

**ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ
ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1999-2008**

Πανταζή Ζηνοβία

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Επιβλέπων Καθηγητής: Νούλας Αθανάσιος

Εξεταστής:

Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής

Πανεπιστήμιο Μακεδονίας
Θεσσαλονίκη

Νοέμβριος 2008

Copyright © Πανταζή Ζηνοβία, 2008
Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

Η έγκριση της διπλωματικής εργασίας από το Τμήμα της Λογιστικής και
Χρηματοοικονομικής του Πανεπιστημίου Μακεδονίας δεν υποδηλώνει
απαραιτήτως και αποδοχή των απόψεων του συγγραφέα εκ μέρους του Τμήματος.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα εργασία έχει ως στόχο την αξιολόγηση της πορείας των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων της ελληνικής χρηματαγοράς που λειτουργούσαν καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου 01/01/1999 – 31/08/2008. Αρχικά, επιχειρείται μια θεωρητική προσέγγιση του θέματος, η οποία περιλαμβάνει την ανάλυση των βασικών στοιχείων για το θεσμό, τη λειτουργία και την εξέλιξη των αμοιβαίων κεφαλαίων, καθώς και την αξιολόγηση της αποδοτικότητάς τους. Σε δεύτερο επίπεδο επιχειρείται μια εμπειρική προσέγγιση του θέματος, η οποία περιλαμβάνει τη μέτρηση της απόδοσης και του κινδύνου των εξεταζόμενων αμοιβαίων κεφαλαίων, καθώς και την αξιολόγησή τους βάσει ορισμένων μεθόδων. Συγκεκριμένα, χρησιμοποιούνται τρεις κλασσικοί δείκτες αξιολόγησης, οι δείκτες Sharpe, Treynor και Jensen. Τα αποτελέσματα της εμπειρικής μελέτης δείχνουν ότι κατά την εξεταζόμενη περίοδο υπάρχει θετική σχέση μεταξύ κινδύνου και απόδοσης, ενώ η μέση μηνιαία απόδοση, αλλά και οι δείκτες αποδοτικότητας Sharpe και Treynor, δίνουν παρόμοια κατάταξη. Όσον αφορά τη μέθοδο του Jensen, φαίνεται ότι σχεδόν κανένα από τα αμοιβαία κεφάλαια δεν έχει υπεραποδόσεις.

ABSTRACT

The current paper aims to evaluate the performance of equity mutual funds operating in the Greek market over the period 01/01/1999 – 31/08/2008. Initially, a theoretical approach of the topic is attempted, which includes the analysis of the basic characteristics, the function and the evolution of mutual funds as well as the evaluation of their performance. Afterwards, an empirical approach of the topic is attempted, which includes the measurement of risk and return of mutual funds as well as their evaluation through certain methods. More precisely, three classical techniques of evaluation are used: the Treynor Technique, the Sharpe Technique and the Jensen Technique. The results indicate that there is a positive correlation between risk and return for the whole period, while the average monthly return and the performance according to Sharpe and Treynor measures provide similar ranking of mutual funds. Based on the Jensen measure, none of the funds seems to beat the market.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<u>ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....</u>	<u>3</u>
<u>ABSTRACT.....</u>	<u>4</u>
<u>ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ.....</u>	<u>5</u>
<u>ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ.....</u>	<u>6</u>
<u>ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΣΧΗΜΑΤΩΝ.....</u>	<u>8</u>
<u>ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΣΥΝΤΜΗΣΕΩΝ.....</u>	<u>9</u>
<u>ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....</u>	<u>10</u>
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.....</u>	<u>12</u>
<u>ΈΝΝΟΙΑ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....</u>	<u>12</u>
1.1 ΈΝΝΟΙΑ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	12
1.2 ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	13
1.2.1 Κανονισμός.....	13
1.2.2 Ενημέρωση επενδυτών.....	14
1.2.3 Μερίδια και τιμές.....	15
1.2.4 Εικόνα διαχείρισης μιας ΑΕΛΑΚ.....	16
1.2.5 Θεσμικά Όργανα.....	19
1.2.6 Πλεονεκτήματα, μειονεκτήματα και περιορισμοί των αμοιβαίων κεφαλαίων.....	21
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.....</u>	<u>26</u>
<u>Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ ΘΕΣΜΟΥ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....</u>	<u>26</u>
2.1 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΔΙΕΘΝΩΣ.....	26
2.2 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.....	35
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.....</u>	<u>44</u>
<u>ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....</u>	<u>44</u>
3.1 ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗ ΒΑΣΕΙ ΕΙΔΟΥΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ.....	44
3.1.1 Διαχείρισης Διαθεσίμων.....	44
3.1.2 Ομολογιακά.....	45
3.1.3 Μετοχικά.....	45
3.1.4 Μικτά.....	46
3.1.5 Funds of Funds.....	46
3.2 ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗ ΒΑΣΕΙ ΓΕΩΓΡΑΦΙΚΗΣ ΚΑΤΑΝΟΜΗΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ.....	48
3.2.1 Εσωτερικού.....	48
3.2.2 Εξωτερικού.....	48
3.3 ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΙΜΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ.....	48
3.4 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ.....	50
3.4 ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΣΕ ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ.....	52
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.....</u>	<u>56</u>
<u>ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....</u>	<u>56</u>
4.1 ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΩΝ ΕΡΕΥΝΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	56
4.1.1 Οι κλασικές προσεγγίσεις.....	56
4.1.2 Οι σύγχρονες προσεγγίσεις.....	58

4.1.3 Ερευνητικές εργασίες στην Ελλάδα.....	63
4.2 ΜΕΤΡΗΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	65
4.2.1 Απόδοση	65
4.2.2 Κίνδυνος.....	66
4.2.3 Σχέση απόδοσης και κινδύνου.....	68
4.2 ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	70
4.2.1 Δείκτης του Treynor.....	70
4.2.2 Δείκτης του Sharpe.....	71
4.2.3 Δείκτης του Jensen.....	72
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.....	74
ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ: ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ	
ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	74
5.1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	74
5.2 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ.....	75
5.2.1 Αμοιβαία κεφάλαια του δείγματος.....	75
5.2.2 Απόδοση και κίνδυνος.....	77
5.2.3 Σχέση απόδοσης και κινδύνου.....	82
5.2.3 Δείκτες αξιολόγησης.....	87
ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....	92
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	94
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι.....	100
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ.....	112

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

ΠΙΝΑΚΑΣ 1.1 ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ, ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ, ΔΙΑΝΕΜΟΜΕΝΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΤΟΥ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ «ALPHA INDEX FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ».....	17
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.1 ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΚΑΙ ΤΟΥ ΑΡΙΘΜΟΥ ΤΩΝ.....	27
Πίνακας 2.2 Εξέλιξη του Καθαρού Ενεργητικού (σε εκατ. Δολάρια) των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στις ΗΠΑ (1940-2007).....	29
Πίνακας 2.3 Εξέλιξη του Αριθμού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων Παγκοσμίως (1999- 2007).....	30
Πίνακας 2.4 Καθαρό Ενεργητικό (σε εκατ. Δολάρια) και Αριθμός Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ευρώπη (1999 και 2007).....	35
Πίνακας 2.5 Εξέλιξη του Αριθμού και του Ενεργητικού (σε εκατ. ευρώ) των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα (1999-2007).....	39

Πίνακας 2.6	Ετήσιες Αποδόσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα (2000-2007).....	43
Πίνακας 3.1	Κατηγοριοποίηση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	47
Πίνακας 3.2	Συγκριτικά χαρακτηριστικά Διαπραγματεύσιμων Αμοιβαίων Κεφαλαίων, Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων και Μετοχών.....	49
Πίνακας 3.3	Συνολικό Ενεργητικό Αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανά Εταιρία Διαχείρισης την 01/09/2008.....	51
Πίνακας 3.4	Τα 10 πρώτα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού βάσει Ενεργητικού την 01/09/2008.....	54
Πίνακας 3.5	Τα 10 πρώτα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού βάσει Ενεργητικού την 01/09/2008.....	55
Πίνακας 5.1	Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια που λειτουργούσαν καθ' όλη την περίοδο 01/1999-08/2008.....	76
Πίνακας 5.2	Μέσες Μηνιαίες Αποδόσεις των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	79
Πίνακας 5.3	Μέση Απόδοση, Τυπική Απόκλιση και Συντελεστής Μεταβλητότητας των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	81
Πίνακας 5.4	Σχέση Απόδοσης και Κινδύνου ($\bar{R}_j = \alpha + \gamma\sigma_j + e_j$).....	83
Πίνακας 5.5	Απόδοση και Βήτα περιόδου 01/1999 – 08/2008 ($\bar{R}_j = \alpha + \beta R_m + e_j$).....	85
Πίνακας 5.6	Κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει κριτηρίων κινδύνου περιόδου 01/1999-08/2008.....	87
Πίνακας 5.7	Δείκτες Treynor, Sharpe και Jensen περιόδου 01/1999-08/2008.....	89
Πίνακας 5.8	Κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει κριτηρίων αποδοτικότητας περιόδου 01/1999-08/2008.....	91
Πίνακας II.1	Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού την 01/09/2008.....	113
Πίνακας II.2	Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού την 01/09/2008.....	116

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΣΧΗΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 2.1	Μερίδια Αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων (σε % Ενεργητικού) σε παγκόσμιο επίπεδο και κατανομή κεφαλαίων σε κατηγορίες στις ΗΠΑ κατά το τέλος του 2007.....	31
Διάγραμμα 2.2	Ενεργητικό (σε δις δολάρια) Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανά κατηγορία παγκοσμίως κατά τα δύο πρώτα τετράμηνα του 2008.	32
Διάγραμμα 2.3	Μερίδια Αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων παγκοσμίως (σε % Ενεργητικού) ανά Κατηγορία κατά το δεύτερο τετράμηνο του 2008.....	33
Διάγραμμα 2.4	Αριθμός Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανά Κατηγορία (% Συνολικού Αριθμού) παγκοσμίως κατά το δεύτερο τετράμηνο του 2008.....	34
Διάγραμμα 2.5	Αριθμός και Αξία Ενεργητικού Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα κατά τα έτη 1990-1999.....	37
Διάγραμμα 2.6	Αξία Ενεργητικού Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα κατά τα έτη 1999-2007.....	38

Διάγραμμα 3.1 Σύνθεση Συνολικής Αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάση
το Ενεργητικό κατά την 01/09/2008..... 50

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΣΥΝΤΜΗΣΕΩΝ

ΑΕΔΑΚ = Ανώνυμη Εταιρία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων

ΑΚ = Αμοιβαία Κεφάλαια

ΔΑΚ = Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια

ΕΕΧ = Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ο σημερινός επενδυτής έχει τη δυνατότητα να επιλέξει μέσα από ένα ευρύ φάσμα σύγχρονων και πολύπλοκων μορφών επενδύσεων. Ένα τέτοιο παράδειγμα αποτελούν οι επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια, τα οποία αποτελούν ένα από τα πλέον ενδεδειγμένα μέσα δημιουργίας ενός ευέλικτου και καλά διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου. Οι επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια παρέχουν ένα σύνολο πλεονεκτημάτων μεταξύ των οποίων συμπεριλαμβάνεται η δυνατότητα επένδυσης σε οποιαδήποτε αγορά στην Ελλάδα ή το εξωτερικό, η επαγγελματική διαχείριση του χαρτοφυλακίου, η ελαχιστοποίηση του κινδύνου, η άμεση ρευστοποίηση και η μεγάλη διαπραγματευτική δύναμη.

Η παρούσα εργασία επιχειρεί, αρχικά, μια θεωρητική προσέγγιση της έννοιας και της λειτουργίας των αμοιβαίων κεφαλαίων, καθώς και μια περιγραφή της εξέλιξης του θεσμού τόσο στην Ελλάδα όσο και διεθνώς. Στη συνέχεια, γίνεται μια ανασκόπηση σημαντικών ακαδημαϊκών ερευνών που αφορούν την αξιολόγηση της αποδοτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων και μια εμπειρική αξιολόγηση ενός δείγματος μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων της ελληνικής αγοράς με τη χρήση

ορισμένων δεικτών. Για την καλύτερη κατανόηση των θεμάτων που εξετάζονται, η παρούσα εργασία οργανώνεται σε πέντε κεφάλαια, το περιεχόμενο των οποίων παρουσιάζεται συνοπτικά παρακάτω.

