

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ



ΤΜΗΜΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ & ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ
ΕΦΑΡΜΟΣΜΕΝΗ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ

ΜΕΛΕΤΗ ΤΗΣ ΔΟΜΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Ιωάννα Χ. Κόλλια

Διπλωματική Εργασία

που υποβλήθηκε στο Τμήμα Στατιστικής Ασφαλιστικής

Επιστήμης του Πανεπιστημίου Πειραιώς

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση του

Μεταπτυχιακού Διπλώματος στην

Εφαρμοσμένη Στατιστική

Πειραιάς
Απρίλιος 2013

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ



ΤΜΗΜΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ & ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ
ΕΦΑΡΜΟΣΜΕΝΗ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ

ΜΕΛΕΤΗ ΤΗΣ ΔΟΜΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Ιωάννα Χ. Κόλλια

Διπλωματική Εργασία

που υποβλήθηκε στο Τμήμα Στατιστικής Ασφαλιστικής

Επιστήμης του Πανεπιστημίου Πειραιώς

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση του

Μεταπτυχιακού Διπλώματος στην

Εφαρμοσμένη Στατιστική

Πειραιάς

Απρίλιος 2013

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

Τα μέλη της Επιτροπής ήταν:

Καθηγητής Μιχαήλ Γκλεζάκος (επιβλέπων)

Καθηγητής Κλέων Τσίμπος

Επίκουρη Καθηγήτρια Γεωργία Βερροπούλου

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

UNIVERSITY OF PIRAEUS



DEPARTMENT OF STATISTICS
AND INSURANCE SCIENCE
POSTGRADUATE PROGRAM IN
APPLIED STATISTICS

STRUCTURE AND PERFORMANCE EVALUATION OF MUTUAL FUNDS IN GREECE

By
Ioanna Ch. Kollia

MSc Dissertation

submitted to the Department of Statistics and Insurance
Science of the University of Piraeus in partial fulfilment of
the requirements for the degree of Master of Applied Statistics

Piraeus
April 2013

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Περίληψη

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια προσφέρουν ικανοποιητικές επενδυτικές επιλογές για τις αποταμιεύσεις μας, διότι συγκεντρώνουν πολλά πλεονεκτήματα. . Γι αυτό, πολλοί μελετητές, έχουν προσπαθήσει να αναπτύξουν μεθοδολογίες αξιολόγησης τους και μέτρησης των επιδόσεων τους.

Στα πλαίσια αυτά κινείται και η παρούσα εργασία, η οποία εξετάζει τα αμοιβαία κεφάλαια που λειτουργούν στην Ελλάδα. Το σύνολο των Ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων, αξιολογήθηκε για την περίοδο 2009-2010, με βάση του δείκτες Sharpe και Treynor. Τα αποτελέσματα της ανάλυσης εισηγούνται ότι τα Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού περικλείουν μεγάλο κίνδυνο χωρίς να συνοδεύονται από αντίστοιχα μεγάλη απόδοση. Αντίθετα, τα Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού αποτελούν πιο ασφαλή επενδυτική επιλογή δεδομένης της εγχώριας οικονομικής κρίσης

Abstract

Mutual Funds offer satisfactory investment choices for investors, because they accumulate many advantages. That is why, numerous researchers, have tried to develop methodologies that permit the appraisal as well as the measurement of performance of this kind of funds. Within this context, the current work analyses the data of the mutual funds that run business in Greece. More particularly, all Greek mutual funds are appraised, for the period 2009-2010, by applying the well-known indices of Sharpe and Treynor.

Our results suggest that mutual funds which invest in shares of domestic companies are more risky and less profitable than the corresponding funds that invest abroad.

Περιεχόμενα

Κεφάλαιο 1 : Οι Επενδύσεις

| | |
|--|----|
| 1. Εισαγωγή..... | 1 |
| 2. Έννοια και μορφές των επενδύσεων..... | 2 |
| 2.1 Έννοια..... | 2 |
| 2.2 Μορφές Επενδύσεων..... | 3 |
| 2.2.1 Αγορά Χρήματος..... | 3 |
| 2.2.2 Αγορά Κεφαλαίου..... | 5 |
| 2.2.3 Αγορά Παραγώγων..... | 7 |
| 3. Μέτρηση της απόδοσης μιας επένδυσης..... | 12 |
| 4. Έννοια και είδη του επενδυτικού κινδύνου..... | 13 |

Κεφάλαιο 2 : Το Χαρτοφυλάκιο Επενδύσεων

| | |
|--|----|
| 1. Έννοια του χαρτοφυλακίου επενδύσεων..... | 17 |
| 2. Απόδοση και Κίνδυνος χαρτοφυλακίου..... | 17 |
| 3. Η θεωρία του Markowitz..... | 19 |
| 4. Το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Αγαθών (CAPM)..... | 23 |

Κεφάλαιο 3 : Τα Αμοιβαία Κεφάλαια (ΑΚ)

| | |
|---|----|
| 1. Έννοια των Αμοιβαίων Κεφαλαίων..... | 27 |
| 2. Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των ΑΚ για τους επενδυτές..... | 29 |
| 3. Τρόπος οργάνωσης και λειτουργίας των Ελληνικών ΑΚ..... | 31 |
| 3.1.Ο Κανονισμός..... | 31 |
| 3.2.Η ΑΕΔΑΚ..... | 35 |
| 3.3.Τα Μερίδια ΑΚ..... | 38 |
| 3.4.Ο Θεματοφύλακας..... | 40 |
| 3.5.Εποπτεία των ΑΚ..... | 41 |
| 3.6.Ενημέρωση επενδυτικού κοινού..... | 46 |
| 4. Είδη Αμοιβαίων Κεφαλαίων..... | 48 |
| 4.1.Ο λόγος ύπαρξης διαφορετικών ειδών ΑΚ..... | 48 |
| 4.2.ΑΚ Διαχείρισης Διαθεσίμων..... | 49 |
| 4.3.Ομολογιακά ΑΚ..... | 49 |
| 4.4.Μετοχικά ΑΚ..... | 51 |
| 4.5.Μικτά ΑΚ..... | 53 |
| 4.6.ΑΚ εσωτερικού και εξωτερικού..... | 54 |
| 4.7.Τα Funds of Funds..... | 54 |
| 4.8.Παθητική –Ενεργητική Διαχείριση..... | 54 |
| 5. Τα διαπραγματεύσιμα ΑΚ..... | 55 |

| | |
|----------------------|----|
| 6. Αποτίμηση ΑΚ..... | 59 |
|----------------------|----|

Κεφάλαιο 5 : Δομή και μεγέθη της Ελληνικής αγοράς ΑΚ

| | |
|--|----|
| 1. Οι ΑΕΔΑΚ που λειτουργούν στην Ελλάδα..... | 61 |
| 2. Είδη ΑΚ που προσφέρονται από τις Ελληνικές ΑΕΔΑΚ..... | 63 |
| 2.1.ΑΚ Διαχείρισης Διαθεσίμων..... | 65 |
| 2.2.Ομολογιακά ΑΚ..... | 67 |
| 2.3.Μετοχικά ΑΚ..... | 71 |
| 2.4.Μικτά ΑΚ..... | 76 |
| 2.5.Σύνθετα ΑΚ..... | 79 |
| 2.6.FundsofFunds..... | 81 |
| 3. Ανασκόπηση Αγοράς ΑΚ το 2012..... | 85 |

| | |
|-------------------------------------|----|
| Κεφάλαιο 6 : Αξιολόγηση των ΑΚ..... | 97 |
|-------------------------------------|----|

Κεφάλαιο 7 : Το Δείγμα και η Μεθοδολογία

| | |
|--|-----|
| 1. Εισαγωγή..... | 103 |
| 2. Ανάλυση Μεθοδολογίας..... | 105 |
| 2.1.Θεωρητικό προσέγγιση μεθοδολογίας..... | 105 |
| 2.1.1 Μέτρηση της Αποδοτικότητας..... | 106 |
| 2.1.2 Μέτρηση του Κινδύνου..... | 106 |
| 2.1.3 Δείκτης Treynor..... | 107 |
| 2.1.4 Δείκτης Sharpe..... | 108 |
| 2.1.5 Ανάλυση Παλινδρόμησης..... | 110 |
| 2.2.Βήματα Μεθοδολογίας..... | 112 |

| | |
|--|-----|
| Κεφάλαιο 8 : Ανάλυση Εμπειρικών Αποτελεσμάτων..... | 115 |
|--|-----|

| | |
|--|-----|
| 1. Επισκόπηση Ελληνικής και Διεθνούς Αγοράς..... | 115 |
| 2. Παρουσίαση και Ερμηνεία Αποτελεσμάτων..... | 117 |

| | |
|--------------------------------|-----|
| Κεφάλαιο 9 : Συμπεράσματα..... | 139 |
|--------------------------------|-----|

| | |
|-------------------|-----|
| Βιβλιογραφία..... | 141 |
|-------------------|-----|

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΟΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σε μια οικονομία το σύνολο των οικονομικών μονάδων μπορεί να καταταγεί σε μια από τις ακόλουθες κατηγορίες: 1. Νοικοκυριά, 2. Επιχειρήσεις και 3. Δημόσιο. Καθένας από αυτούς τους τομείς λειτουργεί στα πλαίσια ενός εισοδηματικού περιορισμού (budget constraint), που προσδιορίζεται από τα συνολικά έσοδα και τις συνολικές δαπάνες τους για τη συγκεκριμένη περίοδο. Ανάλογα με το καθαρό αποτέλεσμα που εμφανίζει η μονάδα στο τέλος της περιόδου κατατάσσεται στις πλεονασματικές, στις ελλειμματικές και στις ισοσκελισμένες μονάδες.

Το χρηματοοικονομικό σύστημα αποτελεί ένα σύνολο θεσπισμένων προδιαγραφών που δημιουργούν ένα περιβάλλον που διευκολύνει τη μεταβίβαση χρηματικών πόρων από τις πλεονασματικές μονάδες στη χρηματοδότηση ελλειμματικών μονάδων στα πλαίσια της διαδικασίας μετασχηματισμού και ανακατανομής των αποταμιεύσεων σε έργα πάγιων επενδύσεων. Η μεταφορά των χρηματικών πόρων πραγματοποιείται με τον δανεισμό χρημάτων από την μονάδα που παρουσιάζει πιστωτικό υπόλοιπο στη μονάδα που παρουσιάζει χρεωστικό υπόλοιπο και την αποδοχή εκ μέρους της τελευταίας μιας γραπτής υπόσχεσης για την επιστροφή του αρχικού κεφαλαίου συν τόκους σε μια μελλοντική ημερομηνία. Οι γραπτές αυτές απαιτήσεις καλούνται *financial claims* και μορφές τους αποτελούν οι ομολογίες (bonds), τα έντοκα γραμμάτια δημοσίου (treasury bills), τα πιστοποιητικά καταθέσεων (CD's), τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια (mortgages) και τα εμπορικά ομόλογα (commercial papers).

Στον τρόπο διοχέτευσης των διαθέσιμων χρηματικών πόρων μπορεί να υπάρξει ένας γενικός διαχωρισμός σε:

✓ Άμεση Χρηματοδότηση(Direct Financing): η μεταβίβαση των διαθέσιμων πόρων μεταξύ των οικονομικών μονάδων γίνεται με αντάλλαγμα πιστωτικές απαιτήσεις(financial claims) απευθείας και χωρίς τη διαμεσολάβηση τρίτου.

✓ Έμμεση Χρηματοδότηση(Indirect Financing): η διαδικασία διοχέτευσης πόρων από τις πλεονασματικές στις ελλειμματικές μονάδες πραγματοποιείται με την παρέμβαση χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί επιτελούν μια κοινή λειτουργία: αγοράζουν απαιτήσεις με ποικιλία χαρακτηριστικών και πουλούν νέες απαιτήσεις με διαφορετικά χαρακτηριστικά. Τέτοιου είδους οργανισμοί είναι οι Εμπορικές Τράπεζες, οι Ασφαλιστικές Εταιρείες, τα Αμοιβαία Κεφάλαια κτλ.



πηγή:<http://www.ecb.int>

2. ΕΝΝΟΙΑ ΚΑΙ ΜΟΡΦΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

2.1 ΕΝΝΟΙΑ

Με τον όρο επένδυση εννοούμε τη δέσμευση ενός συγκεκριμένου ποσού κεφαλαίου στο τρέχον χρονικό διάστημα με κίνητρο την προσδοκία υψηλότερων απολαβών στο μέλλον.

Οι ιδιώτες επενδυτές που καλούνται να επενδύσουν τα κεφάλαιά τους είτε απευθείας είτε μέσω διαμεσολαβητών, θα πρέπει να έχουν θέσει ξεκάθαρους στόχους αναφορικά με τον σκοπό και το κίνητρο της επένδυσης ούτως ώστε να καθοριστεί το είδος και η διάρκειά της. Ουσιαστικά, ο επενδυτής καλείται, βάσει των εισοδηματικών του περιορισμών, να επιλέξει μεταξύ άμεσης κατανάλωσης και αποταμίευσης με σκοπό να μεγιστοποιήσει τη συνάρτηση χρησιμότητάς του. Δε θα πρέπει να συγχέεται ο όρος της επένδυσης με τον όρο της κερδοσκοπίας, που θεωρείται η αγοραπωλησία αξιόγραφων με σκοπό την εξασφάλιση κέρδους από την μεταβολή της τιμής. Τα δυο χαρακτηριστικά που διαφοροποιούν τις δύο έννοιες είναι το κίνητρο και ο χρονικός ορίζοντας της απόφασης.

Τα κυριότερα είδη επενδυτών είναι οι ιδιώτες, οι οποίοι κατέχουν χαρτοφυλάκια για τα οποία άμεσα ενδιαφερόμενοι, και οι θεσμικοί επενδυτές. Ο όρος θεσμικός επενδυτής χρησιμοποιείται για κάθε είδους χρηματοοικονομικό μεσάζοντα. Στην Ευρώπη είναι γνωστοί με τον όρο Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες(ΟΣΕΚΑ) και η λειτουργία τους έγκειται στη συγκέντρωση ιδιωτικών κεφαλαίων και στην αποτελεσματική διαχείρισή τους. Θεσμικοί επενδυτές θεωρούνται τα Αμοιβαία Κεφάλαια, οι Εταιρείες Επενδύσεως Χαρτοφυλακίου, οι Ασφαλιστικές Εταιρείες καθώς και τμήματα Τραπεζικής Πίστης.

2.2 ΜΟΡΦΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Σε αυτή την ενότητα θα παρουσιάσουμε τις κυριότερες μορφές επενδύσεων βάσει του διαχωρισμού των αγορών στις οποίες διαπραγματεύονται:

2.2.1 Αγορά χρήματος(moneymarket)

Στην Αγορά Χρήματος διακινούνται χρεόγραφα (πιστοποιητικά χρέους) βραχυχρόνιας διάρκειας (μικρότερη του έτους). Κύριοι εκδότες των τίτλων που διακινούνται στην αγορά χρήματος είναι το Δημόσιο, οι Τράπεζες, μεγάλες ασφαλιστικές εταιρείες και μεγάλες βιομηχανικές ή εμπορικές επιχειρήσεις. Βασικά χαρακτηριστικά αυτών των τίτλων είναι ο χαμηλός κίνδυνος αθέτησης από την πλευρά του εκδότη και η υψηλή δυνατότητα ρευστοποίησης από την πλευρά του κατόχου. Γενικά, τα προϊόντα της χρηματαγοράς αποσκοπούν στην άντληση βραχυχρόνιων κεφαλαίων και θεωρούνται ασφαλείς

επενδύσεις, καθώς προσφέρουν μια σταθερή και συνήθως γνωστή εκ των προτέρων απόδοση.

Τα σημαντικότερα εργαλεία της χρηματαγοράς είναι τα εξής:

• **Έντοκα Γραμμάτια Δημοσίου (ΕΓΔ ή Treasury Bills)**: τα Έντοκα Γραμμάτια Δημοσίου είναι χρεόγραφα βραχυχρόνιας διάρκειας με εκδότη το Δημόσιο. Στην Ελλάδα διατίθενται ΕΓΔ διάρκειας 3, 6, ή 12 μηνών. Οι τίτλοι αυτοί δε δίνουν τοκομερίδιο, πρόκειται, δηλ, για zero-coupon bonds, ενώ στη λήξη τους ο κάτοχος λαμβάνει το σύνολο της ονομαστικής αξίας τους από τον εκδότη. Η τιμή αγοράς των ΕΓΔ είναι, σαφώς, μικρότερη της ονομαστικής τους αξίας. Θεωρητικά, πρόκειται για χρεόγραφα με τον μικρότερο κίνδυνο μεταξύ άλλων προϊόντων της χρηματαγοράς επειδή είναι κρατικά χρεόγραφα που έχουν μικρή πιθανότητα πτώχευσης ή αθέτησης των συμβατικών υποχρεώσεων του εκδότη ενώ διαπραγματεύονται και στη δευτερογενή αγορά.

• **Πιστοποιητικά Καταθέσεων(CD's)**: τα Πιστοποιητικά Καταθέσεων είναι βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα που εκδίδονται από μια Τράπεζα με σκοπό την άντληση κεφαλαίων από την δευτερογενή αγορά. Η διάρκειά τους είναι συνήθως μέχρι 12 μήνες αλλά υπάρχουν και τίτλοι μεγαλύτερης διάρκειας. Τα Πιστοποιητικά Καταθέσεων δε δίνουν τοκομερίδιο και ο κάτοχος στη λήξη λαμβάνει το σύνολο του κεφαλαίου συν τους τόκους. Το επιτόκιο έκδοσης μπορεί να είναι σταθερό ή κυμαινόμενο, το οποίο προσδιορίζεται πριν την έναρξη της κάθε τοκοφόρου περιόδου. Τα Πιστοποιητικά Καταθέσεων διαπραγματεύονται στη δευτερογενή αγορά σε σχέση με την απόδοση στη λήξη(yield to maturity).

• **Συμφωνίες Επαναγοράς(Repos)**: τα Repos είναι βραχυπρόθεσμες συναλλαγές που συνίστανται σε πώληση ενός χρεογράφου (συνήθως ΕΓΔ), για παράδειγμα από μια Τράπεζα, με τη συμφωνία ότι ο πωλητής θα επαναγοράσει τον τίτλο από τον αγοραστή σε μια προκαθορισμένη τιμή μετά την πάροδο συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος. Με τον τρόπο αυτό επιτυγχάνεται άμεση άντληση ρευστότητας για τον πωλητή. Η απόδοση του δανειστή, δηλ. του αγοραστή του Repos, προκύπτει από τη διαφορά μεταξύ της τιμής επαναγοράς του χρεογράφου και της τιμής της αρχικής πώλησης και εκφράζεται με τη

μορφή ετήσιου επιτοκίου. Ανάλογα λειτουργούν και οι Reverse Repos αλλά σε αυτή την περίπτωση την πρωτοβουλία αναλαμβάνει ο δανειστής και όχι ο δανειζόμενος.

- **Commercial Papers:** τα Commercial Papers εκδίδονται κυρίως από εταιρείες ή Τράπεζες για την άντληση βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων. Η διάρκειά τους κυμαίνεται από 2 ημέρες μέχρι 12 μήνες και η τιμή αγοράς είναι μικρότερη από την ονομαστική τους αξία(εκπτώτικοί τίτλοι).

- **Bills of Exchange:** τα Bills of Exchange εκδίδονται κυρίως για εμπορικούς σκοπούς και διευκολύνουν τη διεξαγωγή εμπορικών εθνικών ή διεθνών συναλλαγών. Μια εταιρεία η οποία οφείλει χρήματα λόγω αγοράς προϊόντων εκδίδει πιστοποιητικά με το ποσό οφειλής το οποίο εγγυάται μια Τράπεζα(Bankers Acceptance-Εγγυητικές Επιστολές).

- **Swaps:** τα Swaps είναι συμφωνίες ανταλλαγής υποχρεώσεων μεταξύ των συμβαλλομένων μερών.

2.2.2 Αγορά Κεφαλαίου(capital market)

Στη Αγορά Κεφαλαίου διακινούνται χρηματικά κεφάλαια με μακροχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα. Βασικά χαρακτηριστικά των τίτλων της κεφαλαιαγοράς είναι ο υψηλότερος κίνδυνος αθέτησης των υποχρεώσεων του εκδότη, η σημαντική διακύμανση των τιμών και η μεγάλη διάρκεια ζωής.

Τα σημαντικότερα εργαλεία της κεφαλαιαγοράς είναι τα εξής:

- **Μετοχές:** οι μετοχές είναι τίτλοι που αποδεικνύουν συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο μιας ανώνυμης εταιρείας. Διακρίνονται σε κοινές και προνομιούχες.

Κοινές ονομάζονται οι μετοχές που εξασφαλίζουν στον κομιστή τους δικαίωμα συμμετοχής στα προς διανομή κέρδη της επιχείρησης(μέρισμα) μετά την ικανοποίηση των κομιστών ομολογιούχων και προνομιούχων μετοχών, δικαίωμα ψήφου στη Γενική Συνέλευση, δικαίωμα συμμετοχής στο προϊόν εκκαθάρισης της επιχείρησης μετά την ικανοποίηση των άλλων δικαιούχων.

Προνομιούχες ονομάζονται οι μετοχές που εξασφαλίζουν κατά προτεραιότητα συμμετοχή στη διανομή μερίσματος, αποδίδουν συσσωρευτικό μέρισμα από τα κέρδη μιας χρήσης σε περίπτωση που δεν έχει διανεμηθεί μέρισμα σε προηγούμενες χρήσεις και σε περίπτωση διάλυσης ή εκκαθάρισης της επιχείρησης αποδίδεται πρώτα στους κατόχους προνομιούχων μετοχών το αρχικό τους κεφάλαιο και δικαίωμα συμμετοχής στο πλεόνασμα του προϊόντος εκκαθάρισης αλλά στερούνται δικαιώματος ψήφου στη Γενική Συνέλευση.

Βασικά χαρακτηριστικά των μετοχών είναι: 1. Η ονομαστική αξία, η αναγραφόμενη στον τίτλο της μετοχής τιμή. Προκύπτει από τη διαίρεση του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης με τον αριθμό των μετοχών που εκδόθηκαν αρχικά. 2. Η λογιστική τιμή που προκύπτει από τη διαίρεση του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων και των προβλέψεων μιας επιχείρησης με τον αριθμό των μετοχών μιας εταιρείας. 3. Η χρηματιστηριακή αξία(κεφαλαιοποίηση) προκύπτει από το γινόμενο των μετοχών μιας εταιρείας με την τιμή κλεισίματος της μετοχής.

Βασικοί συντελεστές της αγοράς μετοχών είναι οι εταιρείες, οι μετοχές των οποίων είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο αξιών. Το χρηματιστήριο επιτελεί δύο βασικές λειτουργίες:

Πρωτογενής Αγορά: δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων μέσω της έκδοσης νέων τίτλων

Δευτερογενής Αγορά: δυνατότητα διαπραγμάτευσης των τίτλων που εκδόθηκαν.

• **Ομολογίες:** Η ομολογία είναι ένας τίτλος δανεισμού, συνήθως άυλης μορφής. Ο εκδότης της ομολογίας αναλαμβάνει την υποχρέωση να καταβάλει στον αγοραστή τους συμφωνημένους όρους σε συγκεκριμένες χρονικές στιγμές(πληρωμή τοκομεριδίου) και να του επιστρέψει στη λήξη του ομολόγου το κεφαλαίο κατέβαλε για την απόκτησή του, δηλαδή την ονομαστική αξία (face value) του ομολόγου. Ο τόκος προσδιορίζεται με βάση το επιτόκιο της έκδοσης και μπορεί να είναι σταθερό ή κυμαινόμενο. Στη δεύτερη περίπτωση, προσδιορίζεται με βάση κάποιο δείκτη αναφοράς, π.χ. LIBOR ή EURIBOR. Εκδότης της ομολογίας μπορεί να είναι τράπεζες, εταιρείες ή το κράτος και σκοπός της έκδοσης ομολόγου είναι η χρηματοδότηση μακροπρόθεσμων επενδύσεων. Μια ομολογία μπορεί να εκδοθεί υπέρ το άρτιο(premium), δηλαδή η τιμή της, η οποία εκφράζεται με βάση το 100 επί της ονομαστικής αξίας της, είναι μεγαλύτερη από την ονομαστική αξία, υπό το άρτιο(discount), η τιμή είναι μικρότερη της ονομαστικής αξίας και στο άρτιο, η

τιμή ισούται με την ονομαστική αξία. Τα ομόλογα κατατάσσονται σε διάφορες κατηγορίες ανάλογα με τον εκδότη τους, τον τρόπο είσπραξης του τοκομεριδίου, το είδος του επιτοκίου(σταθερό ή κυμαινόμενο) και το χρόνο λήξης. Υπάρχουν, επίσης, εξειδικευμένες κατηγορίες ομολόγων, όπως τα τιμαριθμοποιημένα ομόλογα, τα οποία είναι συνδεδεμένα με κάποιο δείκτη, και τα ομόλογα με δικαίωμα πρόωρης εξόφλησης ή πρόωρης ανάκλησης, ενσωματώνουν, δηλαδή, δικαίωμα πώλησης για τον αγοραστή ή δικαίωμα αγοράς για τον εκδότη πριν τη λήξη τους.

• **Μετατρέψιμα χρεόγραφα:** Μετατρέψιμα χαρακτηρίζονται τα χρεόγραφα που μπορούν να μετατραπούν σε άλλο είδος χρεογράφων, κάτω από συγκριμένες προϋποθέσεις. Η πιο συχνή περίπτωση μετατροπής είναι εκείνη των ομολογιών ή των προνομιούχων μετοχών σε κοινές. Το δικαίωμα μετατροπής μπορεί να ασκηθεί σε κάποια προσδιορισμένη περίοδο πριν ή κατά τη λήξη ισχύος του μετατρέψιμου τίτλου. Η σχέση μετατροπής, δηλ ο αριθμός των κοινών μετοχών που αντιστοιχεί σε κάθε μετατρέψιμο τίτλο είναι ρητά προσδιορισμένο. Βέβαια, κατά τη διάρκεια ισχύος του μετατρέψιμου τίτλου συμβεί οποιαδήποτε μεταβολή του αριθμού μετοχών της εκδότριας εταιρείας, αναπροσαρμόζεται και η σχέση μετατροπής. Συχνά, τα μετατρέψιμα χρεόγραφα περικλείουν τον όρο της επιλογής, από πλευράς εκδότη, του χρόνου στον οποίο αυτός θα ζητήσει την μετατροπή τους (call provision).

2.2.3 Αγορά Παραγώγων

Παράλληλα με τη λειτουργία των χρηματιστηριακών αγορών, λειτουργούν και τα χρηματιστήρια παραγώγων, στα οποία διαπραγματεύονται παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα. Ως παράγωγο θεωρείται μια διμερής σύμβαση που μπορεί να αναφέρεται σε χρηματοοικονομικούς δείκτες, συναλλαγματικές ισοτιμίες, επιτόκια ή σε εμπορεύματα.

Τα πιο γνωστά ήδη παραγώγων είναι τα ακόλουθα:

• **Προθεσμιακά Συμβόλαια(Forward Contracts):** Τα προθεσμιακά συμβόλαια είναι μια συμφωνία μεταξύ δυο αντισυμβαλλόμενων, ο ένας εκ των οποίων υπόσχεται να αγοράσει(long position) και ο άλλος να πουλήσει(short position) ένα συγκεκριμένο

υποκείμενο τίτλο σε μια συγκεκριμένη μελλοντική στιγμή σε μια προκαθορισμένη τιμή συναλλαγής (delivery price).

• **Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Future Contracts):** Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης λειτουργούν όπως τα προθεσμιακά συμβόλαια. Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης είναι τυποποιημένα, διαπραγματεύονται σε οργανωμένες ή ρυθμιζόμενες αγορές, υπόκεινται καθημερινά σε διαδικασία αποτίμησης με την μέθοδο marking to market και υπάρχει εγγύηση του χρηματιστηρίου Παραγώγων για την εκπλήρωση τους. Αυτό σημαίνει πως ο επενδυτής (αγοραστής – πωλητής μιας σύμβασης μελλοντικής εκπλήρωσης) υποχρεούται να διατηρεί έναν λογαριασμό περιθωρίων. Σε αυτόν τον λογαριασμό ο επενδυτής καταθέτει ένα ποσοστό (5% έως 10%) της ονομαστικής αξίας του συμβολαίου ως περιθώριο ασφάλισης (maintenance margin) το οποίο έχει καθοριστεί από το Χρηματιστήριο Παραγώγων. Το ποσό αυτό αποτελεί την ασφάλεια σε περίπτωση που ο επενδυτής δεν μπορεί να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις που προκύπτουν από τον ημερήσιο διακανονισμό. Το απαιτούμενο ποσό για να γίνει μια συναλλαγή ονομάζεται αρχικό περιθώριο (initial margin). Το απαιτούμενο αυτό περιθώριο μεταβάλλεται από τις μεταβολές στην τιμή του υποκειμένου και από τις προσδοκίες των επενδυτών.

Η συνάρτηση κερδών για τα προθεσμιακά συμβόλαια και για τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης είναι η ακόλουθη: Αν θεωρήσουμε S_T την τιμή του υποκειμένου τίτλου την ημερομηνία λήξης του συμβολαίου και K την τιμή συναλλαγής, τότε το κέρδος για τον αγοραστή είναι $S_T - K$ και το κέρδος για τον πωλητή είναι $K - S_T$.

• **Δικαιώματα Προαίρεσης (Options):** Τα Options είναι συμφωνία μεταξύ δύο αντισυμβαλλομένων μερών, κατά την οποία ο αγοραστής έχει το δικαίωμα να αγοράσει ή να πουλήσει, ανάλογα με τον τύπο του δικαιώματος, τον υποκείμενο τίτλο σε μια προκαθορισμένη τιμή K κατά τη διάρκεια μιας χρονικής περιόδου $[0, T]$ ή σε συγκεκριμένη χρονική στιγμή T στο μέλλον. Αυτό που διαφοροποιεί τα Δικαιώματα Προαίρεσης από τα Προθεσμιακά Συμβόλαια και τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης είναι ότι στα Options ο αγοραστής δεν είναι υποχρεωμένος να εξασκήσει το δικαίωμα παρά μόνο εάν τον συμφέρει ενώ ο πωλητής του δικαιώματος είναι υποχρεωμένος να πράξει ο,τι αποφασίσει ο αγοραστής. Για αυτό το λόγο ο αγοραστής του

δικαιώματος είναι υποχρεωμένος να πληρώσει στον πωλητή ένα ασφάλιστρο C (Option Price ή Option Premium), σε αντίθεση με του δυο προηγούμενους τύπους παραγώγων στα οποία ο αγοραστής δεν καταβάλλει αντίτιμο κατά την αγορά τους.

Τα Δικαιώματα Προαίρεσης διακρίνονται σε δυο βασικές κατηγορίες ανάλογα με τη θέση των συμβαλλομένων μερών:

i. Call Option: Ο αγοραστής (Long Call) αγοράζει το δικαίωμα να αγοράσει τον υποκείμενο τίτλο από τον πωλητή (Short Call).

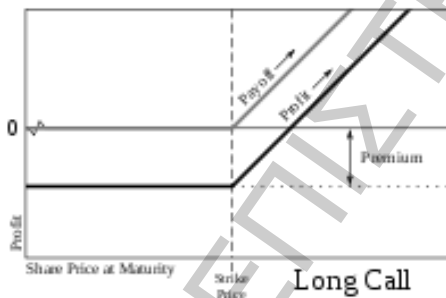
Οι συναρτήσεις κέρδους των δύο αντισυμβαλλομένων μερών είναι οι εξής:

Έστω S_T τη τιμή του υποκειμένου τίτλου τη χρονική στιγμή της εξάσκησης T , K η προκαθορισμένη τιμή εξάσκησης και C το ασφάλιστρο, εάν $S_T > K$ τότε ο αγοραστής του δικαιώματος εξασκεί το δικαίωμα και το κέρδος του είναι $(S_T - K) - C$ και του πωλητή $C - (S_T - K)$. Εάν $S_T < K$ ο αγοραστής δεν εξασκεί το δικαίωμα και έχει ζημιωθεί με το ασφάλιστρο C , το οποίο αποτελεί το κέρδος του πωλητή. Γενικά:

Long Call:

$$(S_T - K)_+ = \max\{S_T - K, 0\}$$

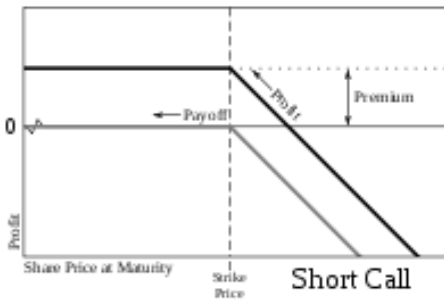
$$= \begin{cases} S_T - K, & S_T > K \\ 0, & S_T < K \end{cases}$$



πηγή: Wikipedia

Short Call:

$$\begin{aligned}
 -(S_T - K)_+ &= -\max\{S_T - K, 0\} \\
 &= \begin{cases} K - S_T, & S_T > K \\ 0, & S_T \leq K \end{cases}
 \end{aligned}$$



πηγή: Wikipedia

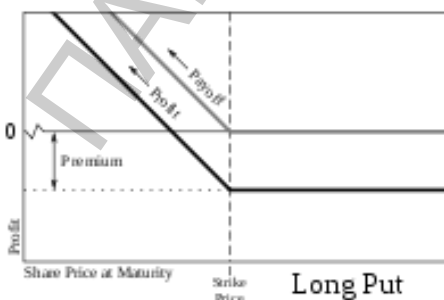
ii. Put Option: Ο αγοραστής (Long Put) αγοράζει το δικαίωμα να πουλήσει τον υποκείμενο τίτλο από τον πωλητή (Short Put).

Οι συναρτήσεις κέρδους των δύο αντισυμβαλλομένων μερών είναι οι εξής:

Έστω S_T η τιμή του υποκειμένου τίτλου τη χρονική στιγμή της εξάσκησης T , K η προκαθορισμένη τιμή εξάσκησης και C το ασφάλιστρο, εάν $S_T < K$ ο αγοραστής εξασκεί το δικαίωμα και το κέρδος του είναι $(K - S_T) - C$ και του πωλητή $C - (K - S_T)$. Εάν $S_T > K$ τότε ο αγοραστής του δικαιώματος δεν εξασκεί το δικαίωμα και ζημιώνεται με το ασφάλιστρο C , το οποίο αποτελεί το κέρδος του πωλητή. Γενικά:

Long Put:

$$\begin{aligned}
 (K - S_T)_+ &= \max\{K - S_T, 0\} \\
 &= \begin{cases} K - S_T, & K > S_T \\ 0, & K \leq S_T \end{cases}
 \end{aligned}$$

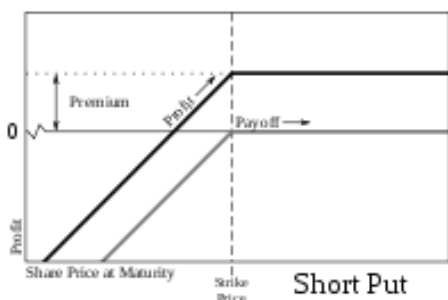


πηγή: Wikipedia

Short Put:

$$-(K - S_T)_+ = -\max\{K - S_T, 0\}$$

$$= \begin{cases} S_T - K, & K < S_T \\ 0, & K \geq S_T \end{cases}$$



πηγή: Wikipedia

Τα Options διακρίνονται σε δύο κατηγορίες ανάλογα με τον χρόνο εξάσκησης T:

- α) Αμερικανικού Τύπου, όταν το δικαίωμα προαίρεσης μπορεί να εξασκηθεί οποιαδήποτε στιγμή μέχρι την ημερομηνία λήξης
- β) Ευρωπαϊκού Τύπου, όταν το δικαίωμα προαίρεσης μπορεί να εξασκηθεί μόνο κατά την ημερομηνία λήξης.

- **Warrants:** Τα warrants είναι δικαιώματα προαίρεσης που εκδίδονται από μια επιχείρηση και παρέχουν στον κάτοχό τους το δικαίωμα αγοράς μετοχών του εκδότη αυτών σε συγκεκριμένο χρόνο και με συγκεκριμένους όρους. Ο χρόνος άσκησης των δικαιωμάτων warrants είναι συχνά μεγαλύτερος από τον αντίστοιχο χρόνο των δικαιωμάτων προαίρεσης ενώ κάποια είναι άληκτα. Σε ορισμένες περιπτώσεις, τα δικαιώματα warrants επιβάλλεται να εξασκηθούν πριν την ημερομηνία λήξης και άλλα μετά την παρέλευση αυτής. Οι όροι έκδοσης και λειτουργίας των warrants περιλαμβάνονται σε ειδική συμφωνία, γνωστή ως warrant agreement.

3. ΜΕΤΡΗΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΜΙΑΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ

Μια επένδυση χαρακτηρίζεται από την απόδοση και τον κίνδυνο που εμπεριέχει, δεδομένου ότι η μελλοντική ωφέλεια είναι αβέβαιη ακόμα και στις περιπτώσεις των

τίτλων της αγοράς χρήματος. Η απόδοση μιας επένδυσης μπορεί να μετρηθεί με ακρίβεια μόνο απολογιστικά, δηλαδή μετά την υλοποίηση των αποφάσεων των επενδυτών έσω του μηχανισμού των τομών. Προϋπολογιστικά, μπορούμε να αναφερθούμε μόνο σε προσδοκώμενη απόδοση, η οποία μπορεί να εκφραστεί ως πιθανοτική κατανομή και μπορεί να περιγραφεί με δυο βασικές παραμέτρους, την μέση τιμή και την τυπική απόκλιση.

Είναι σημαντικό, επίσης, να διευκρινίσουμε την έννοια της ζητούμενης αποδοτικότητας. Η ζητούμενη αποδοτικότητα είναι το άθροισμα της αποζημίωσης που θέλει ο επενδυτής για την αναστολή της άμεσης κατανάλωσης, για την απομείωση της αξίας του χρήματος λόγω πληθωρισμού και για τον επενδυτικό κίνδυνο που διατρέχει το κεφάλαιό του. Επομένως, η ζητούμενη αποδοτικότητα διαφέρει ανάλογα με το μακροοικονομικό περιβάλλον στο οποίο πραγματοποιείται και τα χαρακτηριστικά της επένδυσης.

Η συνολική απόδοση μιας επένδυσης υπολογίζεται ως εξής:

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

Η ανωτέρω σχέση μας δίνει την ποσοστιαία ονομαστική απόδοση μιας επένδυσης. Προκειμένου να υπολογίσουμε την πραγματική απόδοσης αρκεί να αφαιρέσουμε τον ρυθμό πληθωρισμό.

Ο τύπος του Fisher για την μέτρηση της πραγματικής απόδοσης είναι:

$$R_r = R - I - R * I$$

όπου: R_r η πραγματική απόδοση μιας επένδυσης

R η ονομαστική απόδοσης μιας επένδυσης

I ο ρυθμός πληθωρισμού

Εάν η επένδυση είναι μετοχή τότε ο τύπος προσαρμόζεται ως εξής:

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

όπου: R_t η απόδοση τη χρονική περίοδο t

P_t η τιμή του τίτλου τη χρονική περίοδο t

P_{t-1} η τιμή του τίτλου τη χρονική περίοδο $t-1$

D_t το καταβαλλόμενο μέρισμα τη χρονική στιγμή t

Το πρώτο τμήμα της σχέσης καλείται κεφαλαιακή απόδοση και προέρχεται από την διαχρονική εξέλιξη της τιμής του τίτλου ενώ το δεύτερο καλείται μερισματική απόδοση και προέρχεται από την μερισματική πολιτική της επιχείρησης.

Είναι σημαντικό να επισημάνουμε ότι δε θα πρέπει να συγχέεται η πραγματοποιηθείσα απόδοση με την αναμενόμενη απόδοση. Η αναμενόμενη απόδοση εμπεριέχει την έννοια της αβεβαιότητας και είναι ισοδύναμη με τον αποδεχόμενο κίνδυνο.

4. ΕΝΝΟΙΑ ΚΑΙ ΕΙΔΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Η έννοια του κινδύνου μιας επένδυσης συνίσταται στην απόκλιση της απολογιστικής απόδοσης της επένδυσης από την αναμενόμενη, δηλαδή

$$R_i \neq E(R_i)$$

Οι κίνδυνοι που αντιμετωπίζει μια επένδυση είναι πολλοί και προέρχονται από διάφορες πηγές. Ενδεικτικά αναφέρουμε:

- Κίνδυνοι που πηγάζουν από την συγκυρία: Έκτατα γεγονότα, πετρελαϊκές κρίσεις, ακραία καιρικά φαινόμενα, πόλεμοι κτλ.

- Πολιτικοί Κίνδυνοι

- Κίνδυνοι Επιτοκίων

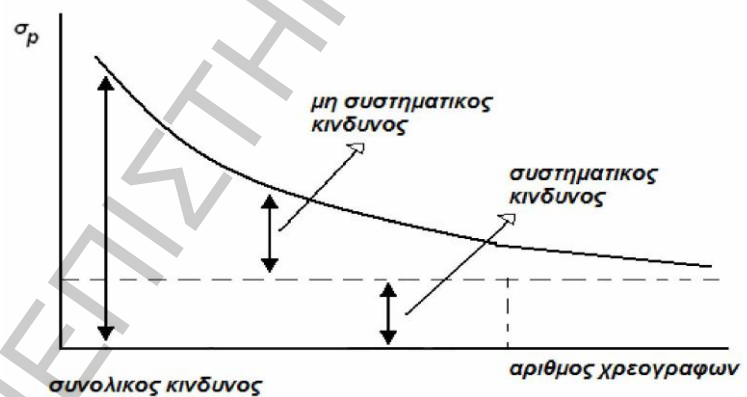
- Συναλλαγματικοί Κίνδυνοι

- Πληθωριστικοί Κίνδυνοι

- Επιχειρηματικοί Κίνδυνοι (ελαστικότητα ζήτησης, υποκατάσταση-κατάργηση προϊόντος, κίνδυνος χρεοκοπίας της επιχείρησης, κίνδυνος άστοχων χειρισμών της Διοίκησης κτλ).

Μπορούμε να ομαδοποιήσουμε τους ανωτέρω κινδύνους σε δύο κατηγορίες ανάλογα με την προέλευσή τους:

- ✓ Συστηματικός Κίνδυνος ή Κίνδυνος της Αγοράς: ο κίνδυνος που προέρχεται από την Αγορά, αποτελεί εξωγενή παράγοντα και δεν μπορεί να εξουδετερωθεί. Αναφέρεται στο ποσοστό της μεταβλητότητας της απόδοσης μιας επένδυσης, π.χ. μιας μετοχής, που οφείλεται σε παράγοντες που επηρεάζουν τις μέσες αποδόσεις όλων των μετοχών που κυκλοφορούν στην αγορά, δηλαδή όλου του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Ο συντελεστής β είναι ένας τρόπος προσδιορισμού του συστηματικού κινδύνου.
- ✓ Μη Συστηματικός Κίνδυνος ή Ειδικός Κίνδυνος: ο κίνδυνος που προέρχεται από την ίδια την επιχείρηση. Το ποσοστό της μεταβλητότητας της απόδοσης μιας επένδυσης, π.χ. μιας μετοχής που οφείλεται σε ιδιαίτερα γεγονότα της ίδιας της επιχείρησης ή του κλάδου στον οποίο ανήκει. Ο μη συστηματικός κίνδυνος μπορεί με κατάλληλες στρατηγικές να εξουδετερωθεί.



Ο συνολικός κίνδυνος μιας επένδυσης είναι το άθροισμα του συστηματικού και μη συστηματικού κινδύνου και εκφράζεται με την διακύμανση ή την τυπική απόκλιση των αποδόσεων της γύρω από τη μέση τιμή της:

$$\sigma_i^2 = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n R_{it} - R_t^2$$

Ως μέτρο του συστηματικού κινδύνου, χρησιμοποιείται ο συντελεστής β_p , ο οποίος ορίζεται ως ο λόγος της συνδιακύμανσης σ_{pM} των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου p σε σχέση με τις αποδόσεις της αγοράς M (γενικός δείκτης του χρηματιστηρίου) προς τη διακύμανση σ_M^2 των αποδόσεων της αγοράς:

$$\beta_p = \frac{\sigma_{pM}}{\sigma_M^2}$$

Ένας ορθολογικός επενδυτής ζητά να αποζημιωθεί για τον κίνδυνο που αναλαμβάνει. Ζητά, δηλαδή, μια επιπλέον αμοιβή για την επιλογή τοποθέτησης των χρημάτων του σε τίτλους που δε θεωρούνται ασφαλείς επενδύσεις. Η αποζημίωση αυτή καλείται risk premium. Η σχέση μεταξύ κινδύνου και απόδοσης είναι θετική. Ένας επενδυτής μεταξύ διαφόρων επενδύσεων ίδιας απόδοσης επιλέγει εκείνη με τον μικρότερο κίνδυνο και εναλλακτικά ένας επενδυτής μεταξύ διαφόρων επενδύσεων ίσου κινδύνου επιλέγει εκείνη που έχει τη μεγαλύτερη απόδοση.

Στο σημείο αυτό, είναι σημαντικό να αναφέρουμε ότι δεν έχουν όλοι οι επενδυτές την ίδια συμπεριφορά απέναντι στον κίνδυνο.

Θεωρώντας ότι σε περιβάλλον αβεβαιότητας υπάρχει ένα στοίχημα $G[a, b: p]$, οι επενδυτές μπορούν να λάβουν είτε την απόδοση του στοιχήματος είτε την αναμενόμενη αξία του, δηλαδή την μέση τιμή. Η επιλογή γίνεται βάσει της συνάρτησης αναμενόμενης χρησιμότητας.

Ο Markowitz(1959) ορίζει έναν επενδυτή ως:

- ✓ Risk Lover: αυτός που προτιμάει το στοίχημα
- ✓ Risk Neutral: αυτός που παραμένει αδιάφορος μεταξύ του στοιχήματος και της μέσης τιμής
- ✓ Risk Averse: αυτός που προτιμάει την μέση τιμή

Ένας επενδυτής που αποστρέφεται τον κίνδυνο σε οποιοδήποτε επίπεδο πλούτου χαρακτηρίζεται ως Globally Risk Averse.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΤΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

1. ΕΝΝΟΙΑ ΤΟΥ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Ο συστηματικός κίνδυνος ή κίνδυνος αγοράς δεν μπορεί να εξουδετερωθεί ενώ ο μη συστηματικός κίνδυνος ή ειδικός κίνδυνος μπορεί να μειωθεί ή ακόμα και να εξουδετερωθεί με τη χρήση ενός «χαρτοφυλακίου επενδύσεων» (Markowitz, 1952). Με τον όρο αυτόν εννοούμε «ένα σύνολο συστηματικά επιλεγμένων επενδύσεων, οι οποίες έχουν συγκεκριμένα και επιθυμητά χαρακτηριστικά κινδύνου και απόδοσης». Με τη δημιουργία ενός χαρτοφυλακίου επενδύσεων, ο επενδυτής διαμοιράζει το κεφάλαιό του σε επιμέρους περιουσιακά στοιχεία αντισταθμίζοντας τις απώλειες του ενός από τις υπεραποδόσεις του άλλου.

2. ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Ξεκινώντας από τον τύπο της αναμενόμενης απόδοσης

$$r_p = \frac{W_1 - W_0}{W_0}$$

όπου W_1 το τελικό ποσό της επένδυσης και W_0 το αρχικό ποσό της επένδυσης, κατέληξε ότι το τελικό κεφαλαίο εξαρτάται από την άγνωστη απόδοση μιας μετοχής. Άρα η τιμή μιας μετοχής είναι άγνωστες μεταβλητές οι οποίες μπορούν να περιγραφούν με την αναμενόμενη τιμή τους (μέση απόδοση) και την τυπική απόκλιση (κίνδυνος).

Αναμενόμενη απόδοση: $r_p = E(r)$

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

Σύμφωνα με τον Markowitz, εφόσον δύο μετοχές μπορούν να συγκριθούν με βάση την αναμενόμενη απόδοση και τον κίνδυνο, το ίδιο μπορεί να συμβαίνει και ανάμεσα σε δυο χαρτοφυλάκια.

Η αναμενόμενη απόδοση ενός χαρτοφυλακίου είναι το μέσο σταθμικό άθροισμα των αναμενόμενων αποδόσεων των μετοχών που απαρτίζουν το χαρτοφυλάκιο και δίνεται από τον τύπο:

$$E R_p = \sum_{i=1}^n E R_i w_i$$

Όπου: w_i η αξία που έχει επενδυθεί σε κάθε μετοχή i

$E R_p$: η αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου

$E R_i$: η αναμενόμενη απόδοση κάθε μετοχής i

n : ο αριθμός των μετοχών στο χαρτοφυλάκιο

Ο κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου καθορίζεται α) από τις διακυμάνσεις της απόδοσης των επιμέρους στοιχείων που το απαρτίζουν, β) από τις συνδιακυμάνσεις των αποδόσεων μεταξύ των χρεογράφων του χαρτοφυλακίου και γ) από τις σταθμίσεις που έχει το κάθε χρεόγραφο στο χαρτοφυλάκιο. Ο συνολικός κίνδυνος χαρτοφυλακίου μετριέται με την τυπική απόκλιση σ_p και δίνεται από τη σχέση:

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

όπου ρ_{ij} : ο συντελεστής συσχέτισης των δύο χρεογράφων i και j

σ_i, σ_j : οι τυπικές αποκλίσεις των δύο χρεογράφων i και j

w_i, w_j : τα ποσοστά συμμετοχής των δύο χρεογράφων i και j

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

1. Όσο μεγαλύτερες είναι οι διακυμάνσεις των επιμέρους χρεογράφων του χαρτοφυλακίου, τόσο πιο επικίνδυνο καθίσταται το χαρτοφυλάκιο
2. Οι τιμές που μπορεί να λάβει ο συντελεστής συσχέτισης είναι $-1 \leq \rho \leq 1$. Όσο μικρότερες είναι οι τιμές του ρ , τόσο πιο βέβαιη είναι η απόδοση του χαρτοφυλακίου.
3. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός των χρεογράφων που απαρτίζουν το χαρτοφυλάκιο, n , τόσο μειώνεται ο κίνδυνός του.
4. Οι διαφορετικές συνθέσεις του χαρτοφυλακίου από τα ποσοστά συμμετοχής προκαλούν διαφορετικά αποτελέσματα τα οποία καθορίζουν και την αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου.

3. Η ΘΕΩΡΙΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΤΟΥ MARKOWITZ

Βασική υπόθεση της Θεωρίας Χαρτοφυλακίου του Markowitz είναι ότι ο επενδυτής αποστρέφεται τον κίνδυνο. Αυτό σημαίνει ότι οι επενδυτές θα δεχτούν να αναλάβουν υψηλότερο κίνδυνο εάν αποζημιωθούν με μεγαλύτερη απόδοση. Ο μέσος επενδυτής, δηλαδή, προσπαθεί να μεγιστοποιήσει την αναμενόμενη απόδοση και να ελαχιστοποιήσει τον κίνδυνο.

Για την αποτελεσματική διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου είναι απαραίτητο να γνωρίζουμε:

- ✓ Τις ιστορικές αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων που θα συμπεριληφθούν σε αυτό
- ✓ Τον κίνδυνο των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων, όπως προσεγγίζεται από την τυπική απόκλιση των αποδόσεων
- ✓ Τον συντελεστή συσχέτισης των αποδόσεων, ρ .

Αναφορικά με το τελευταίο χαρακτηριστικό σημειώνουμε ότι «ο συντελεστής συσχέτισης είναι μια στατιστική, η οποία μετράει το βαθμό παράλληλης κίνησης». Τα όρια των τιμών του βρίσκονται ανάμεσα στο $[-1, 1]$. Συντελεστές συσχέτισης κοντά στην μονάδα $[+1]$ υποδηλώνουν ισχυρή, παράλληλη και ομόρροπη κίνηση μεταξύ των

εξεταζόμενων μεταβλητών ενώ αντίστοιχα κοντά στο [-1] δείχνουν ισχυρή παράλληλη αλλά αντίθετης κατεύθυνσης κίνηση. Τέλος, τιμές του συντελεστή συσχέτισης κοντά στο μηδέν δηλώνουν ανεξάρτητη κίνηση των υπο εξέταση μεταβλητών. (Επενδύσεις, Ν. Φίλιππας, 2005).

Η διαχείριση χαρτοφυλακίου περιλαμβάνει τα παρακάτω τρία στάδια:

1. Ανάλυση Αξιόγραφων (εξετάζονται από τα διαθέσιμα χρεόγραφα, αυτά που έχουν μεγαλύτερη απόδοση σε ίδιο επίπεδο κινδύνου)
2. Ανάλυση Χαρτοφυλακίου (προβλέπεται η απόδοση ενός χαρτοφυλακίου και οι πιθανότητες κινδύνου του, τα επιλεγμένα αξιόγραφα χρησιμοποιούνται για την διαμόρφωση εναλλακτικών χαρτοφυλακίων)
3. Επιλογή Άριστου Χαρτοφυλακίου (επιλέγεται το αποτελεσματικό χαρτοφυλάκιο, που μεγιστοποιεί τη συνάρτηση χρησιμότητάς του. Με τον όρο «αποτελεσματικό χαρτοφυλάκιο» εννοούμε εκείνο που σε δεδομένο επίπεδο κινδύνου παρέχει την μεγαλύτερη απόδοση και σε δεδομένη απόδοση εμπεριέχει τον μικρότερο κίνδυνο).

Εάν υπάρχουν N χρεόγραφα, μπορούν να γίνουν άπειροι συνδυασμοί μεταξύ τους και να σχηματιστούν άπειρα χαρτοφυλάκια. Ο επενδυτής για να καταλήξει στο ιδανικό για εκείνον χαρτοφυλάκιο δε χρειάζεται να εκτιμήσει όλα τα χαρτοφυλάκια χάρη στο Θεώρημα των Αποτελεσματικών Συνδυασμών. Τα χαρτοφυλάκια αυτά λέγονται αποτελεσματικά χαρτοφυλάκια.

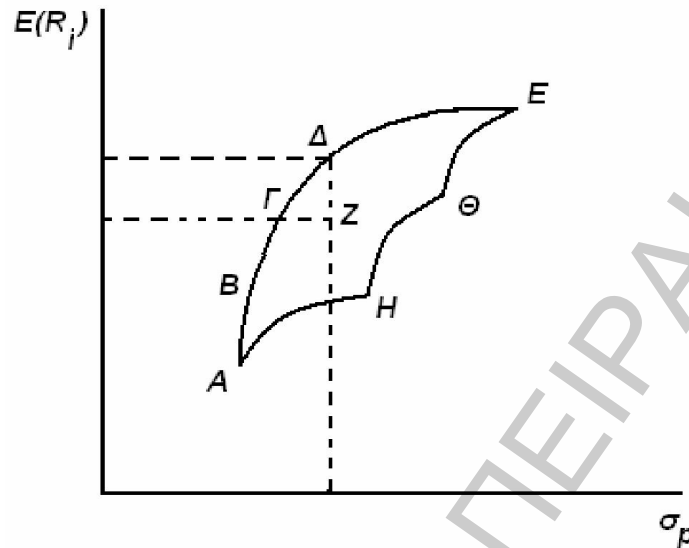
Επομένως, αποτελεσματικό χαρτοφυλάκιο λέγεται εκείνο το οποίο σε δεδομένο επίπεδο κινδύνου παρέχει τη μεγαλύτερη απόδοση και σε δεδομένη απόδοση έχει το μικρότερο κίνδυνο.

Σύμφωνα με αυτό το θεώρημα, ένας επενδυτής θα επιλέξει από το σύνολο των δυνατών χαρτοφυλακίων, το χαρτοφυλάκιο εκείνο το οποίο :

- α. του προσφέρει την μέγιστη προσδοκώμενη απόδοση για διάφορα επίπεδα κινδύνου και
- β. του προσφέρει τον μικρότερο κίνδυνο για διάφορα επίπεδα προσδοκώμενης απόδοσης.

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

Εικόνα 2.1, Σύνολο εφικτών συνδυασμών



Στο ανωτέρω διάγραμμα, εμφανίζονται όλα τα δυνατά χαρτοφυλάκια, όπως αυτά διαγράφονται από όλους τους δυνατούς συνδυασμούς κινδύνου και απόδοσης. Από όλα τα χαρτοφυλάκια που εμφανίζονται στο ανωτέρω διάγραμμα, τα πιο αποδοτικά, δηλαδή αυτά με τους καλύτερους συνδυασμούς κινδύνου και απόδοσης, βρίσκονται επάνω στην καμπύλη ΑΕ. Η καμπύλη αυτή καλείται Σύνολο Αποτελεσματικών Χαρτοφυλακίων.

Ένας επενδυτής καλείται να επιλέξει, από το σύνολο των αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων, το άριστο ή βέλτιστο χαρτοφυλάκιο (optimal portfolio). Η επιλογή αυτή εξαρτάται από τις προτιμήσεις του συγκεκριμένου επενδυτή ως προς την ανταλλαγή μεταξύ απόδοσης και κινδύνου. Οι προτιμήσεις αυτές περιλαμβάνονται στη συνάρτηση χρησιμότητας $U(x)$ του κάθε επενδυτή. Επιπλέον, είναι γνωστό ότι υπάρχει μια καμπύλη η οποία απεικονίζει στο χώρο αναμενόμενης απόδοσης-κινδύνου όλα τα σημεία που αντιστοιχούν σ' ένα δεδομένο επίπεδο χρησιμότητας. Η καμπύλη αυτή παριστάνει τους όρους ανταλλαγής μεταξύ απόδοσης και κινδύνου που απαιτεί ο κάθε επενδυτής και λέγεται καμπύλη αδιαφορίας.

Οι καμπύλες αδιαφορίας έχουν τις εξής ιδιότητες:

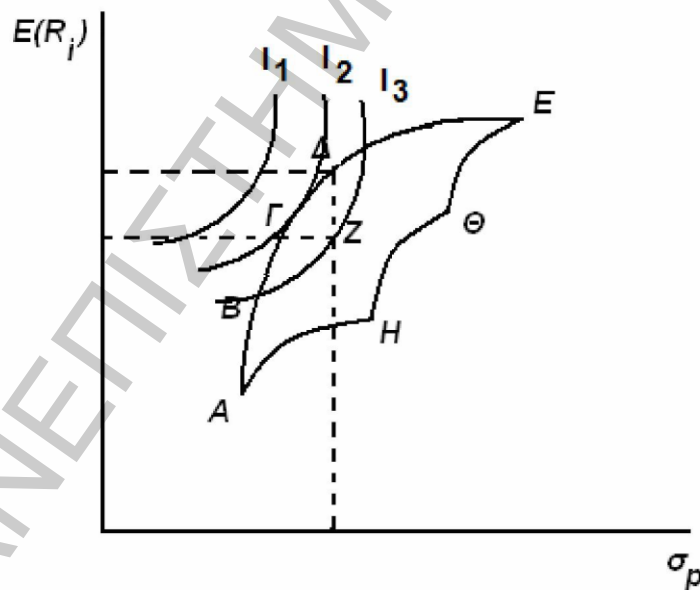
α. όλα τα χαρτοφυλάκια που βρίσκονται σε μια δεδομένη καμπύλη αδιαφορίας είναι το ίδιο επιθυμητά από τον επενδυτή,

- β. οι καμπύλες αδιαφορίας είναι παράλληλες,
- γ. κάθε επενδυτής έχει άπειρες καμπύλες αδιαφορίας

Για την επιλογή του άριστου χαρτοφυλακίου, ο επενδυτής πρέπει να χαράξει τις δίκες του καμπύλες αδιαφορίας, ανάλογα με το μέγεθος του κινδύνου που είναι διατεθειμένος να αναλάβει. Οι καμπύλες αδιαφορίας χαράσσονται στο ίδιο διάγραμμα που έχουν χαραχτεί όλα τα δυνατά χαρτοφυλάκια. Στην Εικόνα 2.2 το άριστο χαρτοφυλάκιο είναι εκείνο το οποίο βρίσκεται στο "βορειοδυτικότερο" μέρος και τέμνει την καμπύλη αδιαφορίας που αυτό είναι το χαρτοφυλάκιο Γ και η καμπύλη I2.

Επομένως, το άριστο χαρτοφυλάκιο για ένα επενδυτή είναι το αποτελεσματικό χαρτοφυλάκιο που έχει τη μεγαλύτερη για τον επενδυτή χρησιμότητα και καθορίζεται από το σημείο στο οποίο εφάπτεται η υψηλότερη καμπύλη αδιαφορίας του με το αποτελεσματικό σύνορο.

Εικόνα 2.2, Σύνολο δυνατών και αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων



4. ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥΧΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ (C.A.P.M)

Το C.A.P.M. είναι μια προσπάθεια των William Sharpe, John Lintner και Jan Mossin να απλοποιήσουν και να επεκτείνουν το μοντέλο του Markowitz. Η βασική του διαφορά με το τελευταίο είναι ότι όλοι οι τίτλοι που εμπεριέχονται στο χαρτοφυλάκιο δε συγκρίνονται μεταξύ τους αλλά με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς(M). Με τον όρο χαρτοφυλάκιο της αγοράς εννοούμε το σύνολο των χρεογράφων που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην αγορά στις αξιακές τους αναλογίες. Επίσης, σημαντική προσφορά αυτού του μοντέλου είναι ότι η αναμενομένη απόδοση κάθε χρεογράφου δε συσχετίζεται με τον κίνδυνο άλλων αγαθών αλλά με τον συντελεστή β .

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

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

Σύμφωνα με το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων είναι εύκολο να προσδιοριστεί η σχέση κινδύνου και απόδοσης των αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων. Η σχέση αυτή απεικονίζεται στο επόμενο διάγραμμα. Το σημείο M παρουσιάζει το χαρτοφυλάκιο της αγοράς και το R_f την απόδοση χωρίς κίνδυνο. Τα άριστα χαρτοφυλάκια

βρίσκονται στην ευθεία $R_f M$ και έχουν διαφορετικούς συνδυασμούς κινδύνου και απόδοσης που προκύπτουν από τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου της αγοράς με το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο. Δηλαδή, όταν ο επενδυτής έχει τη δυνατότητα να δανειστεί με το επιτόκιο ίσο με την απόδοση ασφαλών επενδύσεων, μπορεί να επιλέξει μεταξύ τίτλων μηδενικού κινδύνου και χαρτοφυλακίου της αγοράς, να κινείται, επομένως, την ευθεία $R_f M$. Ο γραμμικός συνδυασμός αυτών των αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων ονομάζεται γραμμή της κεφαλαιαγοράς.

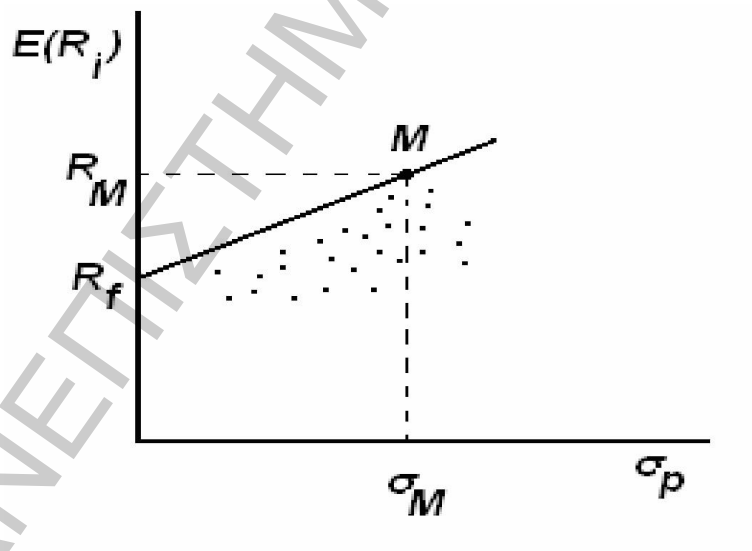
Η αναμενόμενη απόδοση κάθε αποτελεσματικού χαρτοφυλακίου υπολογίζεται ως εξής:

$$E R_i = R_f + \frac{R_M - R_f}{\sigma_M} \sigma_p$$

όπου σ_p η τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου.

Η σχέση $\frac{R_M - R_f}{\sigma_M}$ αποτελεί την κλίση της Γραμμής Κεφαλαιαγοράς και εκφράζει το κέρδος ανά μονάδα κινδύνου.

Εικόνα 2.3, Γραμμή Κεφαλαιαγοράς



Σύμφωνα με το C.A.P.M. η σχέση ανάμεσα στην αναμενόμενη απόδοση ενός αξιογράφου και την αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς, σε κατάσταση ισορροπίας, δίνεται από τον τύπο:

$$E R_i = r_f + (E r_M - r_f) \beta_{im}$$

Όπου: $E R_i$ η αναμενόμενη απόδοση του χρεογράφου

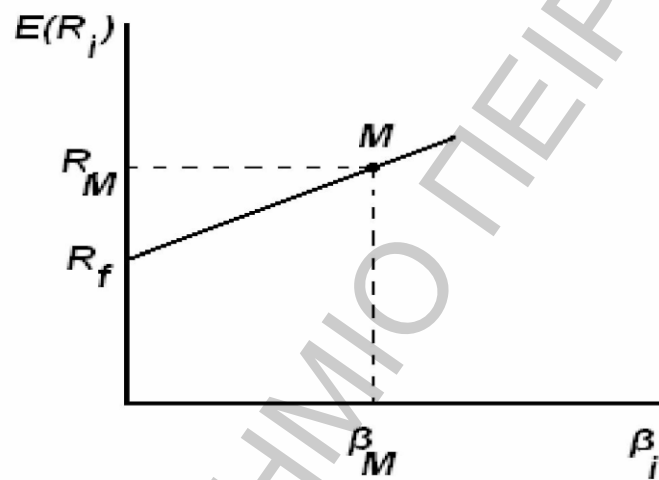
r_f η απόδοση ασφαλών επενδύσεων(risk free asset)

$E r_M$ η αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς

β_{im} ο συντελεστής β

Η ανωτέρω σχέση καλείται Γραμμή Αξιόγραφων(Security Line Market).

Εικόνα 2.4, Γραμμή Αξιόγραφων



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

1. ΕΝΝΟΙΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Σύμφωνα με τον Νόμο 3283/2004, αρ.12, παρ.1 «Αμοιβαίο Κεφάλαιο είναι ομάδα περιουσίας που αποτελείται από κινητές αξίες, μέσα χρηματαγοράς και μετρητά και της οποίας τα επιμέρους στοιχεία ανήκουν εξ' αδιαιρέτου σε περισσότερους του ενός μεριδιούχους».

Μια εναλλακτική παρουσίαση του ορισμού είναι η εξής: «Αμοιβαίο Κεφάλαιο 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, όταν αυτό απαιτηθεί, στην πραγματική λογιστική τους αξία» (Καραθανάσης, Λυμπερόπουλος).

Βασικά χαρακτηριστικά ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι ότι «στερείται νομικής προσωπικότητας και το κεφάλαιό του είναι μεταβλητό(open-endfund)» (Επενδύσεις, Ν. Φίλιππας, 2005).

Πρακτικά, το Αμοιβαίο Κεφάλαιο θα μπορούσε να εννοηθεί ως ένα χαρτοφυλάκιο επενδύσεων, το οποίο αποτελείται από κινητές αξίες, δηλαδή μετοχές, ομόλογα, έντοκα γραμμάτια Δημοσίου και λοιπά χρεόγραφα, και μέσα χρηματαγοράς, όπως αυτά ορίζονται στο αρ.3, παρ.1 του Ν3283/2004. Η αξία του συνόλου των στοιχείων του ανωτέρω χαρτοφυλακίου, η περιουσία, δηλαδή, του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, χωρίζεται σε ισότιμα τμήματα, τα ονομαζόμενα μερίδια, και διαμοιράζεται στους μεριδιούχους, ανάλογα με το ποσοστό συμμετοχής που επιθυμούν. Η περιουσία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου καλείται ενεργητικό. Το Καθαρό Ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι το άθροισμα της περιουσίας του και των απαιτήσεων μείον των υποχρεώσεων. Βάσει νομοθεσίας, το ελάχιστο ενεργητικό που απαιτείται για τη σύσταση ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι 1.200.000€.

Όπως αναφέρθηκε, το Αμοιβαίο Κεφάλαιο δεν έχει νομική υπόσταση και οι μεριδιούχοι του Αμοιβαίου Κεφαλαίου εκπροσωπούνται νομικώς και εξωδικαστικώς από μια Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.), η οποία έχει λάβει άδεια και εποπτεύεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Η σύσταση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου λαμβάνει, επίσης, έγκριση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Τα στοιχεία που χρειάζεται να προσκομιστούν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για τη σύσταση ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι: α) Αναλυτικό Κατάλογο των στοιχείων του ενεργητικού του, το ελάχιστο ύψος του οποίου είναι 1.200.000€, β) Δήλωση του πιστωτικού ιδρύματος που λειτουργεί στην Ελλάδα ότι δέχεται να κατατίθενται σε αυτό τα στοιχεία του ενεργητικού και να λειτουργεί ως Θεματοφύλακας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και γ) Κανονισμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου υπογεγραμμένο από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. και τον Θεματοφύλακα.

Επίσης, για τη σύσταση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι απαραίτητο η Α.Ε.Δ.Α.Κ. να γνωστοποιήσει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς την ταυτότητα των διευθυνόντων της ίδιας και του Θεματοφύλακα καθώς και κάθε τροποποίηση που τυχόν συμβεί δεδομένου ότι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δύναται να απορρίψει αίτηση για σύσταση Αμοιβαίου Κεφαλαίου εάν οι ανωτέρω διευθύνοντες δεν έχουν τα εχέγγυα ήθους ή την απαιτούμενη επαγγελματική εμπειρία για την άσκηση των καθηκόντων τους.

Τέλος, αναφορικά με τη σύσταση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου σημειώνουμε ότι εντός ενός μηνός από τη χορήγηση της άδειας σύστασης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, η Α.Ε.Δ.Α.Κ. οφείλει να καταθέσει τον Θεματοφύλακα το σύνολο του ενεργητικού και ο Θεματοφύλακας να ενημερώσει αρμοδίως την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Η άδεια σύστασής του και κάθε άλλη τροποποίηση δημοσιεύεται στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως (ΦΕΚ). Πριν τη δημοσίευση απαγορεύεται η διανομή μεριδίων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου καθώς και η διαφήμισή του στο κοινό.

2. ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΟΥ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

2.1 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Η συμμετοχή σε ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο εμφανίζει σημαντικά πλεονεκτήματα για τον επενδυτή, όπως τα ακόλουθα:

- Διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου (Diversification): Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο αποτελείται από κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς με διαφορετικά ποιοτικά στοιχεία και συντελεστές συσχέτισης που επιτρέπουν την ελαχιστοποίηση του μη συστηματικού κινδύνου, που χαρακτηρίζει κάθε μορφή επένδυσης. Μάλιστα, το Αμοιβαίο Κεφάλαιο προσφέρει και επιπρόσθετη ελαχιστοποίηση κινδύνου μέσω και της Διεθνούς Διαφοροποίησης αφού στο ενεργητικό του δύναται να περιλαμβάνει κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε χρηματιστήρια αξιών τρίτου κράτους ή σε άλλη αγορά, η οποία είναι αναγνωρισμένη και αποδεκτή από το κοινό.
- Ρευστότητα: Με τον όρο ρευστότητα εννοούμε ότι ο επενδυτής έχει τη δυνατότητα να τοποθετηθεί τα χρήματά του σε μια επένδυση και να μπορεί να τα αποσύρει εύκολα και γρήγορα χωρίς ποινή. Επίσης, μια επένδυση θεωρείται εύκολα ρευστοποιήσιμη όταν μπορεί να αγοραστεί ή να πουληθεί εύκολα. Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο χαρακτηρίζεται από υψηλή ρευστότητα καθώς, σύμφωνα με την κείμενη νομοθεσία, η εξαγορά των μεριδίων Αμοιβαίων Κεφαλαίων πρέπει να γίνεται άμεσα από την Α.Ε.Δ.Α.Κ., κατόπιν αιτήσεως του μεριδιούχου, στην τιμή εξαγοράς. Μάλιστα, η Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι υποχρεωμένη να καταβάλλει το αντίτιμο της εξαγοράς εντός 5 ημερών από την κατάθεση της σχετικής αίτησης από τον μεριδιούχο.
- Επαγγελματική διαχείριση: Ο μέσος επενδυτής δεν έχει ούτε τις απαραίτητες γνώσεις, ούτε την πρόσβαση σε όλες τις πληροφορίες, ούτε το χρόνο να διαχειριστεί τις επενδυτικές του επιλογές. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια διαθέτουν εξειδικευμένα στελέχη και τις κατάλληλες υποδομές ώστε να παρακολουθούν και να αξιολογούν τις εξελίξεις και τις επενδυτικές ευκαιρίες τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό, και επιλέγουν τα αξιόγραφα που πρέπει να αγοραστούν τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή

καθώς και τα ποσοστά κάθε κατηγορίας αξιόγραφων που θα συμπεριληφθούν στο χαρτοφυλάκιο.

- Απλουστευμένες διαδικασίες παρακολούθησης: Καθημερινά, μετά το πέρας της συνεδρίασης του χρηματιστηρίου, υπολογίζονται οι καθαρές τιμές, οι τιμές εξαγοράς και οι τιμές διάθεσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Τα αποτελέσματα δημοσιεύονται τη μεθεπόμενη ημέρα σε όλες τις οικονομικές και πολιτικές εφημερίδες. Επομένως, είναι πολύ εύκολο για έναν μεριδιούχο να υπολογίσει τη συνολική αξία των χρημάτων του εφόσον διαθέτει όλη την απαραίτητη πληροφόρηση. Επίσης, ο νόμος προβλέπει μια σειρά ενημερωτικών εντύπων που παρέχονται στους επενδυτές.

- Αυστηρό νομοθετικό πλαίσιο και εποπτεία: Ο θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων διέπεται από ειδική νομοθεσία, τον Νόμο 3283/2004, ενώ η σωστή λειτουργία των Α.Ε.Δ.Α.Κ. εποπτεύεται συνεχώς και αυστηρά από την Επιτροπή της Κεφαλαιαγοράς. Ως εκ τούτου καθίσταται αδύνατη οποιαδήποτε παρατυπία κατά τη διαδικασία της επένδυσης.

- Μικρό αρχικό κεφάλαιο επένδυσης: Τα Αμοιβαία Κεφάλαια είναι η κατάλληλη επένδυση για επενδυτές όλων των οικονομικών δυνατοτήτων καθώς προσφέρει πρόσβαση σε υψηλής ποιότητας τεχνογνωσία και επαγγελματική διαχείριση με σχετικά μικρό κεφάλαιο.

- Μεγάλη διαπραγματευτική δύναμη και ευελιξία: Τα κεφάλαια των επενδυτών, ανεξαρτήτως ύψους, αποκτούν τη διαπραγματευτική δύναμη του συνόλου του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια λόγω της μεγάλης αγοραστικής δύναμης που διαθέτουν μπορούν να επιτύχουν καλύτερες τιμές αγοράς ομολόγων ή πακέτων μετοχών. Επίσης, μπορούν να επιτύχουν χαμηλές χρηματιστηριακές προμήθειες (brokerage coverage) σε σχέση με έναν ανεξάρτητο ατομικό επενδυτή. Παράλληλα, τα Αμοιβαία Κεφάλαια θεωρούνται μια πολλή ευέλικτη επενδυτική επιλογή καθώς δίνει τη δυνατότητα στον μεριδιούχο να μεταφέρει ένα μέρος ή το σύνολο των χρημάτων του σε άλλο Αμοιβαίο Κεφάλαιο της ίδιας εταιρείας διαχείρισης με ελάχιστο ή μηδαμινό κόστος εφόσον το επιβάλλουν οι διαρκώς μεταβαλλόμενες συνθήκες που επικρατούν στην αγορά.

- Άλλα πλεονεκτήματα: Μικρότερης, ίσως, σημασίας πλεονεκτήματα που προσφέρουν τα Αμοιβαία Κεφάλαια είναι τα εξής: επιτρέπεται η μεταβίβαση μεριδίων

Αμοιβαίων Κεφαλαίων εν ζωή χωρίς φορολογική επιβάρυνση μόνο μεταξύ συζύγων και συγγενών α' βαθμού. Επιτρέπεται η μεταβίβαση μεριδίων «λόγω θανάτου» χωρίς φορολογική επιβάρυνση ανεξαρτήτως βαθμού συγγένειας. Οι επενδυτές μπορούν να αγοράζουν μερίδια σε κοινό λογαριασμό ή να τα ενεχυριάζουν για να λάβουν δάνειο.

2.2 ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Ο θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων δε διαθέτει μόνο πλεονεκτήματα, αλλά και μερικά μειονεκτήματα, όπως τα ακόλουθα:

- Κόστος: Η συμμετοχή σε μερίδια Αμοιβαίων Κεφαλαίων συνοδεύεται από προμήθειες διάθεσης και εξαγοράς που μειώνουν την καθαρή απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, ιδίως εάν οι επενδυτές αποφασίσουν να ρευστοποιήσουν τα μερίδιά τους σε μικρό χρονικό διάστημα.
- Έλλειψη ελέγχου: Η επαγγελματική διαχείριση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων δεν επιτρέπει απόλυτα στον επενδυτή να έχει τον έλεγχο των επενδυτικών του επιλογών. Το γεγονός αυτό δε σημαίνει ότι οι διαχειριστές θα πρέπει να δρουν χωρίς έλεγχο. Οι επενδυτές θα πρέπει να είναι ενήμεροι για τις συμμετοχές τους και να παρακολουθούν ενεργά την πορεία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

3. ΤΡΟΠΟΣ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ Α.Κ.

3.1 Ο ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ

Ο κανονισμός του Αμοιβαίου Κεφαλαίου υπογράφεται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ και τον Θεματοφύλακα και λαμβάνει την έγκριση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Πρέπει να περιλαμβάνει τουλάχιστον τα εξής:

1. Την ονομασία και τη διάρκεια του Αμοιβαίου Κεφαλαίου
2. Την ονομασία της Α.Ε.Δ.Α.Κ και του Θεματοφύλακα
3. Τον επενδυτικό σκοπό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, την επενδυτική πολιτική, τους επενδυτικούς περιορισμούς, τους κινδύνους που περιλαμβάνει, τις στρατηγικές

διαχείρισης του χαρτοφυλακίου επενδύσεων καθώς και τα χαρακτηριστικά των επενδυτών στους οποίους απευθύνεται.

4. Την τυχόν εξασφάλιση εγγύησης επί του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου από πιστωτικό ίδρυμα, όπως αυτή ορίζεται στην παρ.9 του άρθρου 22 του Ν 3283/2004. Συγκεκριμένα, ορίζεται ότι πιστωτικό ίδρυμα, που έχει την καταστατική του έδρα σε κράτος μέλος, επιτρέπεται να εγγυηθεί μέρος ή το σύνολο του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Αντίθετα, ανάλογη εγγύηση δεν επιτρέπεται να παρασχεθεί από τον Θεματοφύλακα ή από τρίτο που τελεί ρόλο Θεματοφύλακα. Τέλος, σημειώνεται ότι δεν επιτρέπεται σε καμία περίπτωση η εγγύηση της απόδοσης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου (Ν.3283/2004, αρ.22, παρ 9 με την επιφύλαξη του αρ.18 του Ν. 2076/1992).

5. Το είδος των επενδύσεων όπου μπορεί να επενδύεται το ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Βάσει του αρ.21 του Ν.3283/2004, οι επιτρεπόμενες επενδύσεις είναι οι ακόλουθες:

I. Κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς που γίνονται δεκτές ή αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη αγορά κατά τα οριζόμενα στο αρ.2 του Ν3296/1996 και στις αντίστοιχες διατάξεις των εθνικών νομοθεσιών του κράτους μέλλους, όπως αυτά εναρμονίστηκαν με την κοινοτική οδηγία 93/6/ΕΟΚ.

Με τον όρο οργανωμένη αγορά εννοούμε την αγορά που έχει ως αντικείμενο διαπραγμάτευσης κινητές αξίες και μερίδια οργανισμών συλλογικών επενδύσεων, τίτλους της χρηματαγοράς, τίτλους προθεσμιακών χρηματοπιστωτικών συμβάσεων (futures), προθεσμιακά συμβόλαια επιτοκίου (FRA), συμβάσεις ανταλλαγής (swaps) υποχρεώσεων με αντικείμενο επιτόκιο ή συνάλλαγμα ή συμβάσεις ανταλλαγής συνδεδεμένες με μετοχές ή με δείκτη μετοχών (equity swaps), δικαιώματα προαίρεσεως (options) για την αγορά ή πώληση οποιουδήποτε από τους ανωτέρω τίτλους. Επίσης, μια οργανωμένη αγορά θα πρέπει να λειτουργεί συστηματικά και βάσει κανόνων, είναι υποχρεωμένη να παραθέτει στοιχεία για τον έλεγχο της διαφάνειας των συναλλαγών που πραγματοποιούνται σε αυτή ενώ τέλος οι όροι λειτουργίας της, οι όροι βάσει των οποίων αποκτάται το δικαίωμα συμμετοχής και

κατάρτισης συναλλαγών σε αυτή καθώς και οι όροι εισαγωγής μετοχών σε αυτή, έχουν τεθεί με κανόνες δικαίου.

II. Κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε κάποια αγορά κράτους-μέλους που είναι οργανωμένη, εποπτευόμενη, αναγνωρισμένη και ανοιχτή στο κοινό.

III. Μετά από σχετική απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε χρηματιστήριο αξιών τρίτου ή σε άλλη αγορά που λειτουργεί κανονικά και είναι εποπτευόμενη και αναγνωρισμένη από το κοινό.

IV. Ύστερα από άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, νεοεκδιδόμενες αξίες με την προϋπόθεση ότι θα υποβληθεί αίτηση για εισαγωγή σε μια από τις ανωτέρω αναφερόμενες αγορές και η εισαγωγή αυτή θα πραγματοποιηθεί εντός έτους από την έκδοσή τους.

V. Μερίδια των Ο.Σ.Ε.Κ.Α εγκεκριμένα βάσει των εθνικών νομοθεσιών που έχουν εναρμονιστεί με την οδηγία 85/611/ΕΟΚ και άλλων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων εφόσον πληρούν τις προϋποθέσεις που ορίζονται στην παρ. 1(ε) του άρθρου 21 του Ν.3283/2004.

VI. Καταθέσεις σε πιστωτικά ιδρύματα αποδοτέες σε πρώτη ζήτηση ή σε προθεσμιακές καταθέσεις διάρκειας 12 μηνών, εφόσον το πιστωτικό ίδρυμα έχει την καταστατική του έδρα σε κράτος-μέλος ή και σε τρίτη χώρα, εφόσον το ίδρυμα υπόκειται σε καθεστώς προληπτικής εποπτείας και ορίζεται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με τη σύμφωνη γνώμη της Τράπεζας της Ελλάδος.

VII. Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα εφόσον αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στις ανωτέρω αναφερόμενες αγορές και πληρούν τις προϋποθέσεις που ορίζονται στην παρ. 1(ζ) του αρ. 21 του Ν. 3283/2004.

VIII. Μέσα χρηματαγοράς, πλην τω διαπραγματεύσιμων σε εποπτευόμενη αγορά, εφόσον η έκδοση ή ο εκδότης αυτών υπόκεινται σε ρυθμίσεις για την προστασία των επενδυτών και της αποταμίευσης.

Στο σημείο αυτό, πρέπει να τονίσουμε ότι η επένδυση του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου υπόκειται στους εξής περιορισμούς:

- I. Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο επιτρέπεται να τοποθετηθεί το 10% του συνόλου του ενεργητικού του σε κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς του ίδιου εκδότη.
- II. Απαγορεύεται να αποκτά πολύτιμα μέταλλα ή παραστατικούς του τίτλους.
- III. Απαγορεύεται να τοποθετηθεί άνω του 20% του καθαρού ενεργητικού σε καταθέσεις στο ίδιο πιστωτικό ίδρυμα.
- IV. Επιτρέπεται η τοποθέτηση μέχρι του 40% του καθαρού ενεργητικού σε κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς εκδοτών σε καθένα από τους οποίους έχει τοποθετήσει ποσοστό μεγαλύτερο του 5% του καθαρού ενεργητικού. Εξαιρέση αποτελούν οι καταθέσεις και οι πράξεις εξωχρηματοστηριακών παραγώγων
- V. Με την επιφύλαξη του αρ. 24 του Ν.3283/2004, δεν επιτρέπεται η τοποθέτηση ποσοστού άνω του 10% του καθαρού ενεργητικού σε μερίδια Ο.Σ.Ε.Κ.Α ή σε άλλους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων, όπως ορίστηκαν ανωτέρω.
- VI. Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο δεν επιτρέπεται να επενδύει ποσοστό άνω του 20% του καθαρού ενεργητικού σε κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς εταιρειών του ίδιου Ομίλου.
6. Την τιμή των μεριδίων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου κατά το χρόνο σύστασής τους
7. Τις προμήθειες, τα έξοδα και τις αμοιβές και τον τρόπο υπολογισμού αυτών με σαφή διάκριση ανάμεσα σε αυτά που βαρύνουν τους μεριδιούχους και αυτά που βαρύνουν το Αμοιβαίο Κεφάλαιο.
8. Το χρόνο και τον τρόπο διανομής των κερδών στους μεριδιούχους
9. Τους όρους συμμετοχής στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο και τους όρους εξαγοράς

3.2 Η Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Η Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (εφεξής Α.Ε.Δ.Α.Κ.) είναι η εταιρεία διαχείρισης, η οποία έχει λάβει άδεια λειτουργίας από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς βάσει των διατάξεων του Ν. 3283/2004.

Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. έχει ως αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, όπως αυτά ορίζονται στο Ν. 3283/2004, καθώς και επιπροσθέτως την ανάληψη της διαχείρισης των Ο.Σ.Ε.Κ.Α., κατά την έννοια της Οδηγίας 85/611/ΕΟΚ καθώς άλλων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων για τους οποίους υπόκειται σε προληπτική εποπτεία και για τους οποίους δεν επιτρέπεται η διάθεση μεριδίων τους σε άλλα κράτη μέλη. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δύναται να ορίζει με απόφασή της τις κατηγορίες των ανωτέρω οργανισμών συλλογικών επενδύσεων.

Ως διαχείριση Αμοιβαίου Κεφαλαίου νοείται:

- Η διαχείριση των επενδύσεων
- Η διοίκηση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου (νομικές υπηρεσίες, υπηρεσίες λογιστικής διαχείρισης, υπηρεσίες εξυπηρέτησης πελατών, αποτίμηση του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, καθορισμός της αξίας των μεριδίων του, φορολογική μεταχείριση, έλεγχος της τήρησης των κανονιστικών διατάξεων, τήρηση μητρώου μεριδιούχων, διανομή εσόδων, έκδοση και εξαγορά μεριδίων Αμοιβαίου Κεφαλαίου, διεκπεραίωση εγγράφων και αποστολή εντύπων και βεβαιώσεων)
- Η διαφήμιση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και η προώθηση των μεριδίων του

Επιπρόσθετα, η Α.Ε.Δ.Α.Κ. μπορεί να λάβει άδεια, εάν και εφόσον έχει λάβει άδεια για τη διαχείριση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, για τις ακόλουθες υπηρεσίες:

- Διαχείριση χαρτοφυλακίων επενδύσεων, συμπεριλαμβανομένων εκείνων που ανήκουν σε συνταξιοδοτικά ταμεία, βάσει εντολών που παρέχονται από τους πελάτες σε διακριτική βάση και για κάθε πελάτη ξεχωριστά
- Επενδυτικές συμβουλές για ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα
- Φύλαξη και διοικητική μεταχείριση μεριδίων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων.

Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. διέπεται από τις διατάξεις του Ν.3283/2004 καθώς και από τις διατάξεις του Ν. 2190/1920 περί ανωνύμων εταιρειών και ευθύνεται έναντι των μεριδιούχων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου για κάθε αμέλεια ως προς τη διαχείρισή του. Για τη λειτουργία της απαιτείται η χορήγηση άδειας από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, εφόσον η εταιρεία έχει την καταστατική της έδρα και την κεντρική της διοίκηση στην Ελλάδα. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. μαζί με την αίτηση για χορήγηση άδειας λειτουργίας υποβάλλει επιχειρηματικό σχέδιο και έκθεση σχετικά με την οργανωτική της δομή και τα τεχνικά και οικονομικά της στοιχεία. Συγκεκριμένα, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς απαιτεί από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. ότι:

1. Θα διαθέτει κατάλληλες και επαρκείς διοικητικές και λογιστικές διαδικασίες, ρυθμίσεις ελέγχου και ασφαλείας για την επεξεργασία των ηλεκτρονικών συναλλαγών καθώς και κατάλληλους μηχανισμούς εσωτερικού ελέγχου, οι οποίοι περιλαμβάνουν κανόνες για τις συναλλαγές του προσωπικού της καθώς και για την κατοχή και διαχείριση επενδύσεων σε χρηματοπιστωτικά που αφορούν τα ίδια κεφάλαια. Οι κανόνες αυτοί ουσιαστικά εξασφαλίζουν ότι για κάθε συναλλαγή που προβαίνει η Α.Ε.Δ.Α.Κ. θα μπορεί να εξακριβωθεί η προέλευσή της, οι συναλλασσόμενοι, ο χαρακτήρας της καθώς και ο χρόνος και ο τόπος πραγματοποίησης της καθώς και ότι τα στοιχεία του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου διαχειρίζονται με βάση την κείμενη νομοθεσία.

2. Θα διαθέτει δομή και οργάνωση ώστε να μειώνεται ο κίνδυνος ζημίας των συμφερόντων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων ή των πελατών από συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ της εταιρείας και των πελατών, μεταξύ δυο πελατών, μεταξύ πελάτη και Αμοιβαίου Κεφαλαίου ή μεταξύ δυο Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι υποχρεωμένη να γνωστοποιεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς τα στοιχεία των διευθυντικών στελεχών της καθώς και μεταβολή αυτών. Ελέγχει την καταλληλότητα των προσώπων και εφόσον θεωρεί ότι δεν πληρούν τα στοιχεία αξιοπιστίας και ότι δε διαθέτουν τα κατάλληλα επαγγελματικά προσόντα, ζητά από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. να τα απομακρύνει. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δε χορηγηθεί άδεια λειτουργίας στην Α.Ε.Δ.Α.Κ. εάν δεν την κοινοποιηθεί η ταυτότητα των μετόχων της, άμεσων και έμμεσων, καθώς και το ύψος συμμετοχής τους ή εάν τους κρίνει ακατάλληλους εν' όψει της ανάγκης για χρηστή και συνετή διαχείριση της Α.Ε.Δ.Α.Κ. Εφόσον υφίστανται στενοί δεσμοί μεταξύ φυσικών και νομικών προσώπων με την Α.Ε.Δ.Α.Κ, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς χορηγεί άδεια μόνο εάν αποδειχτεί ότι οι δεσμοί αυτοί δεν εμποδίζουν την ουσιαστική άσκηση εποπτείας της.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει θεσπίσει έναν κανόνα συμπεριφοράς για την Α.Ε.Δ.Α.Κ. και τα καλυπτόμενα πρόσωπα, ο οποίος διασφαλίζει ότι τα νομικά και φυσικά πρόσωπα:

1. Ενεργούν εντίμως και νομίμως κατά την άσκηση της επαγγελματικής τους δραστηριότητας προς το συμφέρον των συλλογικών και ατομικών χαρτοφυλακίων που διαχειρίζονται και προς την ακεραιότητα της αγοράς
2. Ενεργούν με την απαιτούμενη προσοχή και επιμέλεια προς το συμφέρον των Ο.Σ.Ε.Κ.Α που διαχειρίζονται
3. Διαθέτουν και χρησιμοποιούν αποτελεσματικά του πόρους και τις διαδικασίες που απαιτούνται για τη δέουσα διεξαγωγή των επαγγελματικών του δραστηριοτήτων
4. Λαμβάνουν μέτρα ώστε να αποφεύγονται οι συγκρούσεις συμφερόντων
5. Φροντίζουν για τη δίκαιη μεταχείριση των ατομικών και συλλογικών χαρτοφυλακίων που διαχειρίζονται
6. Τηρούν όλες τις διατάξεις της νομοθεσίας που διέπει τις επαγγελματικές του δραστηριότητες για να διασφαλίζεται το συμφέρον των πελατών τους και η ακεραιότητα της αγοράς.

Επίσης, σημειώνουμε ότι η Α.Ε.Δ.Α.Κ. δύναται να αναθέτει σε άλλη εταιρεία, με έγγραφη σύμβαση ανάθεσης και με σκοπό την αποδοτικότερη άσκηση των καθηκόντων, τη διεξαγωγή μιας ή περισσοτέρων λειτουργίας της με ενημέρωση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και εφόσον πληρούνται οι προϋποθέσεις που ορίζονται στην παρ.3 του άρθρου 7 του Ν.3283/2004.

