού ή κοινοτικού δικαίου τα οποία δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα στη διαχείριση ή/και διάθεση οργανισμών συλλογικών επενδύσεων, στη διαχείριση επενδυτικών χαρτοφυλακίων πελατών. Επίσης Συνδεδεμένα Μέλη της Ε.Θ.Ε. μπορούν να είναι Ασφαλιστικά Ταμεία, Επαγγελματικά Ταμεία και Φορείς Κοινωνικής Ασφάλισης, ασφαλιστικές επιχειρήσεις, πιστωτικά ιδρύματα καθώς και επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στο χρηματοοικονομικό τομέα. Σύμφωνα με το Καταστατικό του Μεσολαβητή Τραπεζικών Επενδυτικών Υπηρεσιών (Μ.Τ.Ε.Υ.) οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. και οι Α.Ε.Π.Ε.Υ. που είναι μέλη της Ε.Θ.Ε., υποστηρίζονται από τις υπηρεσίες εξωδικαστικής επίλυσης διαφορών του Μ.Τ.Ε.Υ.

# **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**



## ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Θεωδορόπουλος Θ. “Επενδυτική στρατηγική και χρηματιστήριο” Εκδ. Σταμούλη, 2000
- Θεωδορόπουλος Θ. “Χρηματιστηριακές Επενδύσεις” Εκδ. Σταμούλη, 1999
- Κακαλέτρη Γ. “Επιχειρηματική στρατηγική: Η περίπτωση των ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων” Διδακτορική Διατριβή, Πανεπιστήμιο Πειραιά, 2010
- Καραθανάσης Γ., Ψωμαδάκης Γ. “Αμοιβαία Κεφάλαια: Έννοια, χαρακτηριστικά, προοπτικές” Εκδ. Σμπίλιας, 1992
- Καραθανάσης Γ., Λυμπερόπουλος Γ. “Αμοιβαία Κεφάλαια” Εκδ. Μπένου, 1998
- Κιντής Α. “Στατιστικές και Οικονομετρικές Μεθόδους” Εκδ. Gutenberg, 1998
- Κιόχος Π., Παπανικολάου Γ., Κιόχος Α. “Ανάλυση και έλεγχος επιχειρησιακών στρατηγικών” Εκδ. Interbooks, 2003
- Κιόχος Π., Παπανικολάου Γ., Κιόχος Α. “Διαχείριση Χαρτοφυλακίων και χρηματοοικονομικών κινδύνων” Εκδ. Σύγχρονη Εκδοτική, 2003
- Κονδύλης Ε. “Στατιστικές Τεχνικές Διοίκησης Επιχειρήσεων” Εκδ. Interbooks, 1999
- Μαλινδρέτου Β. “Σύγχρονα χρηματοοικονομικά προϊόντα” Εκδ. Παπαζήση, 2002
- Μυλωνάς Ν. “Ελληνικά αμοιβαία κεφάλαια, Θεωρία και Πρακτική” Εκδ. Σάκκουλα, 1999
- Ξεφτέρη Ε. “Μια εμπειρική διερεύνηση στην αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα” Πτυχιακή Εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, 2011
- Παπατσιλέκας Π., Ξενάκης Α. “Στατιστική ανάλυση αποδόσεων αμοιβαίων κεφαλαίων στον ελληνικό χώρο 2005-2009” Πτυχιακή Εργασία, Τ.Ε.Ι. Κρήτης, 2010
- Ρόντος Κ., Παπάνης Ε. “Στατιστική Έρευνα” Εκδ. Σιδέρης, 2006
- Φίλιππας Ν. “Αμοιβαία Κεφάλαια: Η ελληνική πραγματικότητα και οι σύγχρονες διεθνείς εξελίξεις” Εκδ. Μπαμπαλός-Στυλιανίδης, 2010
- Χαραμής Γ. “Επενδυτικές επιλογές του μέσου Έλληνα” Εκδ. NUBIS, 1998

## ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Shu P., Yeh J. H., Yamada T. "The behavior of Taiwan mutual fund investors-performance and fund flows" Pacific-Basin Finance Journal, 2002
- Hanafizadeh P., Rezaei M., Ghafouri A. "Defining strategic processes in investment companies" Business Process Management Journal, 2009
- Pattarin F., Paterlini S., Minerva T. "Clustering financial time series: an application to mutual funds style analysis" Computational Statistics & Data Analysis, 2004
- Grinblatt M., Titman S. "Financial markets & Corporate strategy" McGraw-Hill, 1998
- Gruber M. "Another puzzle: The growth in actively managed mutual funds" The journal of Finance, 1996
- Pan M. S., Liano K., Huang G. "Industry momentum strategies and autocorrelations in stock returns" Journal of Empirical Finance, 2004
- Jensen M. "Problems in Selection of Security Portfolios – The Performance of Mutual Funds in the Period of 1945-1964" Journal of Finance, 1968
- Fama E. F. & French K. R., "Multifactor Explanation of Asset Pricing Anomalies" The Journal of Finance, 1996
- Fama E. F., "Components of Investment Performance" The Journal of Finance, 1972
- Carhart M. M., "On Persistence in Mutual Fund Performance", The Journal of Finance, 1997
- Bera A. K. Higgins M. L., "ARCH models: properties, estimation and testing", Journal of Econometrics, 1993
- Bollerslev T. Andersen T., "Answering the critics: Yes, ARCH models do provide good volatility forecasts" NBER Reporter Presearch Summary, 1997
- Engle R. F., "The use of ARCH/GARCH models in Applied Econometrics" Journal of Econometrics Perspectives No 4, 2001
- Johnston J. and DiNardo J., "Econometric Methods" McGraw Hill International, 1997

## ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

<http://www.ate-mfunds.gr>

<http://www.piraeusaedak.gr/>

<http://www.marfinaedak.gr/>

<http://www.alphatruster.gr/>

<http://www.eurobank.gr/mutualfunds>

<http://www.millenniumberk.gr>

<http://www.ethe.org.gr/>

<http://www.eurokerdos.com/>

<http://www.naftemporiki.gr/>

<http://www.exipno.gr/>

<http://www.bankofgreece.gr>

<http://el.shvoong.com/>

<http://el.wikipedia.org>

<http://www.insuranceworld.gr/>

<http://www.grinvest.gr/>

<http://www.hcmc.gr>

<http://finance.in.gr>