Συγκεκριμένα, το *Κεφάλαιο 1* περιλαμβάνει μια παρουσίαση της έννοιας του αμοιβαίου κεφαλαίου και μια εκτεταμένη αναφορά στον κανονισμό και τη λειτουργία του. Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται, επίσης, τα πλεονεκτήματα, τα μειονεκτήματα και οι περιορισμοί των αμοιβαίων κεφαλαίων. Το *Κεφάλαιο 2* αφιερώνεται στη διαχρονική εξέλιξη των αμοιβαίων κεφαλαίων τόσο σε παγκόσμιο επίπεδο όσο και σε εγχώριο. Στην Ελλάδα παρότι ο θεσμός πήρε σάρκα και οστά το 1972, η ανάπτυξη του πλησίασε τους ρυθμούς των ανεπτυγμένων χωρών μετά το 1989, ενώ μέχρι και σήμερα οι Έλληνες μεριδιούχοι εξακολουθούν να αντιμετωπίζουν με επιφύλαξη το θεσμό. Στο *Κεφάλαιο 3* αναλύονται οι κατηγορίες των αμοιβαίων κεφαλαίων που λειτουργούν σήμερα στην Ελλάδα, καθώς επίσης δίνονται κάποια περαιτέρω στοιχεία για τη σημερινή διάρθρωση της ελληνικής αγοράς βάσει κατηγορίας αμοιβαίου κεφαλαίου και βάσει εταιρίας διαχείρισης. Ακολουθεί το *Κεφάλαιο 4* το οποίο αποτελεί μια ανασκόπηση σημαντικών ακαδημαϊκών ερευνών γύρω από το θέμα της αξιολόγησης των αμοιβαίων κεφαλαίων τόσο στην Ελλάδα όσο και διεθνώς. Στο κεφάλαιο αυτό αναπτύσσονται οι έννοιες της απόδοσης και του κινδύνου, καθώς και οι μέθοδοι αξιολόγησης βάσει των δεικτών Treynor, Sharpe και Jensen. Το *Κεφάλαιο 5* περιλαμβάνει την αξιολόγηση 21 μετοχικών ΑΚ εσωτερικού και εξωτερικού που λειτουργούσαν καθ' όλη τη χρονική περίοδο από τον Ιανουάριο του 1999 έως τον Αύγουστο του 2008. Για την αξιολόγηση της απόδοσης των ΑΚ χρησιμοποιούνται ως κριτήρια η απόδοση των ΑΚ, ο κίνδυνος (τυπική απόκλιση, συντελεστής μεταβλητότητας), η σχέση μεταξύ απόδοσης και κινδύνου, καθώς και οι κλασικοί δείκτες αξιολόγησης Treynor, Sharpe και Jensen. Η εργασία ολοκληρώνεται με τον *Επίλογο*, όπου συνοψίζονται τα κυριότερα σημεία της μελέτης και παρουσιάζονται τα συμπεράσματα της εμπειρικής ανάλυσης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Έννοια και Λειτουργία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

1.1 Έννοια αμοιβαίου κεφαλαίου

Ένα αμοιβαίο κεφάλαιο (ΑΚ) αποτελεί μια ομάδα περιουσίας η οποία σχηματίζεται από τις εισφορές αποταμιευτών. Η περιουσία αυτή αποτελείται από μετρητά και κινητές αξίες και διαιρείται σε ισόποσα μερίδια. Τα μερίδια ανήκουν εξ' αδιαιρέτου σε περισσότερα πρόσωπα, τα οποία αποκαλούνται ως μεριδιούχοι, ανάλογα με τον αριθμό των μεριδίων που κατέχει ο καθένας.

Η έννοια του ΑΚ εξηγείται από την ισόποση συμμετοχή των μεριδιούχων στα κέρδη ή τις ζημιές. Συγκεκριμένα, ο όρος «Κεφάλαιο» χαρακτηρίζει το σύνολο του ποσού που συγκεντρώνεται από τους επενδυτές, ενώ ο όρος «Αμοιβαίο» περιγράφει το γεγονός ότι όλοι οι μεριδιούχοι που συνεισφέρουν στη δημιουργία της περιουσίας αυτής, μοιράζονται τα κέρδη και τις ζημιές που μπορεί να προκύψουν, ανάλογα με το ποσοστό συμμετοχής του καθένα σε αυτό.

Με πιο απλά λόγια, τα ΑΚ είναι χρηματικές δεξαμενές που συγκεντρώνουν χρηματικούς πόρους από ένα πλήθος επενδυτών. Σκοπός των ΑΚ είναι η επένδυση των συγκεντρωμένων χρηματικών πόρων σε επιλεγμένες ευκαιρίες έτσι ώστε να επιτυγχάνεται η μέγιστη δυνατή απόδοση.

Τα βασικά χαρακτηριστικά ενός ΑΚ συνοψίζονται στα εξής:

- δεν αποτελεί νομικό πρόσωπο,
- οι μεριδιούχοι εκπροσωπούνται δικαστικώς και εξωδίκως από τις ανώνυμες εταιρίες διαχείρισης στις οποίες θα αναφερθούμε παρακάτω,
- η διάρκεια λειτουργίας του δεν περιορίζεται χρονικώς,
- το κεφάλαιό του είναι μεταβλητό. Η μεταβλητότητα του κεφαλαίου προκύπτει από την υποχρεωτική εξαγορά των μεριδίων του και την ελεύθερη είσοδο των μεριδιούχων σε αυτό.

1.2 Κανονισμός και λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων

1.2.1 Κανονισμός

Για τη σύσταση ενός ΑΚ απαραίτητη προϋπόθεση αποτελεί η κατάρτιση του Κανονισμού του. Ο Κανονισμός του ΑΚ συνυπογράφεται από την εταιρία διαχείρισής του και το θεματοφύλακα και υποβάλλεται προς έγκριση στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Μια εταιρία διαχείρισης ΑΕΔΑΚ (Ανώνυμος Εταιρία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων) αποτελεί τον διαχειριστή του ΑΚ και πρέπει να είναι εγκεκριμένη από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για να λειτουργήσει. Η ΑΕΔΑΚ είναι ανώνυμη εταιρία και έχει ως αποκλειστικό σκοπό τη λειτουργία και διαχείριση ενός ή περισσότερων ΑΚ. Η εταιρία έχει την αποκλειστική ευθύνη της τοποθέτησης των χρημάτων σε διάφορες επιλογές, καθώς και την ευθύνη για κάθε διαχειριστική αμέλεια, ενώ καθημερινά επεμβαίνει στις αγορές εφόσον κριθεί αναγκαίο. Η ΑΕΔΑΚ είναι το Α και το Ω για την επίτευξη ικανοποιητικής απόδοσης και είναι συνήθως θυγατρική κάποιας τράπεζας ή ασφαλιστικής εταιρίας.

Όσον αφορά τα θεματοφύλακα του ΑΚ, αυτός έχει την ευθύνη για την εξασφάλιση των περιουσιακών στοιχείων για λογαριασμό των μεριδιούχων και ελέγχει τη νομιμότητα των κινήσεων και την τήρηση του Κανονισμού. Ο ρόλος του είναι ιδιαίτερα σημαντικός διότι εγγυάται την ασφάλεια των χρημάτων των μεριδιούχων και αναλαμβάνει την ευθύνη είσπραξης τόκων και μερισμάτων, καθώς και τις χρηματοροές από πωλήσεις μετοχών ή άλλων αξιόγραφων, ενώ πραγματοποιεί τις πληρωμές για αγορές κινητών αξιών. Ο ρόλος του επαφίεται κυρίως σε τραπεζικά ιδρύματα, καθώς εμπίπτει στη φύση των εργασιών τους.

Ο Κανονισμός του ΑΚ αποτελεί στην ουσία το κείμενο που προσδιορίζει τον επενδυτικό σκοπό του ΑΚ, διέπει τις σχέσεις μεριδιούχων – εταιρίας διαχείρισης και περιγράφει τα κόστη που απορρέουν από συμβατικές υποχρεώσεις προς τρίτους. Ειδικότερα, ο Κανονισμός περιέχει την ονομασία του ΑΚ, της εταιρίας διαχείρισης, του θεματοφύλακα, καθώς και τις αμοιβές αυτών. Επιπλέον, σημαντικό τμήμα του Κανονισμού αποτελούν ο σκοπός του ΑΚ μαζί με την επενδυτική πολιτική, τις μεθόδους δανειοδότησης και το είδος των κινητών αξιών στις οποίες μπορεί να επενδύει το ΑΚ. Επιπρόσθετα, περιλαμβάνει τις προμήθειες που καταβάλλει ο μεριδιούχος κατά τη διάθεση και εξαγορά μεριδίων, καθώς και το χρόνο και τη διαδικασία διανομής των κερδών στους μεριδιούχους. Τέλος, στον Κανονισμό προσδιορίζεται η τιμή μεριδίου του ΑΚ κατά το χρόνο σύστασής του, οι όροι διάθεσης και εξαγοράς των μεριδίων.

Όλα τα παραπάνω στοιχεία, τα οποία πρέπει κατ' ελάχιστο να περιλαμβάνει ένας Κανονισμός ΑΚ, μπορεί να τα εντοπίσει κανείς στον Κανονισμό του ΑΚ «Alpha Athens Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού», που παρουσιάζεται στο Παράρτημα Ι.

Ο Κανονισμός δεσμεύει τους μεριδιούχους, το θεματοφύλακα και την ΑΕΔΑΚ και είναι απαραίτητο να διαβάζεται πάντα με ιδιαίτερη προσοχή από τους υποψήφιους μεριδιούχους.

1.2.2 Ενημέρωση επενδυτών

Η ΑΕΔΑΚ είναι υποχρεωμένη να παραδίδει δωρεάν το ενημερωτικό δελτίο του ΑΚ για να πληροφορηθεί ο υποψήφιος μεριδιούχος για διάφορα θέματα μεταξύ των οποίων είναι ο Κανονισμός, ο θεματοφύλακας, η ημερομηνία σύστασης, τα στοιχεία της ΑΕΔΑΚ, τα άλλα ΑΚ που πιθανώς διαχειρίζεται η συγκεκριμένη εταιρία διαχείρισης και γενικότερα όλα εκείνα τα στοιχεία που θα προσφέρουν βοήθεια στον υποψήφιο μεριδιούχο ώστε να αποφανθεί σχετικά με την αγορά των μεριδίων. Μεταξύ αυτών των στοιχείων περιλαμβάνονται οι ετήσιες και εξαμηνιαίες εκθέσεις.

Στο τέλος της ετήσιας διαχειριστικής χρήσης και στο τέλος κάθε εξαμήνου, η ΑΕΔΑΚ καταρτίζει μια ετήσια και εξαμηνιαία έκθεση αντίστοιχα, προς ενημέρωση όλων των μεριδιούχων της. Η ετήσια έκθεση περιλαμβάνει στοιχεία για την περιουσιακή κατάσταση του ΑΚ, το λογαριασμό αποτελεσμάτων, τα διανεμόμενα ή επανεπενδυόμενα κέρδη και τις εισροές – εκροές μεριδίων, καθώς και συγκριτικό πίνακα των τριών τελευταίων διαχειριστικών χρήσεων του ΑΚ.

Η εξαμηνιαία έκθεση περιλαμβάνει παρόμοια στοιχεία με αυτά που προαναφέρθηκαν με εξαίρεση τα διανεμόμενα ή επανεπενδυόμενα κέρδη και τη σύγκριση με τις προηγούμενες διαχειριστικές χρήσεις.

1.2.3 Μεριδία και τιμές

Οι ονομαστικοί τίτλοι που εκδίδονται από την ΑΕΔΑΚ ονομάζονται μερίδια και αποτελούν τους τίτλους ιδιοκτησίας πάνω στο καθαρό ενεργητικό του ΑΚ που επενδύει ο μεριδιούχος. Τα μερίδια αποκτούνται με την καταβολή της τιμής διάθεσης, της καθαρής δηλαδή τιμής προσαυξημένης με την προμήθεια διάθεσης και εξαγοράζονται μόνο από το ίδιο ΑΚ.