Τέλος, αναφορικά με το ύψος των κεφαλαίων της Α.Ε.Δ.Α.Κ. αναφέρουμε ότι οι μετοχές της είναι ονομαστικές και αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη αγορά. Το μετοχικό κεφάλαιο της Α.Ε.Δ.Α.Κ. καταβάλλεται ολοσχερώς σε μετρητά και το ελάχιστο ύψος του είναι 1.200.000€. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι υποχρεωμένη να προσαυξήσει το μετοχικό της κεφάλαιο όταν το ύψος των χαρτοφυλακίων που διαχειρίζεται υπερβαίνει τα 250.000.000€. Το ποσοστό προσαύξησης είναι 0,02% επί του ποσού που υπερβαίνει κατά το οποίο η αξία των χαρτοφυλακίων υπερβαίνει τα 250.000.000€. Ανάλογη υποχρέωση δεν έχουν οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. των οποίων το σύνολο των αρχικών ιδίων κεφαλαίων και η αξία των χαρτοφυλακίων υπερβαίνει τα 10.000.000€.

3.3 ΤΑ ΜΕΡΙΔΙΑ

Το καθαρό ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου διαιρείται σε ίσης αξίας μερίδια ή κλάσματα μεριδίου. Το καθαρό ενεργητικό είναι η συνολική αξία των κινητών αξιών στις οποίες είναι επενδεδυμένη η περιουσία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, συν τυχόν απαιτήσεις, μείον τις υπάρχουσες υποχρεώσεις. Ο αριθμός των κυκλοφορούντων μεριδίων αυξάνεται με την έκδοση και διάθεση νέων μεριδίων και μειώνεται με την εξαγορά μεριδίων που έχουν ήδη εκδοθεί.

Η συμμετοχή στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο αποδεικνύεται με ονομαστικό τίτλο που εκδίδεται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. και προσυπογράφεται από τον θεματοφύλακα. Βέβαια, εάν η Α.Ε.Δ.Α.Κ. λάβει την έγγραφη σύμφωνη γνώμη του μεριδιούχο, δικαιούται να μην εκδώσει τίτλο μεριδίου αλλά να καταχωρεί τα μερίδια σε ειδικό μητρώο μεριδιούχων και να τα παρακολουθεί μέσω εγγραφών στο ηλεκτρονικό αυτό αρχείο. Ο μεριδιούχος δικαιούται να λάβει, κατόπιν σχετικής αίτησής του προς την Α.Ε.Δ.Α.Κ., βεβαίωση συμμετοχής στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο. Τόσο ο τίτλος μεριδίου όσο και η βεβαίωση συμμετοχής περιλαμβάνουν τα εξής στοιχεία:

- Την ονομασία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και τα στοιχεία της άδειας σύστασής του
- Την επωνυμία της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και του θεματοφύλακα
- Τα στοιχεία του μεριδιούχο ή των μεριδιούχων καθώς και τον αριθμό των μεριδίων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου που αντιστοιχούν στον τίτλο
- Βεβαίωση από τον Θεματοφύλακα ολοσχερούς καταβολής του τιμήματος που αντιστοιχεί στην αξία των μεριδίων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Τα μερίδια των Αμοιβαίων Κεφαλαίων διέπονται από τον νόμο «περί καταθέσεως σε κοινό λογαριασμό» Ν. 5638/1932 και μπορούν να ενεχυραστούν για εξασφάλιση απαίτησης. Επίσης, επιτρέπεται η μεταβίβασή τους μόνο μεταξύ συζύγων και συγγενών πρώτου βαθμού σε ευθεία γραμμή. Κάθε άλλη συμβατική μεταβίβαση θεωρείται άκυρη.

Η διάθεση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων γίνεται μέσω της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και ο επενδυτής υποχρεούται να υποβάλλει έγγραφη αίτηση προς την Α.Ε.Δ.Α.Κ., να αποδεχτεί τον κανονισμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και να καταβάλει στον Θεματοφύλακα τη συνολική αξία των μεριδίων είτε σε μετρητά είτε σε κινητές αξίες, εφόσον τις αποδεχτεί η Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Επισημαίνουμε ότι σε καμία περίπτωση δεν επιτρέπεται η χορήγηση πιστώσεως από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. ή τον Θεματοφύλακα κατά τη διάθεση των μεριδίων.

Η τιμή διάθεσης των μεριδίων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι η αυτή της ημερομηνίας υποβολής της αίτησης για την απόκτηση των μεριδίων και υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Τιμή διάθεσης μεριδίου} = \text{Καθαρή τιμή μεριδίου} * [1 + \text{προμήθεια διάθεσης}(\%)]$$

και

$$\text{Καθαρή τιμή μεριδίου} = \frac{\text{ΣύνολοΚαθαρούΕνεργητικού}}{\text{ΑριθμόςΚυκλοφορούντωνΜεριδίων}}$$

Σημειώνουμε ότι η Α.Ε.Δ.Α.Κ. μπορεί να διαθέτει τα μερίδιά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων της και μέσω αντιπροσώπων, όπως είναι πιστωτικά ιδρύματα, άλλες Α.Ε.Δ.Α.Κ., ασφαλιστικές εταιρείες και Α.Ε.Π.Ε.Υ.

Ενώ η αποδοχή των αιτήσεων συμμετοχής στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο αποφασίζεται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. σύμφωνα με τους όρους του κανονισμού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, η εξαγορά των μεριδίων είναι υποχρεωτική όταν τη ζητήσει ο μεριδιούχος. Για το σκοπό αυτό ο μεριδιούχος υποβάλει γραπτή αίτηση προς την Α.Ε.Δ.Α.Κ., στην οποία γίνεται σαφή αναφορά στον αριθμό των μεριδίων που επιθυμεί να εξαγοράσει, και παραδίδει προς ακύρωση τυχόν τίτλους μεριδίων που έχουν εκδοθεί. Η αξία των μεριδίων που εξαγοράζονται καταβάλλεται σε μετρητά εντός πέντε (5) ημερών από την ημερομηνία υποβολής της αίτησης εξαγοράς. Τα μερίδια εξαγοράζονται στην τιμή εξαγοράς των μεριδίων της ημέρας υποβολής της αίτησης και υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Τιμή εξαγοράς μεριδίου} = \text{Καθαρή τιμή του μεριδίου} * [1 - \text{προμήθεια εξαγοράς}(\%)]$$

Η υποχρέωση των Α.Ε.Δ.Α.Κ. να προβαίνουν στην εξαγορά των μεριδίων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου με την αίτηση των μεριδιούχων είναι ένα αρνητικό στοιχείο για τις εταιρείες διαχείρισης καθώς ενδεχομένως να υποχρεωθούν να ρευστοποιήσουν μέρος του χαρτοφυλακίου τους και να υποστούν το κόστος από τη πώληση κινητών αξιών σε τιμή μικρότερη από την τιμή αγοράς. Αυτό συμβαίνει κυρίως σε περιόδους έντονων ψυχολογικών διακυμάνσεων όταν η αγορά είναι καθοδική. Ως εκ τούτου, οι διαχειριστές οφείλουν να

κρατούν υψηλά ρευστά διαθέσιμα για να είναι σε θέση να καλύψουν ένα μεγάλο αριθμό δυνητικών εξαγορών. Σε αυτό το αρνητικό στοιχείο προστίθεται ότι βάσει της κείμενης νομοθεσίας η Α.Ε.Δ.Α.Κ. και ο Θεματοφύλακας δεν μπορούν να δανειστούν όταν ενεργούν για λογαριασμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου παρά μόνο σε ξένο νόμισμα με δάνεια αντιστήριξης (back-to-back). Κατά παρέκκλιση των ανωτέρω, η Α.Ε.Δ.Α.Κ. μπορεί να δανείζεται για λογαριασμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου αποκλειστικά από τράπεζες μέχρι ποσού ίσου προς το 1/10 της καθαρής αξίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και μόνο για την ικανοποίηση αιτήσεων εξαγοράς όταν κρίνεται μη συμφέρουσα η ρευστοποίηση κινητών αξιών.

Η αναστολή της εξαγοράς των μεριδίων Αμοιβαίων Κεφαλαίων εκ μέρους της Α.Ε.Δ.Α.Κ. επιτρέπεται μόνο σε εξαιρετικές περιπτώσεις μετά από έγκριση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και για λόγους που επιβάλλει το συμφέρον των μεριδιούχων. Η χρονική διάρκεια της αναστολής είναι τρεις (3) μήνες δυνάμενο να παραταθεί για άλλους τρεις (3) μήνες, κατ' ανώτατο όριο, και κατά τη διάρκεια της ισχύς της δεν επιτρέπεται η υποβολή αιτήσεων εξαγοράς. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι υποχρεωμένη να δημοσιοποιήσει την αναστολή της εξαγοράς με σχετική ανακοίνωση σε δύο ημερήσιες πολιτικές και σε μια ημερήσια οικονομική εφημερίδα. Στην ανακοίνωση αναφέρεται και ο χρόνος λήξης της αναστολής. Επίσης, η Α.Ε.Δ.Α.Κ. γνωστοποιεί την απόφαση περί αναστολής της εξαγοράς και στις αρμόδιες εποπτικές αρχές άλλων χωρών όπου διατίθενται τα μερίδια του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Τέλος, δικαίωμα αναστολής της εξαγοράς έχει και απευθείας η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς όταν κρίνει πως είναι προς το συμφέρον των μεριδιούχων.

3.4 Ο ΘΕΜΑΤΟΦΥΛΑΚΑΣ

Ο Θεματοφύλακας αποτελεί ένα ακόμη βασικό στοιχείο στη δομή του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Ο Θεματοφύλακας είναι ένα πιστωτικό ίδρυμα που έχει την έδρα του στην Ελλάδα ή, εφόσον έχει την καταστατική του έδρα σε άλλο κράτος, έχει στην Ελλάδα υποκατάστημά του και βασική του υποχρέωση είναι να φυλάσσει τα στοιχεία του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου ενώ οφείλεται να ενεργεί κατά τρόπο αποκλειστικά προς το συμφέρον των μεριδιούχων και ευθύνεται έναντι αυτών και τη; Α.Ε.Δ.Α.Κ. για κάθε αμέλεια ως προς την εκπλήρωση των καθηκόντων του. Η σχετική ανάθεση πραγματοποιείται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. κατόπιν φυσικά έγκρισης από την Επιτροπή της Κεφαλαιαγοράς. Επίσης,

ο Θεματοφύλακας συνυπογράφει μαζί με την Α.Ε.Δ.Α.Κ. τον κανονισμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου καθώς και τις ετήσιες και εξαμηνιαίες καταστάσεις, όπως αυτές ορίζονται στο αρ. 28 του Ν. 3283/2004.

Ο Θεματοφύλακας εξασφαλίζει ότι:

- Η έκδοση, η διάθεση, η εξαγορά, η καταβολή της αξίας των μεριδίων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, η αποτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού, ο υπολογισμός της καθαρής αξίας των μεριδίων και η διανομή των κερδών στους μεριδιούχους πραγματοποιούνται με βάση τη νομοθεσία που τα διέπει, τις αποφάσεις που έχουν εκδοθεί κατ' εξουσιοδότησή του και τον κανονισμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.
- Το τίμημα από τις συναλλαγές που αφορούν στοιχεία του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου καταβάλλεται προς αυτόν εντός των προθεσμιών.

Ο Θεματοφύλακας έχει την ευχέρεια, κατόπιν έγκρισης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και της σύμφωνης γνώμης της Α.Ε.Δ.Α.Κ., να αναθέσει σε άλλο πιστωτικό ίδρυμα που λειτουργεί ως Θεματοφύλακας τη φύλαξη μέρους ή του συνόλου των στοιχείων του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Φυσικά, φέρει εις ολόκληρον την ευθύνη από την ανωτέρω εντολή ανάθεσης απέναντι στους μεριδιούχους και την Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Επίσης, ο Θεματοφύλακας μπορεί να παραιτηθεί των καθηκόντων ειδοποιώντας έγκαιρα τουλάχιστον προ τριμήνου την Α.Ε.Δ.Α.Κ. ή να αντικατασταθεί ύστερα από αίτημα της Α.Ε.Δ.Α.Κ. προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Μετά την παραίτηση ή την αντικατάσταση, ο Θεματοφύλακας υποχρεούται να εκτελεί τα καθήκοντά του μέχρι την πλήρη ανάληψη τους από τον ορισθέντα ως νέο Θεματοφύλακα, στον οποίο παραδίδει τα στοιχεία του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Οι ανωτέρω ενέργειες θα πρέπει να δημοσιευτούν από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. σε δυο εφημερίδες ευρείας κυκλοφορίας.

3.5 ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων εμφανίστηκαν στην Ελλάδα το 1972, όταν με πρωτοβουλία της Εθνικής Τράπεζας Ελλάδος και της Εμπορικής Τράπεζας ιδρύθηκαν τα πρώτα Αμοιβαία Κεφάλαια με το νομοθετικό διάταγμα 608/1970. Τα πρώτα Αμοιβαία Κεφάλαια που εμφανίστηκαν στην ελληνική κεφαλαιαγορά ήταν το «Ερμής» της Εμπορικής Τράπεζας και το «Δήλος» της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος. Η εξάπλωση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα ξεκίνησε από το έτος 1989 στα πλαίσια σημαντικών θεσμικών

αλλαγών στο χώρο της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Μετά το 1990 ιδρύεται σημαντικός αριθμός Εταιρειών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων και Εταιρειών Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου. Το 1991 εκσυγχρονίστηκε και το νομοθετικό πλαίσιο για τη λειτουργία των Εταιρειών και του θεσμού των Συλλογικών Επενδύσεων με τη ψήφιση του Νόμου 1969/1991, ο οποίος ευθυγράμμισε την ελληνική νομοθεσία με τους κοινοτικούς κανόνες (κοινοτική οδηγία 85/611). Σήμερα, η λειτουργία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων ρυθμίζεται από τον Νόμο 3283/2004, που αντικατέστησε τον Νόμο 1969/1991. Με τον Ν. 3869/2004 έχουν ενσωματωθεί στην ελληνική νομοθεσία σχετικές με τη λειτουργία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων Ευρωπαϊκές Οδηγίες.

3.5.1 Η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών ή αλλιώς η Ελληνική Ένωση Διαχειριστών Συλλογικών Επενδύσεων και Περιουσίας ιδρύθηκε το 1985, είναι νομικό πρόσωπο ιδιωτικού δικαίου, μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα και είναι ο φορέας εκπροσώπησης των Ανωνύμων Εταιρειών Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.), των Ανωνύμων Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (Α.Ε.Ε.Χ.), των Ανωνύμων Εταιρειών Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας (Α.Ε.Ε.Α.Π.) και των Ανωνύμων Εταιρειών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Α.Ε.Π.Ε.Υ.).

Τα μέλη της Ένωσης διακρίνονται σε Τακτικά και Συνδεδεμένα.

Τακτικά Μέλη της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών μπορούν να καταστούν νομικά πρόσωπα τα οποία υπόκεινται σε εποπτεία και έχουν:

- Έδρα ή εγκατάσταση στην Ελλάδα και δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα στη διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων ή άλλων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων σε κινητές ή ακίνητες αξίες ή και στη διαχείριση επενδύσεων χαρτοφυλακίου ίδιων περιουσιακών στοιχείων 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 αλλά δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα υπό το κοινοτικό καθεστώς της ελεύθερης παροχής υπηρεσιών στη διαχείριση ελληνικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Συνδεδεμένα μέλη της Ε.Θ.Ε. μπορούν να είναι νομικά πρόσωπα ελληνικού ή κοινοτικού δικαίου που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα και καταστατικός τους σκοπός είναι η διάθεση ή και η διάθεση οργανισμών συλλογικών επενδύσεων καθώς και η διαχείριση χαρτοφυλακίων πελατών. Επίσης, σε αυτή την κατηγορία μπορεί να ανήκουν τα Ασφαλιστικά και Επαγγελματικά Ταμεία και οι Φορείς Κοινωνικής Ασφάλισης.

Ο καταστατικός σκοπός της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών είναι η προώθηση και ανάπτυξη του θεσμού της επαγγελματικής διαχείρισης συλλογικών επενδύσεων και επενδύσεων χαρτοφυλακίου καθώς και η προαγωγή και ανάπτυξη της δραστηριότητας των μελών της και η προώθηση των επαγγελματικών συμφερόντων της. Για την επίτευξη αυτών των σκοπών, η Ε.Θ.Ε. εκπροσωπεί τα μέλη της στις ελληνικές, διεθνείς και αλλοδαπές αρχές και στους ελληνικούς, διεθνείς και αλλοδαπούς οργανισμούς. Ενημερώνει τα μέλη της για θέματα που αφορούν την επαγγελματική τους δραστηριότητα, αναπτύσσει χρήσιμες και τακτικές σχέσεις μεταξύ των μελών της και των συγγενών ελληνικών και διεθνών οργανισμών. Συμμετέχει στις προπαρασκευαστικές εργασίες σχετικά με την κατάρτιση νόμων σχετικών με τη λειτουργία των μελών της και τους ερμηνεύει και γνωματεύει επί αυτών εξετάζοντας τις συνέπειες της εφαρμογής των νόμων στις δραστηριότητες των μελών της. Επίσης, προωθεί τις σχέσεις με τις αλλοδαπές και διεθνείς συγγενείς ενώσεις και οργανισμούς, με την ευρωπαϊκή ένωση οργανισμών συλλογικών επενδύσεων καθώς και με τα λοιπά όργανα της ευρωπαϊκής κοινότητας. Επιπλέον, μεριμνά για τη γενικότερη και ορθή προβολή του θεσμού της επαγγελματικής διαχείρισης των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων και των επενδύσεων χαρτοφυλακίου, μελετά, προτείνει και θεσπίζει μέτρα για τη συνεχή βελτίωση της λειτουργίας του θεσμού, προάγει τον υγιή ανταγωνισμό και την εφαρμογή των κανόνων δεοντολογίας. Παράλληλα, μελετά και προτείνει μέτρα για τη διαρκή βελτίωση της απόδοσης και την επαγγελματική κατάρτιση και εκπαίδευση του προσωπικού των μελών της μέσω διεξαγωγής εκπαιδευτικών σεμιναρίων και συναφών εκδηλώσεων.

3.5.2 Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Η εποπτεία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων ασκείται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αποτελεί αυτόνομη εποπτική αρχή που λειτουργεί με την μορφή του Νομικού Προσώπου Δημοσίου Δικαίου, έχει την έδρα της στην Αθήνα και τελεί υπό την εποπτεία του Υπουργείου Οικονομικών.

Η Επιτροπή της Κεφαλαιαγοράς έχει τις εξής αρμοδιότητες:

- Τις κανονιστικές, εκτελεστικές, εποπτικές, ελεγκτικές και γνωμοδοτικές αρμοδιότητες που προβλέπονται από την ισχύουσα νομοθεσία.
- Γνωμοδοτεί προς το αρμόδιο Υπουργείο και προς άλλες αρμόδιες αρχές σε θέματα κεφαλαιαγοράς.
- Διενεργεί ελέγχους στους φορείς που ορίζει η κείμενη νομοθεσία.
- Χορηγεί τις προβλεπόμενες από την κείμενη νομοθεσία άδειες ή εγκρίσεις που χορηγούνται για την επένδυση σε χρηματοοικονομικά μέσα, για την έκδοση στην Ελλάδα ομολογιών από διεθνείς χρηματοδοτικούς οργανισμούς και γενικώς την άντληση κεφαλαίων από την ελληνική κεφαλαιαγορά ενώ επιβάλλει τις από το νόμο προβλεπόμενες κυρώσεις και πειθαρχικές ποινές.
- Ρυθμίζει κάθε θέμα που έχει σχέση με την ομαλή λειτουργία της κεφαλαιαγοράς και την τήρηση της ισχύουσας νομοθεσίας .
- Συνεργάζεται με τις άλλες αρμόδιες αρχές για την άσκηση εποπτείας και ελέγχου στον ευρύτερο χρηματοοικονομικό τομέα καθώς και με τις αντίστοιχες αρμόδιες αρχές άλλων κρατών-μελών.

Στόχος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς είναι η διασφάλιση της ομαλής και εύρυθμης λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς, η ενίσχυση της εμπιστοσύνης στους θεσμούς της αγοράς και η προστασία του επενδυτικού κοινού με την προώθηση της διαφάνειας και την πρόληψη και καταστολή των χρηματιστηριακών παραβάσεων. Για την επίτευξη των στόχων αυτών, η Επιτροπή δύναται να θέτει κανόνες λειτουργίας της αγοράς και να λαμβάνει τα απαραίτητα μέτρα για την εφαρμογή των κανόνων που έχουν θεσπιστεί.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εποπτεύει τους ακόλουθους φορείς:

- Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρείες (Α.Χ.Ε.)
- Ανώνυμες Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Α.Ε.Π.Ε.Υ)
- Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.)
- Ανώνυμες Εταιρείες Λήψης και Διαβίβασης Εντολών (Α.Ε.Λ.Δ.Ε.)
- Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.)
- Αγορά Παραγώγων του Χρηματιστηρίου Αθηνών
- Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων (ΕΤΕΣΕΠ)
- Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών (Κ.Α.Α.)
- Εισηγμένες εταιρείες στο Χρηματιστήριο Αθηνών

Τα μέλη των διοικητικών συμβουλίων και τα διευθυντικά στελέχη των ανωτέρω αναφερόμενων φορέων υπόκεινται σε εποπτικές υποχρεώσεις προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Επίσης, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι αρμόδια για την θέσπιση και παρακολούθηση της εφαρμογής των κανόνων που αφορούν στη λειτουργία των συστημάτων της αγοράς (ηλεκτρονικό σύστημα συναλλαγών, σύστημα ασφάλισης συναλλαγών, σύστημα εκκαθάρισης άυλων τίτλων, σύστημα αγοράς παραγώγων κ.α). Τέλος, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, με σκοπό τη διασφάλιση της ομαλότητας της κεφαλαιαγοράς, έχει θεσπίσει κώδικες συμπεριφοράς υποχρεωτικής εφαρμογής που καλύπτει όλους τους φορείς χρηματιστηριακής διαμεσολάβησης: Κώδικας Δεοντολογίας Α.Ε.Π.Ε.Υ., Κώδικας Δεοντολογίας Θεσμικών Επενδυτών (Α.Ε.Δ.Α.Κ.).

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ασκεί και προληπτική εποπτεία μέσω της παροχής αδειών λειτουργίας εποπτευόμενων φορέων και της παρακολούθησης της εφαρμογής των Ευρωπαϊκών κριτηρίων καταλληλότητας φυσικών προσώπων. Μέτρα άσκησης προληπτικής εποπτείας αποτελούν: η χορήγηση άδειας για την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών, η χορήγηση άδειας για τη διενέργεια δημόσιας εγγραφής που αποσκοπεί σε πώληση διαπραγματεύσιμων τίτλων, η παρακολούθηση της κεφαλαιακής επάρκειας και η παροχή αδειών για αυξήσεις κεφαλαίου των Α.Χ.Ε. και των Α.Ε.Π.Ε.Υ., οι μεταβολές στο διοικητικό συμβούλιο και το υψηλόβαθμο στελεχιακό δυναμικό η ανάδειξη χρηματιστηριακών εκπροσώπων, η παροχή άδειας για τη λειτουργία υποκαταστημάτων, η παροχή άδειας λειτουργίας σε Α.Ε.Δ.Α.Κ. και η παρακολούθηση της σύνθεσης των χαρτοφυλακίων και της τήρησης των θεσπισμένων κανόνων διαφάνειας. Επιπλέον, η Επιτροπή της Κεφαλαιαγοράς προκειμένου να ενισχύσει τους θεσμούς της αγοράς διεξάγει εξετάσεις επαγγελματικής πιστοποίησης στελεχών Α.Ε.Π.Ε.Υ. και Α.Ε.Λ.Δ.Ε.

Τέλος, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει την αρμοδιότητα να επιβάλλει διοικητικές κυρώσεις (επίπληξη, χρηματικό πρόστιμο, αναστολή λειτουργίας, αφαίρεση άδειας) σε εποπτευόμενα νομικά και φυσικά πρόσωπα που παραβαίνουν τη χρηματιστηριακή νομοθεσία ενώ είναι αρμόδια για την υποβολή εγκλήσεων προς τις εισαγγελικές αρχές όταν διαπιστώνονται παραβάσεις της χρηματιστηριακής νομοθεσίας που έχουν ποινικό χαρακτήρα.

3.6 ΕΝΗΜΕΡΩΣΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΚΟΙΝΟΥ

Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. οφείλει να εκδίδει για κάθε Αμοιβαίο Κεφάλαιο που διαχειρίζεται δυο ενημερωτικά δελτία, ένα πλήρες και ένα απλοποιημένο, τα οποία τίθενται στη διάθεση του επενδυτικού κοινού προκειμένου να ενημερωθεί για τα χαρακτηριστικά του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και του Θεματοφύλακα ούτως ώστε να μπορεί να διαμορφώνει άποψη για τη συμμετοχή του. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. παραδίδει δωρεάν σε αυτόν που επιθυμεί να καταστεί μεριδιούχος το απλοποιημένο ενημερωτικό δελτίο και μετά από αίτηση το πλήρες ενημερωτικό δελτίο. Το περιεχόμενο των δυο ενημερωτικών δελτίων καθώς και τυχόν τροποποιήσεις αυτού ελέγχεται και εγκρίνεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ενώ περιλαμβάνουν την εξής ρήτρα: «ΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΔΕΝ ΕΧΟΥΝ ΕΓΓΗΥΜΕΝΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΑΙ ΟΙ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΔΕ ΔΙΑΣΦΑΛΙΖΟΥΝ ΤΙΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΕΣ». Η ανωτέρω δήλωση πρέπει να αναγράφεται και σε οποιοδήποτε διαφημιστικό φυλλάδιο του Αμοιβαίου Κεφαλαίου καθώς και σε κάθε πληροφοριακό/ενημερωτικό έντυπο.

Το πλήρες ενημερωτικό δελτίο, στο οποίο προσαρτώνται ο κανονισμός του Αμοιβαίου Κεφαλαίου καθώς και η ετήσια ή εξαμηνιαία έκθεσή του, πρέπει να περιλαμβάνει κατ' ελάχιστο τα ακόλουθα στοιχεία, εφόσον αυτά δεν αναγράφονται στον κανονισμό:

1. Πληροφορίες σχετικά με το Αμοιβαίο Κεφάλαιο

- i. Την ονομασία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, τα στοιχεία της άδειάς του και την ημερομηνία σύστασής του
- ii. Τη νομική φύση του δικαιώματος (εμπράγματο, νομικό, ενοχικό) που αντιπροσωπεύουν τα μερίδια του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, την ύλη ή ενσώματη μορφή του τίτλου του μεριδίου, το είδος του τίτλου του μεριδίου και την ονομαστική του αξία
- iii. Τον επενδυτικό σκοπό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, την επενδυτική πολιτική, τους επενδυτικούς περιορισμούς, τις μεθόδους διαχείρισης του χαρτοφυλακίου, τους κινδύνους, τυχόν ιστορικές αποδόσεις και χαρακτηριστικά του μέσου επενδυτή στον οποίο απευθύνεται το Αμοιβαίο Κεφάλαιο

- iv. Τον τόπο όπου είναι διαθέσιμα στο επενδυτικό κοινό ο κανονισμός του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, τα ενημερωτικά δελτία και οι εξαμηνιαίες και ετήσιες εκθέσεις του
- v. Τη διαδικασία και τους όρους συμμετοχής και εξαγοράς των μεριδίων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, την έκδοσή τους, τη διάθεση κερδών, τις περιπτώσεις αναστολής εξαγοράς των μεριδίων και την ύπαρξη τυχόν δικαιωμάτων ψήφου από την κατοχή μεριδίων
- vi. Τους κανόνες αποτίμησης των στοιχείων του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, τον τρόπο υπολογισμού της αξίας των μεριδίων και τον τρόπο δημοσίευσής τους
- vii. Τις προμήθειες και τα έξοδα που βαρύνουν το Αμοιβαίο Κεφάλαιο με σαφή διάκριση αυτών που βαρύνουν τους μεριδιούχους και αυτών που βαρύνουν το Αμοιβαίο Κεφάλαιο
- viii. Τους κανόνες δανεισμού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου
- ix. Τη φορολογία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και των μεριδιούχων του

2. Πληροφορίες σχετικά με την Α.Ε.Δ.Α.Κ., όπως τα στοιχεία των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου και των στελεχών της Α.Ε.Δ.Α.Κ., τα στοιχεία των Ορκωτών Ελεγκτών που ελέγχουν τις εξαμηνιαίες και ετήσιες εκθέσεις, την επωνυμία του συμβούλου επενδύσεων ή του τυχόν διαχειριστή του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και σαφή αναφορά στις αμοιβές αυτών, αναφορά σε άλλους Ο.Σ.Ε.Κ.Α. που τυχόν διαχειρίζεται ή αντιπροσωπεύει η Α.Ε.Δ.Α.Κ..

3. Πληροφορίες σχετικά με τον Θεματοφύλακα ή κάθε τρίτο πρόσωπο που ασκεί καθήκοντα Θεματοφύλακα μετά από σχετική ανάθεση, όπως επωνυμία, νομική μορφή, εταιρική έδρα, διεύθυνση κεντρικών γραφείων.

Το απλοποιημένο ενημερωτικό δελτίο του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, το οποίο, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, παραδίδεται δωρεάν σε όποιον επιθυμεί να καταστεί μεριδιούχος και το οποίο μπορεί να προσαρτάται στο πλήρες ενημερωτικό δελτίο με τρόπο ώστε να είναι δυνατή η απόσπασή του, πρέπει να περιλαμβάνει τα εξής ουσιώδη στοιχεία:

1. Συνοπτική παρουσίαση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, δηλαδή τα στοιχεία σύστασης, η διάρκειά του, το κράτος-μέλος στο οποίο έχει συσταθεί, τα στοιχεία της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και του χρηματοοικονομικού ομίλου που ανήκει, τα στοιχεία του

Θεματοφύλακα, τα στοιχεία του τυχόν συμβούλου επενδύσεων καθώς και το δίκτυο προώθησης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

2. Επενδυτικές πληροφορίες σχετικά με τον επενδυτικό σκοπό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, την επενδυτική πολιτική και τους εκτιμώμενους κινδύνους.

3. Οικονομικές πληροφορίες όπου θα αναφέρονται οι προμήθειες και τα έξοδα του Αμοιβαίου Κεφαλαίου με σαφή διαχωρισμό ανάμεσα σε εκείνα που βαρύνουν τον μεριδιούχο και εκείνα που βαρύνουν το ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

4. Εμπορικές πληροφορίες όπου θα αναφέρονται ο τρόπος διάθεσης και εξαγοράς των μεριδίων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, η συχνότητα και ο τρόπος δημοσίευσης των τιμών των μεριδίων και ο χρόνος και ο τρόπος διανομής των μερισμάτων του.

5. Συμπληρωματικές πληροφορίες όπου θα αναφέρονται η δυνατότητα λήψης δωρεάν του πλήρους ενημερωτικού δελτίου, των εξαμηνιαίων και ετήσιων εκθέσεων, η αρμόδια υπηρεσία παροχής ενημέρωσης της Α.Ε.Δ.Α.Κ. με στοιχεία και ώρες επικοινωνίας.

Εν ολίγοις, τα δύο ανωτέρω ενημερωτικά δελτία αποσκοπούν στην παροχή πλήρους και εμπειριστατωμένης πληροφόρησης στο επενδυτικό κοινό σχετικά με την επένδυση που πρόκειται να υλοποιηθούν.

4. ΕΙΔΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

4.1 Ο ΛΟΓΟΣ ΥΠΑΡΞΗΣ ΔΙΑΦΟΡΕΤΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. φροντίζουν να παρέχουν στο επενδυτικό κοινό μια ευρεία γκάμα Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Οι επιμέρους κατηγορίες των Αμοιβαίων Κεφαλαίων συνίσταται στη διαφορετικότητα στην επιλογή και στη στάθμιση των επί μέρους κινητών αξιών που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο τους, δηλαδή στα στοιχεία που το απαρτίζουν, τα χαρακτηριστικά τους και το ποσοστό συμμετοχής τους σε αυτό. Η ανάγκη δημιουργίας διαφορετικών ειδών Αμοιβαίων Κεφαλαίων προέκυψε από τις διαφορετικές ανάγκες των επενδυτών αναφορικά με τον κίνδυνο που είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν. Τα διαφορετικά είδη Αμοιβαίων Κεφαλαίων προσφέρουν στο επενδυτικό κοινό ένα πλήθος επιλογών ανάλογα με το προφίλ του κάθε επενδυτή και τον επενδυτικό του σκοπό.

Στη συνέχεια παρατίθενται οι κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων που διατίθενται στις διεθνείς αγορές και κυρίως στις Η.Π.Α. αλλά στις οποίες μπορούμε να κατατάξουμε οποιοδήποτε Αμοιβαίο Κεφάλαιο.

4.2 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισης Διαθεσίμων ή Αμοιβαία Κεφάλαια χρηματαγοράς αποτελούν την πιο απλή μορφή Αμοιβαίου Κεφαλαίου εισοδήματος και επενδύουν κατά ένα ποσοστό της τάξης του 65% σε βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα, τα οποία διατίθενται στη χρηματαγορά. Τα χρεόγραφα αυτά θεωρούνται πιο ασφαλή, έχουν μικρή διάρκεια (maturity) και μεγάλη ρευστότητα. Τέτοιου είδους χρεόγραφα είναι κυρίως τα Έντοκα Γραμμάτια Δημοσίου, τα πιστοποιητικά καταθέσεων μεγάλων Τραπεζών και τα εμπορικά γραμμάτια. Σύμφωνα με τον Νόμο τα Αμοιβαία Κεφάλαια χρηματαγοράς δεν επενδύουν ποσοστό άνω του 10% μετοχές αλλά επιτρέπεται να επενδύουν σε παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα για λόγους αντιστάθμισης κινδύνου ή αποτελεσματικότερης διαχείρισης του ενεργητικού τους. Απευθύνονται κυρίως σε βραχυπρόθεσμους επενδυτές και θα μπορούσαν να θεωρηθούν ως εναλλακτική των τραπεζικών καταθέσεων καθώς ο επενδυτής, αναλαμβάνοντας μικρό κίνδυνο, έχει μεγαλύτερη απόδοση σε σχέση με τις τραπεζικές καταθέσεις. Συνοψίζοντας, τα Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισης Διαθεσίμων προσφέρουν στους επενδυτές ελάχιστο κίνδυνο, ασφάλεια και ρευστότητα.

4.3 ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια ομολογιών είναι ένας συνδυασμός διαφόρων τύπων μακροπρόθεσμων ομολογιών. Τα ενεργητικά τους επενδύονται σε ομολογίες, δηλαδή τα χρήματα χρησιμοποιούνται για μακροπρόθεσμα δάνεια τα οποία έχουν εκδοθεί από το κράτος, από δημόσιες εταιρείες ή από μεγάλες ιδιωτικές εταιρείες. Ως εκ τούτου, ενσωματώνουν τον κίνδυνο επιτοκίου, ειδικότερα για μακροπρόθεσμες ομολογίες, καθώς και τον κίνδυνο φερεγγυότητας. Συμπληρώνουμε, ότι επιτρέπεται η τοποθέτηση ένα ποσοστού, όχι μεγαλύτερο του 10% σε μετοχές. Σε γενικές γραμμές, τα Αμοιβαία Κεφάλαια Ομολογιών έχουν σκοπό την παροχή εισοδήματος στους επενδυτές και θεωρούνται μια επένδυση χαμηλού κινδύνου και σε μακροπρόθεσμη βάση μπορούν να επιτύχουν υψηλότερες

αποδόσεις από τα Αμοιβαία Κεφάλαια χρηματαγοράς με υπαρκτό, όμως τον κίνδυνο μείωσης της αγοραίας τιμής των μεριδίων τους.

Τα Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια διαχωρίζονται στις ακόλουθες επιμέρους κατηγορίες:

i. Αμοιβαία Κεφάλαια Κρατικών Ομολογιών

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια Κρατικών Ομολογιών επενδύουν κυρίως-όπου κυρίως εννοείται το 65% του ενεργητικού-σε ομολογίες που εκδίδονται από τη χώρα στην οποία επενδύουν. Θεωρητικά έχουν το μικρότερο δυνατό κίνδυνο και εξαιτίας των πληθωριστικών τάσεων οι πραγματικές τους αποδόσεις είναι μικρές.

ii. Αμοιβαία Κεφάλαια Ομολογιών Επιχειρήσεων

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια Ομολογιών Επιχειρήσεων επενδύουν κυρίως-όπου κυρίως εννοείται το 65% του ενεργητικού-σε ομολογίες που εκδίδονται από μεγάλες επιχειρήσεις με υψηλής ποιότητας χαρακτηριστικά και οικονομικά στοιχεία και συνήθως με χαμηλό κίνδυνο αθέτησης πληρωμών. Ο πιστωτικός κίνδυνος που ενσωματώνουν είναι μεγαλύτερος από τα Αμοιβαία Κεφάλαια Κρατικών Ομολογιών και για αυτό οι αποδόσεις τους είναι συγκριτικά μεγαλύτερες. Απευθύνονται σε επενδυτές που είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν μεγαλύτερο κίνδυνο προκειμένου να επιτύχουν μεγάλη απόδοση.

iii. Αμοιβαία Κεφάλαια Υψηλής Απόδοσης

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια Υψηλής Απόδοσης επενδύουν διατηρούν τουλάχιστον τα 2/3 των χαρτοφυλακίων τους σε ομολογίες οι οποίες εκδίδονται από ιδιωτικές εταιρείες χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας, βάσει αξιολόγησής τους από τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης, όπως η StandardandPoor's ή η Moody's. Σε σχέση με την προηγούμενη κατηγορία Αμοιβαίων Κεφαλαίων ενσωματώνουν μεγαλύτερο πιστωτικό κίνδυνο που μεταφράζεται σε όρους καλύτερης απόδοσης.

iv. Διεθνή Αμοιβαία Κεφάλαια

Τα Διεθνή Αμοιβαία Κεφάλαια Ομολογιών στοχεύουν στην επένδυση σε χρεόγραφα που εκδίδονται και διαπραγματεύονται σε διαφορετικές χώρες. Στην περίπτωση αυτή επιτυγχάνεται διεθνική διαφοροποίηση στο χαρτοφυλάκιο αλλά ενσωματώνονται δυο επιπρόσθετοι κίνδυνοι: ο συναλλαγματικός και ο πολιτικός.

4.4 ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια επενδύουν κυρίως-όπου κυρίως εννοείται ποσοστό 65% του ενεργητικού τους-σε μετοχικούς τίτλους. Η επένδυση σε μετοχικούς τίτλους εμπεριέχει υψηλούς κινδύνους δεδομένου ότι δεν παρέχεται ούτε εγγύηση ούτε ασφάλεια για το επίπεδο απόδοσης του περιουσιακού στοιχείου. Επιπρόσθετα, η τιμή μιας μετοχής επηρεάζεται, πέρα από τη γενικότερη κοινωνικοοικονομική κατάσταση, από την πορεία του κλάδου στον οποίο ανήκει καθώς και από τα οικονομικά της αποτελέσματα ενώ σημαντικότερο ρόλο παίζει και η ψυχολογία των επενδυτών. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια που επενδύουν κατά κύριο λόγο σε μετοχές υφίστανται τις συνέπειες των ανωτέρω αναφερόμενων επιδράσεων και ενσωματώνουν υψηλό κίνδυνο. Ωστόσο, παρέχουν τις πιο σημαντικές ευκαιρίες για μεγαλύτερη υπεραξία σε σχέση με τα άλλα είδη Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Οι διαχειριστές Αμοιβαίων Κεφαλαίων τέτοιου τύπου θα πρέπει να φροντίζουν για την διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων ούτως ώστε να μετριάζονται οι κίνδυνοι που αυτά ενσωματώνουν και να ακολουθούν συγκεκριμένες επενδυτικές στρατηγικές ανάλογα με τον τύπο των μετοχών που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο.

Τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια διακρίνονται στις ακόλουθες επιμέρους κατηγορίες ανάλογα με τον επενδυτικό τους σκοπό:

i. Επιθετικά Υπεραξίας Αμοιβαία Κεφάλαια

Τα Επιθετικά Υπεραξίας Αμοιβαία Κεφάλαια επενδύουν σε μετοχές υψηλού κινδύνου όπως: κερδοσκοπικές εταιρείες, μετοχές αναπτυσσόμενων εταιρειών, μετοχές εταιρειών που αντιμετωπίζουν προσωρινές δυσκολίες, ή επενδύουν σε εξειδικευμένους κλάδους, όπως: τεχνολογίας, νοσοκομειακής περίθαλψης, ή επενδύουν σε μετοχές μικρών εταιρειών και μετοχές εταιρειών μεγέθυνσης. Επίσης, δανείζονται χρήματα για τη συμμετοχή τους στις αγορές παραγώγων. Σκοπός αυτής της ειδικής κατηγορίας μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι η επίτευξη μέγιστης υπεραξίας αναλαμβάνοντας ταυτόχρονα υψηλούς επενδυτικούς κινδύνους. Σημειώνεται ότι το *beta* των χαρτοφυλακίων τους είναι σημαντικά υψηλότερος της μονάδας ενώ έχουν χαμηλή μερισματική απόδοση. Σε γενικές γραμμές, αυτά τα Αμοιβαία Κεφάλαια καταγράφουν υψηλές αποδόσεις στη διάρκεια ανοδικής πορείας

των χρηματιστηριακών αγορών αλλά καταγράφουν υψηλές απώλειες σε καθοδικές περιόδους. Απευθύνονται κυρίως σε επενδυτές με μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα, οι οποίοι δέχονται να αναλάβουν υψηλό κίνδυνο με την προοπτική να αποκτήσουν υψηλή υπεραξία. Ωστόσο, δεδομένου ότι η τέλεια πρόβλεψη της χρηματιστηριακής πορείας δεν είναι απόλυτα εφικτή, δεν ενδείκνυται η επένδυση του 100% του κεφαλαίου σε Επιθετικά Υπεραξίας Αμοιβαία Κεφάλαια.

ii. Αμοιβαία Κεφάλαια Υπεραξίας

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια Υπεραξίας ή Αναπτυξιακά επενδύουν σε μετοχές εταιρειών που έχουν κυρίαρχη θέση στο κλάδο τους, αποτελεσματική διοίκηση και έχουν υψηλά περιθώρια κέρδους. Τα Αναπτυξιακά Αμοιβαία Κεφάλαια, σε αντίθεση με τα Επιθετικά Υπεραξίας, δε χρησιμοποιούν κερδοσκοπικές τακτικές, όπως μόχλευση ή «ανοικτές πωλήσεις». Όπως είναι φυσικό, ενσωματώνουν μικρότερο κίνδυνο σε σχέση με τα Επιθετικά Αμοιβαία Κεφάλαια. Στόχος αυτών των Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι η μακροπρόθεσμη αύξηση των κεφαλαιακών κερδών και απευθύνονται σε επενδυτές που αποβλέπουν σε μακροχρόνια κεφαλαιακά κέρδη και αδιαφορούν για τις τρέχουσες μερισματικές αποδόσεις.

iii. Αμοιβαία Κεφάλαια Εισοδήματος από μετοχές

Τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια εισοδήματος επενδύουν κυρίως, το 65% του ενεργητικού τους δηλαδή, σε μετοχές εταιρειών, οι οποίες έχουν υψηλή μερισματική πολιτική, δηλαδή διανέμουν υψηλό ποσοστό κερδών με την μορφή μερισμάτων. Το υπόλοιπο τμήμα του χαρτοφυλακίου τους αποτελείται από προνομιούχες μετοχές και ίσως ομολογίες. Απευθύνονται σε επενδυτές που δεν επιθυμούν να αναλάβουν τον υψηλό κίνδυνο των δύο προηγούμενων κατηγοριών και που αποσκοπούν στην αύξηση των εισοδημάτων τους μέσω των μερισμάτων που εισπράττουν.

iv. Αμοιβαία Κεφάλαια Υπεραξίας και Εισοδήματος

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια Υπεραξίας και Εισοδήματος επενδύουν κυρίως σε κοινές μετοχές εταιρειών που έχουν δείξει σημαντικές παρελθούσες αυξήσεις στις τιμές των μετοχών τους αλλά και ταυτόχρονα μια σταθερή μερισματική πολιτική. Επενδύουν κυρίως σε μετοχές εταιρειών δημοσίων υπηρεσιών, σε εταιρικές μετατρέψιμες

ομολογίες και σε μετατρέψιμες προνομιούχες μετοχές. Στόχος αυτών των Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι ο συνδυασμός μακροπρόθεσμων κεφαλαιακών κερδών και μιας σταθερής ροής εισοδήματος με την μορφή μερισμάτων.

v. Κλαδικά Αμοιβαία Κεφάλαια

Τα Κλαδικά Αμοιβαία Κεφάλαια εξειδικεύονται στην επένδυση μετοχών συγκεκριμένων κλάδων, όπως ενέργειας, τεχνολογίας, νοσοκομειακής περίθαλψης κ.α. Εξαιτίας της σύστασής τους και της μικρής διαφοροποίησης έχουν την τάση να είναι περισσότερο ευμετάβλητα σε σχέση με τα ευρύτερα διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια.

vi. Μετοχικά Διεθνικά Αμοιβαία Κεφάλαια

Τα Διεθνικά Αμοιβαία Κεφάλαια μετοχικών τίτλων επενδύουν σε μετοχές οι οποίες διαπραγματεύονται σε χρηματιστήρια διαφορετικών χωρών. Έτσι, επιτυγχάνεται η διεθνική διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων αλλά ενσωματώνονται δύο επιπρόσθετοι κίνδυνοι: ο συναλλαγματικός και ο πολιτικός.

4.5 ΜΙΚΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια Μικτού Τύπου περιλαμβάνουν μετοχές, κοινές και προνομιούχες, Έντοκα Γραμμάτια Δημοσίου, ομόλογα και ομολογίες. Βασική αρχή τους είναι ότι η διαφοροποίηση των κινητών αξιών που περιλαμβάνονται σε ένα χαρτοφυλάκιο ελαχιστοποιεί τον κίνδυνο που αυτό ενσωματώνει. Ως εκ τούτου, οι αποδόσεις αυτού του είδους Αμοιβαίων Κεφαλαίων παρουσιάζει μικρότερη μεταβλητότητα σε σχέση με τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια αλλά μεγαλύτερη σε σχέση με τα Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια. Απευθύνεται κυρίως σε συντηρητικούς επενδυτές και έχουν δύο βασικούς σκοπούς: α) να διατηρήσουν το αρχικό κεφάλαιο του επενδυτή και β) να συμβάλλουν αποφασιστικά στην μακροπρόθεσμη αύξηση, τόσο του αρχικού κεφαλαίου του επενδυτή όσο και του εισοδήματός του.

4.6 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ΚΑΙ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού επενδύουν σε μετοχές, σε μέσα χρηματαγοράς και σε τίτλους σταθερού εισοδήματος που διαπραγματεύονται στη χώρα στην οποία εκδίδονται ενώ τα Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού επενδύουν σε κινητές αξίες που διαπραγματεύονται σε τρίτες χώρες. Όλα τα ανωτέρω είδη Αμοιβαίων Κεφαλαίων χωρίζονται σε αυτές τις δυο κατηγορίες ανάλογα με την χώρα διαπραγμάτευσης των κινητών αξιών που εμπεριέχουν στα χαρτοφυλάκια τους. Η επιλογή θα πρέπει να γίνεται με βάση τις συνθήκες, οικονομικές, πολιτικές, κοινωνικές, που επικρατούν σε κάθε χώρα. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού και Εξωτερικού δεν ενσωματώνουν καθόλου την έννοια της διεθνικής διαφοροποίησης σε αντίθεση με τα Διεθνικά Αμοιβαία Κεφάλαια.

4.7 ΤΑ FUNDS OF FUNDS

Τα Funds of Funds είναι Αμοιβαία Κεφάλαια τα οποία επενδύουν το ενεργητικό τους σε άλλα Αμοιβαία Κεφάλαια που έχει υπό τη διαχείριση της η Α.Ε.Δ.Α.Κ. συμπεριλαμβανομένων και των κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνων (hedge funds). Η συνήθης δομή του χαρτοφυλακίου αυτού του τύπου Αμοιβαίων Κεφαλαίων αποτελείται κυρίως-εννοείται ποσοστό περίπου 65%-από Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια και δευτερευόντως από Αμοιβαία Κεφάλαια ομολογιών και διαθεσίμων. Όπως γίνεται εύκολα αντιληπτό, αυτή η κατηγορία Αμοιβαίων Κεφαλαίων επιτυγχάνει μεγαλύτερη διαφοροποίηση σε σχέση με τις υπόλοιπες κατηγορίες.

4.8 ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΗ-ΠΑΘΗΤΙΚΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ

Ένας επιπλέον τρόπος διαφοροποίησης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι το είδος της διαχειριστικής πολιτικής που ακολουθούν. Έτσι τα Αμοιβαία Κεφάλαια διακρίνονται α) στα παθητικά διαχειριζόμενα και β) στα ενεργητικά διαχειριζόμενα. Με τον όρο παθητική διαχείριση εννοούμε όταν κατά τη διαχείριση ο διαχειριστής δεν προβαίνει παρά μόνο σε οριακές αναθεωρήσεις του χαρτοφυλακίου. Τα στοιχεία του χαρτοφυλακίου έχουν επιλεγθεί για την εξυπηρέτηση συγκεκριμένων επενδυτικών σκοπών και η ακολουθούμενη διαχείριση θα πρέπει να εξασφαλίσει τη συνέχιση αυτών των σκοπών. Χαρακτηριστικό παράδειγμα

παθητικά διαχειριζόμενου Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι τα Αμοιβαία Κεφάλαια που αναπαράγουν κάποιο δείκτη. Από την άλλη μεριά, με τον όρο ενεργητική διαχείριση εννοούμε ότι οι διαχειριστές είναι αναγκασμένοι να παρακολουθούν τις εξελίξεις στην αγορά και να προβαίνουν συνεχώς σε αναθεωρήσεις της θέσης τους και των στοιχείων του χαρτοφυλακίου των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Σκοπός είναι η επίτευξη απόδοσης μεγαλύτερης από αυτή της αγοράς αλλά με κόστος που θα καλύπτεται από την επιπλέον απόδοση. Τα περισσότερα απλά Αμοιβαία Κεφάλαια αποτελούν παράδειγμα ενεργητικής διαχείρισης.

5. ΤΑ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΙΜΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ (Δ.Α.Κ.)

Τα Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια (εφεξής Δ.Α.Κ.), βάσει της Κοινοτικής Οδηγίας 611/1985, όπως ισχύει είναι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές αξίες που αναπαράγουν ένα χρηματιστηριακό δείκτη, δηλαδή ο επενδυτικός τους σκοπός είναι η αναπαραγωγή της απόδοσης ενός χρηματιστηριακού δείκτη. Στην αγγλική αποδίδονται με τον όρο Exchange Traded Funds (ETFs). Το ενεργητικό τους είναι ένα σύνολο περιουσίας χωρίς νομική προσωπικότητα, που το χειρίζεται η Α.Ε.Δ.Α.Κ. στο όνομα και δια λογαριασμό των μεριδιούχων, στους οποίους ανήκουν τα επιμέρους στοιχεία του ενεργητικού εξ' αδιαιρέτου.

Τα Δ.Α.Κ. εισήχθησαν για πρώτη φορά στις αρχές της δεκαετίας του 1990 στην αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών και του Καναδά. Από τότε ο αριθμός τους διεθνώς καθώς και η αξία των υπό διαχείριση κεφαλαίων αυξήθηκε σημαντικά. Το παράδειγμα των αγορών των ΗΠΑ και του Καναδά ακολούθησαν στη συνέχεια και οι αγορές της Ευρώπης και της Ασίας, με το 2000 να αποτελεί το έτος εισαγωγής του πρώτου Δ.Α.Κ. στην Ευρώπη. Τον Μάρτιο του 2007 τα συνολικά κεφάλαια υπό διαχείριση ανήλθαν στα 604 δις δολάρια διεθνώς.

Τα Δ.Α.Κ. είναι μια εύκολη μορφή επένδυσης για τους απλούς επενδυτές που δεν έχουν την απαραίτητη θεωρητική και τεχνική γνώση καθώς τους δίνουν τη δυνατότητα να επενδύουν σε ένα καλάθι μετοχών και επομένως να επιτυγχάνουν μια σημαντική διαφοροποίηση κινδύνου. Επίσης, η επένδυση σε Δ.Α.Κ. έχει μικρότερο κόστος από την επένδυση σε διαφορετικές μετοχές καθώς δίνονται λιγότερες χρηματιστηριακές εντολές και επομένως καταβάλλονται λιγότερες προμήθειες. Επιπλέον, ο επενδυτής δε χρειάζεται να παρακολουθεί τις εταιρικές πράξεις των εταιρειών, οι μετοχές των οποίων απαρτίζουν τα Δ.Α.Κ. Η υποχρέωση αυτή βαρύνει τη διαχειρίστρια εταιρεία. Τα Δ.Α.Κ. παρέχουν μια

εναλλακτική μορφή επένδυσης στους θεσμικούς επενδυτές δίνοντάς τους τη δυνατότητα για μεγαλύτερη έκθεση κινδύνου καθώς και για απόδοση στις μετοχές που το απαρτίζουν.

Τα κύρια χαρακτηριστικά των Δ.Α.Κ. είναι τα εξής:

1. Είναι χρηματιστηριακά μεταβιβάσιμοι τίτλοι, δηλαδή διαπραγματεύονται τις ημέρες και ώρες λειτουργίας των χρηματιστηρίων σε αντίθεση με τα απλά Αμοιβαία Κεφάλαια που δεν επιτρέπεται η συμβατική μεταβίβαση των μεριδίων τους. Τα Δ.Α.Κ. διαπραγματεύονται και εκκαθαρίζονται όπως ακριβώς οι μετοχές (ίδιοι μέθοδοι διαπραγμάτευσης, ίδιοι τύποι εντολών, χρόνος διακανονισμού μεριδίων στο T+3). Επίσης, επιτρέπεται η διενέργεια ανοιχτών πωλήσεων (shortselling). Τα Δ.Α.Κ. διαπραγματεύονται στην κατηγορία διαπραγμάτευσης «Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια» με μοντέλο διαπραγμάτευσης αντίστοιχο αυτού της Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης.

2. Οι χρηματιστηριακοί δείκτες που επιτρέπεται να αναπαράγουν τα Δ.Α.Κ. περιλαμβάνουν μόνο μετοχές και ομόλογα και έχουν τα εξής χαρακτηριστικά: α) η σύνθεση του δείκτη να είναι ελαφρώς διαφοροποιημένη, β) ο δείκτης να αποτελεί έναν αντιπροσωπευτικό δείκτη αναφοράς της αντίστοιχης αγοράς και γ) ο δείκτης να δημοσιεύεται καταλλήλως.

3. Η καθαρή τιμή κάθε μεριδίου ΔΑΚ (Net Asset Value - NAV) όπως καθορίζεται από την αξία των υποκειμένων στοιχείων του ενεργητικού μείον τις υποχρεώσεις διά του αριθμού των εκδοθέντων μεριδίων, δημοσιεύεται στο τέλος κάθε συνεδρίασης. Η Ενδεικτική Καθαρή Τιμή μεριδίου ΔΑΚ (Indicative Net Asset Value), υπολογίζεται καθόλη την διάρκεια της συνεδρίασης, με βάση την καθαρή τιμή μεριδίου της προηγούμενης ημέρας.

4. Για την αρχική εισαγωγή αλλά και για όλη την διάρκεια παραμονής του ΔΑΚ στο Χρηματιστήριο, είναι υποχρεωτικός ο διορισμός ενός (1) τουλάχιστον Ειδικού Διαπραγματευτή.

5. Τα ΔΑΚ αποτελούν διαφανές επενδυτικό εργαλείο διότι η σύνθεσή τους είναι γνωστή στο κοινό ανά πάση στιγμή.

6. Το ΔΑΚ έχει πιο διευρυμένα όρια ως προς τους επενδυτικούς περιορισμούς της Οδηγίας 85/611 και του Ν.3283/2004 που την ενσωματώνει. Το ΔΑΚ δεν μπορεί να κατέχει πάνω από το 20% αξιών του ίδιου εκδότη (και μέχρι 35% σε ορισμένες περιπτώσεις), ενώ το όριο για το απλό ΑΚ είναι στο 10%.

7. Η χρηματιστηριακή τιμή κατά την έναρξη διαπραγμάτευσης του μεριδίου ΔΑΚ αντιπροσωπεύει κλάσμα (συνήθως 1/100) του δείκτη τον οποίο ακολουθεί το ΔΑΚ.

8. Η διαχειρίστρια εταιρία διανέμει τα μερίσματα των υποκείμενων τίτλων.

9. Τα μερίδια ΔΑΚ δεν παρέχουν δικαίωμα ψήφου στους μεριδιούχους στις ΓΣ των εταιριών που έχουν εκδώσει τις υποκείμενες μετοχές, διότι το δικαίωμα αυτό ασκείται από τη διαχειρίστρια εταιρία.

Τα πλεονεκτήματα των Δ.Α.Κ. σε σχέση με την επένδυση σε απλά Αμοιβαία Κεφάλαια και μετοχές παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

| ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ | Δ.Α.Κ | ΑΠΛΑ Α/Κ | ΜΕΤΟΧΕΣ |
|---|----------|--------------|------------|
| Διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου | Ναι | Ναι | Όχι |
| Διαπραγμάτευση στην δευτερογενή αγορά | Ναι | Όχι | Ναι |
| Παρακολούθηση της απόδοσης του δείκτη | Ναι | Ναι | Όχι |
| Πληροφόρηση-Διάχυση τιμής | Συνεχής | Τέλος ημέρας | Συνεχής |
| Διαχείριση | Παθητική | Ενεργητική | Ενεργητική |
| Κόστος Διαχείρισης | Μικρό | Μεγάλο | Ανάλογα |
| Κόστος Συναλλαγής (αγορά/πώληση) | Μικρό | Μεγάλο | Μικρό |
| Δυνατότητα ρευστοποίησης | Ναι | Ναι | Ναι |
| Αγορά μέσω χορήγησης πίστωσης | Όχι | Όχι | Ναι |
| Ανοικτές πωλήσεις/Δανεισμός τίτλων | Ναι | Όχι | Ναι |
| Δικαίωμα ψήφου στις Γενικές Συνελεύσεις | Όχι | Όχι | Ναι |
| Πλήθος προϊόντων | Μικρό | Μεγάλο | Μεγάλο |

πηγή: www.ase.gr

Όσον αφορά τη λειτουργία της αγοράς των Δ.Α.Κ., αφορά σε δύο επίπεδα: στην πρωτογενή αγορά και στην δευτερογενή αγορά. Στην πρωτογενή αγορά λαμβάνει χώρα η δημιουργία/εξαγορά των μεριδίων. Τα μερίδια δημιουργούνται (εξαγοράζονται) από τον εκδότη, ο οποίος ως αντάλλαγμα λαμβάνει το καλάθι των μετοχών, οι οποίες συνθέτουν τον υποκείμενο δείκτη, ή μετρητά. Η δημιουργία/εξαγορά των Δ.Α.Κ. γίνεται συνήθως σε μεγάλα πακέτα και πολλαπλάσια αυτών που ονομάζονται CreationUnits. (1 CreationUnit=50.000 μερίδια Δ.Α.Κ) ενώ η συχνότητα της συγκεκριμένης διαδικασίας εξαρτάται από τη ζήτηση μεριδίων στην αγορά. Τέλος, σημειώνεται ότι σε αυτό το στάδιο, οι φορείς που εμπλέκονται είναι ο Ειδικός Διαπραγματευτής, οι θεσμικοί επενδυτές και ο εκδότης του Δ.Α.Κ.. Στη δευτερογενή αγορά λαμβάνει χώρα η διαπραγμάτευση των μεριδίων των Δ.Α.Κ. και οι φορείς που συμμετέχουν σε αυτό το επίπεδο είναι το χρηματιστήριο, τα μέλη, ο Ειδικός Διαπραγματευτής και οι επενδυτές. Οι συναλλαγές σε αυτά τα μερίδια πραγματοποιούνται

μέσω του ηλεκτρονικού συστήματος συναλλαγών του χρηματιστηρίου και η ύπαρξη συνεχούς ρευστότητας εξασφαλίζεται από την ύπαρξη ενός τουλάχιστον Ειδικού Διαπραγματευτή.

Κατά τη διάρκεια της διαπραγμάτευσης των Δ.Α.Κ. στο χρηματιστήριο είναι απαραίτητη η παρουσία ενός τουλάχιστον Ειδικού Διαπραγματευτή, ο οποίος διορίζεται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ.. Ο ρόλος του Ειδικού Διαπραγματευτή είναι διπλός: αφενός εξασφαλίζει την ύπαρξης ρευστότητας κατά το στάδιο της διαπραγμάτευσης των μεριδίων των Δ.Α.Κ. και αφετέρου αποτελεί τον κύριο παράγοντα διαμόρφωσης των τιμών στην αγορά, προκειμένου να εξανεμίζονται οι αποκλίσεις ανάμεσα στην χρηματιστηριακή τιμή του μεριδίου του Δ.Α.Κ. και στην ενδεικτική τιμή (iNAV) με μηχανισμούς arbitrage. Αυτό σημαίνει ότι εάν ένα μερίδιο ΔΑΚ διαπραγματεύεται σε τιμή ανώτερη από τη iNAV (premium), ο ΕΔ θα αγοράσει τους υποκείμενους τίτλους του δείκτη στο ποσό που αντιστοιχεί στην ενδεικτική τιμή iNAV του ΔΑΚ και στη συνέχεια θα ανταλλάξει τους τίτλους αυτούς με τα νέα υπερτιμημένα ΔΑΚ (μέσω δημιουργίας νέων μεριδίων). Αντίθετα, εάν ένα ΔΑΚ διαπραγματεύεται σε τιμή κατώτερη από τη iNAV (discount), θα αγοράσει τα «υποτιμημένα» μερίδια ΔΑΚ και θα τα ανταλλάξει με τις αντίστοιχες μετοχές (μέσω εξαγοράς).

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

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

$$NAV/μερίδιο = \frac{\text{Τρέχουσα αξία χαρτοφυλακίου} + \text{Μετρητά} - \text{Υποχρεώσεις}}{\text{Συνολικός αριθμός μεριδίων}}$$

• Ενδεικτική καθαρή αξία ενεργητικού μεριδίου (iNAV): Πρόκειται για την ενδεικτική καθαρή αξία ανά μερίδιο του ενεργητικού του Δ.Α.Κ. και υπολογίζεται σε πραγματικό χρόνο κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης (κάθε 30'' συνήθως).

• Αρχική τιμή διαπραγμάτευσης μεριδίου: Πρόκειται για την τιμή διαπραγμάτευσης του μεριδίου κατά την ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης του Δ.Α.Κ. Προκύπτει ως αναλογία της τιμής του δείκτη που αναπαράγει το Δ.Α.Κ. (συνήθως 1/10, 1/100 της τιμής του δείκτη κτλ.)

•Τιμή διαπραγμάτευσης μεριδίου: Πρόκειται για την τιμή διαπραγμάτευσης του μεριδίου η οποία προκύπτει βάσει των δυνάμεων της προσφοράς και ζήτησης που διαμορφώνονται σε πραγματικό χρόνο στην αγορά.

•Μονάδα δημιουργίας/εξαγοράς (Creation Unit): Πρόκειται για την ελάχιστη ποσότητα μεριδίων βάσει της οποίας πραγματοποιείται η δημιουργία/εξαγορά μεριδίων Δ.Α.Κ. Συνήθως ανέρχεται στο ύψος των 50.000 μεριδίων ανά Creation Unit.

6. Η ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

Το καθαρό ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου αποτιμάται καθημερινά και δημοσιεύεται στον ημερήσιο τύπο την μεθεπόμενη ημέρα με μέριμνα της Α.Ε.Δ.Α.Κ.. Για τον προσδιορισμό της αξίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου θα πρέπει να αφαιρεθούν οι αμοιβές και οι προμήθειες της Α.Ε.Δ.Α.Κ., του θεματοφύλακα και των μελών των οργανωμένων αγορών, τα έξοδα που βαρύνουν το Αμοιβαίο Κεφάλαιο καθώς και τα κέρδη που διαμοιράζονται στους μεριδιούχους κατά την 31 Δεκεμβρίου κάθε έτους.

Τα έξοδα που βαρύνουν το Αμοιβαίο Κεφάλαιο είναι:

- Η αμοιβή διαχείρισης της Α.Ε.Δ.Α.Κ.
- Η αμοιβή και οι προμήθειες του Θεματοφύλακα
- Οι αμοιβές των ελεγκτών της Α.Ε.Δ.Α.Κ.
- Οι δαπάνες του έντυπο υλικού για την απόκτηση της ιδιότητας του μεριδιούχου (αιτήσεις, ενημερωτικό δελτίο, τίτλοι των μεριδίων κτλ)
- Οι δαπάνες αλληλογραφίας με τους μεριδιούχους
- Οι δαπάνες μεταφοράς κεφαλαίων από και προ το εξωτερικό για λογαριασμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου
 - Οι τόκοι δανείων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου
 - Οι αμοιβές τυχόν εξωτερικών συμβούλων επενδύσεων και συμβούλων χρηματιστηριακών επενδύσεων σε Ελλάδα και εξωτερικό
 - Οι προμήθειες χρηματιστηριακών συναλλαγών και διάφορες τραπεζικές δαπάνες για την αγοραπωλησία μετοχών ή χρεογράφων για λογαριασμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου
 - Οι εισφορές και τα τέλη που καταβάλλονται στην Επιτροπή της Κεφαλαιαγοράς ή σε οποιαδήποτε άλλη, κατά το νόμο, αρμόδια εποπτική αρχή

- Διάφορα άλλα λειτουργικά έξοδα που πραγματοποιούνται για λογαριασμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

Βάσει της κείμενης νομοθεσίας, οι κανόνες αποτίμησης του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου ορίζονται ως εξής:

1. Η αξία των κινητών αξιών και των μέσων χρηματαγοράς που είναι εισηγμένη σε οργανωμένη αγορά αποτιμάται με βάση την τιμή κλεισίματος των συναλλαγών τοις μετρητοίς την ίδια ημέρα. Εάν αυτό δεν είναι εφικτό γιατί οι οργανωμένες αγορές λειτουργούν εκτός της Ευρωπαϊκής Ένωσης και υπάρχει διαφορά ώρας, τότε ο υπολογισμός της αξίας γίνεται με βάση την τιμή κλεισίματος της προηγούμενης εργάσιμης ημέρας.
2. Εάν σε οργανωμένη αγορά δεν έχει πραγματοποιηθεί συνεδρίαση την ημέρα αποτίμησης, λαμβάνεται υπόψη η τιμή κλεισίματος της προηγούμενης ημέρας αποτίμησης και εάν ούτε εκείνη την ημέρα είχε πραγματοποιηθεί συνεδρίαση, λαμβάνεται υπόψη η τελευταία τιμή προσφοράς ή ζήτησης.
3. Εάν στην οργανωμένη αγορά, που διαπραγματεύονται οι κινητές αξίες και τα μέσα χρηματαγοράς που απαρτίζουν το ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, ισχύει το σύστημα της ενιαίας τιμής, τότε η ενιαία τιμή λαμβάνεται υπόψη για την αποτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού.
4. Αναφορικά με την αποτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού που δεν είναι εισηγμένα σε οργανωμένες αγορές, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ορίζει τους κανόνες με βάση τους οποίους η αποτίμηση θα πραγματοποιηθεί.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΔΟΜΗ ΚΑΙ ΜΕΓΕΘΟΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ Α/Κ

1. Οι ΑΕΔΑΚ ΠΟΥ ΛΕΙΤΟΥΡΓΟΥΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Όπως φαίνεται στον Πίνακα 4.1, στην Ελλάδα λειτουργούν 20 ΑΕΔΑΚ, οι οποίες διαχειρίζονταν 286 ΑΚ το 2012 (28/11/2012), με συνολικά κεφάλαια περίπου 6 δισεκατομμύρια ευρώ.

Από τις πιο πάνω ΑΕΔΑΚ, οι 6 πρώτες κατέχουν περίπου το 80% της αγοράς, με τις 3 πρώτες να υπερβαίνουν το 60%. Αντίστοιχα, οι 10 τελευταίες μοιράζονται μόλις το 10%.

Οι παραπάνω διαπιστώσεις μας οδηγούν στο συμπέρασμα ότι η Ελληνική αγορά ΑΚ είναι μάλλον ολιγοπωλιακή.

Πίνακας 5.1, Δομή της Ελληνικής Αγοράς ΑΚ

| Α/Α | Α.Ε.Δ.Α.Κ. | Κατ. Α/Κ | Συν. Α/Κ | Συνολικό Ενεργητικό σε € | | | Μερίδιο Αγοράς | | |
|-----|--------------------------------------|----------|----------|--------------------------|------------------|--------|----------------|------------|--------|
| | | | | 1/1/2012 | 28/11/2012 | Δ% | 1/1/2012 | 28/11/2012 | Δ % |
| 1 | Eurobank Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ. | 90 | 90 | 1.433.712.220,70 | 1.715.437.664,01 | 19,65% | 27,42% | 30,17% | 2,75 |
| 2 | ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ. | 27 | 27 | 912.204.391,06 | 956.283.686,53 | 4,83% | 17,44% | 16,82% | - 0,62 |
| 3 | ALPHA ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ. | 23 | 23 | 815.053.392,41 | 843.701.863,79 | 3,51% | 15,59% | 14,84% | - 0,75 |
| 4 | Α.Ε.Δ.Α.Κ. ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ | 2 | 2 | 495.638.111,56 | 507.149.900,83 | 2,32% | 9,48% | 8,92% | - 0,56 |
| 5 | Τ.Τ. ΕΛΤΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ. | 10 | 10 | 261.725.885,72 | 308.320.788,36 | 17,80% | 5,01% | 5,42% | 0,41 |

| | | | | | | | | | |
|----|---|------------|------------|-------------------------|-------------------------|--------------|----------------|----------------|------|
| 6 | MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ. | 11 | 11 | 161.118.659,85 | 210.648.187,21 | 30,74% | 3,08% | 3,70% | 0,62 |
| 7 | MetLife Alico Α.Ε.Δ.Α.Κ. | 23 | 23 | 219.837.954,82 | 177.537.425,83 | 19,24% | 4,20% | 3,12% | 1,08 |
| 8 | PROBANK Α.Ε.Δ.Α.Κ. | 4 | 4 | 93.526.310,51 | 146.058.181,64 | 56,17% | 1,79% | 2,57% | 0,78 |
| 9 | ΑΤΕ Α.Ε.Δ.Α.Κ. | 11 | 11 | 138.074.616,14 | 142.076.875,42 | 2,90% | 2,64% | 2,50% | 0,14 |
| 10 | ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ. | 12 | 12 | 107.461.867,31 | 127.393.796,32 | 18,55% | 2,06% | 2,24% | 0,18 |
| 11 | HSBC (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε.Δ.Α.Κ. | 8 | 8 | 124.598.470,71 | 88.622.258,17 | 28,87% | 2,38% | 1,56% | 0,82 |
| 12 | AMUNDI ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ. | 3 | 3 | 93.178.197,20 | 82.470.128,89 | 11,49% | 1,78% | 1,45% | 0,33 |
| 13 | ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ. | 13 | 13 | 79.830.829,42 | 78.738.268,47 | -1,37% | 1,53% | 1,38% | 0,15 |
| 14 | ALLIANZ Α.Ε.Δ.Α.Κ. | 7 | 7 | 59.590.072,23 | 61.664.747,17 | 3,48% | 1,14% | 1,08% | 0,06 |
| 15 | ING Α.Ε.Δ.Α.Κ. | 3 | 3 | 56.172.041,21 | 58.342.924,50 | 3,86% | 1,07% | 1,03% | 0,04 |
| 16 | ΑΤΤΙΚΑ WEALTH MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ. | 7 | 7 | 52.370.508,19 | 56.638.406,43 | 8,15% | 1,00% | 1,00% | 0 |
| 17 | MILLENNIUM Α.Ε.Δ.Α.Κ. | 9 | 9 | 43.633.859,91 | 43.695.129,79 | 0,14% | 0,83% | 0,77% | 0,06 |
| 18 | ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ. | 10 | 10 | 35.863.367,26 | 38.802.830,15 | 8,20% | 0,69% | 0,68% | 0,01 |
| 19 | ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ. | 9 | 9 | 27.998.349,80 | 26.656.965,27 | -4,79% | 0,54% | 0,47% | 0,07 |
| 20 | INTERNATIONAL Α.Ε.Δ.Α.Κ. | 4 | 4 | 17.490.072,22 | 15.428.784,80 | 11,79% | 0,33% | 0,27% | 0,06 |
| | ΣΥΝΟΛΑ | 286 | 286 | 5.229.079.178,23 | 5.685.668.813,58 | 8,73% | 100,00% | 100,00% | |

Πηγή : Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

2. ΕΙΔΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΠΟΥ ΔΙΑΤΙΘΕΝΤΑΙ ΑΠΟ ΤΙΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Οι κατηγορίες των ΑΚ που επιτρέπεται να διατεθούν στην Ελληνική αγορά, σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία, μπορούν να ταξινομηθούν στις εξής κατηγορίες (Πίνακας 2):

- ΑΚ Χρηματαγοράς
- Ομολογιακά ΑΚ
- Μικτά ΑΚ
- ΑΚ Δεικτών
- Σύνθετα ΑΚ
- FundsofFunds.

Όσον αφορά τις αγορές στις οποίες τα πιο πάνω ΑΚ μπορούν να επενδύουν, οι περιορισμοί είναι ελάχιστοι. Έτσι, οι Ελληνικές ΑΕΔΑΚ μπορούν να επενδύουν στο εσωτερικό, σε αναδυόμενες και ανεπτυγμένες αγορές, καθώς και σε όλα τα είδη των χρηματοοικονομικών τίτλων, όπως π.χ. μετοχές, ομολογίες κρατών και επιχειρήσεων, παράγωγα κλπ.

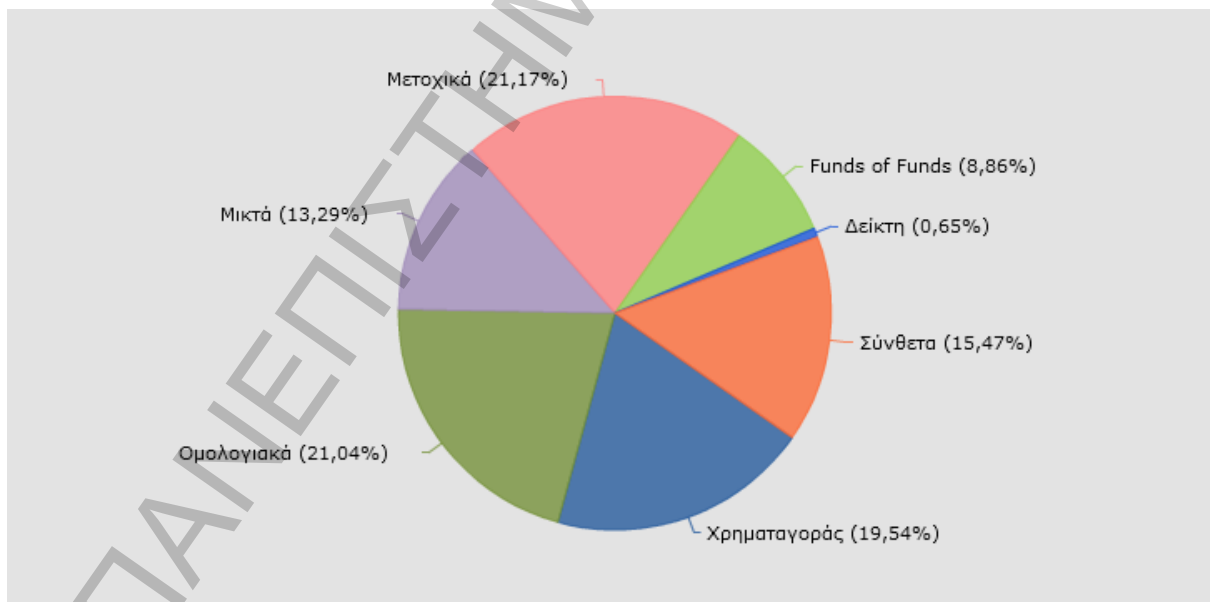
Πίνακας 5.2, Κατηγορίες ΑΚ που προσφέρονται από Ελληνικές ΑΕΔΑΚ

| ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ | | |
|---|----------------------------------|---|
| ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΑΠΟΦΑΣΗ 6/587/3.6.2001, CESR/10-49, ESMA/2011/BS Ann 1 | ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ ΝΟΜΟΣ 3283/2004 | ΕΝΩΣΗ ΥΠΟΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΑΥΤΟΡΡΥΘΜΙΣΗΣ |
| Α.Κ ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΑΣ ελάχιστο 65% σε μέσα χρηματαγοράς ή/και καταθέσεις i) Διαχείρισης Διαθεσίμων Βραχ. Διάρκειας ii) Διαχείρισης Διαθεσίμων | | ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ |
| ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ Α.Κ ελάχιστο 65% σε χρεωστικούς τίτλους και έως 10% σε μετοχές | | Ελλάδα Κρατικά Αναπτυγμένων Χωρών Κρατικά Αναπτυσσόμενων Αγορών Μη Κρατικά Επενδυτικής Διαβάθμισης Μη Κρατικά Υψηλής Απόδοσης Διεθνή |

| | |
|--|----------------------------------|
| ΜΙΚΤΑ Α.Κ. ελάχιστο 10% σε μετοχές και 10% σε χρεωστικούς τίτλους μέγιστο 65% σε μετοχές ή χρεωστικούς τίτλους ή καταθέσεις και μέσα χρηματαγοράς | |
| ΣΥΝΘΕΤΑ Α.Κ | AbsoluteReturn και Ειδικού Τύπου |
| Α.Κ. ΔΕΙΚΤΗ ελάχιστο 95% στο δείκτη τον οποίο αναπαράγουν σε χρεωστικούς τίτλους ή σε μετοχές του δείκτη και σχετικά παράγωγα i) Ομολογιακά Α.Κ. Δείκτη ii) Μετοχικά Α.Κ. Δείκτη | |
| FUNDS OF FUNDS | |

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Στο παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζεται συγκεντρωτικά η σύνθεση της αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα με βάση το ενεργητικό:



Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Σημείωση: Από 1/1/2007 στο συνολικό ενεργητικό των Α.Ε.Δ.Α.Κ. καθώς και στις υφιστάμενες κατηγορίες, συμπεριλαμβάνονται τα Α/Κ που έχουν ιδρυθεί σε άλλες χώρες (π.χ. Λουξεμβούργο, Ιρλανδία) και τα οποία διαχειρίζονται ελληνικές Α.Ε.Δ.Α.Κ. Τα ενεργητικά που αναφέρονται αφορούν τη διάθεση στην Ελλάδα.

Παρατηρούμε ότι η αγορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων εμφανίζεται ισομερώς κατανομημένη με σημαντικότερες από πλευράς ενεργητικών, τις κατηγορίες των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων (21,7% επί του συνόλου), των Ομολογιακών Αμοιβαίων Κεφαλαίων (21,04% επί του συνόλου) και των Αμοιβαίων Κεφαλαίων Χρηματαγοράς (19,54%)

2.1 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΑΣ

Στους κάτωθι πίνακες εμφανίζονται τα Αμοιβαία Κεφάλαια Χρηματαγοράς που διαπραγματεύονται από τις ελληνικές ΑΕΔΑΚ καθώς και τα ενεργητικά τους και τα μερίδια αγοράς που κατέχουν. Προκύπτει ότι υπάρχουν συνολικά 26 Αμοιβαία Κεφάλαια αυτής της κατηγορίας που διακρίνονται σε Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισης Διαθεσίμων Βραχυπρόθεσμης Διάρκειας και σε Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισης Διαθεσίμων. Παρατηρούμε ότι στην αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων Χρηματαγοράς διαφαίνονται μονοπωλιακές τάσεις καθώς συνολικά το μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς καταλαμβάνουν τα Αμοιβαία Κεφάλαια της EurobankAssetManagementΑΕΔΑΚ με ποσοστό περίπου 78% επί του συνόλου. Είναι χαρακτηριστικό ότι μόνο ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο της ανωτέρω διαχειρίστριας εταιρείας κατέχει μερίδιο αγοράς της τάξης του 53, 67%.

| Διαχείριση Διαθεσίμων Βραχ. Διάρκειας 01/01/2013 - 31/01/2013 | | | | | |
|---|---|---------------|----------------|--------------------|-------------------|
| | | Ενεργητικά | | | |
| A/A | | 31/1/2013 | Δ% Περίοδου | Δ% από 1/1/2013 | Μερίδιο Αγοράς |
| 1 | ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Κ Διαχείρισης Βραχυπρόθεσμων Διαθεσίμων (ΕΥΡΩ) | 28.796.910,92 | -11,25% | -11,25% | 17,83% |
| 2 | ΑΤΕ Διαχείρισης Βραχυπρόθεσμων Διαθεσίμων Euro | 3.624.170,05 | -0,87% | -0,87% | 2,24% |
| 3 | GENIKI Euro Money Market Fund - Short Term | 4.429.730,51 | -9,36% | -9,36% | 2,74% |
| 4 | HSBC Αμοιβαίο Κεφάλαιο Διαθεσίμων Ευρώ Βραχυχρόνιας Διάρκειας | 14.666.094,83 | 0,88% | 0,88% | 9,08% |
| 5 | EUROBANK (LF) Money Market Fund - Reserve | 86.703.991,21 | -30,65% | -30,65% | 53,67% |

| | | | | | |
|---|--|----------------|---------|---------|---------|
| 6 | INTERAMERICAN (LF) Money Market Fund - Reserve | 18.452.540,14 | -10,81% | -10,81% | 11,42% |
| 7 | ING A/K Ευρωπαϊκό Διαχείρισης Βραχυπρόθεσμων Διαθεσίμων | 4.879.775,90 | -0,61% | -0,61% | 3,02% |
| | ΣΥΝΟΛΑ | 161.553.213,56 | -21,64% | | 100,00% |

| Διαχείρισης Διαθεσίμων 01/01/2013 - 31/01/2013 | | | | | |
|--|--|----------------|----------------|--------------------|-------------------|
| | | Ενεργητικά | | | |
| A/A | | 31/1/2013 | Δ% Περίόδου | Δ% από 1/1/2013 | Μερίδιο Αγοράς |
| 1 | EUROBANK (LF) CASH FUND (EUR) | 51.212.361,58 | 4,68% | 4,68% | 5,29% |
| 2 | INTERAMERICAN Διαχειρίσεως Διαθεσίμων | 34.396.152,18 | 5,91% | 5,91% | 3,55% |
| 3 | T.T. - ΕΛΤΑ Χρηματαγοράς Διαχείρισης Διαθεσίμων (EUR) | 270.940.050,75 | 4,72% | 4,72% | 27,98% |
| 4 | ALLIANZ A/K Διαχειρίσεως Διαθεσίμων | 4.342.562,18 | 0,31% | 0,31% | 0,45% |
| 5 | PROBANK Χρηματαγοράς Διαχείρισης Διαθεσίμων | 234.941.145,90 | 71,50% | 71,50% | 24,26% |
| 6 | ALICO Διαχείρισης Διαθεσίμων | 8.726.845,52 | 3,57% | 3,57% | 0,90% |
| 7 | ALPHA Διαχείρισης Διαθεσίμων | 126.960.293,88 | 3,98% | 3,98% | 13,11% |
| 8 | INTERNATIONAL Διαχείρισης Διαθεσίμων | 1.367.259,12 | 1,84% | 1,84% | 0,14% |
| 9 | MARFIN SmartCash Διαχείρισης Διαθεσίμων | 145.071.276,66 | -0,79% | -0,79% | 14,98% |
| 10 | Attica Διαχείρισης Διαθεσίμων Εσωτερικού | 1.489.368,92 | 0,32% | 0,32% | 0,15% |

| | | | | | | |
|----|--|------------|----------------|---------|---------|---------|
| 11 | ΠΕΙΡΑΙΩΣ Διαχείρισης Διαθεσίμων Εσωτερικού | A/K | 5.067.065,73 | -2,05% | -2,05% | 0,52% |
| 12 | ΔΗΛΟΣ PLUS Διαχ.Διαθεσίμων | MONEY - | 20.140.595,61 | -3,99% | -3,99% | 2,08% |
| 13 | ΚΥΠΡΟΥ Διαχείρισης Διαθεσίμων | Ελληνικό | 1.190.061,14 | -0,66% | -0,66% | 0,12% |
| 14 | MillenniumEuroPlus Διαχείρισης Διαθεσίμων | | 2.264.854,44 | 1,08% | 1,08% | 0,23% |
| 15 | ΕΡΜΗΣ Διαχείρισης Διαθεσίμων | | 10.464.291,38 | -2,94% | -2,94% | 1,08% |
| 16 | ΑΑΑΒ Διαχείρισης Διαθεσίμων Εσωτερικού | A.K. | 6.521.698,42 | 0,19% | 0,19% | 0,67% |
| 17 | Alico Διαχείρισης Διαθεσίμων | Ευρωπαϊκό | 5.008.122,18 | -4,51% | -4,51% | 0,52% |
| 18 | EUROBANK DollarPlus Διαχειρίσεως Διαθεσίμων | | 10.889.390,17 | -3,99% | -3,99% | 1,12% |
| 19 | EUROBANK INCOME PLUS \$ FUND | (LF) | 27.279.187,84 | -10,94% | -10,94% | 2,82% |
| | ΣΥΝΟΛΑ | | 968.272.583,60 | 13,23% | | 100,00% |

2.2 ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Ακολουθως παρατίθενται τα Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια εσωτερικού και εξωτερικού που διαπραγματεύονται οι ελληνικές ΑΕΔΑΚ. Ο συνολικός αριθμός τους, 48 ΑΚ, είναι σαφώς μεγαλύτερος από τα Αμοιβαία Κεφάλαια Χρηματαγοράς αλλά φαίνεται ότι τα μερίδια αγοράς είναι περισσότερο ισομερώς μοιρασμένα και ξεχωρίζει μόνο το Αμοιβαίο Κεφάλαιο ΔΗΛΟΣ Eurobond της Εθνικής Asset Management ΑΕΔΑΚ με μερίδιο αγοράς της τάξης του 22,12%. Ηγετική θέση κατέχει η Εθνική Asset Management ΑΕΔΑΚ με μερίδιο αγοράς 34,79% και ακολουθεί η Eurobank Asset Management ΑΕΔΑΚ με ποσοστό 15,58% και Τρίτη η ΑΕΔΑΚ Ασφαλιστικών Οργανισμών με ποσοστό 12,94% έχοντας υπό διαχείριση μόνο ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο αυτής της κατηγορίας.

| Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια 01/01/2013 - 31/01/2013 | | | | | |
|--|---|---------------|----------------|--------------------|----------------|
| | | Ενεργητικά | | | |
| A/A | | 31/1/2013 | Δ% Περίοδου | Δ% από 1/1/2013 | Μερίδιο Αγοράς |
| 1 | ALICO Εταιρικών Ομολογιών Εξωτερικού | 23.211.115,99 | -0,02% | -0,02% | 1,74% |
| 2 | ALICO Κρατικών Ομολογιών Εξωτερικού | 42.021.787,42 | -12,42% | -12,42% | 3,15% |
| 3 | ALICO Ομολογιών Εξωτερικού Δολαριακό | 3.603.443,80 | -5,85% | -5,85% | 0,27% |
| 4 | ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού | 12.584.290,19 | 3,91% | 3,91% | 0,94% |
| 5 | ALPHA Global Αναδυομένων Αγορών Ομολογιακό Εξωτ. | 5.550.976,38 | -2,60% | -2,60% | 0,42% |
| 6 | ALPHA TRUST STRATEGIC BOND FUND | 4.747.251,48 | 0,95% | 0,95% | 0,36% |
| 7 | ALPHA Ευρ/κών Εταιρικών Ομολογιών Ομολ. Εξωτερικού | 89.674.247,31 | -1,37% | -1,37% | 6,73% |
| 8 | ALPHA Ευρ/κών Κρατικών Ομολογιών Ομολ. Εξωτερικού | 22.119.045,48 | -1,27% | -1,27% | 1,66% |
| 9 | ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού | 76.668.858,13 | 12,31% | 12,31% | 5,75% |
| 10 | Attica Ομολογιακό Εξωτερικού | 19.193.181,16 | -0,13% | -0,13% | 1,44% |
| 11 | CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού | 1.173.088,97 | -0,98% | -0,98% | 0,09% |
| 12 | EUROBANK (LF) GLOBAL BOND FUND | 1.871.021,26 | -20,61% | -20,61% | 0,14% |
| 13 | EUROBANK (LF) GREEK GOVERNMENT BOND FUND | 11.921.295,70 | 6,28% | 6,28% | 0,89% |

| | | | | | |
|----|---|----------------|---------|---------|-------|
| 14 | EUROBANK GlobalBond Ομολογιακό Εξωτερικού | 56.577.335,11 | -1,99% | -1,99% | 4,25% |
| 15 | EUROBANK I (LF) GREEK GOVERNMENT BOND FUND | 4.501.218,81 | 16,21% | 16,21% | 0,34% |
| 16 | GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού | 14.998.029,70 | 5,24% | 5,24% | 1,13% |
| 17 | HSBC Αμοιβαίο Κεφάλαιο Εισοδήματος Ομολογιών Ευρώ Αναπτυγμένων Χωρών | 6.269.483,42 | 12,80% | 12,80% | 0,47% |
| 18 | HSBC Ομολογιών Εξωτερικού Δολαρίου | 3.163.682,96 | -2,28% | -2,28% | 0,24% |
| 19 | INTERAMERICAN Δολαρίου (USD) Ομολογιακό | 8.694.028,62 | -5,93% | -5,93% | 0,65% |
| 20 | INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού | 124.013.957,84 | 11,00% | 11,00% | 9,31% |
| 21 | INTERNATIONAL Ευρωπαϊκών Ομολόγων | 4.554.522,27 | 9,12% | 9,12% | 0,34% |
| 22 | MARFIN Θεσμικών Χαρτοφυλακίων Ομολογιακό Εξωτερικού | 5.441.242,95 | -0,56% | -0,56% | 0,41% |
| 23 | MillenniumValuePlus Ελληνικό Ομολογιακό | 2.328.845,39 | 6,12% | 6,12% | 0,17% |
| 24 | NBG INTERNATIONAL FUNDS SICAV/INCOME PLUS/A | 1.948.310,34 | -5,33% | -5,33% | 0,15% |
| 25 | NBG INTERNATIONAL FUNDS SICAV/INCOME PLUS/B | 30.959.418,44 | 0,35% | 0,35% | 2,32% |
| 26 | PIRAEUS INVEST - EUROPEAN BOND | 7.396.292,64 | -18,96% | -18,96% | 0,56% |

| | | | | | |
|----|---|----------------|--------|--------|--------|
| 27 | PROBANK Ομολογιακό Εσωτερικού | 7.817.859,92 | 1,30% | 1,30% | 0,59% |
| 28 | PROTON Ομολογιών Εσωτερικού | 1.425.379,86 | 11,16% | 11,16% | 0,11% |
| 29 | Α/Κ Ασφαλιστικών Οργανισμών Ευρωπαϊκών Ομολόγων | 172.423.298,85 | 4,37% | 4,37% | 12,94% |
| 30 | ΑΤΕ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ | 9.507.481,54 | 0,59% | 0,59% | 0,71% |
| 31 | ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ | 6.217.465,89 | -0,98% | -0,98% | 0,47% |
| 32 | ΑΤΕ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ Εξωτερικού | 11.734.082,80 | -0,63% | -0,63% | 0,88% |
| 33 | ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού | 6.048.349,78 | 12,60% | 12,60% | 0,45% |
| 34 | ΔΗΛΟΣ (Εισοδήματος Ομολ. Εσωτ.) | 96.485.454,24 | 12,98% | 12,98% | 7,24% |
| 35 | ΔΗΛΟΣ Eurobond - Ομολογιακό | 294.716.844,34 | 1,17% | 1,17% | 22,12% |
| 36 | ΔΗΛΟΣ USD Bond (Ομολογιακό Εξωτερικού) | 33.692.079,25 | -1,24% | -1,24% | 2,53% |
| 37 | ΔΗΛΟΣ Δολαριακό (USD) Ομολογιακό Εξωτερικού | 5.773.776,13 | -4,56% | -4,56% | 0,43% |
| 38 | ΕΡΜΗΣ Ομολογιακό Διεθνές (Ευρώ) | 26.544.753,15 | 4,09% | 4,09% | 1,99% |
| 39 | ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ HighYield Εταιρικών Ομολόγων σε EUR | 2.427.625,70 | -0,52% | -0,52% | 0,18% |
| 40 | ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Εταιρικών Ομολόγων InvestmentGrade σε EUR | 13.637.838,59 | -1,38% | -1,38% | 1,02% |
| 41 | ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Κρατικών Ομολόγων Ανεπτυγμένων Χωρών σε EUR | 1.509.479,63 | -2,97% | -2,97% | 0,11% |

| | | | | | |
|----|--|------------------|--------|--------|---------|
| 42 | Ευρωπαϊκή Πίστη Eurobond Κρατικών Ομολόγων Αναπτυγμένων Χωρών σε EUR | 1.594.939,17 | -1,29% | -1,29% | 0,12% |
| 43 | ΚΥΠΡΟΥ Euro Bond Premium Ομολογιακό | 3.711.924,31 | -0,41% | -0,41% | 0,28% |
| 44 | ΚΥΠΡΟΥ LiborReturn (USD) Ομολογιακό Εξωτερικού | 2.490.450,41 | 0,97% | 0,97% | 0,19% |
| 45 | ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Ομολόγων Εσωτερικού | 11.700.881,00 | 6,11% | 6,11% | 0,88% |
| 46 | Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Europlus Ομολογιακό Εξωτερικού | 2.483.270,86 | -6,81% | -6,81% | 0,19% |
| 47 | Τ.Τ. - ΕΛΤΑ HighYield Ομολογιών Εξωτερικού | 21.091.928,95 | 8,03% | 8,03% | 1,58% |
| 48 | Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού | 14.111.760,07 | 13,62% | 13,62% | 1,06% |
| | ΣΥΝΟΛΑ | 1.332.332.896,20 | 3,01% | | 100,00% |