Ο αριθμός των μεριδίων κατά τη δημιουργία του ΑΚ είναι συνάρτηση του μεγέθους του μετοχικού κεφαλαίου και της ονομαστικής αξίας κάθε μεριδίου και προκύπτει από τη διαίρεση του πρώτου από το δεύτερο. Λόγω του ότι τα ΑΚ είναι ανοικτού τύπου, ο αριθμός μεριδίων δεν παραμένει σταθερός. Κάθε φορά που προσελκύονται

νέοι μεριδιούχοι, δημιουργούνται νέα μερίδια ανάλογα με τα χρήματα που εισρέουν, ενώ κάθε φορά που οι μεριδιούχοι πωλούν τα μερίδιά τους στο ΑΚ, ο αριθμός των μεριδίων ελαττώνεται κατά αντιστοιχία της μείωσης του ενεργητικού.

Η καθαρή τιμή ανά μερίδιο προκύπτει από τη διαίρεση της αξίας του καθαρού ενεργητικού με τον αριθμό των μεριδίων. Η εξαγορά των μεριδίων από την ΑΕΔΑΚ είναι υποχρεωτική εφόσον το ζητήσει ο μεριδιούχος με γραπτή αίτηση. Τα μερίδια εξαγοράζονται με την καθαρή τιμή του μεριδίου στο τέλος της ημέρας υποβολής της αίτησης. Η τιμή εξαγοράς αποτελεί την καθαρή τιμή μειωμένη με την προμήθεια εξαγοράς.

Τα κέρδη του επενδυτή προέρχονται από δύο πηγές:

- ⌘ από την υπεραξία κατά την εξαγορά του μεριδίου. Η υπεραξία προκύπτει από την εξαγορά μεριδίων σε τιμή μεγαλύτερη από την τιμή αγοράς.
- ⌘ από τα έσοδα των ΑΚ (τόκοι, μερίσματα, κλπ).

Τα έσοδα των ΑΚ διανέμονται στους μεριδιούχους στο τέλος κάθε χρόνου, υπό τη μορφή ενιαίου μερίσματος και καταβάλλονται εντός του πρώτου τριμήνου του επόμενου χρόνου.

1.2.4 Εικόνα διαχείρισης μιας ΑΕΔΑΚ

Για την καλύτερη κατανόηση του τρόπου λειτουργίας μιας ΑΕΔΑΚ παραθέτουμε την εικόνα του ΑΚ «Alpha Athens Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού» όπως αυτή καταγράφεται κατά τη διαχειριστική περίοδο 01/01/2007 – 31/12/2007 στην Ετήσια Έκθεση 2007 της εταιρίας διαχείρισης και φαίνεται στον Πίνακα 1.1 που ακολουθεί.

Πίνακας 1.1 Συνοπτική Κατάσταση Ενεργητικού, Αποτελεσμάτων, Διανεμόμενων Κερδών του Αμοιβαίου Κεφαλαίου «Alpha Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού»

Ενεργητικό	Τεμάχια	Τρέχουσα Τιμή Μονάδας σε EUR	Τρέχουσα Αξία σε EUR	Διάρθρωση Ενεργητικού
I. Χρεόγραφα				
A. Εσωτερικού				
Σύνολο Μετοχών Εισηγμένων στο Χ.Α.			50.037.173,18	98,43%
Σύνολο Χρεογράφων Εσωτερικού			50.037.173,18	98,43%
Γενικό Σύνολο Χρεογράφων			50.037.173,18	98,43%
II. Απαιτήσεις				
Λογ. Περιθωρίων Ασφάλισης (Margins)			184.007,41	0,36%
Μερίσματαποδείξεις Εισπ. Μετοχών Εσωτερικού			46.008,00	0,09%
Σύνολο Απαιτήσεων			230.015,41	0,45%
III. Χρηματικά Διαθέσιμα				
Καταθέσεις Εσωτερικού			838,47	0,00%
Καταθέσεις Προθεσμίας Εσωτερικού			566.051,88	1,12%
Σύνολο Χρηματικών Διαθεσίμων			566.890,35	1,12%
Σύνολο Ενεργητικού			50.834.078,94	100%
			Σε EUR	
Αποτελέσματα				
A. Πρόσοδοι				
-Έσοδα χρεογράφων			1.245.492,38	
-Τόκοι			28.292,21	
Σύνολο Προσόδων			1273.784,59	
B. Αποτελέσματα Κεφαλαίου				
-Κέρδη από αγοραπωλησίες χρεογράφων			8.281.125,72	
Μείον: -Ζημίες από αγοραπωλησίες			(451.442,56)	

χρεογράφων		
Σύνολο Κερδών Κεφαλαίου	7.829.683,16	
Γ. Πράξεις σε Παράγωγα		
-Κέρδη	527.106,06	
Σύνολο Κερδών από Δ. Έξοδα	527.106,06	
Προηγούμενων Χρήσεων		
-Έξοδα προηγούμενων χρήσεων	(2.995,70)	
Σύνολο Εξόδων Προηγούμενων Χρήσεων	(2.995,70)	
Σύνολο (A+B+Γ+Δ)	9.627.578,11	
Μείον: Έξοδα		
-Έξοδα κτήσεως προσόδων	(146.638,97)	
-Έξοδα αγοραπωλησιών	(1.016.400,16)	
χρεογράφων	8.464.538,98	
Καθαρά Αποτελέσματα (Κέρδη) των εν κυκλοφορία μεριδίων 31/12/2007	8.464.538,98	8.464.538,98
Διαφορές Αποτιμήσεως Επενδύσεων		
-Ενεργητικό σε τρέχουσες τιμές 31/12/2007	50.834.078,94	
-Ενεργητικό σε τιμές κτήσεως 31/12/2007	36.342.552,72	14.491.526,22
Συνολική Αξία – Καθαρό Ενεργητικό την 31/12/2007 (Μερίδια 2.764.322,246 X 18,2801)		50.531.949,66
Διανεμόμενα Κέρδη Σύμφωνα με το Άρθρο 29 του Ν. 3283/04	Σε EUR	
Καθαρά κέρδη χρήσεως των εν κυκλοφορία μεριδίων την 31.12.2007	8.464.538,98	
Η διάθεση γίνεται ως εξής:		
Κεφαλαιοποιηθέντα		
Μεταφορά στο κεφάλαιο των μεριδιούχων	8.464.538,98	

Πηγή: Alpha Asset Management ΑΕΔΑΚ

Η εικόνα της διαχείρισης και των περιουσιακών στοιχείων αποτυπώνεται στην κατάσταση καθαρού ενεργητικού και τα αποτελέσματα χρήσεως. Από τη διάθεση του χαρτοφυλακίου γίνεται φανερό ότι το ΑΚ έχει επενδύσει τα κεφάλαιά του σε μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ. Άλλωστε σύμφωνα με τον Κανονισμό του, όπως παρουσιάζεται στο Παράρτημα ΙΙ, κύριος σκοπός της επενδυτικής πολιτικής του συγκεκριμένου ΑΚ είναι να προσφέρει στο μεριδιούχο απόδοση, που να προσεγγίζει την απόδοση του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Τα χρηματικά διαθέσιμα αποτελούν ένα πολύ μικρό ποσοστό του συνόλου του Ενεργητικού, μόλις 1,12%. Το ποσό αυτό θα μπορούσε να εξηγηθεί από το γεγονός ότι το ΑΚ συστάθηκε αρκετά χρόνια πριν, κατά την 26/03/1996 και δεν υπάρχει απαίτηση για υψηλά ρευστά κεφάλαια. Το συγκεκριμένο ΑΚ πραγματοποίησε σημαντικά κέρδη κατά τη διαχειριστική περίοδο του έτους 2007 ενώ τα έξοδα ήταν ελάχιστα. Το μεγαλύτερο ποσό των κερδών προήλθε από κέρδη από τις αγοραπωλησίες, γεγονός που δείχνει ότι μεγάλο μέρος μεριδίων εξαγοράστηκε μέσα στο 2007.

1.2.5 Θεσμικά Όργανα

Με την εξέλιξη και νομοθετική προσαρμογή των ΑΚ σε πλαίσια ανταγωνιστικών συνθηκών και με την αποκτούμενη εμπειρία, διασφαλίζεται η αυστηρή εφαρμογή της νομοθεσίας με εποπτικό σύστημα. Ειδικότερα, οι δραστηριότητες των ΑΕΔΑΚ, οι οποίες συγκαταλέγονται στους Θεσμικούς Επενδυτές, οργανισμούς που συγκεντρώνουν κεφάλαια από πολλούς διαφορετικούς επενδυτές και τα διαχειρίζονται λειτουργώντας μέσα σε ένα αυστηρά καθορισμένο νομικό πλαίσιο, υπόκεινται σε έλεγχο από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ενώ όλες οι ελληνικές Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και Διαχείρισεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων συμμετέχουν στην Ένωση Θεσμικών Επενδυτών.

1.2.5.1 Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αποτελεί την ανώτατη εποπτική αρχή της ελληνικής κεφαλαιαγοράς έχοντας την αρμοδιότητα για την εποπτεία της εφαρμογής των διατάξεων της νομοθεσίας για την κεφαλαιαγορά. Στόχος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αποτελεί η διασφάλιση της ακεραιότητας της αγοράς, ο περιορισμός του συστημικού κινδύνου, και η προστασία του επενδυτικού κοινού με την προώθηση της διαφάνειας.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι πρόσωπο νομικού δικαίου, υπάγεται στο Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας και είναι ανεξάρτητη εποπτική αρχή. Οι αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς έχουν ισχύ νόμου και εφαρμόζονται από τις εποπτευόμενες εταιρείες. Στους εποπτευόμενους φορείς από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς περιλαμβάνονται οι Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων, οι Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, οι Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας, κ.α..

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι αρμόδια για την έγκριση ενημερωτικών δελτίων όσον αφορά τις ανάγκες πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού κατά τη διενέργεια δημοσίων προσφορών και την εισαγωγή κινητών αξιών σε οργανωμένη αγορά. Επιπλέον, έχει την αρμοδιότητα να επιβάλλει διοικητικές κυρώσεις (επίπληξη, χρηματικό πρόστιμο, αναστολή λειτουργίας, αφαίρεση άδειας) σε εποπτευόμενα νομικά και φυσικά πρόσωπα που παραβαίνουν τη νομοθεσία για την κεφαλαιαγορά.

1.2.5.2 Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Η Ένωση Ελληνικών Εταιριών Επενδύσεων και Εταιριών Διαχείρισεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων, η συντεταγμένη επωνυμία της οποίας είναι Ένωση Θεσμικών Επενδυτών (ΕΘΕ), είναι μία αστική μη κερδοσκοπική εταιρία στην οποία τακτικά μέλη μπορούν να είναι:

- ✦ Ανώνυμες Εταιρίες των οποίων καταστατικός σκοπός είναι η διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων και οι οποίες υπάγονται στο πεδίο εφαρμογής των νόμων 3283/2004 (Α.Ε. Διαχείρισεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων) και 2778/1999 (Α.Ε. Διαχείρισεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων σε Ακίνητη Περιουσία)
- ✦ Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων οι οποίες υπάγονται στο πεδίο εφαρμογής των νόμων 3371/2005 (Α.Ε. Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου) και 2778/1999 (Α.Ε. Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία).
- ✦ Εταιρίες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών του νόμου 2396/1996 που παρέχουν την επενδυτική υπηρεσία της διαχείρισης επενδυτικών χαρτοφυλακίων πελατών τους.

Η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών έχει ως σκοπό την προαγωγή και ανάπτυξη της δραστηριότητας των μελών της, τη μελέτη ζητημάτων κοινού ενδιαφέροντος των μελών της, την προάσπιση των επαγγελματικών συμφερόντων των μελών της, την προστασία του επενδυτικού κοινού, καθώς και την προώθηση και ανάπτυξη του θεσμού των συλλογικών επενδύσεων.