2.3 ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Αναφορικά με τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια που εμφανίζονται στον κάτωθι πίνακα αντιλαμβανόμαστε ότι κατέχουν το μεγαλύτερο μερίδιο στην αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων από πλευράς ενεργητικού. Αριθμούν σε 92 συνολικά και σε γενικές γραμμές όμως η αγορά είναι μοιρασμένη. Μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς καταλαμβάνει η Eurobank Asset Management ΑΕΔΑΚ με ποσοστό 22,17% περίπου και 26 Αμοιβαία Κεφάλαια υπό διαχείριση. Ακολουθεί η Alpha Asset Management ΑΕΔΑΚ με ποσοστό 21,56% και μόλις 7 Αμοιβαία Κεφάλαια υπό διαχείριση και τρίτη θέση καταλαμβάνει η Εθνική Asset Management ΑΕΔΑΚ με ποσοστό 16,96% με 10 Αμοιβαία Κεφάλαια υπό διαχείριση. Μπορούμε να παρατηρήσουμε ότι η Eurobank Asset Management ΑΕΔΑΚ παρέχει μια ευρεία ποικιλία Αμοιβαίων Κεφαλαίων που δεν της προσφέρουν ευκρινώς μεγαλύτερο κομμάτι της αγοράς. Αντιθέτως, η Alpha Asset Management ΑΕΔΑΚ με σαφώς μικρότερο λειτουργικό κόστος, καθώς χειρίζεται μικρότερο αριθμό Αμοιβαίο Κεφαλαίο, καταφέρνει να έχει σχεδόν το ίδιο μερίδιο αγοράς.

| Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια 01/01/2013 - 31/01/2013 | | | | | |
|--|--|----------------|----------------|--------------------|-------------------|
| A/A | | Ενεργητικά | | | Μερίδιο Αγοράς |
| | | 31/1/2013 | Δ% Περίοδου | Δ% από 1/1/2013 | |
| 1 | ALICO Μετοχικό Εξωτερικού | 6.550.000,89 | 2,62% | 2,62% | 0,45% |
| 2 | ALICO Μετοχικό Εξωτερικού Αναδυομένων Αγορών | 1.341.514,91 | 0,53% | 0,53% | 0,09% |
| 3 | ALICO Μετοχικό Εσωτερικού | 18.473.698,22 | 7,46% | 7,46% | 1,28% |
| 4 | ALICO Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης | 6.385.108,30 | 15,77% | 15,77% | 0,44% |
| 5 | ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού | 9.791.583,52 | 7,72% | 7,72% | 0,68% |
| 6 | ALLIANZ Μετοχών Αναπτυσσόμενων Αγορών EMEA | 1.902.619,61 | -8,01% | -8,01% | 0,13% |
| 7 | ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού | 8.009.948,19 | 7,92% | 7,92% | 0,55% |
| 8 | ALPHA BlueChips A/K Μετοχικό Εσωτερικού | 201.763.505,06 | 8,69% | 8,69% | 13,93% |
| 9 | ALPHA ETF FTSE Athex Large Cap Μετοχικό | 19.034.618,57 | 7,17% | 7,17% | 1,31% |
| 10 | ALPHA Energy Μετοχικό Εξωτερικού | 8.831.783,95 | 1,18% | 1,18% | 0,61% |
| 11 | ALPHA Global Blue Chips Μετοχικό Εξωτερικού | 30.338.003,33 | -6,22% | -6,22% | 2,09% |
| 12 | ALPHA Select Νοτιο-Ανατολικής Ευρώπης Μετοχικό Εξωτερικού | 17.923.805,65 | -0,66% | -0,66% | 1,24% |
| 13 | ALPHA TRUST EMERGING EUROPE Μετοχικό Εξωτερικού | 2.067.125,07 | -2,43% | -2,43% | 0,14% |
| 14 | ALPHA TRUST Hellenic Equity Fund | 69.249.895,65 | 14,79% | 14,79% | 4,78% |
| 15 | ALPHA TRUST New Strategy Μετοχικό Εσωτερικού | 23.628.408,15 | 4,66% | 4,66% | 1,63% |
| 16 | ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού | 31.522.061,13 | 17,85% | 17,85% | 2,18% |
| 17 | ALPHA Ναυτιλία Μετοχικό Εξωτερικού | 2.706.820,25 | 4,07% | 4,07% | 0,19% |
| 18 | Alpha Trust Global Leaders Μετοχικό Εξωτερικού | 4.143.007,83 | 2,38% | 2,38% | 0,29% |
| 19 | Attica Real Estate Μετοχικό Εξωτερικού | 1.108.009,01 | -0,26% | -0,26% | 0,08% |
| 20 | EUROBANK (LF) EQUITY - DYNAMIC POLISH FUND | 152.921,28 | -5,08% | -5,08% | 0,01% |

| | | | | | |
|----|---|---------------|--------|--------|-------|
| 21 | EUROBANK (LF) EQUITY - DYNAMIC ROMANIAN FUND | 130.501,59 | 20,26% | 20,26% | 0,01% |
| 22 | EUROBANK (LF) EQUITY - FLEXI STYLE GREECE FUND | 11.368.384,56 | 35,10% | 35,10% | 0,78% |
| 23 | EUROBANK (LF) EQUITY - TURKISH EQUITY FUND | 2.327.190,23 | 4,93% | 4,93% | 0,16% |
| 24 | EUROBANK (LF) EQUITY - TURKISH EQUITY FUND \$ | 694.586,61 | 24,15% | 24,15% | 0,05% |
| 25 | EUROBANK (LF) EQUITY-EMERGING EUROPE | 8.649.860,62 | 0,46% | 0,46% | 0,60% |
| 26 | EUROBANK (LF) EQUITY-GLOBAL EQUITIES | 8.407.230,36 | 3,55% | 3,55% | 0,58% |
| 27 | EUROBANK (LF) EQUITY-GREEK EQUITIES | 15.298.687,80 | 11,61% | 11,61% | 1,06% |
| 28 | EUROBANK (LF) EQUITY-INSTITUTIONAL PORT | 1.612.985,32 | 27,02% | 27,02% | 0,11% |
| 29 | EUROBANK (USD) (LF) EQUITY - GLOBAL EQUITIES FUND | 294.201,58 | 9,77% | 9,77% | 0,02% |
| 30 | EUROBANK Emerging Europe Μετοχικό Εξωτερικού | 3.708.249,58 | -0,67% | -0,67% | 0,26% |
| 31 | EUROBANK Global Equities Μετοχικό Εξωτερικού | 36.220.264,78 | 2,04% | 2,04% | 2,50% |
| 32 | EUROBANK Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού | 30.668.396,89 | 10,48% | 10,48% | 2,12% |
| 33 | EUROBANK I (LF) - DYNAMIC ROMANIAN FUND | 212.351,01 | 11,27% | 11,27% | 0,01% |
| 34 | EUROBANK I (LF) EQUITY - FLEXI STYLE GREECE FUND | 774.156,64 | 10,32% | 10,32% | 0,05% |
| 35 | EUROBANK I (LF) EQUITY-EMERGING EUROPE | 14.094.522,32 | 1,33% | 1,33% | 0,97% |
| 36 | EUROBANK I (LF) EQUITY-GLOBAL EQUITIES | 2.624.330,50 | 2,47% | 2,47% | 0,18% |
| 37 | EUROBANK I (LF) EQUITY-GREEK EQUITIES | 1.474.441,63 | 10,05% | 10,05% | 0,10% |
| 38 | EUROBANK ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ Μετοχικό Εσωτερικού | 3.839.095,85 | 9,38% | 9,38% | 0,27% |
| 39 | HSBC Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού | 38.153.539,26 | 10,11% | 10,11% | 2,63% |
| 40 | HSBC American Equity Μετοχικό Εξωτερικού | 8.615.053,97 | 4,48% | 4,48% | 0,59% |
| 41 | HSBC Αναδυομένων Αγορών Μετοχικό Εξωτερικού | 9.340.653,98 | 13,32% | 13,32% | 0,64% |

| | | | | | |
|----|---|---------------|--------|--------|-------|
| 42 | HSBC Πανευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού | 7.772.288,24 | 11,31% | 11,31% | 0,54% |
| 43 | ING A/K Μετοχικό Εσωτερικού | 56.413.963,02 | 8,39% | 8,39% | 3,90% |
| 44 | INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού | 36.028.254,68 | 12,74% | 12,74% | 2,49% |
| 45 | INTERAMERICAN (LF) Equity - Emerging Europe Fund | 2.403.450,21 | -0,59% | -0,59% | 0,17% |
| 46 | INTERAMERICAN (LF) Equity - Global Equities Fund | 1.703.731,76 | 6,52% | 6,52% | 0,12% |
| 47 | INTERAMERICAN (LF) Equity - Turkish Equity Fund | 1.573.515,62 | 62,33% | 62,33% | 0,11% |
| 48 | INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ. | 89.129.575,12 | 9,67% | 9,67% | 6,15% |
| 49 | INTERNATIONAL Ελληνικό Μετοχικό | 8.539.803,49 | 7,33% | 7,33% | 0,59% |
| 50 | Interamerican Αναπτυγμένων Αγορών Μετοχικό Εξωτερικού | 9.754.265,41 | 0,29% | 0,29% | 0,67% |
| 51 | Interamerican Νέα Ευρώπη Μετοχικό Εξωτερικού | 27.761.062,15 | -0,83% | -0,83% | 1,92% |
| 52 | MARFIN Emerging EMEA Μετοχικό | 2.259.699,79 | -5,68% | -5,68% | 0,16% |
| 53 | MARFIN Global Μετοχικό | 3.724.592,22 | -4,87% | -4,87% | 0,26% |
| 54 | MARFIN Ελληνικό Μετοχικό | 37.987.591,94 | 16,82% | 16,82% | 2,62% |
| 55 | MetLifeAlico Μετοχικό Δείκτη Υψηλής Κεφαλαιοποίησης Χρηματιστηρίου Αθηνών | 16.486.891,33 | 3,29% | 3,29% | 1,14% |
| 56 | Millennium America US Μετοχικό Εξωτερικού | 3.706.065,13 | -1,83% | -1,83% | 0,26% |
| 57 | MillenniumBlueChips Ελληνικό Μετοχικό | 11.045.143,64 | 9,78% | 9,78% | 0,76% |
| 58 | Millennium China Growth Μετοχικό Εξωτερικού | 2.886.290,64 | 20,09% | 20,09% | 0,20% |
| 59 | MillenniumEurozone Μετοχικό Εξωτερικού | 5.877.137,77 | 4,89% | 4,89% | 0,41% |
| 60 | Millennium Mid Cap Ελληνικό Μετοχικό | 10.774.962,54 | 12,04% | 12,04% | 0,74% |
| 61 | NBG INTERNATIONAL FUNDS SICAV/EUROPEAN ALLSTARS/A | 489.784,25 | 5,22% | 5,22% | 0,03% |
| 62 | NBG INTERNATIONAL FUNDS SICAV/EUROPEAN ALLSTARS/B | 29.775.286,57 | 4,94% | 4,94% | 2,06% |
| 63 | NBG INTERNATIONAL FUNDS SICAV/GLOBAL EQUITY/A | 379.672,96 | 2,93% | 2,93% | 0,03% |
| 64 | NBG INTERNATIONAL FUNDS SICAV/GLOBAL EQUITY/B | 46.279.665,52 | 3,55% | 3,55% | 3,20% |

| | | | | | |
|----|--|---------------|--------|--------|-------|
| 65 | NBGAM ETF Greece & Turkey 30 - Μετοχικό | 3.274.011,60 | 0,36% | 0,36% | 0,23% |
| 66 | NBGAM ETF Γενικός Δείκτης Χ.Α. - Μετοχικό Εσωτερικού | 3.007.269,51 | 8,28% | 8,28% | 0,21% |
| 67 | PIRAEUS INVEST - EUROPEAN EQUITY | 3.286.955,99 | 2,92% | 2,92% | 0,23% |
| 68 | PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού | 7.734.953,73 | 7,61% | 7,61% | 0,53% |
| 69 | PROTON Greek Recovery Fund Μετοχικό Εσωτερικού | 2.221.062,85 | 9,07% | 9,07% | 0,15% |
| 70 | ΑΤΕ EUROZONE Μετοχικό Εξωτερικού | 4.312.820,06 | 1,52% | 1,52% | 0,30% |
| 71 | ΑΤΕ US ΜΕΤΟΧΙΚΟ Εξωτερικού | 9.022.111,51 | 0,32% | 0,32% | 0,62% |
| 72 | ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ (ΜΕΣΑΙΑΣ & ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛ.) ΕΣΩΤ. | 2.010.560,51 | -1,86% | -1,86% | 0,14% |
| 73 | ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ | 41.868.469,09 | 6,79% | 6,79% | 2,89% |
| 74 | ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού | 8.081.425,97 | 5,22% | 5,22% | 0,56% |
| 75 | ΔΗΛΟΣ SmallCap (Μετοχικό Εσωτ.) | 49.268.308,09 | 11,11% | 11,11% | 3,40% |
| 76 | ΔΗΛΟΣ (BlueChips Μετοχικό Εσωτ.) | 87.636.380,65 | 9,16% | 9,16% | 6,05% |
| 77 | ΔΗΛΟΣ GLOBAL TITANS (Μετοχικό Εξωτερικού) | 25.084.860,58 | 0,29% | 0,29% | 1,73% |
| 78 | ΔΗΛΟΣ Πράσινη Ενέργεια Μετοχικό Εξωτερικού | 662.394,80 | 2,54% | 2,54% | 0,05% |
| 79 | ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ ΑΚ Μετοχικό Εσωτερικού | 132.414,09 | 7,01% | 7,01% | 0,01% |
| 80 | ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχικό Εσωτερικού | 55.906.520,50 | 7,85% | 7,85% | 3,86% |
| 81 | ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.) | 6.042.849,88 | 10,01% | 10,01% | 0,42% |
| 82 | ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ American Opportunities Μετοχικό Εξωτερικού | 882.178,49 | -1,41% | -1,41% | 0,06% |
| 83 | ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Emerging Markets Opportunities Μετοχικό Εξωτερικού | 1.525.069,49 | -6,39% | -6,39% | 0,11% |
| 84 | ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ European Opportunities Μετοχικό Εξωτερικού | 5.458.689,59 | 3,19% | 3,19% | 0,38% |
| 85 | ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Global Opportunities Μετοχικό Εξωτερικού | 5.781.592,07 | 4,18% | 4,18% | 0,40% |

| | | | | | |
|----|---|------------------|--------|--------|---------|
| 86 | Ελληνικό Μετοχικό Μεγάλης & Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης | 6.625.991,70 | 17,48% | 17,48% | 0,46% |
| 87 | ΚΥΠΡΟΥ Euro Equity Premium Μετοχικό | 2.390.763,06 | 3,58% | 3,58% | 0,17% |
| 88 | ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Μετοχικό Εσωτερικού | 13.275.865,69 | 8,50% | 8,50% | 0,92% |
| 89 | ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Δυναμικών Επιχειρήσεων Μετοχικό Εσωτερικού | 4.984.458,58 | 13,18% | 13,18% | 0,34% |
| 90 | ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού | 15.407.272,98 | 8,95% | 8,95% | 1,06% |
| 91 | Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Μετοχικό Εσωτερικού | 4.989.002,41 | 3,70% | 3,70% | 0,34% |
| 92 | Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Οικολογικό Μετοχικό Εξωτερικού | 1.231.960,86 | 1,97% | 1,97% | 0,09% |
| | ΣΥΝΟΛΑ | 1.448.292.031,98 | 7,73% | | 100,00% |

2.4 ΜΙΚΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Στον παρακάτω πίνακα παρατίθενται τα Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού και Εξωτερικού που διαχειρίζονται οι Ελληνικές ΑΕΔΑΚ. Παρατηρούμε ότι μεγαλύτερη θέση στην αγορά κατέχει η ΑΕΔΑΚ Ασφαλιστικών Οργανισμών με ποσοστό 51,33% και ακολουθούν η Εθνική Asset Management ΑΕΔΑΚ με ποσοστό 10,39% και η Alpha Asset Management ΑΕΔΑΚ με ποσοστό 9,16%. Σημειώνουμε ότι η αγορά Μικτών Αμοιβαίων Κεφαλαίων διακρίνεται από ολιγοπολιάκες τάσεις καθώς οι τρεις ανωτέρω αναφερόμενες διαχειρίστριες Αμοιβαίων Κεφαλαίων συγκεντρώνουν το 70,88% του συνολικού μεριδίου αγοράς.

| Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια 01/01/2013-31/01/2013 | | | | | |
|---|--|----------------|-------------|-----------------|----------------|
| Α/Α | | Ενεργητικά | | | Μερίδιο Αγοράς |
| | | 31/1/2013 | Δ% Περιόδου | Δ% από 1/1/2013 | |
| 1 | Α/Κ Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού | 485.596.979,09 | 11,75% | 11,75% | 51,33% |
| 2 | INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό | 23.629.202,25 | 11,38% | 11,38% | 2,50% |
| 3 | ALPHA Μικτό Εσωτερικού | 49.367.089,39 | 11,43% | 11,43% | 5,22% |

| | | | | | | |
|----|--|-----------------------|---------------|--------|--------|-------|
| 4 | T.T-ΕΛΤΑ Επενδυτών Εσωτερικού | Θεσμικών Μικτό | 838.775,55 | 11,37% | 11,37% | 0,09% |
| 5 | ΔΗΛΟΣ (Μικτό Εσωτ.) | | 45.069.370,61 | 10,49% | 10,49% | 4,76% |
| 6 | N.P Insurance Ποσειδών Εσωτερικού | Νέος Μικτό | 843.872,40 | 10,76% | 10,76% | 0,09% |
| 7 | Επαγγελματικό Οικονομολογών Εσωτερικού | Ταμείο Μικτό | 9.080.086,00 | 13,50% | 13,50% | 0,96% |
| 8 | ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ EUROINVEST Εσωτερικού | ΠΙΣΤΗ Μικτό | 2.209.040,55 | 8,34% | 8,34% | 0,23% |
| 9 | T.T-ΕΛΤΑ Εσωτερικού | Μικτό | 13.993.007,14 | 8,07% | 8,07% | 1,48% |
| 10 | PROTON Εσωτερικού | Μικτό | 885.945,22 | 7,73% | 7,73% | 0,09% |
| 11 | INTERLIFE Εσωτερικού | Μικτό | 5.849.556,19 | 7,24% | 7,24% | 0,62% |
| 12 | ALLIANZ Εσωτερικού | Μικτό | 8.483.373,82 | 7,24% | 7,24% | 0,90% |
| 13 | ALLIANZ (Unit Linked) | Μικτό Εσωτε. | 27.479.847,22 | 7,27% | 7,27% | 2,90% |
| 14 | ΔΗΛΟΣ (Μικτό Εσωτ.) | Συλλογικό | 34.347.919,71 | 6,37% | 6,37% | 3,63% |
| 15 | ALPHA EUROSTAR Εσωτερικού | TRUST Μικτό | 8.822.357,97 | 6,14% | 6,14% | 0,93% |
| 16 | ΔΗΛΟΣ Σύνταξης- Εσωτερικού | Επικουρικής Μικτό | 13.734.424,75 | 6,44% | 6,44% | 1,45% |
| 17 | ΠΕΙΡΑΙΩΣ Εσωτερικού | Α/Κ Μικτό | 5.603.905,33 | 6,30% | 6,30% | 0,59% |
| 18 | ΠΕΙΡΑΙΩΣ Επενδυτών Εσωτερικού | Α/Κ Θεσμικών Μικτό | 482.904,22 | 5,56% | 5,56% | 0,05% |

| | | | | | |
|----|---|----------------|---------|---------|-------|
| 19 | ING A/K | 8.178.416,52 | 5,26% | 5,26% | 0,86% |
| 20 | ΠΕΙΡΑΙΩΣ A/K Ασφαλιστικών Φορέων Μικτό Εσωτερικού | 604.050,17 | 5,49% | 5,49% | 0,06% |
| 21 | ΔΗΛΟΣ ΠΕΤ ΟΤΕ Μικτό Εσωτερικού | 8.805.982,73 | 2,84% | 2,84% | 0,93% |
| 22 | ΑΤΕ Μικτό Εσωτερικού | 198.521.753,75 | 3,93% | 3,93% | 2,06% |
| 23 | ΒΕΤΑ GLOBAL Μικτό Εσωτερικού | 2.894.796,51 | 6,27% | 6,27% | 0,31% |
| 24 | INTERNATIONAL Μικτό | 3.980.018,57 | 2,17% | 2,17% | 0,425 |
| 25 | ΔΗΛΟΣ Στρατηγικών Τοποθετήσεων-Μικτό Εσωτερικού | 30.618.005,83 | 0,88% | 0,88% | 3,24% |
| 26 | ΑΛΛΗΛΟΒΟΗΘΕΙΑΣ Μικτό εσωτερικού | 360.598,86 | -11,29% | -11,29% | 0,04% |
| 27 | ALICO Μικτό Εξωτερικού | 15.744.623,56 | 0,19% | 0,19% | 1,66% |
| 28 | ΚΥΠΡΟΥ Euro Balancrd Premium Μικτό | 3.818.817,98 | 3,04% | 3,04% | 0,405 |
| 29 | HSBC Μικτό Αμοιβαίο Κεφάλαιο | 9.923.141,81 | 5,85% | 5,85% | 1,05% |
| 30 | ΑΤΤΙCA Μικτό Εσωτερικού | 22.452.996,73 | 0,51% | 0,51% | 2,37% |
| 31 | ALPHA Global Allocation Μικτό | 37.061.388,55 | -0,03% | -0,03% | 3,92% |
| 32 | ΑΤΕ ΜΙΚΤΟ Εξωτερικού | 37.940.812,61 | 0,15% | 0,15% | 4,01% |
| 33 | PRELIUM B (LF) TOTAL RETURN | 1.127.800,48 | 0,03% | 0,03% | 0,12% |
| 34 | PRELIUM A (LF) TOTAL RETURN | 23.231.630,25 | -3,20% | -3,20% | 0,24% |
| 35 | ΕΠΙΚΟΥΡΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ Μικτό Εσωτερικού | 4.395.136,56 | -0,35% | -0,35% | 0,46% |
| | ΣΥΝΟΛΑ | 945.977.628,88 | 8,56% | | 100% |

2.5 ΣΥΝΘΕΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Στον παρακάτω πίνακα παρατίθενται τα Σύνθετα Αμοιβαία Κεφάλαια που χειρίζονται οι ελληνικές ΑΕΔΑΚ. Όπως παρατηρούμε, η αγορά των Σύνθετων Αμοιβαίων Κεφαλαίων διακρίνεται από μονοπωλιακές τάσεις καθώς η Eurobank Asset Management ΑΕΔΑΚ συγκεντρώνει το 79,11% του συνολικού μεριδίου αυτής της αγοράς παρέχοντας στους επενδυτές μια ευρεία γκάμα Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Παρατηρούμε, επίσης, ότι σε αυτή την αγορά δραστηριοποιούνται μόνο τρεις από τις ελληνικές ΑΕΔΑΚ, ήτοι η Eurobank Asset Management ΑΕΔΑΚ, η Alpha Asset Management ΑΕΔΑΚ και η Εθνική Asset Management ΑΕΔΑΚ.

| Σύνθετα Αμοιβαία Κεφάλαια 01/01/2013 - 31/01/2013 | | | | | |
|---|---|---------------|----------------|--------------------|-------------------|
| | | Ενεργητικά | | | |
| A/A | | 31/1/2013 | Δ% Περίοδου | Δ% από 1/1/2013 | Μερίδιο Αγοράς |
| 1 | ALPHA Bancassurance EE100 ΣύνθετοΑΚ | 24.771.898,16 | 5,78% | 5,78% | 2,88% |
| 2 | ALPHA Bancassurance EE101 ΣύνθετοΑΚ | 13.354.186,46 | 8,92% | 8,92% | 1,55% |
| 3 | ALPHA Best of Strategies ΣύνθετοΑμοιβαίοΚεφάλ αιο | 23.851.453,29 | 1,68% | 1,68% | 2,78% |
| 4 | ALPHA ΑΝΩ Σύνθετο ΑΚ | 27.290.888,09 | 5,73% | 5,73% | 3,18% |
| 5 | BANCPPOST (LF) SPECIAL PURPOSE EQUITY FORMULA BONUS (RON) FUND | 1.157.452,30 | 2,06% | 2,06% | 0,13% |
| 6 | EUROBANK (LF) ABSOLUTE RETURN | 22.384.717,97 | 4,12% | 4,12% | 2,61% |
| 7 | EUROBANK (LF) ABSOLUTE RETURN II | 9.129.216,79 | 1,50% | 1,50% | 1,06% |
| 8 | EUROBANK (LF) SPECIAL PURP ALL WEATHER | 1.609.331,99 | -0,28% | -0,28% | 0,19% |
| 9 | EUROBANK (LF) SPECIAL PURP BLUE CHIPS PROTECT FUND | 160.049,73 | -49,01% | -49,01% | 0,02% |
| 10 | EUROBANK (LF) SPECIAL PURP DBLE CLICK | 5.637.623,14 | -3,50% | -3,50% | 0,66% |
| 11 | EUROBANK (LF) SPECIAL PURPOSE - 6% Equity Formula \$ Fund | 23.278.810,46 | 0,87% | 0,87% | 2,71% |

| | | | | | |
|----|--|----------------|---------|---------|--------|
| 12 | EUROBANK (LF) SPECIAL PURPOSE - 8% Equity Formula € Fund | 45.992.743,36 | 6,17% | 6,17% | 5,35% |
| 13 | EUROBANK (LF) SPECIAL PURPOSE - ALL WEATHER PLUS | 125.448.392,47 | -8,29% | -8,29% | 14,60% |
| 14 | EUROBANK (LF) SPECIAL PURPOSE CLICK | 3.577.579,66 | 1,76% | 1,76% | 0,42% |
| 15 | EUROBANK (LF) SPECIAL PURPOSE GREEK MAX 50 | 626.417,26 | -9,15% | -9,15% | 0,07% |
| 16 | EUROBANK (LF) Special Purpose Equity Formula Bonus I | 4.883.481,09 | -0,25% | -0,25% | 0,57% |
| 17 | EUROBANK (LF) Special Purpose Equity Formula Bonus II | 8.873.402,25 | -1,68% | -1,68% | 1,03% |
| 18 | EUROBANK AllWeather Σύνθετο | 38.678.178,50 | -1,58% | -1,58% | 4,50% |
| 19 | EUROBANK Click Σύνθετο | 105.012.416,28 | 0,64% | 0,64% | 12,22% |
| 20 | EUROBANK DoubleClick Σύνθετο | 48.863.248,81 | -1,36% | -1,36% | 5,69% |
| 21 | EUROBANK I (LF) - SPECIAL PURPOSE DUAL FORMULA | 42.492.420,40 | -2,82% | -2,82% | 4,95% |
| 22 | EUROBANK I (LF) ABSOLUTE RETURN | 856.923,03 | 0,75% | 0,75% | 0,10% |
| 23 | EUROBANK I (LF) ABSOLUTE RETURN II | 557.735,08 | 1,40% | 1,40% | 0,06% |
| 24 | EUROBANK I (LF) SP Best Performers | 24.399.966,04 | 0,58% | 0,58% | 2,84% |
| 25 | EUROBANK I (LF) SP PURP BLUE CHIPS PROTECT II | 49.543.780,83 | -1,88% | -1,88% | 5,77% |
| 26 | EUROBANK I (LF) SPECIAL PURP BLUE CHIPS PROTECT FUND | 18.637.310,41 | -62,13% | -62,13% | 2,17% |
| 27 | EUROBANK I (LF) SPECIAL PURPOSE - ALL WEATHER | 567.818,94 | -0,19% | -0,19% | 0,07% |
| 28 | EUROBANK I (LF) SPECIAL PURPOSE - ALL WEATHER PLUS | 863.867,03 | -0,55% | -0,55% | 0,10% |
| 29 | EUROBANK I (LF) SPECIAL PURPOSE - CLICK | 676.167,96 | 1,15% | 1,15% | 0,08% |
| 30 | EUROBANK I (LF) SPECIAL PURPOSE - DOUBLE | 706.626,94 | -0,19% | -0,19% | 0,08% |

| | | | | | |
|----|--|----------------|--------|--------|---------|
| | CLICK | | | | |
| 31 | EUROBANK I (LF) SPECIAL PURPOSE BLUE CHIPS PROTECT III | 37.343.332,60 | -2,17% | -2,17% | 4,35% |
| 32 | EUROBANK I (LF) SPECIAL PURPOSE GREEK MAX 50 | 276.422,70 | 0,09% | 0,09% | 0,03% |
| 33 | EUROBANK Win-Win Σύνθετο | 38.636.371,58 | -1,23% | -1,23% | 4,50% |
| 34 | INTERAMERICAN (LF) SPECIAL PURPOSE GREEK MAX 50 | 2.176.179,00 | -2,22% | -2,22% | 0,25% |
| 35 | INTERAMERICAN DoubleClick Σύνθετο | 13.405.956,45 | -1,04% | -1,04% | 1,56% |
| 36 | POLBANK (LF) SPECIAL PURPOSE-EUR/PLN-FX FORMULA FUND | 4.739.382,09 | -5,41% | -5,41% | 0,55% |
| 37 | ΔΗΛΟΣ DELTA Bonus - Σύνθετο Αμοιβαίο Κεφάλαιο | 88.773.243,34 | 1,29% | 1,29% | 10,33% |
| | ΣΥΝΟΛΑ | 859.234.992,48 | -4,18% | | 100,00% |

2.6 FUNDS OF FUNDS

Οι παρακάτω πίνακες παρουσιάζουν τα FundsofFunds Αμοιβαία Κεφάλαια των ελληνικών ΑΕΔΑΚ, τα οποία διακρίνονται σε τρεις κατηγορίες, μετοχικά, μικτά και ομολογιακά. Παρατηρούμε ότι ηγετική θέση κατέχει η Eurobank Asset Management ΑΕΔΑΚ με συνολικό ποσοστό και από τις τρίτες κατηγορίες περίπου 70% και ακολουθεί η Alpha Asset Management με συνολικό ποσοστό περίπου 39%. Παρατηρούμε ότι και σε αυτή την περίπτωση, η αγορά χαρακτηρίζεται από ολιγοπωλιακές τάσεις.

| FundsofFunds Μετοχικά 01/01/2013 - 31/01/2013 | | | | | |
|---|--|---------------|-------------|-----------------|----------------|
| | | Ενεργητικά | | | |
| A/A | | 31/1/2013 | Δ% Περίοδου | Δ% από 1/1/2013 | Μερίδιο Αγοράς |
| 1 | MARFIN Θεσμικών Χαρτοφυλακίων EuroHedgedFundofFunds Μετοχικό | 20.060.962,97 | 4,45% | 4,45% | 6,15% |
| 2 | ΠΕΙΡΑΙΩΣ Fund of Funds Μετοχικό | 2.466.886,72 | -1,19% | -1,19% | 0,76% |
| 3 | ALICO Fund of Funds | 10.555.773,73 | 3,50% | 3,50% | 3,24% |

| | | | | | |
|----|--|---------------|--------|--------|--------|
| | Μετοχικό | | | | |
| 4 | ALPHA Fund of Funds Cosmos Stars USA ΜετοχικόΕξωτερικού | 20.849.356,17 | 3,13% | 3,13% | 6,40% |
| 5 | ALPHA Fund of Funds Cosmos Stars Europe ΜετοχικόΕξωτερικού | 34.678.288,07 | 2,44% | 2,44% | 10,64% |
| 6 | ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS Best Red Fund of Funds Μετοχικό | 15.138.720,92 | 0,31% | 0,31% | 4,64% |
| 7 | EUROBANK I (LF) FUND OF FUNDS-EQUITY BLEND | 11.696,56 | 2,56% | 2,56% | 0,00% |
| 8 | EUROBANK (LF) FUND OF FUNDS-EQUITY BLEND | 35.689.083,22 | 2,11% | 2,11% | 10,95% |
| 9 | EUROBANK (USD) (LF) FUND OF FUNDS - EQUITY BLEND | 284.106,85 | 36,06% | 36,06% | 0,09% |
| 10 | EUROBANK Equity Blend Fund of Funds Μετοχικό | 29.856.681,68 | 0,98% | 0,98% | 9,16% |
| 11 | INTERAMERICAN (LF) Fund of Funds - New Frontiers | 1.096.370,23 | 11,55% | 11,55% | 0,34% |
| 12 | EUROBANK (USD) (LF) FUND OF FUNDS - NEW FRONTIERS | 300.886,18 | 14,56% | 14,56% | 0,09% |
| 13 | EUROBANK (LF) FUND OF FUNDS - NEW FRONTIERS | 2.793.236,20 | -3,37% | -3,37% | 0,86% |
| 14 | MARFIN Premium Selection Fund of Funds Μετοχικό | 4.771.484,58 | -2,67% | -2,67% | 1,46% |
| 15 | ATEΜετοχικό Global Fund of Funds | 4.820.627,92 | 1,62% | 1,62% | 1,48% |
| 16 | S&B ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΟ Global Fund of Funds Μετοχικό | 7.331.191,22 | 4,60% | 4,60% | 2,25% |
| 17 | ALPHA Fund of Funds Cosmos Stars BRIC ΜετοχικόΕξωτερικού | 17.176.602,97 | 0,25% | 0,25% | 5,27% |
| 18 | EUROBANK I (LF) FUND OF FUNDS - BRIC | 14.413.033,69 | 0,94% | 0,94% | 4,42% |
| 19 | EUROBANK (USD) (LF) FUND OF FUNDS - BRIC | 343.403,87 | 20,10% | 20,10% | 0,11% |
| 20 | EUROBANK (LF) FUND OF FUNDS - BRIC | 23.110.284,49 | 2,76% | 2,76% | 7,09% |

| | | | | | |
|----|--|----------------|--------|--------|---------|
| 21 | INTERAMERICAN (LF) FUNDS OF FUNDS BRIC | 18.913.249,10 | -1,99% | -1,99% | 5,80% |
| 22 | ALPHA Fund of Funds Cosmos Stars Silk Route Asia ΜετοχικόΕξωτερικού | 40.856.476,91 | -0,42% | -0,42% | 12,53% |
| 23 | EUROBANK (LF) FUND OF FUNDS - REAL ESTATE \$ | 939.186,38 | -2,36% | -2,36% | 0,29% |
| 24 | INTERAMERICAN (LF) FUND OF FUNDS - REAL ESTATE | 797.101,68 | 4,19% | 4,19% | 0,24% |
| 25 | EUROBANK (LF) FUND OF FUNDS - REAL ESTATE | 2.104.525,02 | -1,28% | -1,28% | 0,65% |
| 26 | ALICO FundofFunds Εμπορευματικών Αξιών | 1.659.686,41 | -2,79% | -2,79% | 0,51% |
| 27 | ALPHA FoFs Cosmos Stars Commodities ΜετοχικόΕξωτερικού | 13.758.594,28 | -1,58% | -1,58% | 4,22% |
| 28 | Millennium Αναδυόμενων Αγορών FundofFunds Μετοχικό | 1.167.512,96 | -3,71% | -3,71% | 0,36% |
| | ΣΥΝΟΛΑ | 325.945.010,98 | 1,27% | | 100,00% |

| FundsofFunds Μικτά 01/01/2013 - 31/01/2013 | | | | | |
|--|---|---------------|----------------|--------------------|----------------|
| | | Ενεργητικά | | | |
| A/A | | 31/1/2013 | Δ% Περίοδου | Δ% από 1/1/2013 | Μερίδιο Αγοράς |
| 1 | Millennium Fund of Funds Μικτό | 12.898.882,43 | 8,83% | 8,83% | 7,62% |
| 2 | ALICO Fund of Funds Μικτό | 660.140,37 | 0,59% | 0,59% | 0,39% |
| 3 | ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS Best Yellow Fund of Funds Μικτό | 26.759.763,10 | 0,78% | 0,78% | 15,81% |
| 4 | ΠΕΙΡΑΙΩΣ Fund of Funds Μικτό | 3.572.273,32 | 0,09% | 0,09% | 2,11% |
| 5 | EUROBANK I (LF) FUND OF FUNDS - BALANCED BLEND | 2.074.969,87 | 1,08% | 1,08% | 1,23% |
| 6 | EUROBANK Balanced Blend Fund of Funds Μικτό | 20.934.896,55 | 0,75% | 0,75% | 12,37% |
| 7 | EUROBANK (USD) (LF) FUND OF FUNDS - BALANCED BLEND | 1.629.654,83 | 4,86% | 4,86% | 0,96% |

| | | | | | |
|----|--|----------------|--------|--------|---------|
| 8 | EUROBANK (LF) FUND OF FUNDS - BALANCED BLEND | 31.741.200,05 | 2,56% | 2,56% | 18,76% |
| 9 | MARFIN Universal Strategy Fund of Funds Μικτό | 1.167.641,68 | -0,09% | -0,09% | 0,69% |
| 10 | ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS Best Green Fund of Funds Μικτό | 62.901.431,91 | 0,77% | 0,77% | 37,17% |
| 11 | ΚΥΠΡΟΥ Fund of Funds Μικτό | 1.715.204,69 | -9,65% | -9,65% | 1,01% |
| 12 | MARFIN Global Strategy Fund of Funds Μικτό | 1.462.579,53 | -0,22% | -0,22% | 0,86% |
| 13 | Attica Dynamic Asset Allocation Fund of Funds Μικτό | 1.691.165,35 | -1,74% | -1,74% | 1,00% |
| | ΣΥΝΟΛΑ | 169.209.803,68 | 1,54% | | 100,00% |

FundsofFunds Ομολογιακά 01/01/2013 - 31/01/2013

| | | Ενεργητικά | | | |
|-----|---|---------------|----------------|--------------------|----------------|
| A/A | | 31/1/2013 | Δ% Περίοδου | Δ% από 1/1/2013 | Μερίδιο Αγοράς |
| 1 | ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS Best Blue Fund of Funds Ομολογιακό | 7.623.877,06 | -0,10% | -0,10% | 41,70% |
| 2 | MARFIN Euro Global Bond Fund of Funds Ομολογιακό | 5.700.817,04 | 0,22% | 0,22% | 31,18% |
| 3 | EUROBANK I (LF) FoF - Dynamic Fixed Income | 1.288.605,03 | -0,73% | -0,73% | 7,05% |
| 4 | ΠΕΙΡΑΙΩΣ Fund of Funds Ομολογιακό | 1.767.692,81 | -1,20% | -1,20% | 9,67% |
| 5 | MARFIN USD Global Bond Fund of Funds Ομολογιακό | 1.900.883,53 | -0,77% | -0,77% | 10,40% |
| | ΣΥΝΟΛΑ | 18.281.875,47 | -0,22% | | 100,00% |

3. ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΑΓΟΡΑΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΤΟ 2012

Βάσει του Δελτίου Τύπου για το 2012 που εξέδωσε η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών στις 15.01.2013, στην αγορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων το συνολικό ύψος των υπό διαχείριση κεφαλαίων παρουσίασε αύξηση της τάξης του 13,74% ενώ οι συνολικές εκροές περιορίστηκαν ιδιαίτερα σε σχέση με το 2011 κατά ποσοστό 76% με μεγαλύτερες εκροές στις κατηγορίες των Αμοιβαίων Κεφαλαίων Χρηματαγοράς Βραχυπρόθεσμης Διάρκειας και Σύνθετων Ειδικού Τύπου.

Αναφορικά με τις αποδόσεις, αυτές διαμορφώθηκαν θετικά σε όλες τις επιμέρους κατηγορίες. Υψηλότερες μέσες αποδόσεις ανά κατηγορία είχαν τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Ελλάδας με 43,98%, τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Δείκτη με 35,52%, τα Σύνθετα Αμοιβαία Κεφάλαια Ειδικού Τύπου με 25,94% και τα Μετοχικά Αναπτυσσομένων Αγορών με 23,29%. Σημειώνουμε ότι για τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Ελλάδας τα 30 από τα 38 υπεραπόδοσαν σε σχέση με το Γενικό Δείκτη του ΧΑΑ, ο οποίος ανήλθε στα 33,43%, έως και 43 ποσοστιαίες μονάδες, με αποδόσεις από 33,69% έως 76,46%.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια αποτελούν ένα άκρως ελκυστικό επενδυτικό εργαλείο καθώς συγκεντρώνουν ένα μεγάλο αριθμό πλεονεκτημάτων με σημαντικότερο, ίσως, όλων το γεγονός ότι διέπονται από ένα αυστηρό θεσμικό πλαίσιο που παρέχει διαφάνεια ως προς τις επιμέρους επενδύσεις του ενεργητικού και τον τρόπο λειτουργίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Επίσης, προσφέρεται μια ευρεία γκάμα Αμοιβαίων Κεφαλαίων, η οποία μπορεί να ικανοποιήσει τις ανάγκες όλων των επενδυτών ανάλογα με τον κίνδυνο που είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν και την απόδοση που επιθυμούν να αποκομίσουν.

Η ταχεία εξάπλωση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων αύξησε το ενδιαφέρον των μελετητών για την αξιολόγηση της επίδοσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Η αξιολόγηση της επίδοσης παρουσιάζει τεράστιο ενδιαφέρον τόσο σε μικροοικονομικό όσο και σε μακροοικονομικό επίπεδο. Από κοινωνικής άποψης πρέπει να γνωρίζουμε εάν οι διαχειριστές, ως ομάδα, προσθέτουν αξία στα χαρτοφυλάκια τα οποία διαχειρίζονται ή προκαλούν σπατάλη πόρων μέσω του υψηλού κόστους χρηματιστηριακών συναλλαγών που δημιουργεί η συνεχής επαγγελματική διαχείριση που διενεργούν. Σε μικροοικονομικό επίπεδο είναι πολύ σημαντικό για έναν μεμονωμένο επενδυτή που τοποθετεί τα κεφάλαιά του στην επαγγελματική διαχείριση να αξιολογεί την επίδοση του Α/Κ που επέλεξε ως προς τα υπόλοιπα της κατηγορίας του. Τέλος η επιτυχής ή μη διαχείριση του Α/Κ επηρεάζει σαφέστατα και την αμοιβή του διαχειριστή.

Η αξιολόγηση της επίδοσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, φυσικά, δεν είναι ένα σύγχρονο αντικείμενο μελέτης αλλά ένα θέμα που έχει απασχολήσει τους μελετητές κατά το παρελθόν και έχουν δημοσιευτεί πλήθος ερευνών, οι οποίες εστιάζουν στα διαφορετικά υποδείγματα μέτρησης της επίδοσης, στην ακρίβεια και στη σταθερότητα των αποτελεσμάτων τους καθώς και στις επιδόσεις Αμοιβαίων Κεφαλαίων που διαπραγματεύονται σε συγκεκριμένες αγορές.

Η Μέθοδος Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων, το γνωστό CAPM, είναι το υπόδειγμα που ανέπτυξαν οι JackTreynor (1969,1962), WilliamSharpe (1964), JohnLintner (1965) και JanMossin(1966) και έχει χρησιμοποιηθεί ως υπόβαθρο για έναν μεγάλο αριθμό μέτρων που αναπτύχθηκαν στην πορεία. Το CAPM συσχετίζει την απόδοση ενός αξιόγραφου ή ενός χαρτοφυλακίου με την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς ενώ ως μέτρο

μέτρησης συστηματικού κινδύνου λαμβάνει το συντελεστή β του αξιόγραφου ή του χαρτοφυλακίου.

Η έννοια της Γραμμής της Κεφαλαιαγοράς (CapitalMarketLine) αποτέλεσε τη βάση για να ανεπτυχθεί ο δείκτης του Sharpe (1966) και ο δείκτης των Treynor και Blake (1973), που θεωρούσαν ως μέτρο μέτρησης κινδύνου την τυπική απόκλιση των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου. Από την άλλη, βάσει της έννοιας της Γραμμής των Αξιογράφων (SecurityMarketLine), αναπτύχθηκε ο δείκτης Jensen's α (1968), ο οποίος λαμβάνοντας υπ' όψιν ιστορικές παρατηρήσεις του μακροοικονομικού περιβάλλοντος, όπως αυτό αντικατοπτρίζεται στα επιτόκια και στο δείκτη του χρηματιστηρίου, εξετάζει τη στατιστική σημαντικότητα της απόδοσης του εξεταζόμενου Αμοιβαίου Κεφαλαίου να διαφοροποιείται από την απόδοση ενός αξιόγραφου χωρίς κίνδυνο και την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Περαιτέρω, αναπτύχθηκαν ο δείκτης του Treynor (1966), ο οποίος μαθηματικά ορίζεται ως το πηλίκο του δείκτη α και του συντελεστή βήτα του χαρτοφυλακίου καθώς και ο δείκτης InformationRatio, ο οποίος μαθηματικά ορίζεται ως το πηλίκο του δείκτη α και της τυπικής απόκλισης του χαρτοφυλακίου.

Άλλες προσπάθειες ανάπτυξης μονοπαραγοντικών υποδειγμάτων για την μέτρηση της επίδοσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων πραγματοποιήθηκαν από τον Fama (1972), τους Treynor και Mazuy (1966) και τους Henriksson και Merton (1981). Πιο πρόσφατα και συγκεκριμένα το 1997 οι Modigliani και Modigliani ανέπτυξαν ένα μέτρο, το οποίο, βελτιώνοντας το SharpeRatio, μετρούσε και την επίδραση της μόχλευσης στην επίδοση του χαρτοφυλακίου. Άλλοι ερευνητές που καταπιάστηκαν με την μέτρηση της επίδοσης χαρτοφυλακίων είναι οι Young (1991), Sortino και VanderMeer (1991), Burke (1994), Kestner (1996), Sortino, VanderMeer και Paltinga (1999), Dowd (2000), Gregoriou και Gueyie (2003), Shadwick και Keating (2002), Kaplan και Knowles (2004), Agarwal και Naik (2004).