Για την πραγματοποίηση του σκοπού της, η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών συντονίζει το έργο των μελών της, τη συνεργασία με τις αρμόδιες κρατικές υπηρεσίες και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, προωθεί θέματα που σχετίζονται με τη νομοθεσία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και των Εταιριών Επενδύσεων, την εκπαίδευση των μελών της και την αναβάθμιση των δικτύων. Επίσης, μελετά και προτείνει μέτρα για τη βελτίωση της απόδοσης και την εκπαίδευση του προσωπικού των μελών της και γενικότερα φροντίζει για τη σωστή προβολή του θεσμού της επαγγελματικής διαχείρισης.

1.2.6 Πλεονεκτήματα, μειονεκτήματα και περιορισμοί των αμοιβαίων κεφαλαίων

Οι επενδύσεις σε ΑΚ παρουσιάζουν μια σειρά μοναδικών πλεονεκτημάτων τα οποία τις καθιστούν ως μια από τις πλέον δημοφιλείς επιλογές για το ευρύ επενδυτικό κοινό. Ειδικότερα, η δυνατότητα επίτευξης αποδόσεων σε βάθος χρόνου αποτελεί ένα από βασικότερα πλεονεκτήματα των ΑΚ σε σύγκριση με άλλες τοποθετήσεις. Τα πλεονεκτήματα των ΑΚ συνοψίζονται ως εξής:

Ευρύ πεδίο επιλογών

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

Δυνατότητα συμμετοχής με μικρό κεφάλαιο

Επειδή τα ΑΚ δεν απαιτούν μεγάλα ποσά για την αγορά μεριδίων και περιορίζουν τον κίνδυνο λόγω διαφοροποίησης, παρέχουν τη δυνατότητα συμμετοχής και των μικρών επενδυτών, οι οποίοι δε θα μπορούσαν να συμμετέχουν σε εργασίες όπως π.χ. private banking, repos. Κάθε επενδυτής με μικρό κεφάλαιο μπορεί να αγοράσει μερίδια και να συμμετάσχει έτσι στη διαμόρφωση της τρέχουσας αξίας ώστε να ωφελείται από τις προσόδους.

Δυνατότητα επένδυσης

Παρέχουν τη δυνατότητα επένδυσης σε οποιαδήποτε αγορά στην Ελλάδα ή το εξωτερικό, σε τοποθετήσεις χαμηλού ή υψηλού ρίσκου.

Ελαχιστοποίηση κινδύνου

Ο κίνδυνος διατηρείται και επομένως ελαχιστοποιείται καθώς τα ΑΚ επενδύουν σε ένα ευρύ φάσμα χρηματοοικονομικών προϊόντων (μετοχές, ομολογίες και άλλα ρευστά περιουσιακά στοιχεία), επιτυγχάνοντας καλύτερη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου. Για παράδειγμα, αν δεν πηγαίνουν καλά κάποιες μετοχές στο Χρηματιστήριο, είναι βέβαιο ότι κάποιες άλλες θα παρουσιάζουν ικανοποιητική πορεία. Με τον τρόπο αυτό μειώνονται οι διακυμάνσεις και συνεπώς ελαχιστοποιείται ο επενδυτικός κίνδυνος.

Επαγγελματική διαχείριση

Η αξιολόγηση του μεγάλου αριθμού επενδυτικών ευκαιριών αποτελεί ένα δύσκολο έργο για το μέσο επενδυτή. Οι εταιρίες διαχείρισης διαθέτουν καταξιωμένα στελέχη με υψηλή κατάρτιση και εμπειρία, καθώς και τις απαραίτητες υποδομές για την παρακολούθηση και αξιολόγηση των εξελίξεων και των επενδυτικών ευκαιριών.

Μεγάλη απλότητα και προστασία επενδυτών

Οι διαδικασίες επένδυσης είναι εξαιρετικά απλές και ταχείες. Επιπλέον, ασκείται αυστηρός έλεγχος από τους εμπλεκόμενους φορείς (ΑΕΔΑΚ, θεματοφύλακας) που καθιστά ουσιαστικά αδύνατη κάθε παρατυπία. Για την προστασία και την ασφάλεια των επενδυτών, ο θεσμός των ΑΚ διέπεται από ειδική νομοθεσία (Ν. 1969/91), η οποία ορίζει αυστηρά τις υποχρεώσεις των

εταιριών διαχείρισης και θέτει σαφείς όρους στην τοποθέτηση των χρημάτων από τους επενδυτές.

Άμεση ρευστότητα

Η ρευστότητα αποτελεί μία από τις πλέον κρίσιμες παραμέτρους σε κάθε μορφής επένδυσης. Ο επενδυτής, δηλαδή, θέλει να έχει διαθέσιμο το κεφάλαιο όταν το χρειαστεί, μετατρέποντας το προϊόν σε ρευστό (χρήμα) χωρίς απώλεια μέρους της αξίας τους. Η ρευστοποίηση από τους επενδυτές γίνεται με μια απλή έγγραφη ειδοποίηση προς την εταιρία διαχείρισης εντός πέντε το πολύ εργάσιμων ημερών.

Διαπραγματευτική δύναμη

Τα κεφάλαια των επενδυτών αποκτούν τη διαπραγματευτική δύναμη του συνολικού ενεργητικού του ΑΚ και επομένως είναι σε θέση να πετύχουν πιο ευνοϊκούς όρους στην αγορά και πώληση αξιόγραφων, αλλά και στην τοποθέτηση κεφαλαίων στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου σε σύγκριση με τους μεμονωμένους επενδυτές.

Ευελιξία επένδυσης και δυνατότητα μεταφοράς

Πρόκειται για μια πολύ ευέλικτη μορφή επένδυσης, καθώς ο επενδυτής μπορεί να επενδύσει σε αυτά σε οποιαδήποτε εργάσιμη μέρα με μικρό ελάχιστο ποσό για τη συμμετοχή του. Επιπλέον, δίνεται η δυνατότητα στον επενδυτή να μεταφέρει εύκολα μέρος ή ολόκληρο το κεφάλαιό του από ένα ΑΚ σε άλλο της ίδιας ΑΕΔΑΚ, σε περίπτωση που κάποια συγκεκριμένη αγορά παρουσιάζει καλύτερες προοπτικές κέρδους.

Πλήρης διαφάνεια και δημοσιότητα

Υπάρχει πλήρης διαφάνεια και δημοσιότητα, αφού καθημερινά δημοσιεύονται στοιχεία όπως καθαρού ενεργητικού, αριθμός μεριδίων, καθαρή αξία μεριδίου και απόδοση ημέρας, δίνοντας τη δυνατότητα παρακολούθησης και σύγκρισης της πορείας των διαφόρων ΑΚ από τους επενδυτές.

Κοινός λογαριασμός, δυνατότητα ενεχυρίασης και επανεπένδυση κερδών

Υπάρχει δυνατότητα από κοινού αγοράς μεριδίων σε κοινό λογαριασμό, καθώς και χρήση του μεριδίου ως ενέχυρου για τη λήψη δανείου, καθώς και

η δυνατότητα επανεπένδυσης των κερδών αγοράζοντας μερίδια στην καθαρή τιμή.

☞ Φορολογικά οφέλη και κίνητρα

Τα κέρδη από υπεραξία μεριδίων των ΑΚ δε φορολογούνται, ενώ μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την αντιμετώπιση τεκμηρίων. Επιπλέον, έχουν θεσπιστεί μέτρα που ευνοούν την απόκτηση και διακράτηση Μετοχικών και Μικτών ΑΚ, όπου προδιαγράφονται συγκεκριμένα φορολογικά οφέλη τα οποία παρέχονται στους μεριδιούχους των ΑΚ αυτών των κατηγοριών.

Συμπερασματικά, η επένδυση σε μερίδια ΑΚ είναι ασφαλής και αξιόπιστη, γιατί είναι ΑΚ που προέρχονται από τον ιδιωτικό τομέα, εξασφαλίζοντας έτσι γρήγορες διαδικασίες, μεγάλη ευελιξία αποφάσεων, αποδεδειγμένη διαφάνεια και άμεση εξυπηρέτηση.

Το κυριότερο μειονέκτημα των ΑΚ είναι:

☞ ότι δεν έχουν εγγυημένη απόδοση.

Επιπλέον, ως μειονέκτημα θα μπορούσαμε να αναφέρουμε ότι τα ΑΚ δεν ενδείκνυνται για ορισμένες κατηγορίες επενδυτών, μεταξύ των οποίων συγκαταλέγονται επενδυτές με εξειδικευμένους στόχους, με εμπειρία στη διαχείριση χαρτοφυλακίου μετοχών ή επενδυτές που επιθυμούν απόκτηση προϊόντων των χρηματαγορών. Ειδικότερα:

- ☞ όταν ένας υποψήφιος επενδυτής έχει πολύ εξειδικευμένους στόχους, τότε ενδεχομένως δεν μπορεί να εξυπηρετήσει τους στόχους του από τα υπάρχοντα ΑΚ σε μία συγκεκριμένη αγορά.
- ☞ όταν ο υποψήφιος επενδυτής έχει εμπειρία στη διαχείριση χαρτοφυλακίου μετοχών, αποφεύγει να συμμετέχει σε αντίστοιχο ΑΚ, διότι επιβαρύνεται με έξοδα και προμήθειες που απαιτούν τα ΑΚ και τα οποία μπορεί να αποφύγει με τις επενδύσεις σε μετοχές.
- ☞ όταν ο υποψήφιος επενδυτής ενδιαφέρεται μόνο για προϊόντα χρηματαγορών (ομόλογα, έντοκα γραμμάτια δημοσίου, κλπ), αποφεύγει τη συμμετοχή στα αντίστοιχα ΑΚ για λόγους επιβάρυνσης με επιπλέον έξοδα.

Στο σημείο αυτό, να αναφέρουμε ότι σύμφωνα με τη νομοθεσία που διέπει το θεσμό των ΑΚ υπάρχουν κάποιοι περιορισμοί σε ότι αφορά τις επενδυτικές τους δυνατότητες. Οι κυριότεροι περιορισμοί που προσδιορίζονται ως ποσοστά επί του καθαρού ενεργητικού καθορίζονται ως εξής:

- Έως 10% του καθαρού ενεργητικού μπορεί να επενδυθεί σε κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς του ίδιου εκδότη.
- Έως 40% σε κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς εκδοτών με επένδυση (σε καθένα από αυτούς) άνω του 5%.
- Έως 35% σε κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς του ίδιου εκδότη, όταν έχουν εκδοθεί ή εγγυηθεί από κράτος-μέλος.
- Έως 25% σε ομολογίες πιστωτικού ιδρύματος.
- Έως 20% σε καταθέσεις στο ίδιο πιστωτικό ίδρυμα.
- Έως 20% σε κινητές αξίες/ μέσα χρηματαγοράς/ καταθέσεις/ πράξεις εξωχρηματιστηριακών μέσων που έχουν εκδοθεί από τον ίδιο οργανισμό.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Η εξέλιξη του Θεσμού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

2.1 Η εξέλιξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων Διεθνώς

Ο θεσμός των ΑΚ σε παγκόσμιο επίπεδο έχει σημειώσει εντυπωσιακή ανάπτυξη από την εμφάνισή του έως και σήμερα, ενώ η ευρεία αποδοχή του από τους επενδυτές αποτελεί επιβεβαίωση των πλεονεκτημάτων που παρουσιάζει ως επενδυτική επιλογή. Η ανάπτυξη των ΑΚ διεθνώς συμπίπτει με τους υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης των ανεπτυγμένων οικονομικά χωρών, τις πολιτικές απελευθέρωσης των αγορών και τις ιδιωτικοποιήσεις.

Οι ρίζες του θεσμού στις διεθνείς κεφαλαιαγορές βρίσκονται στην Ευρώπη του 19^{ου} αιώνα και συγκεκριμένα στη Σουηδία και Μεγάλη Βρετανία, όπου ΑΚ κλειστού τύπου (Εταιρίες Επενδύσεων) συνέβαλλαν στη χρηματοδότηση της αμερικανικής οικονομίας μετά τον εμφύλιο πόλεμο. Τα πρώτα ΑΚ ανοικτού τύπου ιδρύθηκαν το 1924 στις ΗΠΑ και αποτέλεσαν τη μειοψηφία των συλλογικών επενδύσεων, καθώς κυριαρχούσαν οι Εταιρίες Επενδύσεων.