Τα μέτρα που αναπτύχθηκαν από τους τελευταίους αποτέλεσαν μια προσπάθεια να μετρηθεί η επίδοση επενδύσεων, οι αποδόσεις των οποίων δεν ακολουθούσαν την κανονική κατανομή. Συγκεκριμένα, οι Brooks και Kat (2002), Mahdavi (2004), Sharma (2004) κ.α απέδειξαν σε μελέτες τους ότι ο δείκτης SharpeRatio, που αποτελεί τον πιο ευρέως χρησιμοποιούμενο δείκτη μέτρησης της επίδοσης χαρτοφυλακίων, δεν επαρκεί για την μέτρηση της επίδοσης των hedgefunds και άλλων εναλλακτικών μορφών επένδυσης, οι αποδόσεις των οποίων δεν ακολουθούν την κανονική κατανομή. Υποστηρίχθηκε ότι ο δείκτης

του Sharpe οδηγούσε σε υποεκτίμηση του κινδύνου και σε υπερεκτίμηση της επίδοσης. Τα νέα μέτρα που αναπτύχθηκαν δε ελάμβαναν υπ' όψιν τους μέτρα κινδύνου, όπως η τυπική απόκλιση ή η διακύμανση, αλλά μετρούσαν την πιθανότητα αποκόμισης ζημιάς ή κέρδους.

Ωστόσο, σε μια πρόσφατη έρευνά τους οι Eling και Schuhmacher (2007), χρησιμοποιώντας ως δείγμα τα δεδομένα 2.763 hedgefunds, συνέκριναν τα αποτελέσματα του δείκτη Sharpe Ratio με τους άλλους δείκτες και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η κατάταξη που προέκυψε βάσει του Sharpe Ratio δε διέφερε από την αντίστοιχη των νέων δεικτών. O Eling (2008) διεύρυνε την ανωτέρω έρευνα. Χρησιμοποίησε ως δείγμα τα δεδομένα 38.954 επενδυτικών κεφαλαίων σε hedgefunds και σε άλλες επτά κατηγορίες ενεργητικού για την περίοδο 1996-2005 και κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η επιλογή ενός μέτρου μέτρησης της επίδοσης δεν είναι σημαντικό στην περαιτέρω αξιολόγηση της επιμέρους επένδυσης. Περαιτέρω, διαπίστωσε, τόσο από θεωρητική όσο και από πρακτική σκοπιά, ότι ο δείκτης Sharpe Ratio είναι ευρέως γνωστός και κατανοητός ενώ είναι συνεπής με την συνάρτηση αναμενόμενης χρησιμότητας και, ως εκ τούτου, είναι το καταλληλότερο μέτρο μέτρησης της επίδοσης τόσο των απλών Αμοιβαίων Κεφαλαίων όσο και των πιο σύνθετων μορφών επένδυσης.

Ωστόσο, δεν ήταν η μοναδική μελέτη που έθεσε υπό αμφισβήτηση την ικανότητα του δείκτη Sharpe. Οι Chen και Knez (1996) πρότειναν στην ανάλυσή τους τις ποιότητες που πρέπει να έχει ένα μέτρο μέτρησης της επίδοσης προκειμένου να θεωρηθεί αποδεκτό. Συγκριμένα, υποστήριξαν ότι το μέτρο θα πρέπει να τηρεί το Νομό της Μιας και Μοναδικής Τιμής στην αγορά αξιόγραφων και ότι θα πρέπει 1. να προσδίδει μηδενική επίδοση σε κάθε χαρτοφυλάκιο αναφοράς, δηλαδή σε κάθε χαρτοφυλάκιο που βρίσκεται σε κατάσταση ισορροπίας κάνοντας χρήση της κοινής πληροφόρησης, 2. να είναι γραμμικό, 3. να είναι συνεχές και 4. να είναι μη τετριμμένο, δηλαδή εάν σε κάποιο αξιόγραφο είναι μη μηδενική η διαφορά ανάμεσα στην πραγματοποιηθείσα απόδοση και στην αναμενόμενη, τότε το αξιόγραφο παράγει και μη μηδενική επίδοση. Στην μελέτη τους υποστήριξαν ότι ο δείκτης του Sharpe δεν εκπληρώνει την πρώτη και δεύτερη προϋπόθεση καθώς ένα δείκτης που είναι γραμμικός συνδυασμός των στοιχείων του δεν είναι ίσος με τον γραμμικό συνδυασμό των δεικτών. Παραδέχονται, όμως, ότι ο δείκτης του Sharpe, όντας ανεξάρτητος από τις παραμετροποιήσεις των υποδειγμάτων αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων και συνεπής με την συνάρτηση αναμενόμενης χρησιμότητας, είναι ένα αποδεκτό μέτρο για τις περιπτώσεις που είναι εφαρμόσιμο, εκ μέρους των επενδυτών, το πλαίσιο μέσης τιμής-διακύμανσης. Οι

Chen και Knez, ωστόσο, υποστήριξαν ότι, βάσει των κριτηρίων τους, αποδεκτοί δεν είναι και οι δείκτες Treynor Ratio και Information Ratio καθώς παραβιάζουν τη συνθήκη της γραμμικότητας. Κατ' αυτούς οι δείκτες που πληρούν τις κατάλληλες προϋποθέσεις είναι το άλφα του Jensen, το υπόδειγμα των Connor και Korajczyk (1986), το υπόδειγμα των Grinblatt και Titman και το υπόδειγμα των Glosten και Jagannathan (1994).

Ο Georges Hübner (2005) αντιτίθεται στην ανωτέρω μελέτη των Chen και Knez προτείνοντας μια περισσότερο πραγματιστική ανάλυση αναφορικά με τα χαρακτηριστικά του κατάλληλου μέτρου αξιολόγησης της επίδοσης αξιόγραφων. Συγκεκριμένα, διατείνεται ότι το κατάλληλο μέτρο μέτρησης της επίδοσης ενός χαρτοφυλακίου θα πρέπει να επιδεικνύει μονοτονικότητα και να μειώνεται σε σχέση με τον κίνδυνο που εμπεριέχει το χαρτοφυλάκιο και να αυξάνεται σε σχέση με την απόδοση. Επίσης, θα πρέπει να είναι αμετάβλητο ως προς την μόχλευση, όπως αυτή μελετήθηκε από τους Modigliani και Pogue (1974) και να εμπεριέχει ένα χαρτοφυλάκιο αναφοράς με μηδενική επίδοση. Διαμείφθηκε και εκείνος ότι οι πιο ευρέως διαδεδομένοι δείκτες μέτρησης της επίδοσης αποκλίνουν από τις ανωτέρω προϋποθέσεις, συμπεριλαμβάνοντας σε αυτούς και το άλφα του Jensen.

Πέρα από τα μονοπαραγοντικά υποδείγματα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων, αναπτύχθηκαν και πολυπαραγοντικά υποδείγματα ως πιο πληρέστερα επί των διαφόρων παραγόντων που επηρεάζουν την επίδοση ενός χαρτοφυλακίου. Μερικά από αυτά είναι το Arbitrage Pricing Theory που προτάθηκε από τον Ross (1976), το υπόδειγμα των Jobson και Korkie (1984) και Connor και Korajczyk (1986), το οποίο ήταν αντίστοιχο των μέτρων του Jensen (1968) και των Treynor και Blake (1973). Επίσης, ο Sharpe (1992, 1994) ανέπτυξε προϋποθέσεις κάτω από τις οποίες μπορεί ο δείκτης του Sharpe Ratio να εφαρμοστεί και σε πολυπαραγοντικά υποδείγματα.

Περαιτέρω, το 2005 ο Georges Hübner παρουσίασε μια μελέτη σχετικά με την διεύρυνση του δείκτη του Treynor σε πολυπαραγοντική μορφή. Ο νέος δείκτης ονομάζεται Generalized Treynor Ratio και διατηρεί τις γεωμετρικές και αναλυτικές ιδιότητες του Treynor Ratio. Ο Hübner σε όλη την μελέτη του παρουσιάζει τα μειονεκτήματα των ευρέως χρησιμοποιούμενων μέτρων αξιολόγησης της επίδοσης και καταλήγει στο συμπέρασμα ότι ο νέος δείκτης παράγει πιο σταθερά και ακριβή αποτελέσματα ως προς την κατάταξη των χαρτοφυλακίων, βάσει της επίδοσης, σε σχέση με τον δείκτη του Jensen και το Information Ratio αναγνωρίζοντας ότι χρειάζονται αρκετές μελέτες τόσο σε θεωρητικό όσο

και σε πρακτικό επίπεδο προκειμένου το νέο μέτρο να μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων.

Επιπλέον, οι Famakai French (1993) παρουσίασαν ένα μοντέλο τριών παραγόντων, το οποίο αργότερα διεύρυνε ο Carhart (1997) προσθέτοντας ένα ακόμα όρο, ο οποίος αντιπροσώπευε τον παράγοντα του momentum, όπως αυτός μελετήθηκε από τους Jegadeesh και Titman (1993).

Οι Roger Otten και Dennis Bams (2002) χρησιμοποίησαν το υπόδειγμα του Carhart για να μελετήσουν την επίδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων των ισχυρότερων στην αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων ευρωπαϊκών χωρών, Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία, Ολλανδία, Ισπανία και Ηνωμένο Βασίλειο. Έλαβε ως δείγμα 506 μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια για την περίοδο 1991-1998 και θέλησε να εξετάσει την επίδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, την ικανότητα οι παλαιότερες επιδόσεις να προβλέψουν τις μελλοντικές (hot-handseffect) και την επίδραση των χαρακτηριστικών των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, όπως η παλαιότητά τους, τα έξοδα διαχείρισης και το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων που έχει επενδυθεί το ενεργητικό τους, στην επίδοσή τους μετρούμενη σε όρους κινδύνου. Τα αποτελέσματα στα οποία κατέληξε είναι τα ακόλουθα: τα ευρωπαϊκά Αμοιβαία Κεφάλαια προτιμούν τις μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης με υψηλό book-to market δείκτη, η προμήθεια των διαχειριστών είναι στατιστικά σημαντικά σε 4 από τις 5 υπό μελέτη οικονομίες και προσθέτουν αξία στην επίδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων (θετικά άλφα). Επίσης, διαπιστώθηκε ότι το δείγμα ήταν μικρό και δεν μπορούσαν να εκληφθούν ασφαλή συμπεράσματα ως προς την ικανότητα των παλαιών αποδόσεων να προβλέψουν τις μελλοντικές. Τέλος, αναφορικά με την επίδραση των χαρακτηριστικών μπορούμε να αναφέρουμε ότι διαπιστώθηκε στατιστικά σημαντική θετική σχέση ανάμεσα στην επίδοση και στο σύνολο των περιουσιακών στοιχείων που το Αμοιβαίο Κεφάλαιο επενδύει το ενεργητικό του και στατιστικά σημαντική αλλά αρνητική σχέση ανάμεσα στα έξοδα που συνοδεύουν την επένδυση στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο και την επίδοση αυτού. Η παλαιότητα του Αμοιβαίου Κεφάλαιο δεν εμφανίστηκε ως στατιστικά σημαντική.

Σημειώνουμε ότι η ανωτέρω μελέτη ήταν από τις λίγες μελέτες που πραγματοποιήθηκαν για την ευρωπαϊκή αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων καθώς οι περισσότεροι μελετητές ασχολήθηκαν με την αντίστοιχη αγορά των ΗΠΑ που εμφανίζει μεγαλύτερο εύρος και βάθος. Άλλοι ερευνητές που μελέτησαν τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ευρώπη είναι οι Grünbichler και Pleschiutsching (1999), Dermine και Röller (1992) και McDonald (1973) που μελέτησαν τα γαλλικά Αμοιβαία Κεφάλαια, οι Shukla και Imwegwn (1995), Ward και

Saunders (1976) και Blake και Timmerman (1998) που ασχολήθηκαν με την αγορά του Ηνωμένου Βασιλείου. Αξιολόγηση των γερμανικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων πραγματοποιήθηκε από τους Wittrock και Steiner (1995), των ολλανδικών από τους TerHorst, Nijman και DeRoos (1998) και τέλος των σουηδικών από τους Dahlquist, Engström και Söderlind (2000).

Όσον αφορά την ελληνική αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων θα αναφερθούμε στην μελέτη που εκπόνησαν οι Ν. Φίλιππας και Ε. Νικολαΐδου (2005) αναφορικά με την επίδοση των ελληνικών μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων σύμφωνα με την προσέγγιση της Mornigstar καθώς την επαναληπτικότητα της ικανότητας των διαχειριστών. Η Mornigstar είναι ένας αμερικάνικος οίκος αξιολόγησης επενδύσεων, η οποία έχει καινοτομήσει την αξιολόγηση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με τη χρήση αστεριών, το investment style box και τα μέτρα σύγκρισης ενός αμοιβαίου σε σχέση με την ευρεία επενδυτική του κατηγορία. Η Mornigstar έχει αναπτύξει δύο κριτήρια αξιολόγησης: 1. Mornigstar Star Rating και 2. Mornigstar Category Rating. Βασικό χαρακτηριστικό της μεθόδου Mornigstar είναι ότι για κάθε κατηγορία Αμοιβαίου Κεφαλαίου ορίζεται μια κοινή σχετική βάση κινδύνου. Το γεγονός αυτό δεν καθιστά εφικτή τη σύγκριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων που ανήκουν σε διαφορετικές κατηγορίες. Ωστόσο, η βαθμολογίες που προκύπτουν και ο τρόπος παρουσίασής τους με αστέρια είναι ευκολότερα κατανοητές από το ευρύ επενδυτικό κοινό σε σχέση με τα αποτελέσματα που απορρέουν από τη χρήση άλλων δεικτών, όπως του Jensen και του Treynor.

Για την εμπειρική τους μελέτη οι Ν. Φίλιππας και Ε. Νικολαΐδου χρησιμοποίησαν το δείγμα μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων την περίοδο 200-2002 και εφαρμόστηκε η μέθοδος του Star Rating. Επίσης, έγινε αξιολόγηση και με βάση τον δείκτη του Jensen για λόγους συγκρισιμότητας των εμπειρικών αποτελεσμάτων ενώ ελέγχθηκε και η συνέπεια των σχετικών κατατάξεων με τη χρήση του συντελεστή συσχέτισης Spearman. Τα συμπεράσματα στα οποία κατέληξαν είναι ότι σε γενικές γραμμές τα εμπειρικά αποτελέσματα συμφωνούν αλλά ότι υπάρχουν σαφείς διαφοροποιήσεις στις κατατάξεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων ενώ ο συντελεστής συσχέτισης Spearman είναι στατιστικά σημαντικός. Όσον αφορά την μελέτη της επαναληπτικότητας της ικανότητας των διαχειριστών, το λεγόμενο hot-hand effect, διαπιστώθηκε ότι 16 από τους 23 καλύτερους διαχειριστές της πρώτης περιόδου παρέμειναν καλύτεροι και στην επόμενη χρονική περίοδο. Το ίδιο συμβαίνει και με τους διαχειριστές που

κατατάχθηκαν στις τελευταίες θέσεις. Οι 15 από τους 23 χειρότερους διαχειριστές της πρώτης περιόδου παρέμειναν χειρότεροι και στην επόμενη χρονική περίοδο.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ ΚΑΙ Η ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η μέτρηση της επίδοσης των διαχειριστών Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα. Για τον σκοπό της μελέτης έχουν ληφθεί υπ' όψιν οι αποδόσεις των Μικτών και Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εσωτερικού και Εξωτερικού που διαχειρίζονται οι ελληνικές ΑΕΔΑΚ κατά την περίοδο 2009-2011. Συγκεκριμένα, το δείγμα μας αποτελείται από 24 Μετοχικά Αμοιβαία Κεφαλαία Εσωτερικού, 14 Μετοχικά Αμοιβαία Εξωτερικού, 12 Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού και 6 Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού, τα οποία παρουσιάζονται τους παρακάτω πίνακες:

| ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ | | | |
|---------------------------------------|---|--|--|
| Α.Ε.Δ.Α.Κ. | ΟΝΟΜΑΣΙΑ Α/Κ | Α.Ε.Δ.Α.Κ. | ΟΝΟΜΑΣΙΑ Α/Κ |
| MetLife ALICO | ALICO Μετοχικό Εσωτερικού FTSE 20 Index Fund | MILLENNIUM | Millennium Mid Cap Μετοχικό Εσωτερικού |
| MetLife ALICO | ALICO Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης | PROBANK | PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού |
| MetLife ALICO | PROTON Greek Recovery Fund Μετοχικό Εσωτερικού | T.T. ΕΛΤΑ | ΑΑΑΒ Α.Κ. Επιλεγμένων Μετοχών Εσωτερικού |
| ALLIANZ | ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού | ΑΤΕ ΑΜΟΙΒΑΙΑ | ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ |
| ALLIANZ | ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού | ΑΤΤΙΚΑ WEALTH MANAGEMENT | ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού |
| ALPHA ASSET MANAGEMENT | ALPHA Blue Chips Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού | ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT | ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.) |
| ALPHA ASSET MANAGEMENT | ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού | ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT | ΔΗΛΟΣ Small Cap (Μετοχικό Εσωτ.) |
| ALPHA TRUST | ALPHA TRUST Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού | AMUNDI ΕΛΛΑΣ | ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχικό Εσωτερικού |
| EUROBANK ASSET MANAGEMENT | EUROBANK Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού | ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT | ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.) |

| ING | ING A/K Εσωτερικού Μετοχικό | ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT | ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Μετοχικό Εσωτερικού |
|---------------------------------------|---|--------------------------------------|--|
| International ΑΕΔΑΚ | International Μετοχικό Ελληνικό | ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT | ΠΕΙΡΑΙΩΣ A/K Μετοχικό Εσωτερικού |
| MILLENNIUM | Millennium Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού | Marfin Global Asset Management ΑΕΔΑΚ | MARFIN Ελληνικό Μετοχικό |
| ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ | | | |
| A.Ε.Δ.Α.Κ. | ΟΝΟΜΑΣΙΑ Α/Κ | A.Ε.Δ.Α.Κ. | ΟΝΟΜΑΣΙΑ Α/Κ |
| MetLife ALICO | ALICO Μετοχικό Εξωτερικού Αναδυομένων Αγορών | MILLENNIUM | Millennium America US Μετοχικό Εξωτερικού |
| ALLIANZ | ALLIANZ Μετοχών Αναπτυσσόμενων Αγορών EMEA | MILLENNIUM | Millennium Eurozone Μετοχικό Εξωτερικού |
| ALPHA ASSET MANAGEMENT | ALPHA Select Νοτιο-Ανατολικής Ευρώπης Μετοχικό Εξωτερικού | ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT | ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Μετοχικό Εξωτ.) |
| ALPHA TRUST | ALPHA TRUST EMERGING EUROPE Μετοχικό Εξωτερικού | ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT | ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτ.) |
| EUROBANK ASSET MANAGEMENT | EUROBANK Global Equities Μετοχικό Εξωτερικού | ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT | ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ European Opportunities Μετοχικό Εξωτερικού |
| HSBC ΕΛΛΑΣ | HSBC Πανευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού | ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT | ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Global Opportunities Μετοχικό Εξωτερικού |
| Marfin Global Asset Management ΑΕΔΑΚ | MARFIN Global Μετοχικό | ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT | PIRAEUS INVEST - EUROPEAN EQUITY |

| ΜΙΚΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ | | | |
|------------------------------------|------------------------------|---------------------------|----------------------------------|
| A.Ε.Δ.Α.Κ. | ΟΝΟΜΑΣΙΑ Α/Κ | A.Ε.Δ.Α.Κ. | ΟΝΟΜΑΣΙΑ Α/Κ |
| ALLIANZ | ALLIANZ Μικτό Εσωτερικού | ΑΤΕ ΑΜΟΙΒΑΙΑ | ΑΤΕ Μικτό |
| ALPHA ASSET MANAGEMENT | ALPHA Μικτό Εσωτερικού | AMUNDI ΕΛΛΑΣ ΑΕΔΑΚ | ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού |
| HSBC ΕΛΛΑΣ | HSBC Μικτό Αμοιβαίο Κεφάλαιο | ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT | ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού |
| EUROBANK ASSET MANAGEMENT | INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό | ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT | ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μικτό Εσωτερικού |
| INTERNATIONAL ΑΕΔΑΚ | INTERNATIONAL Μικτό | MetLife ALICO | PROTON Μικτό Εσωτερικού |

| ΜΙΚΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ | | | |
|------------------------------------|----------------------------------|---------------------|--------------------------------|
| A.Ε.Δ.Α.Κ. | ΟΝΟΜΑΣΙΑ Α/Κ | A.Ε.Δ.Α.Κ. | ΟΝΟΜΑΣΙΑ Α/Κ |
| MetLife ALICO | ALICO Μικτό Εξωτερικού | INTERNATIONAL ΑΕΔΑΚ | INTERNATIONAL Μικτό Εξωτερικού |
| ALPHA ASSET MANAGEMENT | ALPHA Ρουμανίας Μικτό Εξωτερικού | ΑΤΕ ΑΜΟΙΒΑΙΑ | ΑΤΕ Μικτό Εξωτερικού |

| | | | | |
|-----------------------------|-------------------------|----------------------------|--------------------------------------|----------------------|
| ATTICA WEALTH MANAGEMENT | Attica Μικτό Εξωτερικού | ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT | ΔΗΛΟΣ Τοποθετήσεων- Εξωτερικού | Στρατηγικών Μικτό |
|-----------------------------|-------------------------|----------------------------|--------------------------------------|----------------------|

Για την μελέτη μας χρησιμοποιήσαμε τις καθαρές ημερήσιες τιμές για κάθε υπό εξέταση Αμοιβαίο Κεφάλαιο για την περίοδο 2009-2011 που αντλήσαμε από την ιστοσελίδα της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών.

Επίσης, για την εκτίμηση των μέτρων αξιολόγησης της απόδοσης είναι απαραίτητη η θεώρηση ενός χαρτοφυλακίου της αγοράς. Στην προκειμένη μελέτη θα χρησιμοποιήσουμε τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών. Οι τιμές κλεισίματος του δείκτη για την περίοδο μελέτη αντλήθηκαν από την ιστοσελίδα της οικονομικής εφημερίδας Ναυτεμπορική, www.naftemporiki.gr. Σημειώνουμε ότι οι τιμές κλεισίματος του δείκτη θα χρησιμοποιηθούν και στην ανάλυση παλινδρόμησης τόσο για τον υπολογισμό του συντελεστή βήτα όσο και για την άντληση συμπερασμάτων σχετικά με τη σχέση που συνδέει τις τιμές των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και την πορεία του Χρηματιστηρίου.

Τέλος, για τον υπολογισμό της υπερβάλλουσας απόδοσης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου από την επένδυση σε αξιόγραφο χωρίς κίνδυνο, θα θεωρήσουμε ως αξιόγραφο μηδενικού κινδύνου τις αποδόσεις των γερμανικών ομολόγων 10ετούς διάρκειας για την περίοδο 2009-2011.

2. ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑΣ

Η αξιολόγηση της επίδοσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων της μελέτης μας θα πραγματοποιηθεί με τη χρήση των δεικτών του Sharpe και του Treynor. Επιπλέον, θα επιχειρήσουμε και μια ανάλυση της σχέσης μεταξύ των αποδόσεων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και του χρηματιστηριακού δείκτη με τη χρήση συναρτήσεων παλινδρόμησης.

2.1 Θεωρητική προσέγγιση μεθοδολογίας

Στη συνέχεια θα προβούμε σε μια θεωρητική προσέγγιση της μεθοδολογίας που θα χρησιμοποιήσουμε και στο τέλος αυτής της ενότητας, θα παρατεθούν αναλυτικά τα βήματα που ακολουθήσαμε για την εξαγωγή των εμπειρικών συμπερασμάτων.

2.1.1 Μέτρηση της Αποδοτικότητας

Για την μέτρηση της ημερήσιας απόδοσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων χρησιμοποιήθηκε η ημερήσια τιμή μεριδίου κάθε Αμοιβαίου Κεφαλαίου για την περίοδο από 1/1/2009 έως 31/12/2011. Με βάση αυτές τις τιμές υπολογίσαμε την μέση ημερήσια απόδοση ανά έτος για κάθε Αμοιβαίο Κεφάλαιο της μελέτης μας. Το ίδιο πράξαμε και για τον υπολογισμό της μέσης ημερήσιας απόδοσης ανά έτος του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Η μαθηματική σχέση υπολογισμού της ημερήσιας απόδοσης είναι:

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

Όπου: R_t η απόδοση στο χρόνο t

P_t η τιμή στο χρόνο t

P_{t-1} η τιμή στο χρόνο $t-1$

Η μαθηματική σχέση υπολογισμού της μέσης ημερήσιας απόδοσης είναι:

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

Η μέση ημερήσια απόδοση ανά έτος είναι το πηλίκο της μέσης ημερήσιας απόδοσης επί το 250 που είναι οι ημέρες διαπραγμάτευσης ενός αξιόγραφου στη διάρκεια του έτους.

2.1.2 Μέτρηση του Κινδύνου

Οι ημερήσιες αποδόσεις των μεριδίων κάθε Αμοιβαίου Κεφαλαίου καθώς και του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ χρησιμοποιήθηκαν και για την εκτίμηση του συνολικού και του συστηματικού κινδύνου, μεγέθη απαραίτητα για τον μετέπειτα υπολογισμό των δεικτών αξιολόγησης.

Συνολικός Κίνδυνος

Ο συνολικός κίνδυνος ενός αξιόγραφου προσεγγίζεται από την τυπική απόκλιση της κατανομής πιθανοτήτων της συνολικής αποδοτικότητας του και υπολογίζεται ως εξής:

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

όπου: ρ_{ij} ο συντελεστής συσχέτισης των δύο χρεογράφων i και j

σ_i, σ_j οι τυπικές αποκλίσεις των δυο χρεογράφων i και j

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

Συστημικός Κίνδυνος

Ο συστημικός κίνδυνος ενός αξιόγραφου προσεγγίζεται από τον συντελεστή βήτα, ο οποίος υπολογίζεται από τη γραμμική παλινδρόμηση του υποδείγματος της αγοράς:

$$r_i = \alpha_i + \beta_i r_m + \varepsilon_i$$

όπου: r_i η ημερήσια απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

r_m η ημερήσια απόδοση του Γενικού Δείκτη

β_i ο συστημικός κίνδυνος του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

ε_i ο όρος σφάλματος

2.1.3 Δείκτης Treynor (1965)

Ο Jack Treynor ήταν ο πρώτος που παρουσίασε ένα δείκτη της αποδοτικότητας των Αμοιβαίων Κεφαλαίων λαμβάνοντας υπ' όψιν μικροοικονομικά και μακροοικονομικά μεγέθη.

Η μαθηματική απόδοση του δείκτη είναι η ακόλουθη:

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

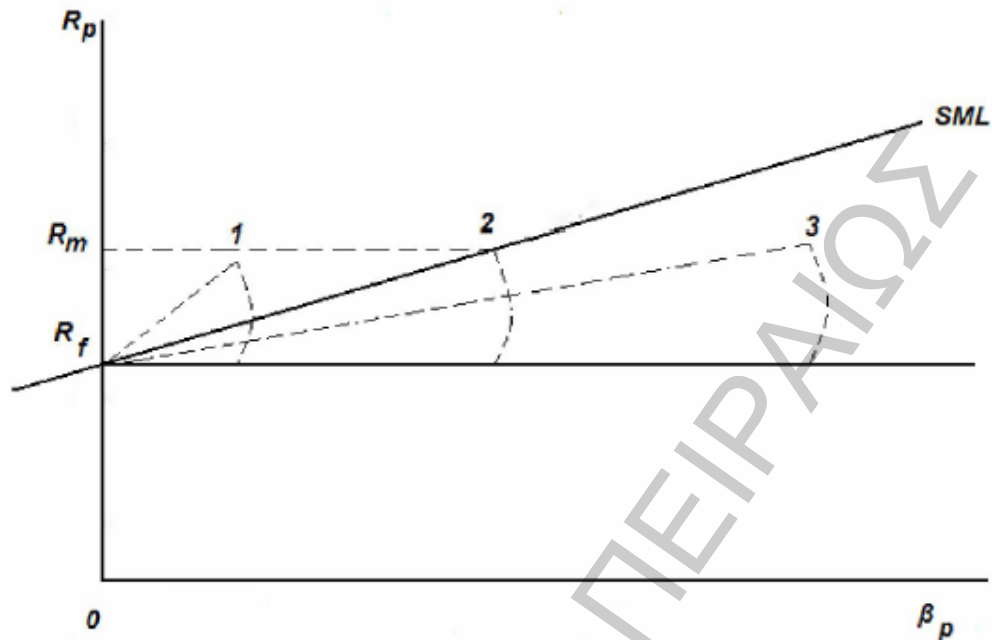
όπου R_p η πραγματοποιηθείσα απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

R_f η απόδοση από την επένδυση σε αξιόγραφο μηδενικού κινδύνου

β_p ο συντελεστής βήτα του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Ο δείκτης αυτός βασίζεται στο Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (CAPM) και συγκεκριμένα στη γραμμή αξιόγραφων και δείχνει την επιπλέον του αξιόγραφου χωρίς κίνδυνο απόδοση που κερδίζει ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο ανά μονάδα συστηματικού κινδύνου, όπως αυτός εκφράζεται μέσω του συντελεστή βήτα.

Εικόνα 1, Μέθοδος μέτρησης και σύγκριση επιδόσεων κατά Treynor



2.1.4 Δείκτης Sharpe (1966)

Ακολουθώντας τον δείκτη του Treynor, ο Sharpe πρότεινε τον ακόλουθο δείκτη:

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

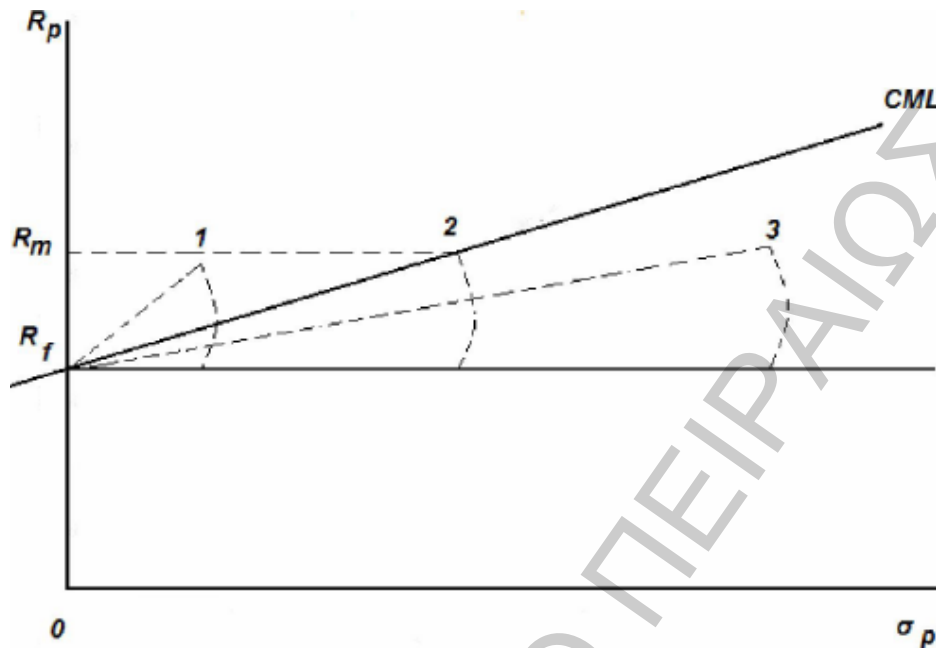
όπου R_p η πραγματοποιηθείσα απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

R_f η απόδοση από την επένδυση σε αξιόγραφο μηδενικού κινδύνου

σ_p η τυπική απόκλιση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Ο δείκτης του Sharpe, όπως και ο δείκτης του Treynor, εκφράζει την υπερβάλλουσα απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, η οποία προκύπτει από τη διαφορά της πραγματοποιηθείσας απόδοσης από την απόδοση του αξιόγραφου χωρίς κίνδυνο, δια της μεταβλητότητας των αποδόσεων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Όμως, στην περίπτωση αυτή η μεταβλητότητα προσεγγίζεται από την τυπική απόκλιση, δηλαδή λαμβάνεται υπ' όψιν ο συνολικός κίνδυνος που εμπεριέχεται σε ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο και όχι μόνο ο συστηματικός κίνδυνος.

Εικόνα 2, Μέθοδος μέτρησης και σύγκρισης κατά Sharpe



Σύγκριση των δύο δεικτών

Οι δύο δείκτες έχουν παρόμοια χαρακτηριστικά και η μόνη διαφορά τους έγκειται στο πως προσεγγίζουν τον κίνδυνο. Ο Treynor χρησιμοποιεί τον συντελεστή βήτα ενώ ο Sharpe την τυπική απόκλιση.

Ειδικότερα:

- Η μέθοδος Treynor υποθέτει ότι το χαρτοφυλάκιο είναι τελείως διαφοροποιημένο και ότι ο μόνος κίνδυνος που υπάρχει είναι ο συστημικός κίνδυνος που δε δύναται να διαφοροποιηθεί.
- Η μέθοδος Sharpe εξετάζει το πόσο καλή ήταν η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου την υπό εξέταση χρονική περίοδο.
- Εάν το χαρτοφυλάκιο είναι τελείως διαφοροποιημένο τότε οι δύο μέθοδοι δίνουν τα ίδια αποτελέσματα και διαφορετικά όταν η διαφοροποίηση δεν είναι πλήρης. Για την ακρίβεια, ο δείκτης Treynor θα είναι μεγαλύτερος σε σχέση με τον δείκτη του Sharpe. Η διαφορά των δύο δεικτών, επομένως, είναι αποτέλεσμα ελλιπούς διαφοροποίησης.

2.1.5 Ανάλυση Παλινδρόμησης

Με την ανάλυση παλινδρόμησης εξετάζουμε τη σχέση μεταξύ δύο ή περισσότερων μεταβλητών με σκοπό την πρόβλεψη των τιμών της μιας μέσω των τιμών της άλλης ή των άλλων. Σε κάθε πρόβλημα παλινδρόμησης διακρίνουμε δύο είδη μεταβλητών: τις ανεξάρτητες ή ελεγχόμενες ή επεξηγηματικές και τις εξαρτημένες ή απόκρισης. Έστω ένα πρόβλημα παλινδρόμησης με δύο μεταβλητές: X και Y . Σε πειραματικές έρευνες, ανεξάρτητη μεταβλητή X είναι εκείνη την οποία μπορούμε να ελέγξουμε, δηλαδή να καθορίσουμε τις τιμές της και εξαρτημένη μεταβλητή Y είναι εκείνη στην οποία αντανακλάται το αποτέλεσμα των μεταβολών στις ανεξάρτητες μεταβλητές. Σε μη πειραματικές έρευνες, δηλαδή σε περιπτώσεις δειγματοληψίας, η διάκριση μεταξύ των εξαρτημένων και των ανεξάρτητων μεταβλητών δεν είναι πάντοτε ευκρινής γιατί καμία μεταβλητή δεν είναι ελεγχόμενη αλλά όλες είναι τυχαίες.

Αν οι μεταβλητές του προβλήματος μας, X και Y , συνδέονται με μια σχέση της μορφής $Y=f(X)$ μέσω της οποίας για κάθε τιμή της X μπορούμε να προβλέψουμε ακριβώς την τιμή της Y , δηλαδή αν οι τιμές της Y δεν υπόκεινται σε σφάλμα, τότε λέμε ότι οι δύο μεταβλητές συνδέονται με μια συναρτησιακή-προσδιοριστική σχέση. Οι μη προσδιοριστικές σχέσεις μεταξύ δύο μεταβλητών ονομάζονται στοχαστικές-στατιστικές σχέσεις. Στην περίπτωση αυτή, αν επαναλάβουμε το πείραμα αρκετές φορές θέτοντας την X στο ίδιο επίπεδο $X=x_i$, τότε για κάθε x_i λαμβάνουμε ένα πλήθος τιμών της Y , y_i . Το διάγραμμα διασποράς είναι ένα νέφος σημείων το οποίο μπορεί να παρέχει μια πρώτη εντύπωση της σχέσης που συνδέει δύο μεταβλητές. Εάν τα σημεία πλησιάζουν σε μια ιδεατή γραμμή, τότε η σχέση των δύο μεταβλητών θεωρείται ισχυρή.

Στο μοντέλο της απλής γραμμικής παλινδρόμησης η στοχαστική γραμμική σχέση που συνδέει τις δυο μεταβλητές είναι: $Y = \alpha + \beta X + \varepsilon$, όπου ε είναι ο όρος σφάλματος και περιγράφει τη διαφορά μεταξύ της παρατηρούμενης από την θεωρητική τιμή της Y , δηλαδή $\varepsilon = Y - (\alpha + \beta X)$. Οι υποθέσεις που ακολουθούν αυτή τη σχέση είναι ότι $E(\varepsilon) = 0$, $E(\varepsilon)^2 = \sigma^2$ και $E(Y/X) = \alpha + \beta X$, δηλαδή τα σφάλματα έχουν μέση τιμή μηδέν, διακύμανση σταθερή και ότι για διάφορες τιμές της X η Y θα βρίσκεται πάνω στην ευθεία $E(Y/X) = \alpha + \beta X$, η οποία ονομάζεται πληθυσμιακή ευθεία παλινδρόμησης. Σκοπός της απλής γραμμικής παλινδρόμησης είναι η εκτίμηση $Y = \alpha + \beta X$ της πληθυσμιακής ευθείας παλινδρόμησης $E(Y/X) = \alpha + \beta X$ όπου α και β είναι οι εκτιμητές.

Η Μέθοδος Ελαχίστων Τετραγώνων είναι μια μέθοδος εκτίμησης της πληθυσμιακής ευθείας παλινδρόμησης κατά την οποία προσπαθούμε να ελαχιστοποιήσουμε το άθροισμα τετραγώνων του σφάλματος, Sum Squared Errors (SSE), δηλαδή η ποσότητα:

$$\varepsilon_i^2 = \sum_{i=1}^n (y_i - a - \beta x_i)^2$$

Με την εύρεση των εκτιμητών των παραμέτρων a και β , καταλήγουμε στο ότι η εκτίμηση ελαχίστων τετραγώνων της ευθείας $Y = a + \beta X$ της ευθείας παλινδρόμησης είναι:

$$\hat{Y} = a + \beta X = \hat{y} + \beta (X - \bar{x})$$

Υπολογιστικά προκύπτει η σχέση:

$$\sum_{i=1}^n (y_i - \hat{y})^2 = \sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2 + \sum_{i=1}^n (\hat{y} - \bar{y})^2$$

Παρατηρούμε ότι το ολικό άθροισμα τετραγώνων ή ολική μεταβλητότητα (SSTO) των y_i αναλύεται σε δύο συνιστώσες: στο άθροισμα τετραγώνων παλινδρόμησης (SSR) και στο άθροισμα τετραγώνων σφάλματος (SSE).

Η ποσότητα SSTO εκφράζει την ολική μεταβλητότητα των παρατηρήσεων y_i , δηλαδή εκφράζει την αβεβαιότητα στην πρόβλεψη του Y όταν δε χρησιμοποιείται το X . Η ποσότητα SSR εκφράζει την μεταβλητότητα των παρατηρήσεων που οφείλεται στο X και η ποσότητα SSE εκφράζει την μεταβλητότητα που δεν μπορεί να εξηγηθεί από την παλινδρόμηση. Επίσης, από την ανωτέρω σχέση προκύπτει και ο λόγος $r^2 = \frac{SSR}{SSTO}$, που καλείται συντελεστής προσδιορισμού, εκφράζει το ποσοστό της ολικής μεταβλητότητας που εξηγείται από την παλινδρόμηση και λαμβάνει τιμές στο κλειστό διάστημα $[0,1]$. Όσο πλησιέστερα στη μονάδα βρίσκεται ο συντελεστής προσδιορισμού τόσο καλύτερη είναι η ευθεία ελαχίστων τετραγώνων ως εκτίμηση της ευθείας παλινδρόμησης. Τέλος, προκύπτει και ο λόγος $s = \frac{SSE}{n-2}$ που ονομάζεται τυπικό σφάλμα εκτίμησης, είναι η μέση απόκλιση μεταξύ της πραγματικής και της εκτιμώμενης τιμής της μεταβλητής, είναι ένα μέτρο διασποράς με χαρακτηριστικά ανάλογα της τυπικής απόκλισης και φυσικά όσο μικρότερη είναι αυτή η ποσότητα μπορούμε να ισχυριστούμε ότι η ευθεία παλινδρόμησης δίνει μια καλή περιγραφή της σχέσης που συνδέει τις δύο μεταβλητές X και Y .

Εφόσον μελετήσαμε τη σχέση μεταξύ των δύο μεταβλητών του προβλήματος, θα πρέπει να εξετάσουμε κατά πόσο η σχέση αυτή είναι στατιστικά σημαντική. Για τον λόγο αυτό διατυπώνουμε δυο υποθέσεις H_0 και H_1 , ο έλεγχος γίνεται με βάση την κατανομή και την κριτική τιμή της και σε επίπεδο σημαντικότητας α . Δηλαδή:

$$H_0: \beta_1 = 0$$

$$H_1: \beta_1 \neq 0$$

Σε επίπεδο σημαντικότητας α η μηδενική υπόθεση απορρίπτεται αν $T < t_{n-2} 1 - \alpha/2$ ή $T > t_{n-2} \alpha/2$.

Στην παρούσα εργασία θα μελετήσουμε τη σχέση μεταξύ της απόδοσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και της πορείας του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Η μελέτη θα πραγματοποιηθεί με χρήση του στατιστικού πακέτου SPSS και θα βασιστούμε στο απλό γραμμικό μοντέλο παλινδρόμησης:

$$Y = \alpha + \beta X$$

όπου Y είναι η απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

X είναι η απόδοση του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ

β εκφράζει τον βαθμό που οι δύο μεταβλητές επηρεάζονται

Οι υποθέσεις που διατυπώνονται είναι οι εξής:

$H_0: \beta=0$, η μεταβολή της X δεν επηρεάζει την μεταβολή της Y

$H_1: \beta \neq 0$, η μεταβολή της X επηρεάζει την μεταβολή της Y

Ο έλεγχος θα πραγματοποιηθεί σε επίπεδο σημαντικότητας 5%.

2.2 Βήματα μεθοδολογίας

Για την εξαγωγή των εμπειρικών αποτελεσμάτων ακολουθήθηκαν τα ακόλουθα βήματα:

1. Σε υπολογιστικά φύλλα Excel υπολογίσαμε τις ημερήσιες αποδόσεις κάθε Αμοιβαίου Κεφαλαίου, των τιμών του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ καθώς και των αποδόσεων του 10ετούς γερμανικού ομολόγου.

2. Σε υπολογιστικά φύλλα Excel υπολογίσαμε τις μέσες ημερήσιες αποδόσεις ανά έτος κάθε Αμοιβαίου Κεφαλαίου, των τιμών του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ καθώς και των αποδόσεων του 10ετούς γερμανικού ομολόγου.

3. Σε υπολογιστικά φύλλα Excel υπολογίσαμε την τυπική απόκλιση των ημερήσιων αποδόσεων κάθε Αμοιβαίου Κεφαλαίου και του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ

4. Με τη χρήση του στατιστικού πακέτου SPSS και τις εντολές Analyze→Regression→Linear υπολογίσαμε τους συντελεστές βήτα για κάθε Αμοιβαίο Κεφάλαιο.
5. Στα υπολογιστικά φύλλα Excel υπολογίσαμε τους συντελεστές βήτα για κάθε μία Α.Ε.Δ.Α.Κ.
6. Στα υπολογιστικά φύλλα Excel υπολογίσαμε τον δείκτη αξιολόγησης Treynor για κάθε Α.Ε.Δ.Α.Κ. ανά έτος
7. Στα υπολογιστικά φύλλα Excel υπολογίσαμε τον δείκτη αξιολόγησης Sharpe για κάθε Α.Ε.Δ.Α.Κ. ανά έτος
8. Έλεγχος των υποθέσεων βάσει των παλινδρομήσεων που έχουν «τρέξει» στο βήμα 4.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

1. ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΑΓΟΡΑΣ

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η μελέτη της επίδοσης των διαχειριστών Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα και η σχέση των αποδόσεων τους με την πορεία του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Κρίνεται σκόπιμο πριν ξεκινήσουμε την ανάλυση των αποτελεσμάτων που προέκυψαν στο προηγούμενο κεφάλαιο να αναφερθούμε στις μακροοικονομικές και χρηματιστηριακές εξελίξεις της υπό μελέτη περιόδου, 2009-2011, τόσο στην εγχώρια όσο και στη διεθνή αγορά.

Η Ελλάδα είναι μια ανεπτυγμένη οικονομία της οποίας το κατά κεφαλήν ΑΕΠ αντιστοιχεί σε περίπου δύο τρίτα των πλουσιότερων κρατών-μελών της ευρωζώνης.

Ωστόσο το 2009 οι επιδόσεις της ελληνικής οικονομίας επηρεάστηκαν αρνητικά από τις επιπτώσεις της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης αλλά και από τις εγχώριες μακροοικονομικές ισορροπίες και κυρίως από τη συνεχή διεύρυνση του δημόσιου ελλείμματος, οδηγώντας σε εκτροχιασμό των δημοσιονομικών μεγεθών της ενώ δύο από τους μεγαλύτερους κλάδους οικονομικής δραστηριότητας της χώρας-ο τουρισμός και η ναυτιλία- θίχτηκαν σημαντικά από την ύφεση. Στον αντίποδα της ελληνικής οικονομίας, οι διεθνείς αγορές, μετά την οξύτατη πιστωτική κρίση που εντάθηκε και εξαπλώθηκε σε ολόκληρο τον κόσμο το 2008, άρχισαν να δείχνουν τα πρώτα σημάδια σταθερότητας ενώ οι κυβερνήσεις παγκοσμίως προχώρησαν σε μέτρα στήριξης της οικονομίας με κρατικές χρηματοδοτήσεις για αύξηση της ζήτησης, μείωση της ανεργίας και ανακοπή της περαιτέρω επιβράδυνσης, λαμβάνοντας σημαντικά μέτρα ενίσχυσης της ρευστότητας. Το γεγονός αυτός οδήγησε σε σημαντική άνοδο των διεθνών χρηματιστηριακών δεικτών και σε μείωση της μεταβλητότητας των διεθνών αγορών. Το θετικό αυτό κλίμα επηρέασε θετικά και τις τιμές του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Η οξεία δημοσιονομική κρίση και οικονομική δυσπραγία συνεχίστηκε και τον Μάιο του 2010 η Ελλάδα εντάχθηκε σε πρόγραμμα οικονομικής στήριξης και δημοσιονομικής

προσαρμογής το οποίο αποτυπώθηκε στο μνημόνιο συνεργασίας της Ελλάδας με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Η κρίση στην Ελλάδα δημιούργησε φόβους για επέκταση της κρίσης δημόσιου χρέους και σε άλλες ευρωπαϊκές χώρες, όπως π.χ. η Ιρλανδία, η Πορτογαλία, η Ισπανία και η Ιταλία. Αυτό οδήγησε σε κρίση εμπιστοσύνης των αγορών και σε διεύρυνση των αποκλίσεων μεταξύ των αποδόσεων στις αγορές ομολόγων και κινδύνων ασφάλισης έναντι αθέτησης υποχρεώσεων των χωρών αυτών σε σχέση με τα άλλα μέλη της Ε.Ε, κυρίως της Γερμανίας. Μέσα στο 2010 και η Ιρλανδία εντάσσεται στον μηχανισμό στήριξης ενώ παρατηρείται σημαντική αστάθεια και σε ισχυρές οικονομίες όπως η Γαλλία και η Ιταλία. Για την αντιμετώπιση της πρωτοφανούς κρίσης χρέους, η Ε.Ε συνέστησε τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας με σκοπό την παροχή οικονομικής βοήθειας προς τις χώρες της ευρωζώνης που αντιμετωπίζουν χρηματοοικονομικές δυσκολίες. Σε γενικές γραμμές, όμως, οι διεθνείς αγορές ανέκαμψαν από την κρίση των προηγούμενων ετών. Όσον αφορά τις χρηματιστηριακές εξελίξεις, αυτές χαρακτηρίστηκαν από μικτές τάσεις και διαφοροποιημένες αποδόσεις και μείωση της μεταβλητότητας των διεθνών αγορών. Οι σημαντικότερες ευρωπαϊκές αγορές σημείωσαν ήπια άνοδο, με αρκετές εξαιρέσεις κυρίως από χώρες με έντονα δημοσιονομικά προβλήματα ενώ η αμερικανική αγορά πραγματοποίησε θετική απόδοση. Οι βελτιούμενες διεθνείς συνθήκες, ωστόσο, δεν επηρέασαν προς την ίδια κατεύθυνση την πορεία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς.