Η μεγάλη χρηματιστηριακή κρίση του 1929 σε συνδυασμό με την ανυπαρξία σαφούς νομοθετικού και κανονιστικού πλαισίου απαξίωσε τη θέση των επενδυτικών εταιριών, επηρεάζοντας όμως και τις επενδύσεις σε ΑΚ. Μέχρι το 1950 το σύνολο των επενδυμένων κεφαλαίων σε ΑΚ ξεπέρασε τα κεφάλαια των επενδυτικών εταιριών, ενώ με την αρχή της δεκαετίας του 1960 έγιναν μεγάλες

προσπάθειες για την αύξηση της ανταγωνιστικότητας και αποδοτικότητας των ΑΚ. Οι προσπάθειες αυτές οδήγησαν σε μεταβολή της επενδυτικής τακτικής ορισμένων ΑΚ και την ανάληψη μεγαλύτερου κινδύνου με στόχο τη διαφοροποίηση τους από άλλα ΑΚ και την επίτευξη καλύτερων αποδόσεων. Η νέα ύφεση στη χρηματιστηριακή αγορά κατά το 1969 – 1970 και οι επακόλουθες ζημίες είχαν αρνητικές συνέπειες για τα ΑΚ. Η ανάκαμψη τους πραγματοποιήθηκε με τη δημιουργία των ΑΚ διαχείρισης διαθεσίμων τα οποία σε περιόδους υψηλών και ευμετάβλητων επιτοκίων επιτυγχάνουν μεγαλύτερες αποδόσεις από τις τραπεζικές καταθέσεις. Η περαιτέρω ανοδική πορεία των ΑΚ ξεκίνησε με τη δημιουργία νέων κατηγοριών: ΑΚ ξένων, διεθνών και αναδυόμενων αγορών, ΑΚ δεικτών, κλπ.

Ο Πίνακας 2.1 παρουσιάζει την εξέλιξη του καθαρού ενεργητικού και του αριθμού των ΑΚ από το 1940 έως το 2007 στις ΗΠΑ.

Πίνακας 2.1 Εξέλιξη του Καθαρού Ενεργητικού και του Αριθμού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στις ΗΠΑ (1940 - 2007)

Έτος	Συνολικό Καθαρό Ενεργητικό ΑΚ (σε δις δολ.)	Αριθμός ΑΚ
1940	\$ 0,45	68
1950	2,53	98
1960	17,03	161
1970	47,62	361
1980	134,76	564
1990	1.065,19	3.079
1995	2.811,29	5.725
1996	3.525,80	6.248
1997	4.468,20	6.684
1998	5.525,21	7.314
1999	6.846,34	7.791
2000	6.964,63	8.155
2001	6.974,91	8.305
2002	6.390,36	8.244
2003	7.414,40	8.126
2004	8.106,94	8.041
2005	8.904,82	7.975
2006	10.412,46	8.118
2007	12.021,03	8.029

Πηγή: Investment Company Institute

Οι αριθμοί είναι αποκαλυπτικοί, καθώς ενώ το καθαρό ενεργητικό των ΑΚ το 1940 ήταν μόνο 0,45 δις δολ., το 1999 έφτασε τα 6.846,34 δις δολ. Αντίστοιχα, ο αριθμός των ΑΚ από 68 το 1940 αυξήθηκε κατά 114,5 περίπου φορές και έφτασε τα 7.791 το 1999. Από το 1999 μέχρι και το 2001, το καθαρό ενεργητικό των ΑΚ παρέμεινε στα ίδια επίπεδα, ενώ μετά από μια μείωση της τάξης του 8% κατά το 2002, συνέχισε την ανοδική του πορεία και έφτασε τα 12.021,03 δις δολ. το 2007. Όσον αφορά τον αριθμό των ΑΚ κατά το χρονικό διάστημα 1999 έως 2007, παρέμεινε σχετικά σταθερός με μικρές αυξομειώσεις και από 7.791 το 1999, έφτασε τα 8.029 το 2007.

Ο Πίνακας 2.2 που ακολουθεί παρουσιάζει το καθαρό ενεργητικό των ΑΚ από το 1999 έως το 2007 στις παγκόσμιες κεφαλαιαγορές σύμφωνα με στοιχεία του Investment Company Institute.

Πίνακας 2.2 Εξέλιξη του Καθαρού Ενεργητικού (σε εκατ. δολάρια)
των Αμοιβαίων Κεφαλαίων Παγκοσμίως (1999 – 2007)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Παγκοσμίως	11.762.345	11.871.028	11.654.868	11.324.128	14.048.311	16.164.795	17.771.027	21.823.455	26.199.448
Αμερική	7.264.471	7.424.112	7.433.106	6.776.289	7.969.541	8.792.450	9.763.921	11.485.012	13.442.653
Ευρώπη	3.203.402	3.296.016	3.167.965	3.462.999	4.682.836	5.640.452	6.002.261	7.803.906	8.983.244
Ασία και Ωκεανία	1.276.238	1.133.979	1.039.236	1.063.857	1.361.473	1.677.887	1.939.251	2.456.511	3.678.330
Αφρική	18.235	16.921	14.561	20.983	34.460	54.006	65.594	78.026	95.221

Πηγή: Investment Company Institute

Πιο συγκεκριμένα, όπως καταδεικνύεται στον Πίνακα 2.2., σε παγκόσμιο επίπεδο η Αμερική διατηρεί από το 1999 έως και το 2007 την πρώτη θέση από πλευράς κεφαλαίων με μερίδιο που από 61,76% το 1999 έφτασε το 51,31% το 2007. Ακολουθεί η Ευρώπη με ποσοστό 27,23% το 1999, το οποίο αυξήθηκε στο 34,29% το 2007, η Ασία και Ωκεανία με ποσοστό 10,85% το 1999, που έφτασε το 14,04% το 2007 και τέλος η Αφρική με ποσοστό 0,16% το 1999, που αυξήθηκε ελαφρά και έφτασε το 0,36% το 2007.

Στον Πίνακα 2.3 παρατίθεται ο αριθμός των ΑΚ κατά την ίδια περίοδο (1999 έως 2007) σε παγκόσμιο επίπεδο σύμφωνα πάλι με στοιχεία του Investment Company Institute.

Πίνακας 2.3 Εξέλιξη του Αριθμού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων Παγκοσμίως (1999 – 2007)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Παγκοσμίως	52.746	51.671	53.371	53.996	54.569	55.524	56.868	61.855	66.350
Αμερική	11.499	12.676	13.449	13.884	13.921	14.064	13.764	14.475	15.462
Ευρώπη	22.095	25.503	27.343	28.858	28.541	29.306	30.060	33.151	35.210
Ασία και Ωκεανία	18.892	13.158	12.153	10.794	11.641	11.617	12.427	13.479	14.847
Αφρική	260	334	426	460	466	537	617	750	831

Πηγή: Investment Company Institute

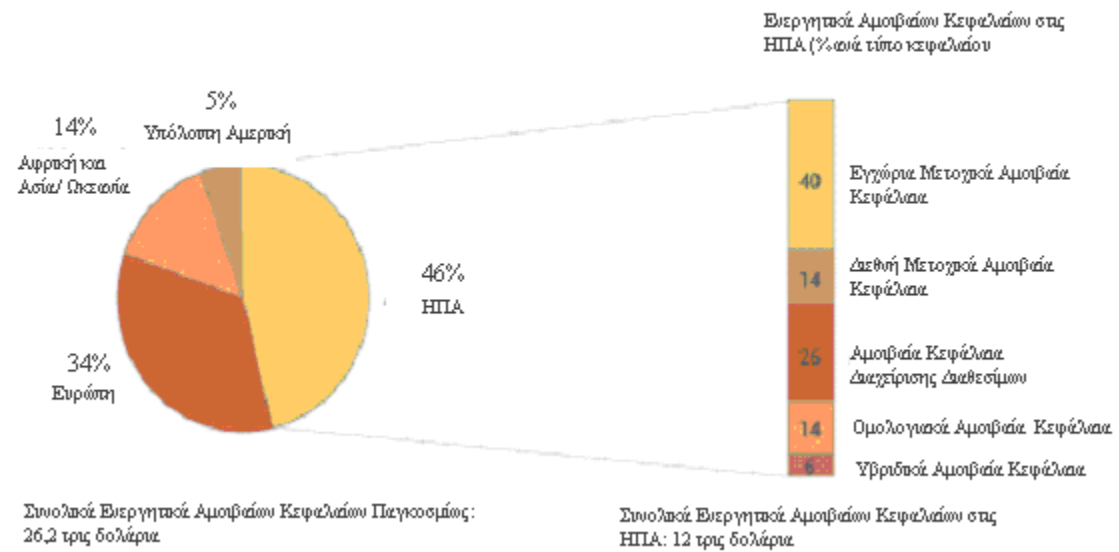
Ειδικότερα, από τον παραπάνω πίνακα προκύπτει ότι η Ευρώπη διατηρεί από το 1999 έως και το 2007 την πρώτη θέση από πλευράς αριθμού ΑΚ, σε αντίθεση με την προηγούμενη κατάταξη (από πλευράς κεφαλαίων), με μερίδιο που από 41,89% το 1999 έφτασε το 53,07% το 2007. Ακολουθεί η Αμερική με ποσοστό 23,3% το 2007 (έναντι 21,8% το 1999), η Ασία και Ωκεανία με ποσοστό 22,37% το 2007 (έναντι 35,82% το 1999) και τέλος η Αφρική με ποσοστό 1,25% το 2007 (έναντι 0,49% το 1999).

Ένα άλλο στοιχείο που εξάγεται από τον Πίνακα 2.3 είναι ότι διαφέρει το μέγεθος της συγκέντρωσης των κεφαλαίων ανά ΑΚ. Παρατηρούμε, λοιπόν, ότι στην Αμερική έχουμε μεγαλύτερη συγκέντρωση κεφαλαίων ανά ΑΚ από ότι στην Ευρώπη, την Ασία και Ωκεανία και την Αφρική που παρουσιάζει τη μικρότερη συγκέντρωση κατά το 2007.

Η αγορά ΑΚ στις ΗΠΑ, , με διαχείριση 12 τρις δολαρίων κατά το τέλος του 2007, παραμένει η πρώτη στον κόσμο, με ποσοστό 46% από τα 26.2 τρις δολάρια του ενεργητικού παγκοσμίως, όπως παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 2.1. Κατά το

δεύτερο τετράμηνο του 2008, η Αμερική κατείχε βάσει ενεργητικού το 53%, με δεύτερη την Ευρώπη με 35% και έπειτα την Αφρική, Ασία. Ειρηνικό με 11%.

Διάγραμμα 2.1 Μερίδια Αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων (σε % Ενεργητικού) σε παγκόσμιο επίπεδο και κατανομή κεφαλαίων σε κατηγορίες στις ΗΠΑ κατά το τέλος του 2007

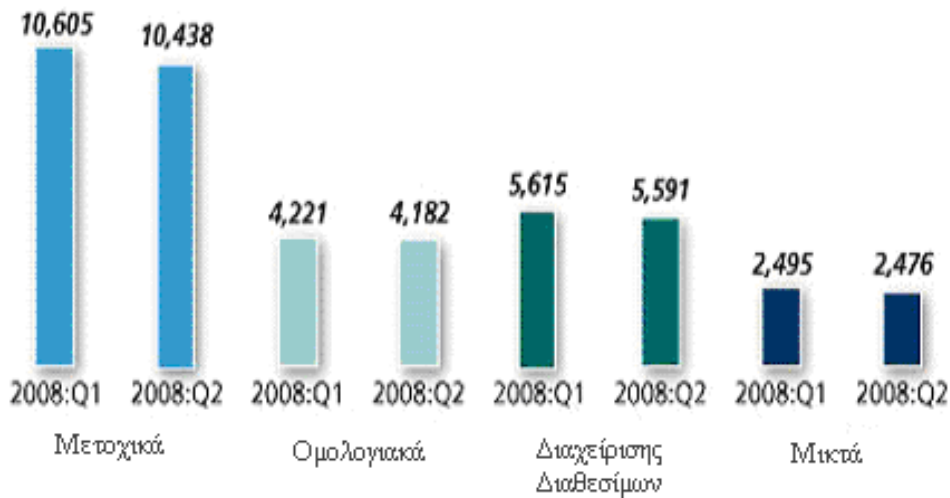


Πηγή: Investment Company Institute

Από το Διάγραμμα 2.1 προκύπτει, επίσης, ότι κατά το τέλος του 2007 τα μετοχικά ΑΚ αποτελούσαν το 54% του ενεργητικού των ΑΚ στις ΗΠΑ, ποσοστό το οποίο κυμαινόταν από 50% μέχρι 60% από το 1997, με εξαίρεση το 2002 όταν το ποσοστό έπεσε στο 42% εξαιτίας της μεγάλης πτώσης των αγορών των μετοχών στις ΗΠΑ εκείνη τη χρονιά. Το 2007, τα μετοχικά κεφάλαια εσωτερικού αποτελούσαν το 40% του συνολικού ενεργητικού του κλάδου, ενώ τα διεθνή το 14%. Τα κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων διατηρούσαν ποσοστό 26%, τα ομολογιακά 14% και τα υβριδικά το 6% του συνολικού ενεργητικού των ΑΚ των ΗΠΑ.

Σε παγκόσμιο επίπεδο, η εξέλιξη του ενεργητικού των κατηγοριών των ΑΚ κατά τα δύο πρώτα τετράμηνα του 2008 παρουσιάζεται στο παρακάτω διάγραμμα.

Διάγραμμα 2.2 Ενεργητικό (σε δις δολάρια) Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανά κατηγορία παγκοσμίως κατά τα δύο πρώτα τετράμηνα του 2008



Πηγή: Investment Company Institute

Από το Διάγραμμα 2.2 αντιλαμβάνεται κανείς την πτώση του ενεργητικού των μετοχικών ΑΚ (Equity Funds) κατά 1,6%, με 10,4 τρις δολάρια ενεργητικό κατά το τέλος του δεύτερου τετραμήνου του 2008. Το ενεργητικό των μικτών ΑΚ (Balanced/ Mixed Funds) μειώθηκε κατά 0,7% και των ομολογιακών (Bond Funds) κατά 0,9% στο δεύτερο τετράμηνο σε σχέση με το πρώτο και το ενεργητικό των ΑΚ διαχείρισης διαθεσίμων (Money-Market Funds) μειώθηκε επίσης κατά 0,4% και έφτασε τα 5,6 τρις δολάρια κατά το δεύτερο τετράμηνο.

Κατά το τέλος του δεύτερου τετραμήνου του 2008, το 42% του ενεργητικού των ΑΚ διεθνώς αποτελούσαν τα μετοχικά κεφάλαια. Το μερίδιο που κατείχαν τα ομολογιακά ήταν 17%, ενώ τα μικτά κατείχαν το 10%. Τα ΑΚ διαχείρισης διαθεσίμων αντιπροσώπευαν το 23% του συνολικού ενεργητικού σε παγκόσμιο επίπεδο. Διαγραμματικά, τα παραπάνω στοιχεία απεικονίζονται στο Διάγραμμα 2.3.

Διάγραμμα 2.3 Μερίδια Αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων παγκοσμίως (σε % Ενεργητικού)
ανά Κατηγορία κατά το δεύτερο τετράμηνο του 2008



Πηγή: Investment Company Institute

Ο αριθμός των ΑΚ παγκοσμίως ανήλθε σε 68.469 κατά το τέλος του δεύτερου τετραμήνου του 2008. Ανά κατηγορία ΑΚ, το 40% ήταν μετοχικά κεφάλαια, το 21% ήταν μικτά, το 18% ομολογιακά και το 5% διαχείρισης διαθεσίμων. Το Διάγραμμα 2.4 απεικονίζει τα παραπάνω στοιχεία.

Διάγραμμα 2.4 Αριθμός Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανά Κατηγορία (% Συνολικού Αριθμού) παγκοσμίως κατά το δεύτερο τετράμηνο του 2008



Πηγή: Investment Company Institute

Παρά την αδιαμφισβήτητη κυριαρχία των ΗΠΑ στον κλάδο των ΑΚ και οι υπόλοιπες αναπτυγμένες χώρες προώθησαν το θεσμό της συλλογικής επένδυσης. Στον Πίνακα 2.4 παρουσιάζεται το καθαρό ενεργητικό των ΑΚ και ο αριθμός τους στις σημαντικότερες αγορές της Ευρώπης κατά τα έτη 1999 και 2007.

Πίνακας 2.4 Καθαρό Ενεργητικό (σε εκατ. δολάρια) και Αριθμός Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ευρώπη (1999 και 2007)

	1999		2007	
	Ενεργητικό	Αριθμός	Ενεργητικό	Αριθμός
Ευρώπη	3.203.402	22.095	8.983.244	35.210
Λουξεμβούργο	661.084	5.023	2.685.065	8.782
Γαλλία	656.132	6.511	1.989.690	8.243
Ιρλανδία	95.174	1.060	951.371	2.898
Ηνωμένο Βασίλειο	375.199	1.618	944.536	2.057
Ιταλία	475.661	816	419.687	924
Ισπανία	207.603	2.150	396.534	2.940
Γερμανία	237.312	895	372.072	1.462
Σουηδία	83.250	412	194.955	477
Ελβετία	82.512	348	176.282	567
Βέλγιο	65.461	784	149.842	1.655
Αυστρία	56.254	693	138.709	1.070
Ολλανδία	94.539	348	113.921	450
Δανία	27.558	292	105.225	500
Φιλανδία	10.318	176	81.136	370
Νορβηγία	15.107	309	74.709	511
Πολωνία	762	62	45.542	188
Ελλάδα	36.397	208	29.807	230
Πορτογαλία	19.704	214	29.732	180
Ουγγαρία	1.725	87	12.577	212

Πηγή: Investment Company Institute

Όπως καταδεικνύεται στον Πίνακα 2.4, το Λουξεμβούργο διατηρεί την πρώτη θέση τόσο από πλευράς κεφαλαίων όσο και από πλευράς αριθμού ΑΚ με μερίδιο 20,64% το 1999, το οποίο ανήλθε σε 29,89% το 2007 βάσει ενεργητικού. Ακολουθεί δεύτερη η Γαλλία με ποσοστό 22,15% το 2007 (έναντι 20,48% το 1999), έπειτα η Ιρλανδία με 10,59% το 2007 (έναντι 2,97% το 1999) και το Ηνωμένο Βασίλειο λίγο πιο χαμηλά με ποσοστό 10,51% το 2007 (έναντι 11,71% το 1999). Η Ελλάδα κατέχει μερίδιο 0,33% το 2007, το οποίο παρουσιάζεται μειωμένο σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια (1,14% το 1999). Το ποσοστό αυτό είναι ίδιο με το αντίστοιχο ποσοστό της Πορτογαλίας (0,33%) και συγκρίσιμο με τα ποσοστά της Πολωνίας (0,51%) και της Νορβηγίας (0,83%).

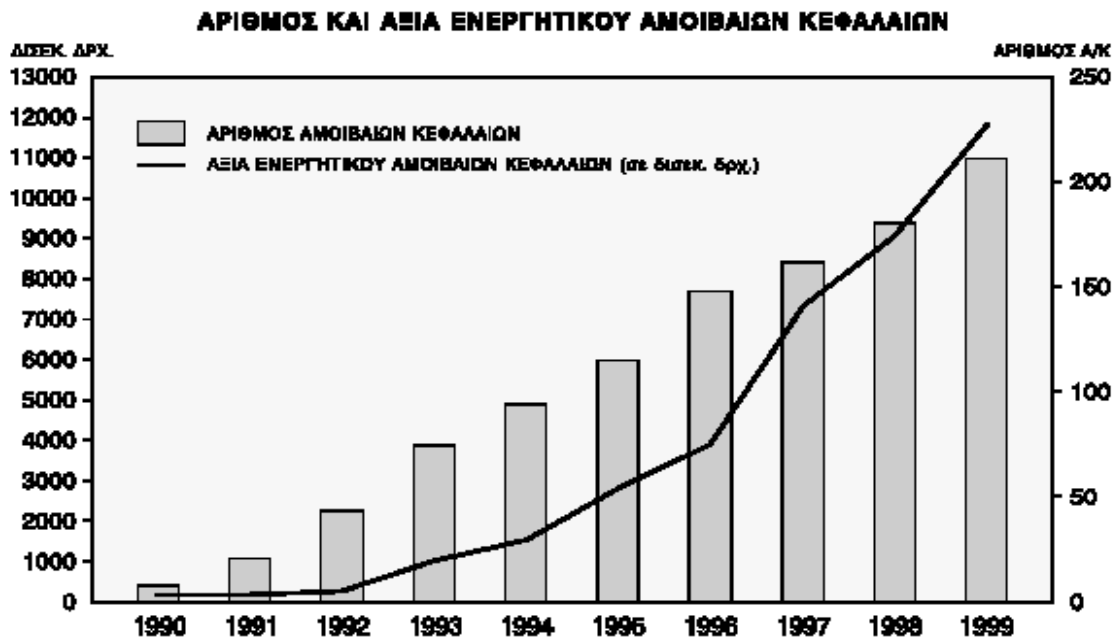
2.2 Η εξέλιξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα

Ο θεσμός των ΑΚ εισήχθηκε στην Ελλάδα το 1970 με την υπογραφή του Νομοθετικού Διατάγματος 608/70. Κατά τη δεκαετία αυτή, με πρωτοβουλία της Εμπορικής Τράπεζας της και της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος ιδρύθηκαν τα πρώτα ΑΚ. Συγκεκριμένα, στα τέλη του 1972 άρχισε τη λειτουργία του το ΑΚ Ερμής Δυναμικό από την Εμπορική Τράπεζα και στις αρχές του 1973 το Δήλος Μικτό από την Εθνική Τράπεζα. Μέχρι το 1988 τα δύο αυτά ΑΚ ήταν τα μοναδικά στην αγορά καθώς δεν ιδρύθηκε κανένα άλλο ΑΚ.

Η μεγάλη ανάπτυξη των συλλογικών επενδύσεων ξεκίνησε το 1989 μετά από μια μεγάλη σειρά αλλαγών που έγιναν στην ελληνική οικονομία και κεφαλαιαγορά. Ειδικότερα, μετά το 1990 ιδρύεται σημαντικός αριθμός ΑΕΔΑΚ από τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρίες, όπως επίσης και σημαντικός αριθμός νέων ΕΕΧ. Το 1991 εκσυγχρονίστηκε το νομοθετικό του θεσμού των Συλλογικών Επενδύσεων με το Νόμο 1969/91 που ευθυγράμμισε την Ελληνική νομοθεσία με τους κοινοτικούς κανόνες. Σήμερα, η λειτουργία των ΑΚ ρυθμίζεται από το νόμο 3283/2004, ο οποίος αντικατέστησε τις διατάξεις του νόμου 1969/1991.

Το τρίτο ΑΚ ιδρύθηκε το 1989 από την Intertrust με την ονομασία Ελληνικό. Στη συνέχεια, μέσα στο 1990 εισάγονται κι άλλα ΑΚ από άλλους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς και ασφαλιστικές εταιρίες. Μέχρι το τέλος του 1990 ο αριθμός των ΑΚ στην Ελλάδα είχε φθάσει τα επτά. Η πορεία του αριθμού και της αξίας του ενεργητικού των ΑΚ από το 1990 έως και το 1999 παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 2.5.

Διάγραμμα 2.5 Αριθμός και Αξία Ενεργητικού Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα κατά τα έτη 1990 - 1999



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

Από το παραπάνω διάγραμμα διακρίνουμε τη συνεχόμενη ανοδική πορεία τόσο της αξίας του ενεργητικού όσο και του αριθμού των ΑΚ στην Ελλάδα. Ο Πίνακας 2.5 παρουσιάζει την εξέλιξη των ΑΚ κατά την εξεταζόμενη περίοδο, δηλαδή κατά τα έτη από το 1999 μέχρι το 2007. Κατά τα έτη αυτά δεν είχαμε μεγάλες διακυμάνσεις στην εξέλιξη του αριθμού των ΑΚ, ενώ παρατηρήθηκαν αρκετές αυξομειώσεις στη συνολική αξία του ενεργητικού των ΑΚ, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 2.6 που ακολουθεί.