Το 2010 χαρακτηρίστηκε από σημαντική υποχώρηση των χρηματιστηριακών τιμών, όπως άλλωστε προκύπτει και από τα στοιχεία του Πίνακα 2. Ίδια εικόνα παρουσιάζει η ελληνική και οι διεθνείς αγορές και κατά το 2011.

Στον Πίνακα 1, παραθέτουμε τις μέσες ημερήσιες αποδόσεις ανά έτος και τις τυπικές αποκλίσεις του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Πίνακας 8.1, Απόδοση και κίνδυνος ΓΔ ΧΑΑ

| ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΧΑΑ | | | |
|--------------------------------|----------|----------|----------|
| | 2009 | 2010 | 2011 |
| Μέση ημερήσια απόδοση ανά έτος | 26,16% | -38,19% | -66,14% |
| Τυπική Απόκλιση | 0,020522 | 0,021517 | 0,023638 |

Παρατηρούμε ότι η χρηματιστηριακή αγορά της Αθήνας παρουσίασε αύξηση των αποδόσεων το έτος 2009 και μειώσεις τα έτη 2010 και 2011, γεγονός που μπορεί να ερμηνευτεί από το δυσοίωνα κλίμα στα δημοσιονομικά μεγέθη, όπως άλλωστε θα εκθέσουμε παρακάτω.

Στον Πίνακα 2, παραθέτουμε τα σημαντικότερα μακροοικονομικά μεγέθη της ελληνικής αγοράς:

Πίνακας 2, Βασικά Μακροοικονομικά Μεγέθη Ελληνικής Οικονομίας

| | ΒΑΣΙΚΑ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ | | |
|-------------------------|-------------------------------|--------------|--------------|
| | 2009 | 2010 | 2011 |
| Ρυθμός ανάπτυξης | -3,20% | -3,50% | -6,90% |
| ΔΕΠ | 225,349€ δισ | 223,495€ δισ | 211,619€ δισ |
| Έλλειμμα | -15,60% | -10,30% | -9,1% |
| Χρέος | 129,40% | 145% | 165,30% |

2. ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

Στην παρούσα ενότητα θα πραγματοποιηθεί η παρουσίαση των αποτελεσμάτων από τα βήματα που ακολουθήθηκαν στο προηγούμενο κεφάλαιο καθώς και η ερμηνεία αυτών. Σημειώνουμε ότι η ανάλυση θα πραγματοποιηθεί ανά κατηγορία Αμοιβαίων Κεφαλαίων ούτως ώστε να εξάγουμε συμπεράσματα για τη συμπεριφορά κάθε κατηγορίας στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της υπό μελέτη περιόδου.

2.1 Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού

Στους ακόλουθους πίνακες παρουσιάζονται ανά έτος οι δείκτες Sharpe και Treynor που έχουμε επιλέξει προκειμένου να αξιολογήσουμε την επίδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

2.1.1. Sharpe ratio

Σύμφωνα με τον δείκτη Sharpe, όσο υψηλότερη είναι η απόδοση ενός ΑΚ ανά μονάδα συνολικού κινδύνου, τόσο αποτελεσματικότερη κρίνεται η διαχείριση τους. Όπως έχει ήδη αναφερθεί, για τον υπολογισμό του Sharpe ratio λαμβάνουμε υπόψη την τυπική απόκλιση των αποδόσεων, ως μονάδα κινδύνου. Στους πίνακες που ακολουθούν, παρατίθενται οι

τυπικές αποκλίσεις των αποδόσεων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων καθώς και ο δείκτης Sharperatio για τα έτη 2009, 2010 και 2011.

Πίνακας 8.3, Sharpe Ratio έτους 2009

| Αμοιβαία Κεφάλαια | Standard Deviation | SharpeRatio |
|---|---------------------------|--------------------|
| ALICO Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης | 0,018 | 12,48 |
| Millennium Mid Cap Μετοχικό Εσωτερικού | 0,014 | 10,34 |
| ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού | 0,018 | 8,67 |
| ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού | 0,019 | 7,26 |
| ING A/K Μετοχικό Εσωτερικού | 0,019 | 7,19 |
| ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού | 0,017 | 6,57 |
| ΔΗΛΟΣ SmallCap (Μετοχικό Εσωτ.) | 0,015 | 6,48 |
| PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού | 0,017 | 6,43 |
| ALPHA BlueChips A/K Μετοχικό Εσωτερικού | 0,018 | 6,30 |
| MARFIN Ελληνικό Μετοχικό | 0,021 | 6,20 |
| ALICO Μετοχικό Εσωτερικού FTSE 20 IndexFund | 0,024 | 6,07 |
| PROTON Greek Recovery Fund Μετοχικό Εσωτερικού | 0,016 | 5,97 |
| ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.) | 0,018 | 5,88 |
| ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Μετοχικό Εσωτερικού | 0,016 | 5,68 |
| ΠΕΙΡΑΙΩΣ A/K Μετοχικό Εσωτερικού | 0,020 | 5,48 |
| ΔΗΛΟΣ (BlueChips Μετοχικό Εσωτ.) | 0,018 | 5,06 |
| ALPHA TRUST Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού | 0,012 | 4,46 |
| ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχικό Εσωτερικού | 0,018 | 4,10 |
| ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ | 0,015 | 3,49 |
| EUROBANK GreekEquities Μετοχικό Εσωτερικού | 0,020 | 3,17 |
| International Ελληνικό Μετοχικό | 0,016 | 2,07 |
| ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού | 0,013 | 1,96 |
| ΑΑΑΒ Α.Κ. Επιλεγμένων Μετοχών Εσωτερικού | 0,016 | -0,54 |

Πίνακας 8.4, Sharpe Ratio έτους 2010

| Αμοιβαία Κεφάλαια | Standard Deviation | SharpeRatio |
|---|---------------------------|--------------------|
| PROTON Greek Recovery Fund Μετοχικό Εσωτερικού | 0,018 | -10,674 |
| PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού | 0,017 | -10,763 |
| ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού | 0,014 | -10,788 |
| ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού | 0,019 | -11,016 |
| EUROBANK GreekEquities Μετοχικό Εσωτερικού | 0,017 | -11,024 |

| | | |
|---|-------|---------|
| ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού | 0,017 | -11,476 |
| ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Μετοχικό Εσωτερικού | 0,017 | -11,711 |
| ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ | 0,017 | -12,235 |
| ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού | 0,019 | -12,346 |
| ALPHA BlueChips A/K Μετοχικό Εσωτερικού | 0,018 | -12,536 |
| ΠΕΙΡΑΙΩΣ A/K Μετοχικό Εσωτερικού | 0,022 | -12,610 |
| ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχικό Εσωτερικού | 0,019 | -12,856 |
| ALICO Μετοχικό Εσωτερικού FTSE 20 IndexFund | 0,025 | -12,894 |
| ΔΗΛΟΣ (BlueChips Μετοχικό Εσωτ.) | 0,019 | -13,157 |
| ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.) | 0,018 | -13,401 |
| ING A/K Μετοχικό Εσωτερικού | 0,019 | -13,505 |
| ΔΗΛΟΣ SmallCap (Μετοχικό Εσωτ.) | 0,017 | -13,525 |
| MARFIN Ελληνικό Μετοχικό | 0,022 | -13,583 |
| International Ελληνικό Μετοχικό | 0,018 | -14,448 |
| ΑΑΑΒ Α.Κ. Επιλεγμένων Μετοχών Εσωτερικού | 0,019 | -16,097 |
| ALPHA TRUST Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού | 0,016 | -16,763 |
| ALICO Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης | 0,019 | -17,121 |
| Millennium Mid Cap Μετοχικό Εσωτερικού | 0,016 | -18,413 |

Πίνακας 8.5, Sharpe Ratio έτους 2011

| Αμοιβαία Κεφάλαια | Standard Deviation | SharpeRatio |
|---|--------------------|-------------|
| ALPHA TRUST Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού | 0,014 | -0,964 |
| ALICO Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης | 0,018 | -2,902 |
| ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού | 0,017 | -4,200 |
| MARFIN Ελληνικό Μετοχικό | 0,016 | -4,521 |
| ING A/K Μετοχικό Εσωτερικού | 0,017 | -4,579 |
| ALPHA BlueChips A/K Μετοχικό Εσωτερικού | 0,018 | -6,425 |
| ΑΑΑΒ Α.Κ. Επιλεγμένων Μετοχών Εσωτερικού | 0,018 | -7,309 |
| ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.) | 0,019 | -7,889 |
| ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού | 0,021 | -8,051 |
| ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχικό Εσωτερικού | 0,019 | -9,812 |
| ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού | 0,021 | -9,938 |
| ΔΗΛΟΣ SmallCap (Μετοχικό Εσωτ.) | 0,018 | -10,286 |
| Millennium Mid Cap Μετοχικό Εσωτερικού | 0,020 | -10,538 |
| ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ | 0,019 | -10,595 |
| ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Μετοχικό Εσωτερικού | 0,020 | -10,703 |
| PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού | 0,018 | -10,762 |

| | | |
|--|-------|---------|
| ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού | 0,019 | -11,675 |
| ΔΗΛΟΣ (BlueChips Μετοχικό Εσωτ.) | 0,022 | -12,261 |
| International Ελληνικό Μετοχικό | 0,019 | -12,424 |
| EUROBANK GreekEquities Μετοχικό Εσωτερικού | 0,020 | -12,527 |
| ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού | 0,024 | -12,590 |
| PROTON Greek Recovery Fund ΜετοχικόΕσωτερικού | 0,024 | -12,926 |
| ALICO Μετοχικό Εσωτερικού FTSE 20 IndexFund | 0,028 | -13,591 |

Η συνολική κατάταξη των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εσωτερικού με βάση τον δείκτη Sharpe για την περίοδο 2009-2011 παρουσιάζεται στον κάτωθι πίνακα:

Πίνακας 8.6, Συνολική κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάση τον δείκτη Sharpe

| A/A | ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ | 2009 | 2010 | 2011 | ΓΕΝΙΚΗ ΚΑΤΑΤΑΞΗ |
|-----|---|------|------|------|-----------------|
| 1 | ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού | 6 | 3 | 3 | 12 |
| 2 | ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού | 4 | 4 | 9 | 17 |
| 3 | ALPHA BlueChips Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού | 9 | 10 | 6 | 25 |
| 4 | ALICO Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης | 1 | 22 | 2 | 25 |
| 5 | ING Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού | 5 | 16 | 5 | 26 |
| 6 | PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού | 8 | 2 | 16 | 26 |
| 7 | ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Μετοχικό Εσωτερικού | 14 | 7 | 5 | 26 |
| 8 | ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού | 3 | 9 | 17 | 29 |
| 9 | MARFIN Ελληνικό Μετοχικό | 10 | 18 | 4 | 32 |
| 10 | PROTON Greek Recovery Fund ΜετοχικόΕσωτερικού | 12 | 1 | 22 | 35 |
| 11 | ΔΗΛΟΣ SmallCap (Μετοχικό Εσωτ.) | 7 | 17 | 12 | 36 |
| 12 | ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.) | 13 | 15 | 8 | 36 |
| 13 | Millennium Mid Cap Μετοχικό Εσωτερικού | 2 | 23 | 13 | 38 |
| 14 | ALPHA TRUST Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού | 17 | 21 | 1 | 39 |
| 15 | ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού | 22 | 6 | 11 | 39 |
| 16 | ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχικό Εσωτερικού | 18 | 12 | 10 | 40 |
| 17 | ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ | 19 | 8 | 14 | 41 |
| 18 | EUROBANK GreekEquities Μετοχικό Εσωτερικού | 20 | 5 | 20 | 45 |
| 19 | ALICO Μετοχικό Εσωτερικού FTSE 20 IndexFund | 11 | 13 | 23 | 47 |
| 20 | ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού | 15 | 11 | 21 | 47 |
| 21 | ΔΗΛΟΣ (BlueChips Μετοχικό Εσωτ.) | 16 | 14 | 18 | 48 |
| 22 | ΑΑΑΒ Α.Κ. Επιλεγμένων Μετοχών Εσωτερικού | 23 | 20 | 7 | 50 |
| 23 | International Ελληνικό Μετοχικό | 21 | 19 | 19 | 59 |

Παρατηρούμε ότι την πρώτη τριάδα των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εσωτερικού συμπληρώνουν τα ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού, ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού και ALPHA BlueChips A/K Μετοχικό Εσωτερικού ενώ στην τελευταία τριάδα βρίσκονται τα ΔΗΛΟΣ (BlueChips Μετοχικό Εσωτ.), ΑΑΑΒ Α.Κ. Επιλεγμένων Μετοχών Εσωτερικού και International Ελληνικό Μετοχικό.

Σε γενικές γραμμές παρατηρούμε ότι δεν υπάρχει συνέπεια στην επίδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Αυτό θα μπορούσε να σημαίνει ότι εάν κάποιος επενδυτής βασιστεί στην επίδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου της προηγούμενης χρονιάς για να αξιολογήσει την μελλοντική του επίδοση, είναι πολύ πιθανό να κατέληγε σε λάθος επιλογές. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι το Αμοιβαίο Κεφάλαιο ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού, το οποίο το 2009 βρίσκεται στην πρώτη θέση βάσει του κριτηρίου του Sharpe και το 2010, οπότε και οι επιπτώσεις της κρίσης γίνονται αντιληπτές στην ελληνική οικονομία, πέφτει στην εικοστή θέση για να ανέλθει στην δεύτερη κατά το 2011.

2.1.2. Treynorratio

Σύμφωνα με τον δείκτη του Treynor όσα Αμοιβαία Κεφάλαια παρέχουν υψηλότερη απόδοση ανά μονάδα συστημικού κινδύνου κρίνονται ως αυτά με την καλύτερη διαχείριση ενώ όσα Αμοιβαία Κεφάλαια παρέχουν χαμηλότερη απόδοση ανά μονάδα συστημικού κινδύνου κρίνονται ως αυτά με την χειρότερη διαχείριση. Για τον υπολογισμό του δείκτη Treynor χρησιμοποιούμε ως μονάδα κινδύνου τον συντελεστή beta. Στους πίνακες που ακολουθούν, παρατίθενται οι συντελεστές betας και ο δείκτης Treynor των Αμοιβαίων Κεφαλαίων για τα έτη 2009, 2010 και 2011 καθώς και τα p-values που έχουν προκύψει από τις παλινδρομήσεις προκειμένου να εξετάσουμε τη σχέση μεταξύ των αποδόσεων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και της απόδοσης του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Πίνακας 8.7, Treynor Ratio έτους 2009

| Αμοιβαία Κεφάλαια | betas | p-value | TreynorRatio |
|--|--------------|----------------|---------------------|
| ALICO Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης | 0,837 | 0,000 | 0,263 |
| ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού | 0,895 | 0,000 | 0,175 |
| Millennium Mid Cap Μετοχικό Εσωτερικού | 0,849 | 0,000 | 0,171 |
| ALICO Μετοχικό Εσωτερικού FTSE 20 IndexFund | 0,909 | 0,000 | 0,160 |
| ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού | 0,896 | 0,000 | 0,156 |

| | | | |
|---|-------|-------|--------|
| MARFIN Ελληνικό Μετοχικό | 0,852 | 0,000 | 0,154 |
| ING A/K Μετοχικό Εσωτερικού | 0,912 | 0,000 | 0,150 |
| ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού | 0,889 | 0,000 | 0,124 |
| ALPHA BlueChips A/K Μετοχικό Εσωτερικού | 0,906 | 0,000 | 0,123 |
| ΠΕΙΡΑΙΩΣ A/K Μετοχικό Εσωτερικού | 0,912 | 0,000 | 0,123 |
| PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού | 0,911 | 0,000 | 0,120 |
| ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.) | 0,912 | 0,000 | 0,116 |
| ΔΗΛΟΣ SmallCap (Μετοχικό Εσωτ.) | 0,859 | 0,000 | 0,111 |
| PROTON Greek Recovery Fund Μετοχικό Εσωτερικού | 0,900 | 0,000 | 0,104 |
| ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Μετοχικό Εσωτερικού | 0,894 | 0,000 | 0,104 |
| ΔΗΛΟΣ (BlueChips Μετοχικό Εσωτ.) | 0,905 | 0,000 | 0,101 |
| ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχικό Εσωτερικού | 0,914 | 0,000 | 0,079 |
| EUROBANK GreekEquities Μετοχικό Εσωτερικού | 0,909 | 0,000 | 0,069 |
| ALPHA TRUST Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού | 0,874 | 0,000 | 0,063 |
| ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ | 0,910 | 0,000 | 0,058 |
| International Ελληνικό Μετοχικό | 0,897 | 0,000 | 0,038 |
| ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού | 0,904 | 0,000 | 0,029 |
| ΑΑΑΒ Α.Κ. Επιλεγμένων Μετοχών Εσωτερικού | 0,900 | 0,000 | -0,010 |

Πίνακας 8.8, Treynor Ratio έτους 2010

| Αμοιβαία Κεφάλαια | betas | p-value | TreynorRatio |
|---|-------|---------|--------------|
| ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού | 0,974 | 0,000 | -0,160 |
| PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού | 0,988 | 0,000 | -0,180 |
| EUROBANK GreekEquities Μετοχικό Εσωτερικού | 0,969 | 0,000 | -0,191 |
| ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Μετοχικό Εσωτερικού | 0,987 | 0,000 | -0,200 |
| PROTON Greek Recovery Fund Μετοχικό Εσωτερικού | 0,981 | 0,000 | -0,200 |
| ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ | 0,981 | 0,000 | -0,210 |
| ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού | 0,946 | 0,000 | -0,210 |
| ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού | 0,981 | 0,000 | -0,212 |
| ALPHA BlueChips A/K Μετοχικό Εσωτερικού | 0,983 | 0,000 | -0,227 |
| ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού | 0,975 | 0,000 | -0,237 |
| ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχικό Εσωτερικού | 0,994 | 0,000 | -0,248 |
| ΔΗΛΟΣ SmallCap (Μετοχικό Εσωτ.) | 0,893 | 0,000 | -0,250 |
| ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.) | 0,984 | 0,000 | -0,250 |
| ΔΗΛΟΣ (BlueChips Μετοχικό Εσωτ.) | 0,982 | 0,000 | -0,260 |
| International Ελληνικό Μετοχικό | 0,970 | 0,000 | -0,262 |
| ING A/K Μετοχικό Εσωτερικού | 0,991 | 0,000 | -0,264 |
| ΠΕΙΡΑΙΩΣ A/K Μετοχικό Εσωτερικού | 0,994 | 0,000 | -0,278 |
| ALPHA TRUST Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού | 0,951 | 0,000 | -0,287 |
| ΑΑΑΒ Α.Κ. Επιλεγμένων Μετοχών Εσωτερικού | 0,943 | 0,000 | -0,324 |
| MARFIN Ελληνικό Μετοχικό | 0,900 | 0,000 | -0,325 |
| ALICO Μετοχικό Εσωτερικού FTSE 20 IndexFund | 0,993 | 0,000 | -0,325 |
| Millennium Mid Cap Μετοχικό Εσωτερικού | 0,879 | 0,000 | -0,345 |
| ALICO Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής | 0,891 | 0,000 | -0,356 |

| | | | |
|-----------------|--|--|--|
| Κεφαλαιοποίησης | | | |
|-----------------|--|--|--|

Πίνακας 8.9, Treynor Ratio έτους 2011

| Αμοιβαία Κεφάλαια | betas | p-value | TreynorRatio |
|---|--------------|----------------|---------------------|
| ALPHA TRUST Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού | 0,972 | 0,000 | -0,014 |
| ALICO Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης | 0,913 | 0,000 | -0,057 |
| ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού | 0,961 | 0,000 | -0,072 |
| ING A/K Μετοχικό Εσωτερικού | 0,992 | 0,000 | -0,079 |
| MARFIN Ελληνικό Μετοχικό | 0,908 | 0,000 | -0,080 |
| ALPHA BlueChips A/K Μετοχικό Εσωτερικού | 0,991 | 0,000 | -0,119 |
| ΑΑΑΒ Α.Κ. Επιλεγμένων Μετοχών Εσωτερικού | 0,981 | 0,000 | -0,133 |
| ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.) | 0,976 | 0,000 | -0,157 |
| ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού | 0,991 | 0,000 | -0,167 |
| ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχικό Εσωτερικού | 0,997 | 0,000 | -0,191 |
| ΔΗΛΟΣ SmallCap (Μετοχικό Εσωτ.) | 0,958 | 0,000 | -0,197 |
| PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού | 0,992 | 0,000 | -0,198 |
| ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ | 0,987 | 0,000 | -0,206 |
| ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού | 0,978 | 0,000 | -0,212 |
| ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Μετοχικό Εσωτερικού | 0,993 | 0,000 | -0,217 |
| ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού | 0,980 | 0,000 | -0,232 |
| Millennium Mid Cap Μετοχικό Εσωτερικού | 0,915 | 0,000 | -0,235 |
| International Ελληνικό Μετοχικό | 0,978 | 0,000 | -0,237 |
| EUROBANK GreekEquities Μετοχικό Εσωτερικού | 0,986 | 0,000 | -0,259 |
| ΔΗΛΟΣ (BlueChips Μετοχικό Εσωτ.) | 0,992 | 0,000 | -0,277 |
| ΠΕΙΡΑΙΩΣ A/K Μετοχικό Εσωτερικού | 0,992 | 0,000 | -0,307 |
| PROTON Greek Recovery Fund Μετοχικό Εσωτερικού | 0,981 | 0,000 | -0,311 |
| ALICO Μετοχικό Εσωτερικού FTSE 20 IndexFund | 0,992 | 0,000 | -0,389 |

Η συνολική κατάταξη των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εσωτερικού με βάση τον δείκτη Treynor για την περίοδο 2009-2011 παρουσιάζεται στον κάτωθι πίνακα:

Πίνακας 8.10, Συνολική Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει του δείκτη Treynor

| A/A | ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ | 2009 | 2010 | 2011 | ΓΕΝΙΚΗ ΚΑΤΑΤΑΞΗ |
|------------|---|-------------|-------------|-------------|------------------------|
| 1 | ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού | 8 | 1 | 3 | 12 |
| 2 | ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού | 5 | 8 | 9 | 22 |
| 3 | ALPHA BlueChips A/K Μετοχικό Εσωτερικού | 9 | 9 | 6 | 24 |
| 4 | PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού | 11 | 2 | 12 | 25 |
| 5 | ALICO Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης | 1 | 23 | 2 | 26 |
| 6 | ING A/K Μετοχικό Εσωτερικού | 7 | 16 | 4 | 27 |
| 7 | ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού | 2 | 10 | 16 | 28 |
| 8 | MARFIN Ελληνικό Μετοχικό | 6 | 20 | 5 | 31 |

| | | | | | |
|----|---|----|----|----|----|
| 9 | ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.) | 12 | 13 | 8 | 33 |
| 10 | ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Μετοχικό Εσωτερικού | 15 | 4 | 15 | 34 |
| 11 | ΔΗΛΟΣ SmallCap (Μετοχικό Εσωτ.) | 13 | 12 | 11 | 36 |
| 12 | ALPHA TRUST Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού | 19 | 17 | 1 | 37 |
| 13 | ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχικό Εσωτερικού | 17 | 11 | 10 | 38 |
| 14 | ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ | 20 | 6 | 13 | 39 |
| 15 | EUROBANK GreekEquities Μετοχικό Εσωτερικού | 18 | 3 | 19 | 40 |
| 16 | PROTON Greek Recovery Fund ΜετοχικόΕσωτερικού | 14 | 5 | 22 | 41 |
| 17 | Millennium Mid Cap Μετοχικό Εσωτερικού | 3 | 22 | 17 | 42 |
| 18 | ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού | 22 | 7 | 14 | 43 |
| 19 | ALICO Μετοχικό Εσωτερικού FTSE 20 IndexFund | 4 | 21 | 23 | 48 |
| 20 | ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού | 10 | 17 | 21 | 48 |
| 21 | ΑΑΑΒ Α.Κ. Επιλεγμένων Μετοχών Εσωτερικού | 23 | 19 | 7 | 49 |
| 22 | ΔΗΛΟΣ (BlueChips Μετοχικό Εσωτ.) | 16 | 14 | 20 | 50 |
| 23 | International Ελληνικό Μετοχικό | 21 | 15 | 18 | 54 |

Παρατηρούμε ότι την πρώτη τριάδα των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εσωτερικού συμπληρώνουν τα ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού, ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού και ALPHA BlueChips Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού και την τελευταία τριάδα συμπληρώνουν ΑΑΑΒ Α.Κ. Επιλεγμένων Μετοχών Εσωτερικού, ΔΗΛΟΣ (BlueChips Μετοχικό Εσωτ.) και International Ελληνικό Μετοχικό.

Σε γενικές γραμμές παρατηρούμε ότι η κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάσει τους δυο δείκτες δε διαφέρει σημαντικά. Δηλαδή, παρόλο που λαμβάνουν υπ' όψιν τους διαφορετικές μονάδες κινδύνου, καταλήγουν σχεδόν στα ίδια συμπεράσματα όσον αφορά στην επίδοσή τους. Αυτό μπορεί πολύ εύκολα να αποδειχτεί αν παρατηρήσουμε ότι τα Αμοιβαία Κεφάλαια ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού και ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού βρίσκονται στις δύο πρώτες θέσεις των δεικτών, το Αμοιβαίο Κεφάλαιο Alico Μετοχικό Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης που βρίσκεται στην 3^η θέση βάσει του δείκτη του Sharpe, με τον δείκτη του Treynor βρίσκεται στην 5^η θέση ενώ το τρίτο Αμοιβαίο Κεφάλαιο στην κατάταξη του δείκτη Treynor, ALPHA Blue Chips Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού βρίσκεται στην 4^η θέση του Sharpe ratio. Επίσης, παρατηρούμε ότι βάσει και των δυο δεικτών αξιολόγησης, την τριάδα με τις μικρότερες αποδόσεις συμπληρώνουν τα ίδια Αμοιβαία Κεφάλαια.

Στη συνέχεια, θα εξετάσουμε τη σχέση των αποδόσεων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ Καταρχάς, παραθέτουμε πίνακες των μέσων ημερήσιων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και του Γενικού Δείκτη.

Πίνακας 8.11, Μέσες ημερήσιες αποδόσεις Αμοιβαίων Κεφαλαίων

| ΑμοιβαίαΚεφαλαία | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|-------|--------|--------|
| ALICO Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης | 0,233 | -0,407 | -0,434 |
| Millennium Mid Cap Μετοχικό Εσωτερικού | 0,276 | -0,393 | -0,597 |
| ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού | 0,288 | -0,321 | -0,609 |
| ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού | 0,271 | -0,297 | -0,547 |
| ING A/K Μετοχικό Εσωτερικού | 0,267 | -0,351 | -0,460 |
| ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού | 0,241 | -0,245 | -0,452 |
| ΔΗΛΟΣ SmallCap (Μετοχικό Εσωτ.) | 0,226 | -0,313 | -0,571 |
| PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού | 0,240 | -0,267 | -0,578 |
| ALPHA BlueChips A/K Μετοχικό Εσωτερικού | 0,242 | -0,313 | -0,500 |
| MARFIN Ελληνικό Μετοχικό | 0,262 | -0,382 | -0,454 |
| ALICO Μετοχικό Εσωτερικού FTSE 20 IndexFund | 0,276 | -0,413 | -0,768 |
| PROTON Greek Recovery Fund ΜετοχικόΕσωτερικού | 0,224 | -0,286 | -0,687 |
| ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.) | 0,237 | -0,336 | -0,536 |
| ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Μετοχικό Εσωτερικού | 0,223 | -0,287 | -0,598 |
| ΠΕΙΡΑΙΩΣ A/K Μετοχικό Εσωτερικού | 0,242 | -0,366 | -0,687 |
| ΔΗΛΟΣ (BlueChips Μετοχικό Εσωτ.) | 0,222 | -0,345 | -0,657 |
| ALPHA TRUST Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού | 0,186 | -0,362 | -0,396 |
| ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχικό Εσωτερικού | 0,203 | -0,336 | -0,573 |
| ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ | 0,183 | -0,295 | -0,585 |
| EUROBANK GreekEquities Μετοχικό Εσωτερικού | 0,193 | -0,275 | -0,637 |
| International Ελληνικό Μετοχικό | 0,164 | -0,343 | -0,614 |
| ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού | 0,156 | -0,289 | -0,589 |
| ΑΑΑΒ Α.Κ. Επιλεγμένων Μετοχών Εσωτερικού | 0,122 | -0,396 | -0,513 |

Πίνακας 12, Γενικός Δείκτης ΧΑΑ

| ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΧΑΑ | | | |
|--------------------------------|-------|--------|--------|
| | 2009 | 2010 | 2011 |
| Μέση ημερήσια απόδοση ανά έτος | 0,261 | -0,381 | -0,661 |

Παρατηρούμε ότι για το έτος 2009 μόλις 6 από τα 23 Αμοιβαία Κεφάλαια υπερέβησαν την απόδοση του Γενικού Δείκτη ενώ για τα έτη 2010 και 2011 σχεδόν όλα τα υπό μελέτη Αμοιβαία Κεφάλαια υπερέβησαν την απόδοση του Γενικού Δείκτη, 18 και 20 Αμοιβαία Κεφάλαια αντίστοιχα. Αυτό θα μπορούσε να σημαίνει ότι οι επενδυτές στη διάρκεια της κρίσης προτίμησαν να τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους σε χαρτοφυλάκια μετοχών παρά σε μεμονωμένες μετοχές δεδομένης της αβεβαιότητας και της ανησυχίας που επικρατούσε.

Από τους πίνακες 7, 8 και 9 παρατηρούμε ότι οι συντελεστές βήτα είναι πολύ κοντά στην μονάδα. Αυτό, κατ' αρχάς σημαίνει ότι τα Αμοιβαία Κεφάλαια έχουν υψηλό κίνδυνο και αυτό είναι λογικό αν λάβουμε υπ' όψιν ότι τουλάχιστον το 65% του ενεργητικού τους επενδύεται σε ελληνικές μετοχές σε συνδυασμό με την δημοσιονομική κρίση που επηρέασε αρνητικά και τις αποδόσεις του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ. Παρατηρούμε, επίσης, ότι παρόλο που οι συντελεστές βήτα αυξάνονται κάθε χρόνο, η κατάταξη στους πίνακες δεν διαφέρει σημαντικά. Προκύπτει ότι οι συντελεστές βήτα είναι μικρότεροι της μονάδας, δηλαδή ακολουθούν μια αμυντική επενδυτική πολιτική καθώς και ότι είναι στατιστικά σημαντικοί μιας και τα p-values είναι μηδενικά. Αυτό σημαίνει ότι δεν μπορούμε να δεχτούμε την μηδενική υπόθεση και συμπεραίνουμε επομένως ότι η μεταβολή του Γενικού Δείκτη επηρεάζει τις αποδόσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

2.2 Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού

Στους ακόλουθους πίνακες παρουσιάζονται ανά έτος οι δείκτες Sharpe και Treynor που έχουμε επιλέξει προκειμένου να αξιολογήσουμε την επίδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

2.2.1 Sharpe Ratio

Στους πίνακες που ακολουθούν, παρατίθενται οι τυπικές αποκλίσεις των αποδόσεων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων καθώς και ο δείκτης Sharpe ratio για τα έτη 2009, 2010 και 2011.

Πίνακας 8.13, Sharpe Ratio έτους 2009

| Αμοιβαία Κεφάλαια | Standard Deviation | Sharperatio |
|---|---------------------------|--------------------|
| ALPHA Select Νοτιο-Ανατολικής Ευρώπης Μετοχικό Εξωτερικού | 0,0190 | 19,6264 |
| ALLIANZ Μετοχών Αναπτυσσόμενων Αγορών EMEA | 0,0172 | 18,6109 |
| ALPHA TRUST EMERGING EUROPE Μετοχικό Εξωτερικού | 0,0140 | 13,8672 |
| ALICO Μετοχικό Εξωτερικού Αναδυομένων Αγορών | 0,0195 | 13,2446 |

| | | |
|---|--------|---------|
| ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Global Opportunities Μετοχικό Εξωτερικού | 0,0144 | 9,6505 |
| PIRAEUS INVEST - EUROPEAN EQUITY | 0,0118 | 5,8881 |
| ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ European Opportunities Μετοχικό Εξωτερικού | 0,0131 | 5,5184 |
| MARFIN Global Μετοχικό | 0,0111 | 5,1573 |
| ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Μετοχικό Εξωτ.) | 0,0126 | 4,3718 |
| EUROBANK Global Equities Μετοχικό Εξωτερικού | 0,0117 | 2,8786 |
| ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτ.) | 0,0133 | 2,6921 |
| HSBC Πανευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού | 0,0095 | 2,2902 |
| Millennium Eurozone Μετοχικό Εξωτερικού | 0,0118 | 0,4604 |
| Millennium America US Μετοχικό Εξωτερικού | 0,0108 | -3,2525 |

Πίνακας 8.14, Sharpe Ratio έτους 2010

| Αμοιβαία Κεφάλαια | Standard Deviation | Sharperatio |
|---|--------------------|-------------|
| Millennium America US Μετοχικό Εξωτερικού | 0,009 | 27,619 |
| ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Global Opportunities Μετοχικό Εξωτερικού | 0,010 | 25,701 |
| ALLIANZ Μετοχών Αναπτυσσόμενων Αγορών EMEA | 0,015 | 24,865 |
| MARFIN Global Μετοχικό | 0,008 | 22,071 |
| HSBC Πανευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού | 0,010 | 20,609 |
| EUROBANK Global Equities Μετοχικό Εξωτερικού | 0,010 | 19,515 |
| ALPHA TRUST EMERGING EUROPE Μετοχικό Εξωτερικού | 0,011 | 18,631 |
| ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ European Opportunities Μετοχικό Εξωτερικού | 0,011 | 16,268 |
| PIRAEUS INVEST - EUROPEAN EQUITY | 0,010 | 15,149 |
| ALPHA Select Νοτιο-Ανατολικής Ευρώπης Μετοχικό Εξωτερικού | 0,014 | 10,485 |
| ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Μετοχικό Εξωτ.) | 0,011 | 8,858 |
| ALICO Μετοχικό Εξωτερικού Αναδυομένων Αγορών | 0,013 | 6,638 |
| ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτ.) | 0,013 | 3,148 |
| Millennium Eurozone Μετοχικό Εξωτερικού | 0,013 | 1,354 |

Πίνακας 8.15, Sharpe Ratio έτους 2011

| Αμοιβαία Κεφάλαια | Standard Deviation | Sharperatio |
|--|--------------------|-------------|
| Millennium America US ΜετοχικόΕξωτερικού | 0,012 | 38,925 |
| EUROBANK Global Equities ΜετοχικόΕξωτερικού | 0,012 | 30,980 |
| MARFIN Global Μετοχικό | 0,011 | 28,195 |
| ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EuropeanOpportunities Μετοχικό Εξωτερικού | 0,012 | 26,338 |
| PIRAEUS INVEST - EUROPEAN EQUITY | 0,012 | 25,166 |
| HSBC Πανευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού | 0,012 | 20,690 |
| ALPHA TRUST EMERGING EUROPE ΜετοχικόΕξωτερικού | 0,010 | 20,325 |
| ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Μετοχικό Εξωτ.) | 0,015 | 15,651 |
| ALICO Μετοχικό Εξωτερικού Αναδυομένων Αγορών | 0,013 | 14,679 |
| MillenniumEurozone Μετοχικό Εξωτερικού | 0,016 | 13,513 |
| ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτ.) | 0,016 | 13,173 |
| ALLIANZ Μετοχών Αναπτυσσόμενων Αγορών EMEA | 0,017 | 4,579 |
| ALPHA SelectΝοτιο-Ανατολικής Ευρώπης Μετοχικό Εξωτερικού | 0,013 | 2,353 |
| ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ GlobalOpportunities Μετοχικό Εξωτερικού | -0,047 | -7,084 |

Η συνολική κατάταξη των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εξωτερικού με βάση τον δείκτη Sharpe για την περίοδο 2009-2011 παρουσιάζεται στον κάτωθι πίνακα:

Πίνακας 8.16, Συνολική Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει του δείκτη Sharpe

| A/A | ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ | 2009 | 2010 | 2011 | ΓΕΝΙΚΗ ΚΑΤΑΤΑΞΗ |
|-----|---|------|------|------|-----------------|
| 1 | MARFIN Global Μετοχικό | 8 | 4 | 3 | 15 |
| 2 | Millennium America US ΜετοχικόΕξωτερικού | 14 | 1 | 1 | 16 |
| 3 | ALLIANZ Μετοχών Αναπτυσσόμενων Αγορών EMEA | 2 | 3 | 12 | 17 |
| 4 | ALPHA TRUST EMERGING EUROPE ΜετοχικόΕξωτερικού | 3 | 7 | 7 | 17 |
| 5 | EUROBANK Global Equities ΜετοχικόΕξωτερικού | 10 | 6 | 2 | 18 |
| 6 | ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EuropeanOpportunities Μετοχικό | 7 | 8 | 4 | 19 |

| | | | | | |
|----|--|----|----|----|----|
| | Εξωτερικού | | | | |
| 7 | PIRAEUS INVEST - EUROPEAN EQUITY | 6 | 9 | 5 | 20 |
| 8 | ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ GlobalOpportunities Μετοχικό Εξωτερικού | 5 | 2 | 14 | 21 |
| 9 | HSBC Πανευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού | 12 | 5 | 6 | 23 |
| 10 | ALPHA SelectΝοτιο-Ανατολικής Ευρώπης Μετοχικό Εξωτερικού | 1 | 10 | 13 | 24 |
| 11 | ALICO Μετοχικό Εξωτερικού Αναδυομένων Αγορών | 4 | 12 | 9 | 25 |
| 12 | ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Μετοχικό Εξωτ.) | 9 | 11 | 8 | 28 |
| 13 | ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτ.) | 11 | 13 | 11 | 35 |
| 14 | MillenniumEurozone Μετοχικό Εξωτερικού | 13 | 14 | 10 | 37 |

Παρατηρούμε ότι την πρώτη τριάδα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων συμπληρώνουν τα ALPHA TRUST EMERGING EUROPE Μετοχικό Εξωτερικού, MillenniumAmerica US Μετοχικό Εξωτερικού και MARFIN Global Μετοχικό ενώ την τελευταία τριάδα MillenniumEurozone Μετοχικό Εξωτερικού, ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτ.) και ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Μετοχικό Εξωτ.). Επίσης, θα μπορούσαμε να παρατηρήσουμε ότι τις δύο πρώτες θέσεις καταλαμβάνουν Αμοιβαία Κεφάλαια που στο χαρτοφυλάκιο τους περιλαμβάνουν μετοχές που δε διαπραγματεύονται μόνο στην Ευρώπη. Οι επενδυτές προτίμησαν να επενδύσουν σε τέτοιου είδους γεωγραφικά διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια εξαιτίας της ανησυχίας και της αβεβαιότητας για την ευρωπαϊκή οικονομική κρίση.

2.2.2 Treynor Ratio

Στους πίνακες που ακολουθούν, παρατίθενται οι συντελεστές betakai ο δείκτης Treynor των Αμοιβαίων Κεφαλαίων για τα έτη 2009, 2010 και 2011 καθώς και τα p-values που έχουν προκύψει από τις παλινδρομήσεις προκειμένου να εξετάσουμε τη σχέση μεταξύ των αποδόσεων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και της απόδοσης του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Πίνακας 8.17, Treynor Ratio έτους 2009

| Αμοιβαία Κεφάλαια | Beta | p-value | TreynorRatio |
|--|-------|---------|--------------|
| PIRAEUS INVEST - EUROPEAN EQUITY | 0,059 | 0,352 | 1,176 |
| ALPHA Select Νοτιο-Ανατολικής Ευρώπης Μετοχικό Εξωτερικού | 0,749 | 0 | 0,499 |
| ALLIANZ Μετοχών Αναπτυσσόμενων Αγορών EMEA | 0,647 | 0 | 0,493 |
| ALICO Μετοχικό Εξωτερικού Αναδυομένων Αγορών | | | 0,391 |
| ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Global Opportunities Μετοχικό Εξωτερικού | 0,484 | 0 | 0,287 |
| ALPHA TRUST EMERGING EUROPE Μετοχικό Εξωτερικού | 0,689 | 0 | 0,282 |
| ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Μετοχικό Εξωτ.) | 0,242 | 0 | 0,228 |
| ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτ.) | 0,16 | 0,008 | 0,212 |
| ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ European Opportunities Μετοχικό Εξωτερικού | 0,631 | 0 | 0,114 |
| MARFIN Global Μετοχικό | 0,58 | 0 | 0,099 |
| EUROBANK Global Equities Μετοχικό Εξωτερικού | 0,711 | 0 | 0,047 |
| HSBC Πανερωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού | 0,638 | 0 | 0,034 |
| Millennium Eurozone Μετοχικό Εξωτερικού | 0,658 | 0 | 0,008 |
| Millennium America US Μετοχικό Εξωτερικού | 0,327 | 0 | -0,108 |

Πίνακας 8.18, Treynor Ratio έτους 2010

| Αμοιβαία Κεφάλαια | Beta | p-value | TreynorRatio |
|--|-------|---------|--------------|
| PIRAEUS INVEST - EUROPEAN EQUITY | 0,105 | 0,1 | 1,440 |
| Millennium America US Μετοχικό Εξωτερικού | 0,214 | 0,001 | 1,119 |
| ALLIANZ Μετοχών Αναπτυσσόμενων Αγορών EMEA | 0,639 | 0 | 0,593 |
| ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Global Opportunities Μετοχικό Εξωτερικού | 0,468 | 0 | 0,532 |
| MARFIN Global Μετοχικό | 0,481 | 0 | 0,381 |
| EUROBANK Global Equities Μετοχικό Εξωτερικού | 0,518 | 0 | 0,358 |
| HSBC Πανερωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού | 0,573 | 0 | 0,356 |
| ALPHA TRUST EMERGING EUROPE Μετοχικό Εξωτερικού | 0,612 | 0 | 0,322 |
| ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ European Opportunities Μετοχικό Εξωτερικού | 0,593 | 0 | 0,294 |

| | | | |
|---|-------|---|-------|
| ALPHA Select Νοτιο-Ανατολικής Ευρώπης Μετοχικό Εξωτερικού | 0,79 | 0 | 0,185 |
| ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Μετοχικό Εξωτ.) | 0,624 | 0 | 0,153 |
| ALICO Μετοχικό Εξωτερικού Αναδυομένων Αγορών | | | 0,130 |
| ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτ.) | 0,662 | 0 | 0,061 |
| Millennium Eurozone Μετοχικό Εξωτερικού | 0,622 | 0 | 0,028 |

Πίνακας 8.19, Treynor Ratio έτους 2011

| Αμοιβαία Κεφάλαια | Beta | P-value | TreynorRatio |
|--|-------|---------|--------------|
| PIRAEUS INVEST - EUROPEAN EQUITY | 0,34 | 0,587 | 1,440 |
| Millennium America US Μετοχικό Εξωτερικού | 0,138 | 0,029 | 1,119 |
| MARFIN Global Μετοχικό | 0,262 | 0 | 0,593 |
| EUROBANK Global Equities Μετοχικό Εξωτερικού | 0,386 | 0 | 0,532 |
| ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Global Opportunities Μετοχικό Εξωτερικού | 0,41 | 0 | 0,381 |
| ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ European Opportunities Μετοχικό Εξωτερικού | 0,542 | 0 | 0,358 |
| HSBC Πανευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού | 0,538 | 0 | 0,356 |
| ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Μετοχικό Εξωτ.) | 0,551 | 0 | 0,322 |
| ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτ.) | 0,569 | 0 | 0,294 |
| ALPHA TRUST EMERGING EUROPE Μετοχικό Εξωτερικού | 0,606 | 0 | 0,185 |
| ALICO Μετοχικό Εξωτερικού Αναδυομένων Αγορών | | | 0,153 |
| Millennium Eurozone Μετοχικό Εξωτερικού | 0,643 | 0 | 0,130 |
| ALLIANZ Μετοχών Αναπτυσσόμενων Αγορών EMEA | 0,516 | 0 | 0,061 |
| ALPHA Select Νοτιο-Ανατολικής Ευρώπης Μετοχικό Εξωτερικού | 0,789 | 0 | 0,028 |

Η συνολική κατάταξη των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εξωτερικού με βάση τον δείκτη Treynor για την περίοδο 2009-2011 παρουσιάζεται στον κάτωθι πίνακα:

Πίνακας 8.20, Γενική Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει του δείκτη Treynor

| A/A | ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ | 2009 | 2010 | 2011 | ΓΕΝΙΚΗ ΚΑΤΑΤΑΞΗ |
|-----|--|------|------|------|-----------------|
| 1 | PIRAEUS INVEST - EUROPEAN EQUITY | 1 | 1 | 1 | 3 |
| 2 | ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Global Opportunities Μετοχικό Εξωτερικού | 5 | 4 | 4 | 13 |
| 3 | MARFIN Global Μετοχικό | 10 | 5 | 3 | 18 |
| 4 | Millennium America US Μετοχικό Εξωτερικού | 14 | 2 | 2 | 18 |
| 5 | ALLIANZ Μετοχών Αναπτυσσόμενων Αγορών ΕΜΕΑ | 3 | 3 | 13 | 19 |
| 6 | EUROBANK Global Equities Μετοχικό Εξωτερικού | 11 | 6 | 4 | 21 |
| 7 | ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ European Opportunities Μετοχικό Εξωτερικού | 9 | 9 | 6 | 24 |
| 8 | ALPHA TRUST EMERGING EUROPE Μετοχικό Εξωτερικού | 6 | 8 | 11 | 25 |
| 9 | ALPHA Select Νοτιο-Ανατολικής Ευρώπης Μετοχικό Εξωτερικού | 2 | 10 | 14 | 26 |
| 10 | ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Μετοχικό Εξωτ.) | 7 | 11 | 8 | 26 |
| 11 | HSBC Πανευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού | 12 | 7 | 7 | 26 |
| 12 | ALICO Μετοχικό Εξωτερικού Αναδυομένων Αγορών | 4 | 12 | 11 | 27 |
| 13 | ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτ.) | 8 | 13 | 9 | 30 |
| 14 | Millennium Eurozone Μετοχικό Εξωτερικού | 13 | 14 | 12 | 39 |

Παρατηρούμε ότι βάσει του δείκτη Treynor την πρώτη τριάδα συμπληρώνουν τα Αμοιβαία Κεφάλαια PIRAEUS INVEST - EUROPEAN EQUITY, το οποίο καταλαμβάνει την πρώτη θέση και στις τρεις υπό εξέταση χρονιές, ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Global Opportunities Μετοχικό Εξωτερικού και MARFIN Global Μετοχικό ενώ την τελευταία τριάδα τα Αμοιβαία Κεφάλαια ALICO Μετοχικό Εξωτερικού Αναδυομένων Αγορών, ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτ.) και Millennium Eurozone Μετοχικό Εξωτερικού.

Και σε αυτή την περίπτωση, παρατηρούμε σε γενικές γραμμές ότι τα αποτελέσματα κατάταξης με βάση τους δυο δείκτες δεν διαφέρουν σημαντικά μεταξύ τους. Για παράδειγμα, το Millennium America US Μετοχικό Εξωτερικού βρίσκεται στην 2^η θέση με βάση τον Sharperatio και στην 4^η θέση με βάση το Treynor ratio. Επίσης, τα Αμοιβαία Κεφάλαια

ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτ.) και Millennium Eurozone Μετοχικό Εξωτερικού βρίσκονται στις δύο τελευταίες θέσεις της κατάταξης και των δύο δεικτών.

Μοναδική εξαίρεση αποτελεί το Αμοιβαίο Κεφάλαιο PIRAEUS INVEST - EUROPEAN EQUITY, το οποίο βρίσκεται στην 7^η θέση με βάση τον δείκτη του Sharpe και στην 1^η θέση με βάση τον δείκτη του Treynor. Αυτό, ενδεχομένως, να οφείλεται στο ότι το χαρτοφυλάκιο δεν είναι καλά διαφοροποιημένο καθώς χρησιμοποιώντας τον δείκτη του Sharpe, λαμβάνουμε υπ' όψιν μας το τμήμα του συνολικού κινδύνου που οφείλεται στην απουσία ικανοποιητικής διαφοροποίησης ενώ χρησιμοποιώντας τον δείκτη του Treynor λαμβάνουμε υπ' όψιν μόνο τον συστηματικό κίνδυνο. Στις περιπτώσεις αυτές, προτιμάται να χρησιμοποιούμε ως μέτρο αξιολόγησης τον δείκτη Sharpe. Σε αυτό συντείνει και το γεγονός ότι ο συντελεστής βήτα στον δείκτη του Treynor είναι στατιστικά ασήμαντος σε επίπεδο 5% ($p\text{-value}_{2009}=0,352$, $p\text{-value}_{2000}=0,1$ και $p\text{-value}_{2011}=0,587$), οπότε ο δείκτης για την περίπτωση αυτού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου δεν έχει πραγματική αξία.

Στη συνέχεια, θα εξετάσουμε τη σχέση των αποδόσεων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ Καταρχάς, παραθέτουμε πίνακες των μέσων ημερήσιων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και του Γενικού Δείκτη.

Πίνακας 8.21, Μέσες ημερήσιες αποδόσεις Αμοιβαίων Κεφαλαίων

| Αμοιβαία Κεφάλαια | 2009 | 2010 | 2011 |
|--|-------------|-------------|-------------|
| ALPHA SelectNotio-Ανατολικής Ευρώπης Μετοχικό Εξωτερικού | 0,504 | 0,057 | -0,351 |
| ALLIANZ Μετοχών Αναπτυσσόμενων Αγορών EMEA | 0,450 | 0,289 | -0,304 |
| ALPHA TRUST EMERGING EUROPE Μετοχικό Εξωτερικού | 0,325 | 0,107 | -0,170 |
| ALICO Μετοχικό Εξωτερικού Αναδυομένων Αγορών | 0,389 | -0,004 | -0,185 |
| ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Global Opportunities Μετοχικό Εξωτερικού | 0,270 | 0,159 | -0,047 |
| PIRAEUS INVEST - EUROPEAN EQUITY | 0,200 | 0,061 | -0,081 |
| ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ European Opportunities Μετοχικό Εξωτερικού | 0,203 | 0,085 | -0,065 |
| MARFIN Global Μετοχικό | 0,188 | 0,094 | -0,073 |
| ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Μετοχικό Εξωτ.) | 0,186 | 0,006 | -0,140 |
| EUROBANK Global Equities Μετοχικό Εξωτερικού | 0,164 | 0,096 | 0,000 |
| ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτ.) | 0,167 | -0,049 | -0,166 |
| HSBC Πανευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού | 0,153 | 0,114 | -0,127 |
| MillenniumEurozone Μετοχικό Εξωτερικού | 0,136 | -0,072 | -0,170 |

| | | | |
|--|-------|-------|-------|
| Millennium America US ΜετοχικόΕξωτερικού | 0,095 | 0,150 | 0,084 |
|--|-------|-------|-------|

Παρατηρώντας τους Πίνακες 11 και 20 βλέπουμε ότι, κατά το 2009, 5 μόνο από τα 14 υπό μελέτη Αμοιβαία Κεφάλαια νίκησαν την απόδοση του Χρηματιστηρίου Αθηνών ενώ για τις δυο επόμενες χρονιές όλα τα Αμοιβαία Κεφάλαια, που εξετάζουμε, σημείωσαν απόδοση μεγαλύτερη από του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Επίσης, προκύπτει ότι οι συντελεστές βήτα είναι μεν στατιστικά σημαντικά σε κάθε επίπεδο παρατήρησης αλλά ωστόσο η σχέση των αποδόσεων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με τον Γενικό Δείκτη, όπως προκύπτει από τους συντελεστές βήτα, είναι μικρή, δηλαδή τα Αμοιβαία Κεφάλαια υποαντιδρούν στις μεταβολές του Γενικού Δείκτη. Επιπλέον, το γεγονός ότι οι συντελεστές βήτα είναι μικρότερη της μονάδας δείχνει ότι ακολουθούν μια αμυντική επενδυτική πολιτική.

Συγκρίνοντας τους συντελεστές βήτα των δυο κατηγοριών Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εσωτερικού και Εξωτερικού, όπως αυτοί παρουσιάζονται στον κάτωθι πίνακα, συμπεραίνουμε ότι σαφώς ο κίνδυνος που περικλείουν τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού είναι μεγαλύτερος από τον αντίστοιχο των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εξωτερικού χωρίς, ωστόσο, ο κίνδυνος αυτός να ακολουθείται από αντίστοιχη μεγαλύτερη απόδοση. Αυτό σημαίνει ότι η ελληνική αγορά δεν αποζημιώνει με μεγαλύτερη απόδοση την ανάληψη μεγαλύτερου ποσού κινδύνου, όπως αυτός μετράται από τα βήτα. Επομένως, θα μπορούσαμε να συμπεράνουμε ότι τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού δεν αποτελούσαν καθόλου ελκυστική επένδυση.

| | 2009 | | 2010 | | 2011 | |
|--|-------|---------|-------|---------|-------|---------|
| | Betas | Απόδοση | Betas | Απόδοση | Betas | Απόδοση |
| Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού | 0,893 | 0,225 | 0,962 | -0,331 | 0,974 | -13,041 |
| Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού | 0,470 | 0,245 | 0,493 | 0,078 | 0,449 | -0,128 |

2.3 Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού

Στους ακόλουθους πίνακες παρουσιάζονται ανά έτος οι δείκτες Sharpe και Treynor που έχουμε επιλέξει προκειμένου να αξιολογήσουμε την επίδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

2.3.1 Sharpe Ratio

Στους πίνακες που ακολουθούν, παρατίθενται οι τυπικές αποκλίσεις των αποδόσεων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων καθώς και ο δείκτης Sharpe ratio για τα έτη 2009, 2010 και 2011.

Πίνακας 22, Sharpe Ratio έτους 2009

| Αμοιβαία Κεφάλαια | Standard Deviation | Sharperatio |
|----------------------------------|--------------------|-------------|
| ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού | 0,0116 | -0,2187 |
| ALPHA Μικτό Εσωτερικού | 0,0088 | -0,4828 |
| INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό | 0,0110 | -0,8608 |
| ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού | 0,0090 | -1,1141 |
| PROTON Μικτό Εσωτερικού | 0,0093 | -1,5406 |
| ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μικτό Εσωτερικού | 0,0105 | -2,1356 |
| ALLIANZ Μικτό Εσωτερικού | 0,0098 | -2,7913 |
| ΑΤΕ Μικτό | 0,0054 | -7,4000 |
| INTERNATIONAL Μικτό | 0,0077 | -11,9382 |
| HSBC Μικτό Αμοιβαίο Κεφάλαιο | 0,0032 | -19,7456 |

Πίνακας 23, Sharpe Ratio έτους 2010

| Αμοιβαία Κεφάλαια | Standard Deviation | Sharperatio |
|----------------------------------|--------------------|-------------|
| HSBC Μικτό Αμοιβαίο Κεφάλαιο | 0,0058 | 0,4238 |
| INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό | 0,0137 | -12,4177 |
| ΑΤΕ Μικτό | 0,0084 | -12,8663 |
| ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού | 0,0100 | -14,5088 |
| ALLIANZ Μικτό Εσωτερικού | 0,0097 | -15,4502 |
| ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού | 0,0123 | -15,7685 |
| PROTON Μικτό Εσωτερικού | 0,0133 | -16,0810 |
| ALPHA Μικτό Εσωτερικού | 0,0107 | -17,1777 |
| INTERNATIONAL Μικτό | 0,0112 | -17,6716 |
| ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μικτό Εσωτερικού | 0,0126 | -20,7781 |

Πίνακας 24, Sharpe Ratio έτους 2011

| Αμοιβαία Κεφάλαια | Standard Deviation | Sharperatio |
|----------------------------------|---------------------------|--------------------|
| HSBC Μικτό Αμοιβαίο Κεφάλαιο | 0,0078 | 14,6767 |
| ΑΤΕ Μικτό | 0,0090 | 2,8271 |
| ALLIANZ Μικτό Εσωτερικού | 0,0112 | -2,3196 |
| INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό | 0,0124 | -6,2655 |
| ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού | 0,0121 | -11,3308 |
| INTERNATIONAL Μικτό | 0,0119 | -11,4631 |
| ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μικτό Εσωτερικού | 0,0177 | -13,1686 |
| ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού | 0,0134 | -13,7091 |
| ALPHA Μικτό Εσωτερικού | 0,0134 | -14,6851 |
| PROTON Μικτό Εσωτερικού | 0,0166 | -19,0850 |

Η συνολική κατάταξη των Μικτών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εσωτερικού με βάση τον δείκτη Sharpe για την περίοδο 2009-2011 παρουσιάζεται στον κάτωθι πίνακα:

Πίνακας 25, Γενική Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάση τον δείκτη Sharpe

| A/A | ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ | 2009 | 2010 | 2011 | ΓΕΝΙΚΗ ΚΑΤΑΤΑΞΗ |
|------------|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|------------------------|
| 1 | INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό | 3 | 2 | 4 | 9 |
| 2 | HSBC Μικτό Αμοιβαίο Κεφάλαιο | 10 | 1 | 1 | 12 |
| 3 | ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού | 4 | 4 | 5 | 13 |
| 4 | ΑΤΕ Μικτό | 8 | 3 | 2 | 13 |
| 5 | ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού | 1 | 6 | 8 | 15 |
| 6 | ALLIANZ Μικτό Εσωτερικού | 7 | 5 | 3 | 15 |
| 7 | ALPHA Μικτό Εσωτερικού | 2 | 8 | 9 | 19 |
| 8 | PROTON Μικτό Εσωτερικού | 5 | 7 | 10 | 22 |
| 9 | ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μικτό Εσωτερικού | 6 | 10 | 7 | 23 |
| 10 | INTERNATIONAL Μικτό | 9 | 9 | 6 | 24 |

Παρατηρούμε ότι με βάση τον δείκτη του Sharpe τις πρώτες τρεις θέσεις συμπληρώνουν τα Αμοιβαία Κεφάλαια INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό, HSBC Μικτό Αμοιβαίο Κεφάλαιο, ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού και ΑΤΕ Μικτό ενώ τις τρεις τελευταίες θέσεις καταλαμβάνουν τα PROTON Μικτό Εσωτερικού, ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μικτό Εσωτερικού και

INTERNATIONAL Μικτό. Με ελάχιστες εξαιρέσεις, παρατηρούμε ότι υπάρχει μια συνέπεια στις αποδόσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Για παράδειγμα, το INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό βρίσκεται στις θέσεις 3, 2 και 4 για τα αντίστοιχα έτη 2009, 2010 και 2011 καθώς και το ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού που βρίσκεται στις θέσεις 4, 4 και 5 για τα αντίστοιχα έτη. Μεγάλη διαφορά παρατηρείται στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο της HSBC το οποίο βρίσκεται στην 10^η θέση το 2009 και στις δύο επόμενες χρονιές σκαρφαλώνει στην 1^η θέση καθώς και το EPMHS Μικτό Εσωτερικού, το οποίο βρίσκεται στην 1^η θέση το 2009 ενώ το 2010 και 2011 βρίσκεται αντίστοιχα στην 6^η και 8^η θέση. Επομένως, ένας διαχειριστής, λαμβάνοντας υπ' όψιν το έντονο και γεμάτο αβεβαιότητα οικονομικό κλίμα της περιόδου, θα μπορούσε να στηριχτεί στις παρελθούσες επιδόσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και να αποφασίσει για τις μελλοντικές του τοποθετήσεις.

2.3.2 Treynor Ratio

Στους πίνακες που ακολουθούν, παρατίθενται οι συντελεστές betas και ο δείκτης Treynor των Αμοιβαίων Κεφαλαίων για τα έτη 2009, 2010 και 2011 καθώς και τα p-values που έχουν προκύψει από τις παλινδρομήσεις προκειμένου να εξετάσουμε τη σχέση μεταξύ των αποδόσεων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και της απόδοσης του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Πίνακας 26, Treynor Ratio έτους 2009

| Αμοιβαία Κεφάλαια | Betas | p-value | Treynor ratio |
|----------------------------------|--------------|----------------|----------------------|
| ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού | 0,908 | 0 | -0,0028 |
| ALPHA Μικτό Εσωτερικού | 0,873 | 0 | -0,0049 |
| INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό | 0,865 | 0 | -0,0110 |
| ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού | 0,83 | 0 | -0,0120 |
| PROTON Μικτό Εσωτερικού | 0,882 | 0 | -0,0162 |
| ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μικτό Εσωτερικού | 0,881 | 0 | -0,0255 |
| ALLIANZ Μικτό Εσωτερικού | 0,865 | 0 | -0,0316 |
| ΑΤΕ Μικτό | 0,856 | 0 | -0,0469 |
| HSBC Μικτό Αμοιβαίο Κεφάλαιο | 0,692 | 0 | -0,0921 |
| INTERNATIONAL Μικτό | 0,871 | 0 | -0,1056 |

Πίνακας 27, Treynor Ratio έτους 2011

| Αμοιβαία Κεφάλαια | Betas | p-value | Treynor ratio |
|------------------------------|--------------|----------------|----------------------|
| HSBC Μικτό Αμοιβαίο Κεφάλαιο | 0,716 | 0 | 0,0035 |

| | | | |
|----------------------------------|-------|---|---------|
| ΑΤΕ Μικτό | 0,966 | 0 | -0,1119 |
| ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού | 0,965 | 0 | -0,1507 |
| ALLIANZ Μικτό Εσωτερικού | 0,935 | 0 | -0,1609 |
| INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό | 0,942 | 0 | -0,1801 |
| ALPHA Μικτό Εσωτερικού | 0,963 | 0 | -0,1917 |
| ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού | 0,99 | 0 | -0,1954 |
| INTERNATIONAL Μικτό | 0,898 | 0 | -0,2208 |
| PROTON Μικτό Εσωτερικού | 0,96 | 0 | -0,2227 |
| ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μικτό Εσωτερικού | 0,927 | 0 | -0,2824 |

Πίνακας 28, Treynor Ratio έτους 2011

| Αμοιβαία Κεφάλαια | Betas | p-value | Treynorratio |
|----------------------------------|-------|---------|--------------|
| HSBC Μικτό Αμοιβαίο Κεφάλαιο | 0,814 | 0 | 0,1413 |
| ΑΤΕ Μικτό | 0,913 | 0 | 0,0279 |
| ALLIANZ Μικτό Εσωτερικού | 0,896 | 0 | -0,0289 |
| INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό | 0,871 | 0 | -0,0893 |
| ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού | 0,965 | 0 | -0,1419 |
| INTERNATIONAL Μικτό | 0,931 | 0 | -0,1463 |
| ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού | 0,975 | 0 | -0,1885 |
| ALPHA Μικτό Εσωτερικού | 0,932 | 0 | -0,2107 |
| ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μικτό Εσωτερικού | 0,872 | 0 | -0,2678 |
| PROTON Μικτό Εσωτερικού | 0,964 | 0 | -0,3288 |

Η συνολική κατάταξη των Μικτών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εσωτερικού με βάση τον δείκτη Treynor για την περίοδο 2009-2011 παρουσιάζεται στον κάτωθι πίνακα:

Πίνακας 29, Γενική Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει του δείκτη Treynor

| A/A | ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ | 2009 | 2010 | 2011 | ΓΕΝΙΚΗ ΚΑΤΑΤΑΞΗ |
|-----|----------------------------------|------|------|------|-----------------|
| 1 | HSBC Μικτό Αμοιβαίο Κεφάλαιο | 9 | 1 | 1 | 11 |
| 2 | INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό | 3 | 5 | 4 | 12 |
| 3 | ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού | 4 | 3 | 5 | 12 |
| 4 | ΑΤΕ Μικτό | 8 | 2 | 2 | 12 |
| 5 | ALLIANZ Μικτό Εσωτερικού | 7 | 4 | 3 | 14 |
| 6 | ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού | 1 | 7 | 7 | 15 |
| 7 | ALPHA Μικτό Εσωτερικού | 2 | 6 | 8 | 16 |
| 8 | PROTON Μικτό Εσωτερικού | 5 | 9 | 10 | 24 |

| | | | | | |
|----|---------------------------|----|----|---|----|
| 9 | INTERNATIONAL Μικτό | 10 | 8 | 6 | 24 |
| 10 | ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μικτό Εσωτερικού | 6 | 10 | 9 | 25 |

Με βάση τον δείκτη του Treynor, παρατηρούμε ότι οι πρώτες θέσεις καταλαμβάνονται από τα Αμοιβαία Κεφάλαια HSBC Μικτό Αμοιβαίο Κεφάλαιο, INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό, ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού και ΑΤΕ Μικτό ενώ οι τελευταίες από PROTON Μικτό Εσωτερικού, INTERNATIONAL Μικτό και ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μικτό Εσωτερικού. Παρατηρούμε ότι υπάρχει σχεδόν απόλυτη ταύτιση των αποτελεσμάτων που λαμβάνουμε με τους δύο δείκτες τόσο όσον αφορά τη γενική κατάταξη όσο και τις επιμέρους θέσεις που καταλαμβάνουν τα Αμοιβαία Κεφάλαια και ως εκ τούτου προκύπτει ότι υπάρχει και συνέπεια των επιδόσεων από χρονιά σε χρονιά. Οι μόνες διαφορές στις γενικές κατατάξεις που παρατηρούνται είναι ότι το HSBC Μικτό Αμοιβαίο Κεφάλαιο βρίσκεται στην 2^η θέση με βάση τον δείκτη του Sharpe και στην 1^η θέση με βάση τον δείκτη του Treynor καθώς και τα EPMHS Μικτό Εσωτερικού και ALLIANZ Μικτό Εσωτερικού που βρίσκονται στην 5^η και 6^η θέση του Sharpe ratio, με βάση τον δείκτη Treynor απλά αντιμετωπίζονται. Το αποτέλεσμα αυτό μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι τα χαρτοφυλάκια των Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι καλά διαφοροποιημένα.

Στη συνέχεια, θα εξετάσουμε τη σχέση των αποδόσεων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ Καταρχάς, παραθέτουμε πίνακες των μέσων ημερήσιων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και του Γενικού Δείκτη.

Πίνακας 30, Μέσες Ημερήσιες Αμοιβαίων Κεφαλαίων

| ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ | 2009 | 2010 | 2011 |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού | 0,1282 | -0,2831 | -0,5658 |
| ALPHA Μικτό Εσωτερικού | 0,1265 | -0,2743 | -0,5784 |
| INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό | 0,1212 | -0,2593 | -0,4598 |
| ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού | 0,1207 | -0,2351 | -0,5189 |
| PROTON Μικτό Εσωτερικού | 0,1164 | -0,3035 | -0,6990 |
| ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μικτό Εσωτερικού | 0,1082 | -0,3515 | -0,6155 |
| ALLIANZ Μικτό Εσωτερικού | 0,1034 | -0,2401 | -0,4079 |
| ΑΤΕ Μικτό | 0,0905 | -0,1978 | -0,3565 |
| INTERNATIONAL Μικτό | 0,0387 | -0,2880 | -0,5183 |
| HSBC Μικτό Αμοιβαίο Κεφάλαιο | 0,0670 | -0,0872 | -0,2670 |

Παρατηρώντας τα αποτελέσματα του ανωτέρω πίνακα καθώς και τον Πίνακα 11 με τις αποδόσεις του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών, συμπεραίνουμε ότι για το 2009 κανένα από τα υπό εξέταση Αμοιβαία Κεφάλαια δεν υπεραπόδοσε του δείκτη σε αντίθεση με τις άλλες δύο χρονιές κατά τις οποίες όλα σχεδόν τα Αμοιβαία Κεφάλαια, με εξαίρεση το Interamerican Ελληνικό Μικτό με απόδοση -0,6990, νίκησαν την απόδοση του δείκτη. Αυτό είναι λογικό αν σκεφτούμε ότι την περίοδο της κρίσης, το χρηματιστήριο δέχτηκε ισχυρές πιέσεις και ήταν το μόνο ευρωπαϊκό χρηματιστήριο που δεν ακολούθησε την ανοδική πορεία των υπολοίπων όταν αποφασίστηκε η στήριξη των οικονομιών και της ευρωζώνης. Ως εκ τούτου, οι επενδυτές προτίμησαν να στραφούν σε επενδύσεις με μεγαλύτερη διαφοροποίηση. Κάνοντας και μια σύγκριση της απόδοσης και του κινδύνου, όπως μετράται από το beta, των Μικτών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εσωτερικού με τα αντίστοιχα χαρακτηριστικά των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εσωτερικού, προκύπτει το προφανές ότι τα πρώτα έχουν σχεδόν τον ίδιο κίνδυνο με τα δεύτερα αλλά με μεγαλύτερη απόδοση.

| | 2009 | | 2010 | | 2001 | |
|--|-------|---------|-------|---------|-------|---------|
| | Betas | Απόδοση | Betas | Απόδοση | Betas | Απόδοση |
| Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού | 0,893 | 0,225 | 0,962 | -0,331 | 0,974 | -13,041 |
| Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού | 0,852 | 0,102 | 0,926 | -0,252 | 0,913 | -0,499 |

Όσον αφορά τη σχέση των αποδόσεων των Μικτών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εσωτερικού με τις αποδόσεις του Γενικού Δείκτη, μπορούμε να συμπεράνουμε από τους συντελεστές βήτα ότι τα Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια υπεραντιδρούν στις μεταβολές του δείκτη ενώ τα p-values, που είναι στατιστικά σημαντικά, συντείνουν στη στήριξη της υπόθεσης ότι οι αποδόσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων επηρεάζονται από τις μεταβολές του δείκτη.

2.4 Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού

Στους ακόλουθους πίνακες παρουσιάζονται ανά έτος οι δείκτες Sharpe και Treynor που έχουμε επιλέξει προκειμένου να αξιολογήσουμε την επίδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

2.4.1 Sharpe Ratio

Στους πίνακες που ακολουθούν, παρατίθενται οι τυπικές αποκλίσεις των αποδόσεων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων καθώς και ο δείκτης Sharpe ratio για τα έτη 2009, 2010 και 2011.

Πίνακας 31, Sharpe ratio έτους 2009

| Αμοιβαία Κεφάλαια | Standard Deviation | Sharperatio |
|---|---------------------------|--------------------|
| ALICO Μικτό Εξωτερικού | 0,011 | 19,082 |
| ALPHA Ρουμανίας Μικτό Εξωτερικού | 0,012 | 16,997 |
| INTERNATIONAL Μικτό Εξωτερικού | 0,008 | 14,421 |
| Attica Μικτό Εξωτερικού | 0,006 | -0,815 |
| ΔΗΛΟΣ Στρατηγικών Τοποθετήσεων-Μικτό Εξωτερικού | 0,005 | -2,860 |
| ATE Μικτό Εξωτερικού | 0,005 | -3,882 |

Πίνακας 32, Sharpe ratio έτους 2010

| Αμοιβαία Κεφάλαια | Standard Deviation | Sharperatio |
|---|---------------------------|--------------------|
| INTERNATIONAL Μικτό Εξωτερικού | 0,006 | 34,724 |
| ATE Μικτό Εξωτερικού | 0,005 | 29,041 |
| ΔΗΛΟΣ Στρατηγικών Τοποθετήσεων-Μικτό Εξωτερικού | 0,006 | 23,009 |
| ALPHA Ρουμανίας Μικτό Εξωτερικού | 0,011 | 15,882 |
| ALICO Μικτό Εξωτερικού | 0,007 | 9,879 |
| Attica Μικτό Εξωτερικού | 0,008 | 8,434 |

Πίνακας 33, Sharpe ratio έτους 2011

| Αμοιβαία Κεφάλαια | Standard Deviation | Sharperatio |
|---|---------------------------|--------------------|
| ALICO Μικτό Εξωτερικού | 0,004 | 72,326 |
| ATE Μικτό Εξωτερικού | 0,007 | 52,741 |
| INTERNATIONAL Μικτό Εξωτερικού | 0,007 | 42,405 |
| ALPHA Ρουμανίας Μικτό Εξωτερικού | 0,009 | 35,314 |
| ΔΗΛΟΣ Στρατηγικών Τοποθετήσεων-Μικτό Εξωτερικού | 0,008 | 33,941 |
| Attica Μικτό Εξωτερικού | 0,009 | 29,292 |

Η συνολική κατάταξη των Μικτών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εξωτερικού με βάση τον δείκτη Sharpe για την περίοδο 2009-2011 παρουσιάζεται στον κάτωθι πίνακα:

Πίνακας 34, Συνολική Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει του δείκτη Sharpe

| A/A | ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ | 2009 | 2010 | 2011 | ΓΕΝΙΚΗ ΚΑΤΑΤΑΞΗ |
|-----|--|------|------|------|-----------------|
| 1 | ALICO Μικτό Εξωτερικού | 1 | 5 | 1 | 7 |
| 2 | INTERNATIONAL Μικτό Εξωτερικού | 3 | 1 | 3 | 7 |
| 3 | ALPHA Ρουμανίας Μικτό Εξωτερικού | 2 | 4 | 4 | 10 |
| 4 | ΑΤΕ Μικτό Εξωτερικού | 6 | 2 | 2 | 10 |
| 5 | ΔΗΛΟΣ Στρατηγικών Τοποθετήσεων- Μικτό Εξωτερικού | 5 | 3 | 5 | 13 |
| 6 | Attica Μικτό Εξωτερικού | 4 | 6 | 6 | 16 |

Παρατηρούμε ότι με βάση τον δείκτη του Sharpe στις πρώτες θέσεις βρίσκονται τα Αμοιβαία Κεφάλαια ALICO Μικτό Εξωτερικού και INTERNATIONAL Μικτό Εξωτερικού ενώ στις τελευταίες τα ΔΗΛΟΣ Στρατηγικών Τοποθετήσεων- Μικτό Εξωτερικού και Attica Μικτό Εξωτερικού. Σε γενικές γραμμές μπορούμε να παρατηρήσουμε μια συνέπεια στις επιδόσεις, ωστόσο, το δείγμα είναι αρκετά μικρό για να εξάγουμε σωστά συμπεράσματα.

2.4.2 Treynor Ratio

Στους πίνακες που ακολουθούν, παρατίθενται οι συντελεστές betas και ο δείκτης Treynor των Αμοιβαίων Κεφαλαίων για τα έτη 2009, 2010 και 2011 καθώς και τα p-values που έχουν προκύψει από τις παλινδρομήσεις προκειμένου να εξετάσουμε τη σχέση μεταξύ των αποδόσεων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και της απόδοσης του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Πίνακας 35, Treynor Ratio έτους 2009

| Αμοιβαία Κεφάλαια | Betas | p-value | Treynor ratio |
|----------------------------------|-------|---------|---------------|
| ALPHA Ρουμανίας Μικτό Εξωτερικού | 0,694 | 0 | 0,292 |
| ALICO Μικτό Εξωτερικού | 0,728 | 0 | 0,287 |
| INTERNATIONAL Μικτό Εξωτερικού | 0,601 | 0 | 0,182 |
| Attica Μικτό Εξωτερικού | 0,637 | 0 | -0,007 |

| | | | |
|---|-------|---|--------|
| ΑΤΕ Μικτό Εξωτερικού | 0,635 | 0 | -0,029 |
| ΔΗΛΟΣ Στρατηγικών Τοποθετήσεων-Μικτό Εξωτερικού | 0,36 | 0 | -0,037 |

Πίνακας 36, Treynor Ratio έτους 2010

| Αμοιβαία Κεφάλαια | Betas | p-value | Treynorratio |
|---|-------|---------|--------------|
| INTERNATIONAL Μικτό Εξωτερικού | 0,503 | 0 | 0,393 |
| ΑΤΕ Μικτό Εξωτερικού | 0,446 | 0 | 0,298 |
| ΑΛΦΑ Ρουμανίας Μικτό Εξωτερικού | 0,647 | 0 | 0,270 |
| ΔΗΛΟΣ Στρατηγικών Τοποθετήσεων-Μικτό Εξωτερικού | 0,709 | 0 | 0,202 |
| Attica Μικτό Εξωτερικού | 0,595 | 0 | 0,115 |
| ALICO Μικτό Εξωτερικού | 0,655 | 0 | 0,108 |

Πίνακας 37, Treynor ratio έτους 2011

| Αμοιβαία Κεφάλαια | Betas | p-value | Treynorratio |
|--|-------|---------|--------------|
| ΑΤΕ Μικτό Εξωτερικού | 0,364 | 0 | 0,974 |
| INTERNATIONAL Μικτό Εξωτερικού | 0,37 | 0 | 0,786 |
| ΑΛΦΑ Ρουμανίας Μικτό Εξωτερικού | 0,496 | 0 | 0,627 |
| ALICO Μικτό Εξωτερικού | 0,594 | 0 | 0,463 |
| Attica Μικτό Εξωτερικού | 0,626 | 0 | 0,416 |
| ΔΗΛΟΣ Στρατηγικών Τοποθετήσεων- Μικτό Εξωτερικού | 0,632 | 0 | 0,410 |

Η συνολική κατάταξη των Μικτών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εξωτερικού με βάση τον δείκτη Treynor για την περίοδο 2009-2011 παρουσιάζεται στον κάτωθι πίνακα:

Πίνακας 38, Συνολική Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει του δείκτη Treynor

| A/A | ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ | 2009 | 2010 | 2011 | ΓΕΝΙΚΗ ΚΑΤΑΤΑΞΗ |
|-----|---------------------------------|------|------|------|-----------------|
| 1 | INTERNATIONAL Μικτό Εξωτερικού | 3 | 1 | 2 | 6 |
| 2 | ΑΛΦΑ Ρουμανίας Μικτό Εξωτερικού | 1 | 3 | 3 | 7 |
| 3 | ΑΤΕ Μικτό Εξωτερικού | 5 | 2 | 1 | 8 |
| 4 | ALICO Μικτό Εξωτερικού | 2 | 6 | 4 | 12 |
| 5 | Attica Μικτό Εξωτερικού | 4 | 5 | 5 | 14 |

| | | | | | | |
|---|---|-------------|---|---|---|----|
| 6 | ΔΗΛΟΣ Τοποθετήσεων- Μικτό Εξωτερικού | Στρατηγικών | 6 | 4 | 5 | 15 |
|---|---|-------------|---|---|---|----|

Παρατηρούμε ότι με βάση τον δείκτη του Treynor, στις πρώτες θέσεις βρίσκονται τα Αμοιβαία Κεφάλαια INTERNATIONAL Μικτό Εξωτερικού και ALPHA Ρουμανίας Μικτό Εξωτερικού ενώ στις τελευταίες θέσεις τα Attica Μικτό Εξωτερικού και ΔΗΛΟΣ Στρατηγικών Τοποθετήσεων- Μικτό Εξωτερικού. Αναφορικά με τη συνέπεια των επιδόσεων ισχύει ότι αναφέρθηκε και στην περίπτωση του Sharpe ratio.

Σε γενικές γραμμές παρατηρούμε ότι οι συνολικές κατατάξεις που προκύπτουν από τους δείκτες αξιολόγησης δε διαφέρουν σημαντικά μεταξύ τους. Και στις δύο περιπτώσεις, στις πρώτες θέσεις βρίσκεται το INTERNATIONAL Μικτό Εξωτερικού ενώ στις τελευταίες τα Attica Μικτό Εξωτερικού και ΔΗΛΟΣ Στρατηγικών Τοποθετήσεων- Μικτό Εξωτερικού. Η μόνη μεγάλη διαφορά που προκύπτει είναι ότι ALICO Μικτό Εξωτερικού βρίσκεται στην 1η θέση του Sharpe ratio και στην 4η θέση του Treynor ratio. Συνολικά, όμως, και δεδομένου του μικρού δείγματος, συμπεραίνουμε ότι πρόκειται για χαρτοφυλάκια καλά διαφοροποιημένα.

Στη συνέχεια, θα εξετάσουμε τη σχέση των αποδόσεων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ Καταρχάς, παραθέτουμε πίνακες των μέσων ημερήσιων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και του Γενικού Δείκτη.

Πίνακας 39, Μέσες ημερήσιες αποδόσεις Αμοιβαίων Κεφαλαίων

| Αμοιβαία Κεφάλαια | 2009 | 2010 | 2011 |
|--|-------|--------|--------|
| ALICO Μικτό Εξωτερικού | 0,340 | -0,019 | -0,107 |
| ALPHA Ρουμανίας Μικτό Εξωτερικού | 0,333 | 0,085 | -0,071 |
| INTERNATIONAL Μικτό Εξωτερικού | 0,240 | 0,108 | -0,091 |
| Attica Μικτό Εξωτερικού | 0,126 | -0,021 | -0,121 |
| ΔΗΛΟΣ Στρατηγικών Τοποθετήσεων- Μικτό Εξωτερικού | 0,117 | 0,054 | -0,123 |
| ATE Μικτό Εξωτερικού | 0,112 | 0,043 | -0,027 |

Συγκρίνοντας τα αποτελέσματα των Πινάκων 38 και 11, παρατηρούμε ότι το 2009 μόνο 2 από τα υπό εξέταση Αμοιβαία Κεφάλαια υπεραπόδοσαν του Γενικού Δείκτη ενώ για τις δύο επόμενες χρονιές όλα τα Αμοιβαία Κεφάλαια νίκησαν την απόδοση του Γενικού Δείκτη. Ανατρέχοντας στους πίνακες με τους συντελεστές βήτα, συμπεραίνουμε ότι οι συντελεστές

είναι στατιστικά σημαντικοί, δεδομένου ότι τα p -values είναι μηδενικά, σε κάθε επίπεδο παρατήρησης. Αυτό σημαίνει ότι οι αποδόσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων επηρεάζονται από την απόδοση του Γενικού Δείκτη. Ωστόσο, οι τιμές των συντελεστών βήτα δείχνουν ότι τα Αμοιβαία Κεφάλαια υποαντιδρούν στις μεταβολές του Γενικού Δείκτη.

Συγκρίνοντας τους συντελεστές βήτα των Μικτών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εσωτερικού και Εξωτερικού, όπως παρουσιάζονται στον κάτωθι πίνακα, παρατηρούμε ότι σαφώς ο κίνδυνος που περικλείουν τα Αμοιβαία Κεφάλαια του Εξωτερικού είναι μικρότερος ενώ, και σε αυτή την περίπτωση, βλέπουμε ότι η ελληνική αγορά δεν αποζημιώνει με μεγαλύτερη απόδοση την ανάληψη μεγαλύτερου κινδύνου.

| | 2009 | | 2010 | | 2001 | |
|---|-------|---------|-------|---------|-------|---------|
| | Betas | Απόδοση | Betas | Απόδοση | Betas | Απόδοση |
| Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού | 0,852 | 0,102 | 0,926 | -0,252 | 0,913 | -0,499 |
| Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού | 0,609 | 0,212 | 0,593 | 0,042 | 0,514 | -0,090 |

Παραθέτουμε εκ νέου τον Πίνακα, στον οποίο παρατίθενται οι συντελεστές βήτα και οι αποδόσεις των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εσωτερικού και Εξωτερικού:

| | 2009 | | 2010 | | 2001 | |
|--|-------|---------|-------|---------|-------|---------|
| | Betas | Απόδοση | Betas | Απόδοση | Betas | Απόδοση |
| Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού | 0,893 | 0,225 | 0,962 | -0,331 | 0,974 | -13,041 |
| Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού | 0,470 | 0,245 | 0,493 | 0,078 | 0,449 | -0,128 |

Εάν συγκρίνουμε όλες τις κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων που εξετάσαμε στην παρούσα εργασία, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι την καλύτερη σχέση κινδύνου-απόδοσης εμφανίζουν τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια αποτελούν μια συνεχώς διευρυνόμενη αγορά και λόγω των πλεονεκτημάτων τους αποτελούν μια επένδυση ελκυστική για όλους τους τύπους επενδυτών. Λειτουργούν μέσα σε ένα αυστηρό θεσμικό πλαίσιο, οφείλουν να τηρούν διαφανείς διαδικασίες δημοσιεύοντας σε καθημερινή βάση στον Τύπο την αποτίμησή τους ενώ το ενεργητικό τους επενδύεται μέσα σε αυστηρό πλαίσιο που έχει δικλίδες ασφαλείας με τη μορφή περιορισμών που αναφέροντα στις κάθε φορά διαθέσιμες επενδυτικές επιλογές.

Στην παρούσα εργασία εξετάσαμε τις επιδόσεις τεσσάρων κατηγοριών Αμοιβαίων Κεφαλαίων :

- Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού,
- Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού,
- Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού και
- Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού, για την περίοδο 2009-2011.

Η αξιολόγηση τους έγινε με τους δείκτες Sharpe και Treynor.

Τα συμπεράσματα που προκύπτουν από την παραπάνω μελέτη συνοψίζονται ως ακολούθως:

- Παρατηρήθηκε ότι τα χαρτοφυλάκια των τεσσάρων κατηγοριών Αμοιβαίων Κεφαλαίων ήταν καλά διαφοροποιημένα. Αυτή η διαπίστωση είναι ιδιαίτερος θετική, δεδομένου ότι μέσω της διαφοροποίησης επιτυγχάνεται η εξουδετέρωση του ειδικού κινδύνου (diversification effect).
- Παρατηρήθηκε ότι τα Μετοχικά και Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού εμπεριείχαν μεγαλύτερο κίνδυνο από τα αντίστοιχα Α.Κ. εξωτερικού. Το εύρημα αυτό εξηγείται από τη σφοδρή οικονομική κρίση που έπληττε τη Χώρα μας (και εξακολουθεί να την πλήττει) την εκείνη περίοδο.

- Η σχέση κινδύνου-απόδοσης, στην Ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, κατά την υπό εξέταση περίοδο, δεν ήταν θετική όπως η θεωρία χαρτοφυλακίου και ειδικότερα το CAPM εισηγούνται. Το γεγονός αυτό, προκάλεσε εκροές από τα Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού και αντίστοιχες εισροές στα Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού.
- Συγκρίνοντας τις επιδόσεις όλων των κατηγοριών ΑΚ του δείγματος, καταλήξαμε στο συμπέρασμα ότι τα περισσότερα αποδοτικά ήταν τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού, τα οποία προσέφεραν τη σχετικά καλύτερη σχέση κινδύνου-απόδοσης.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική Βιβλιογραφία

Γκλεζάκος, Μ. (2010), Διαχείριση Χαρτοφυλακίου Επενδύσεων, Πανεπιστημιακές Σημειώσεις

Εφημερίδα της Κυβερνήσεως, Αρ. Φύλλου 2010, 2 Νοεμβρίου 2004

Σταϊκούρας, Π. (2005) Χρηματοοικονομική Πολιτική και Στρατηγική, Πανεπιστημιακές Σημειώσεις

Φίλιππας, Ν.(2005), Επενδύσεις, εκδόσεις Πανεπιστημιακό

Φίλιππας, Ν. και Νικολαΐδου Ε. (2005), Αξιολόγηση της επίδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων, Μια Εμπειρική Εφαρμογή Αξιολόγησης της Επίδοσης των Ελληνικών Μετοχικών Α/Κ σύμφωνα με την προσέγγιση της Morningstar

Ξένη Βιβλιογραφία

Agarwal, V. and Naik, N.Y (2004) Risk and Portfolio Decisions Involving Hedge Funds, Review of Financial Studies 17

Blake, D. and Timmermann, A.(1998) Mutual fund performance: evidence for the UK, European Finance Review

Blake, D. and Timmermann, A.(2003) Performance Persistence in Mutual Funds, Study prepared for the Financial Services Authority

Brooks, C and Kat, H.M (2002) The Statistical Properties of Hedge Funds Index Returns and their Implications for Investors, Journal of Alternative Investments 5

Burke, G. (1994) A Sharper Sharpe ratio, Futures 23

Carhart, M.M. (1997), On persistence in mutual funds performance, Journal of Finance 52

Chen, Z. and Knez, P.J. (1996), Portfolio performance measurement: theory and applications, Review of Financial Studies 9

Connor, G. and Korajczyk, R.A. (1986), Performance measurement with the arbitrage pricing theory, A new framework for analysis, Journal of Financial Economics 15

Dowd, K. (1999) Financial Risk Management, Financial Analysis Journal 55

Eling, M. (2008), Does the Measure Matter in the Mutual Fund Industry? Financial Analysts Journal 64

Eling, M. and F. Schuhmacher (2007), Does the Choice of Performance Measure Influence the Evaluation of Hedge Funds?, Journal of Banking & Finance 33

Fama, E.F. (1972) Components of investment performance, Journal of Finance 27

Fama, E.F and French K.R (1993) Common risk factors in the returns of stocks and bonds, Journal of Financial Economics 33

- Fama, E.F and French K.R (1996) Multifactor explanations of asset pricing anomalies, *Journal of Finance* 51
- Gregoriou, G.N and Gueyie J.P (2003) Risk-Adjusted Performance of Funds of Hedge Funds using a Modified Sharpe ratio, *Journal of Wealth Management* 57
- Henriksson, R.D and Merton, R.C (1981), On market timing and investment performance. II Statistical procedures for evaluating forecasting skills, *Journal of Business* 54
- Hubner, G. (2005), The Generalized Treynor Ratio, *Review of Finance* 9
- Jegadeesh, N. and Titman, S. (1989), Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency, *Journal of Finance* 48
- Jensen, M.J. (1968) The performance of mutual funds in the period 1945-1964, *Journal of Finance*
- Kaplan, P.D and Knowles J.A. (2004) Kappa: A Generalized Downside Risk-Adjusted Performance Measure, Mornigstar Associates and York Hedge Fund Strategies
- Kestner, L.N (1996) Getting a Handle on True Performance, *Futures* 25
- Litner, J. (1965), The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets, *Review of Economics and Statistics* 47
- Mahdavi, M. (2004) Risk-Adjusted Returns when Returns are not normally distributed: Adjusted Sharpe Ratio, *Journal of Alternative Investments*
- Modigliani, F. and Modigliani, L. (1997) Risk-adjusted performance, *Journal of Portfolio Management* 30
- Modigliani, F. and Pogue, G.A. (1974), An Introduction to risk and return-II, *Financial Analysis Journal* 30
- Otten, R. and Bams, D. (2002), European Mutual Fund Performance, *European Financial Management* 8
- Ross, S.A. (1976), The arbitrage theory of capital asset pricing, *Journal of Portfolio Management* 30
- Shadwick, W.F and Keating, C. (2002) A Universal Performance Measure, *Journal of Investment Management* 6
- Sharma, M. (2004) AIRAP-Alternative RAPMs for Alternative Investments, *Journal of Investment Management*
- Sharpe, W.F (1964), Capital asset prices: A theory for market equilibrium under conditions of risk, *Journal of Finance* 19
- Sharpe, W.F (1966) Mutual fund performance, *Journal of Finance* 39
- Sharpe, W.F (1992) Asset allocation: Management style and performance measurement, *Journal of Portfolio Management* 18(2)
- Sharpe, W.F (1994) The Sharpe ratio, *Journal of Portfolio Management* 21(1)
- Sortino, F.A, Van der Meer, R. and (1991) Platinga A. (1999) The Dutch Triangle, *Journal of Portfolio Management*

Treynor, J.L (1961) Toward a theory of market value of risky assets, Mimeo, subsequently published in R.A Korajczyk (ed.) (1999) Asset Pricing and Portfolios Performance: Models, Strategy and Performance Metrics, Risk Books, London

Treynor, J.L (1966) How to rate management investment funds, Harvard Business Review

Treynor, J.L and Black, F. (1973) How to use security analysis to improve portfolio selection, Journal of Finance

Treynor J.L and Mazuy, K. (1966) Can mutual funds outguess the market? Harvard Business Review

Young, T.W (1991) Calmar ratio: A smoother tool, Futures 20

Ιστοσελίδες

Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, www.ethe.org.gr

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Ν.Π.Δ.Δ., www.hcmc.gr

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