Διάγραμμα 2.6 Αξία Ενεργητικού Αμοιβαίων Κεφαλαίων
στην Ελλάδα κατά τα έτη 1999- 2007



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

Πίνακας 2.5 Εξέλιξη του Αριθμού και του Ενεργητικού (σε εκατ. ευρώ) των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα (1999 – 2007)

Κατηγορίες ΑΚ	1999		2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007	
	Αριθμός	Αξία (%)	Αριθμός	Αξία (%)	Αριθμός	Αξία (%)	Αριθμός	Αξία (%)	Αριθμός	Αξία (%)	Αριθμός	Αξία (%)	Αριθμός	Αξία (%)	Αριθμός	Αξία (%)	Αριθμός	Αξία (%)
Διαθεσίμων	46	13.441 (38,2%)	49	15.360 (49,6%)	43	9.693 (36,1%)	41	10.747 (42,3%)	40	15.787 (52%)	39	15.435 (48,8%)	32	4.938 (18,2%)	30	5.894 (25,7%)	26	7.969 (38,5%)
Ομολογιακά	66	3.997 (11,4%)	62	4.725 (15,3%)	63	5.586 (20,8%)	63	5.120 (20,1%)	65	6.539 (21,5%)	62	7.620 (24,1%)	66	13.257 (48,9%)	66	5.881 (25,6%)	62	3.996 (19,3%)
Μετοχικά	70	14.764 (41,9%)	122	7.950 (25,7%)	130	5.506 (20,5%)	123	3.761 (14,8%)	119	4.844 (15,9%)	116	5.147 (16,3%)	105	5.965 (22,0%)	105	6.327 (27,5%)	93	5.198 (25,1%)
Μικτά	30	3.002 (8,5%)	36	2.944 (9,5%)	36	6.040 (22,5%)	36	5.801 (22,8%)	41	3.214 (10,6%)	45	3.426 (10,8%)	44	2.120 (7,8%)	46	1.918 (8,4%)	49	2.099 (10,1%)
Funds of Funds	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11	809 (3,0%)	22	2.950 (12,8%)	30	1.439 (7,0%)
Σύνολο	212	35.204 (100%)	269	30.979 (100%)	272	26.825 (100%)	263	25.429 (100%)	265	30.384 (100%)	262	31.628 (100%)	258	27.089 (100%)	269	22.970 (100%)	260	20.701 (100%)

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

Ξεκινώντας την ανάλυση του παραπάνω πίνακα, διαπιστώνουμε από το 1999 μέχρι και το 2002 μια μείωση κατά 27,77% της αξίας του ενεργητικού των ΑΚ, η οποία αντανακλά, σε μεγάλο βαθμό, αντίστοιχες εξελίξεις της αξίας του ενεργητικού των μετοχικών ΑΚ (-74,5%) και σε μικρότερο βαθμό των διαθεσίμων (-20%). Αντίθετα, το ενεργητικό των ομολογιακών και των μικτών ΑΚ παρουσίασε συνολικά άνοδο (28,1% και 93,23% αντίστοιχα) κατά την περίοδο αυτή.

Στη μείωση του ενεργητικού των μετοχικών ΑΚ συνέβαλε η πτώση των τιμών των μετοχών της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς ιδιαίτερα κατά την περίοδο 1999 – 2000 και η μετατόπιση του επενδυτικού ενδιαφέροντος από την κατηγορία αυτή προς τις άλλες κατηγορίες των ΑΚ, τα οποία συνδυάζουν χαμηλό κίνδυνο και σχετικά ικανοποιητικές αποδόσεις. Το ποσοστό συμμετοχής των μετοχικών ΑΚ στο σύνολο του ενεργητικού υποχώρησε σημαντικά κατά το διάστημα 1999 - 2002 (από 41,9% το τέλος του 1999 σε 14,8% κατά το τέλος του 2002), ενώ αντίθετα το ποσοστό συμμετοχής των ΑΚ διαχείρισης διαθεσίμων ενισχύθηκε (από 38,2% στο τέλος του 1999 έφτασε σε 42,3% στο τέλος του 2002).

Μετά τη συνεχή κάμψη των τριών τελευταίων ετών, η δραστηριότητα στην αγορά των ΑΚ παρουσίασε σημαντική άνοδο κατά το 2003 και συγκεκριμένα η αξία του ενεργητικού των ΑΚ ενισχύθηκε κατά 19,49%, ενώ και κατά το τέλος του 2004 η αξία του ενεργητικού εμφανίστηκε ελαφρά αυξημένη κατά 4,09% σε σύγκριση με το τέλος του 2003. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στην άνοδο των τιμών και σε μικρότερο βαθμό του αριθμού των κυκλοφορούντων μεριδίων. Η αύξηση των τιμών αφορούσε τα μερίδια των μετοχικών ΑΚ λόγω της ανάκαμψης των τιμών των μετοχών στη χρηματιστηριακή αγορά και σε μικρότερο βαθμό τις υπόλοιπες τρεις κατηγορίες ΑΚ.

Η αύξηση της αξίας του συνολικού ενεργητικού αντανακλά τις εξελίξεις στην αξία του ενεργητικού των ΑΚ διαχείρισης διαθεσίμων, η οποία ενισχύθηκε κατά 43,62% κατά το χρονικό διάστημα από το τέλος του 2002 έως το τέλος του 2004. Επιπλέον, αντανακλά την αύξηση της αξίας του ενεργητικού των ομολογιακών ΑΚ (48,83%) και των μετοχικών (36,85%), καθώς και τη μείωση των μικτών ΑΚ (-40,94%) για

το ίδιο χρονικό διάστημα. Το ποσοστό συμμετοχής των ομολογιακών ΑΚ στο σύνολο της αξίας του ενεργητικού ανήλθε από 20,1% κατά το τέλος του 2002 σε 24,1% κατά το τέλος του 2004, των ΑΚ διαχείρισης διαθεσίμων από 42,3% σε 48,8%, των μετοχικών από 14,79% ανήλθε σε 16,3% και των μικτών από 22,81% σε 10,8% αντίστοιχα.

Κατά τα επόμενα χρόνια, μέχρι και το 2007, η δραστηριότητα στην αγορά των ΑΚ σημείωσε κάμψη και συγκεκριμένα η αξία του ενεργητικού τους μειώθηκε από 31.628 εκατ. ευρώ κατά το τέλος του 2004 σε 20.701 εκατ. ευρώ κατά το τέλος του 2007, μια μείωση της τάξης του 34,55%. Σημαντική επίδραση στη μείωση της αξίας του ενεργητικού του συνόλου των ΑΚ είχε η πτώση (-68%) του ενεργητικού των ΑΚ διαχείρισης διαθεσίμων κατά το τέλος του 2005 σε σύγκριση με το τέλος του 2004, γεγονός που οφείλεται στη μετατροπή ορισμένων ΑΚ διαχείρισης διαθεσίμων σε ομολογιακά και στις αυξημένες εκροές κεφαλαίων εξαιτίας των χαμηλών επιτοκίων που επικράτησαν στις αγορές χρήματος. Επιπλέον, σημαντική επίδραση στη μείωση του συνόλου του ενεργητικού κατά την περίοδο 2004 - 2007 είχε η πτώση (-55,6%) του ενεργητικού των ομολογιακών ΑΚ κατά το τέλος του 2006 σε σχέση με το τέλος του 2005, λόγω της ανόδου των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ που επηρέασε τις τιμές των ομολόγων. Μείωση του ενεργητικού (-38,73% συνολικά από το τέλος του 2004 μέχρι το τέλος του 2007) εμφάνισαν και τα μικτά ΑΚ, στα οποία παρατηρήθηκαν ρευστοποιήσεις μεριδίων, σε περιορισμένη όμως έκταση.

Το ποσοστό συμμετοχής των ομολογιακών ΑΚ στο σύνολο της αξίας του ενεργητικού μειώθηκε από 24,1% κατά το τέλος του 2004 σε 19,3% κατά το τέλος του 2007, των ΑΚ διαχείρισης διαθεσίμων από 48,8% σε 38,5%, των μικτών από 10,8% σε 10,1%, ενώ των μετοχικών αυξήθηκε από 16,3% σε 25,1%. Από το 2005 δημιουργήθηκε και η κατηγορία funds of funds, η οποία αποτέλεσε κατά το τέλος του 2005 το 3,0% του συνόλου του ενεργητικού των ΑΚ, κατά το τέλος του 2006 το 12,8% και κατά το τέλος του 2007 το ποσοστό συμμετοχής μειώθηκε στο 7,0%.

Το 2007 η ζήτηση των ΑΚ καλύφθηκε κυρίως μέσω της διάθεσης μεριδίων που ήταν ήδη σε λειτουργία στο τέλος του 2006. Στη διάρκεια του έτους ιδρύθηκαν 18 νέα ΑΚ (6 funds of funds, 5 μικτά, 4 ομολογιακά, 3 μετοχικά), ενώ για λόγους εκμετάλλευσης οικονομιών κλίμακας ορισμένα ΑΚ απορροφήθηκαν από ήδη υπάρχοντα με παραπλήσιο επενδυτικό σκοπό. Έτσι, ο αριθμός του συνόλου των ΑΚ στο τέλος του 2007 υποχώρησε σε 260 από 269 στο τέλος του 2006. Αντίθετα από την ελληνική, η παγκόσμια και ευρωπαϊκή αγορά εμφάνισε αυξημένη δραστηριότητα κατά το 2007. Το 2007 τα ελληνικά ΑΚ κατείχαν τη 18^η θέση μεταξύ 25 ευρωπαϊκών χωρών ως προς το ενεργητικό, το οποίο αποτέλεσε το 0,33% του συνόλου σύμφωνα με τα στοιχεία που παρουσιάστηκαν στην προηγούμενη υποενότητα.

Σε ότι αφορά τη διαχρονική εξέλιξη των αποδόσεων των ΑΚ ανά κατηγορία, στον Πίνακα 2.6 παρουσιάζονται οι ετήσιες αποδόσεις των ΑΚ από το 2000 έως το 2007.

Πίνακας 2.6 Ετήσιες Αποδόσεις Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα (2000 – 2007)

Κατηγορίες ΑΚ	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ								
Εσωτερικού	6,37	3,44	2,22	2,12	1,72	1,12	1,92	2,87
Εξωτερικού	6,94	0,26	3,28			4,55	0,47	1,06
Διεθνή	7,43	5,67	-2,05	-2,26	1,01	-	-	-
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ								
Εσωτερικού	7,83	4,11	4,89	2,27	2,45	0,89	0,57	1,58
Εξωτερικού	12,25	4,52	0,45	-1,42	3,32	4,05	-0,68	-1,61
Διεθνή	10,48	4,37	1,07	-1,61	1,03	-	-	-
ΜΕΤΟΧΙΚΑ								
Εσωτερικού	-38,42	-22,63	-26,35	23,09	9,81	29,21	26,40	15,36
Εξωτερικού	-7,43	-12,79	-12,79	9,26	2,82	20,02	10,63	3,44
Διεθνή	-13,21	-15,66	-15,66	14,70	5,90	-	-	-
ΜΙΚΤΑ								
Εσωτερικού	-20,19	-10,56	-10,56	12,19	8,07	14,03	11,19	7,48
Εξωτερικού	4,04	-10,87	-10,87	2,40	0,41	6,40	4,59	1,20
Διεθνή	-10,04	-4,64	-4,64	2,46	3,06	-	-	-
FUNDS OF FUNDS								
Μετοχικά	-	-	-	-	-	7,05	10,21	1,47
Μικτά	-	-	-	-	-	5,60	5,40	-0,26
Ομολογιακά	-	-	-	-	-	-	1,12	-0,07

Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Με βάση τα στοιχεία του παραπάνω πίνακα, διαπιστώνουμε συνολικά από το 2000 μέχρι και το 2007 μια μείωση της απόδοσης των ΑΚ διαχείρισης διαθέσιμων, καθώς και των ομολογιακών ΑΚ εσωτερικού και εξωτερικού. Αντίθετα, παρατηρούμε συνολικά κατά την περίοδο αυτή μεγάλες διακυμάνσεις των αποδόσεων των μετοχικών και των μικτών εσωτερικού και εξωτερικού με τις μεγαλύτερες αποδόσεις κατά το 2005. Όσον αφορά τα funds of funds, παρουσιάζουν συνολικά μείωση των αποδόσεων τους το 2007 σε σχέση με το 2005.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων

3.1 Κατηγοριοποίηση βάσει είδους χρηματοπιστωτικών μέσων

Κάθε ΑΚ έχει πλήρη αυτονομία και ανεξαρτησία. Η αυτονομία έγκειται στο γεγονός ότι οποιεσδήποτε επενδυτικές αποφάσεις αναληφθούν αφορούν το ενεργητικό ενός συγκεκριμένου ΑΚ. Η διαφορά που υπάρχει μεταξύ των ήδη υπάρχοντων ΑΚ αφορά την επενδυτική στρατηγική που ακολουθούν. Η δεδηλωμένη και συγκεκριμένη επενδυτική στρατηγική που ακολουθεί κάθε ΑΚ γίνεται γνωστή μέσω των ενημερωτικών εντύπων για την προσέλκυση των επενδυτών με παρόμοιους επενδυτικούς στόχους. Η στρατηγική αυτή ακολουθείται πιστά για να αποτρέψει πιθανή αποχώρηση των επενδυτών προς άλλα ΑΚ που ακολουθούν με μεγαλύτερη συνέπεια τους συγκεκριμένους επενδυτικούς τους στόχους.

Τα ΑΚ, ως επενδυτικά προϊόντα, κατατάσσονται σήμερα από τη νομοθεσία στις κατηγορίες που αναλύονται παρακάτω ανάλογα με το είδος των χρηματοπιστωτικών μέσων (κινητών αξιών) στα οποία επενδύουν το ενεργητικό τους. Παράλληλα, επιτρέπεται η δημιουργία ΑΚ Αναπαραγωγής Χρηματιστηριακού Δείκτη (Index Funds) και ΑΚ που επενδύουν σε μερίδια άλλων ΑΚ (Funds of Funds).

3.1.1 Διαχείρισης Διαθεσίμων

Τα ΑΚ Διαχείρισης Διαθεσίμων (Money-Market Funds) επενδύουν τουλάχιστον 65% σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς και δευτερευόντως σε ομολογίες, ενώ παράλληλα, δεν επιτρέπεται να επενδύουν σε μετοχές. Είναι χαμηλού επενδυτικού κινδύνου αποτελώντας τα πλέον ασφαλή ΑΚ από όλες τις κατηγορίες, ενώ ο χρονικός επενδυτικός ορίζοντας είναι βραχυπρόθεσμος.

3.1.2 Ομολογιακά

Τα Ομολογιακά ΑΚ (Bond Funds) επενδύουν τουλάχιστον 65% του χαρτοφυλακίου τους σε ομολογίες, ενώ παρέχεται η δυνατότητα επένδυσης και σε μετοχές μέχρι ποσοστό δέκα τοις εκατό (10%) του καθαρού ενεργητικού τους. Απευθύνονται σε συντηρητικούς επενδυτές που ενδιαφέρονται για ένα σταθερό εισόδημα χωρίς μεγάλο κίνδυνο, καθώς είναι χαμηλού – μεσαίου επενδυτικού κινδύνου και ο χρονικός επενδυτικός ορίζοντας είναι μεσο-μακροπρόθεσμος. Πρέπει να σημειωθεί ότι τα Ομολογιακά ΑΚ που κάνουν χρήση της ευχέρειας να επενδύουν έως 10% του ενεργητικού τους σε μετοχές, μπορούν να προσφέρουν αυξημένες αποδόσεις αλλά και το αντίθετο ανάλογα με την πορεία των χρηματιστηριακών αγορών.

3.1.3 Μετοχικά

Τα Μετοχικά ΑΚ (Equity Funds) επενδύουν τουλάχιστον 65% του χαρτοφυλακίου τους σε μετοχές. Ειδικότερα, όσον αφορά τα ΑΚ τα οποία αναπαράγουν τη σύνθεση χρηματιστηριακού δείκτη (Index Funds) πρέπει να επενδύουν ποσοστό τουλάχιστον ενενήντα πέντε τοις εκατό (95%) επί του καθαρού ενεργητικού τους σε μετοχές οι οποίες περιλαμβάνονται στο συγκεκριμένο χρηματιστηριακό δείκτη και παρέχουν μία έμμεση δυνατότητα στον επενδυτή για συμμετοχή στη χρηματιστηριακή λειτουργία.

Η επένδυση σε μετοχικά ΑΚ συνοδεύεται από ανάληψη υψηλού επενδυτικού κινδύνου ανεξάρτητα από την ικανότητα των διαχειριστών. Ο κίνδυνος είναι ανάλογος με το συντηρητικό ή επιθετικό χαρακτήρα του ΑΚ στο οποίο γίνεται η επένδυση. Ανάλογη με τον κίνδυνο είναι και η απόδοση του ΑΚ η οποία μπορεί να είναι σημαντική σε περιόδους ανοδικής πορείας των αγορών ή το αντίθετο σε περιόδους πτωτικής πορείας. Ο χρονικός επενδυτικός ορίζοντας είναι μεσο-μακροπρόθεσμος.

3.1.4 Μικτά

Τα Μικτά ΑΚ (Balanced/ Mixed Funds) επενδύουν κατ' ελάχιστον ποσοστό δέκα τοις εκατό (10%) του καθαρού ενεργητικού τους σε μετοχές και κατ' ελάχιστον ποσοστό δέκα τοις εκατό (10%) σε ομολογίες. Επιπλέον, το μέγιστο ποσοστό επένδυσης σε μετοχές ή σε ομολογίες ή σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει το εξήντα πέντε τοις εκατό (65%) του καθαρού ενεργητικού τους. Η κατηγορία αυτή των ΑΚ είναι κατάλληλη για επενδυτές που δε θέλουν να αναλάβουν τον υψηλό κίνδυνο των μετοχικών ΑΚ, αλλά συγχρόνως επιθυμούν να ωφεληθούν από τη μεγαλύτερη απόδοση των μετοχών σε περίπτωση θετικής πορείας του Χρηματιστηρίου. Είναι μεσαίου επενδυτικού κινδύνου με μεσο-μακροπρόθεσμο χρονικό επενδυτικό ορίζοντα.

3.1.5 Funds of Funds

Τα Funds of Funds είναι ΑΚ τα οποία επενδύουν το ενεργητικό τους σε μερίδια άλλων ΑΚ της ίδιας ή διαφορετικής εταιρίας, επιδιώκοντας μεγαλύτερη διασπορά. Ανάλογα με τη σύσταση του χαρτοφυλακίου τους διακρίνονται σε Funds of Funds Ομολογιακά, Μικτά ή Μετοχικά. Τα Funds of Funds επενδύουν το ενεργητικό τους τουλάχιστον σε μερίδια πέντε (5) άλλων ΑΚ εξασφαλίζοντας έτσι ακόμη μεγαλύτερη διασπορά κινδύνου για τους μεριδιούχους.

Ο Πίνακας 3.1 παρουσιάζει συνοπτικά τις παραπάνω κατηγορίες των ΑΚ.

Πίνακας 3.1 Κατηγοριοποίηση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ	ΠΟΥ ΕΠΕΝΔΥΕΙ	ΕΠΙΠΕΔΟ ΚΙΝΔΥΝΟΥ
Διαχείρισης Διαθεσίμων	Κυρίως σε προϊόντα της αγοράς χρήματος	Χαμηλό
Ομολογιακά	Κυρίως σε μακροχρόνια ομόλογα και όχι άνω του 10% σε μετοχές	Χαμηλό - Μεσαίο
Μικτά	Σε όλες τις αγορές, κυρίως συνδυάζουν ομόλογα και μετοχές	Μεσαίο
Μετοχικά	Κυρίως σε μετοχές	Υψηλό
Funds of Funds	Σε άλλα ΑΚ διαφόρων Επενδυτικών Κατηγοριών	Υψηλό

3.2 Κατηγοριοποίηση βάσει γεωγραφικής κατανομής των επενδύσεων

Τα ΑΚ κατατάσσονται στις κατηγορίες που περιγράφονται παρακάτω ανάλογα με την γεωγραφική κατανομή του ενεργητικού τους. Η ΑΕΔΑΚ οφείλει να περιλαμβάνει στην ονομασία του ΑΚ τον κατά το δυνατό ακριβή προσδιορισμό της γεωγραφικής κατανομής των επενδύσεών του. Το 2005 καταργήθηκε η κατηγορία των Διεθνών ΑΚ και τα ΑΚ πλέον χαρακτηρίζονται ως Εσωτερικού ή Εξωτερικού.

3.2.1 Εσωτερικού

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

3.2.2 Εξωτερικού

Τα ΑΚ Εξωτερικού επενδύουν κυρίως σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς ή και σε ομολογίες ή και σε μετοχές, που εκδίδονται από εκδότη που έχει την καταστατική του έδρα εκτός Ελλάδος.

3.3 Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια

Τα Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια (ΔΑΚ) είναι μερίδια ΑΚ τα οποία εκδίδονται από ΑΕΔΑΚ και εισάγονται προς διαπραγμάτευση στο χρηματιστήριο. Το ενεργητικό του ΔΑΚ αποτελεί σύνολο περιουσίας χωρίς νομική προσωπικότητα, το οποίο διαχειρίζεται η ΑΕΔΑΚ στο όνομα και διά λογαριασμό των μεριδιούχων, στους οποίους ανήκουν τα επιμέρους στοιχεία του ενεργητικού εξ αδιαιρέτου.

Τα ΔΑΚ, τα οποία είναι γνωστά διεθνώς ως ETFs (Exchange Traded Funds), αγοράζονται και πωλούνται κατά τη διάρκεια των ωρών διαπραγμάτευσης του

χρηματιστηρίου, όπως ακριβώς και οι μετοχές, δίνοντας τη δυνατότητα στον επενδυτή να πραγματοποιήσει διασπορά του κινδύνου της επένδυσής του μέσω της έκθεσης σε διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών, ενώ έχουν ως κύριο επενδυτικό στόχο την αναπαραγωγή της απόδοσης ενός συγκεκριμένου δείκτη. Επίσης, επιτρέπεται η ανοιχτή πώληση (short selling) και ο δανεισμός (stock lending) των μεριδίων ΔΑΚ.

Τα ΔΑΚ εισήχθησαν για πρώτη φορά στην αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών και του Καναδά στις αρχές της δεκαετίας του 1990. Το παράδειγμα των αγορών αυτών ακολούθησαν οι αγορές της Ευρώπης και της Ασίας κατά το 2000, όταν το πρώτο ΔΑΚ εισήχθε στην Ευρώπη. Το Μάρτιο του 2007 τα συνολικά κεφάλαια υπό διαχείριση ανήλθαν στα 604 δις δολάρια διεθνώς.

Κατά το Σεπτέμβριο του 2007, το Χρηματιστήριο Αθηνών σε συνεργασία με τον Οίκο FTSE δημοσίευσε πρόσκληση εκδήλωσης ενδιαφέροντος για τη δημιουργία, εισαγωγή και διάθεση στην ελληνική αγορά του πρώτου ΔΑΠ με αναφορά στο δείκτη FTSE 20. Ο Όμιλος Alpha Bank επελέγη για την έκδοση του πρώτου ΔΑΠ, το Alpha ETF FTSE Athex 20 Μετοχικό Εσωτερικού, το οποίο εισήχθε στην αγορά κατά τον Ιανουάριο του 2008.

Τα βασικά πλεονεκτήματα και χαρακτηριστικά των ΔΑΚ σε σύγκριση με τα απλά μετοχικά ΑΚ και τις μετοχές παρουσιάζονται στον Πίνακα 3.2 που ακολουθεί.

Πίνακας 3.2 Συγκριτικά χαρακτηριστικά Διαπραγματεύσιμων Αμοιβαίων Κεφαλαίων, Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων και Μετοχών

Χαρακτηριστικά	ΔΑΚ	Μετοχικά ΑΚ	Μετοχές
Διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου	Ναι	Ναι	Όχι
Διαπραγμάτευση στη 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	Ναι	Όχι	Ναι
Τίτλων			
Δικαίωμα ψήφου στις γενικές συνελεύσεις	Όχι	Όχι	Ναι
Πλήθος Προϊόντων	Μικρό	Μεγάλο	Μεγάλο

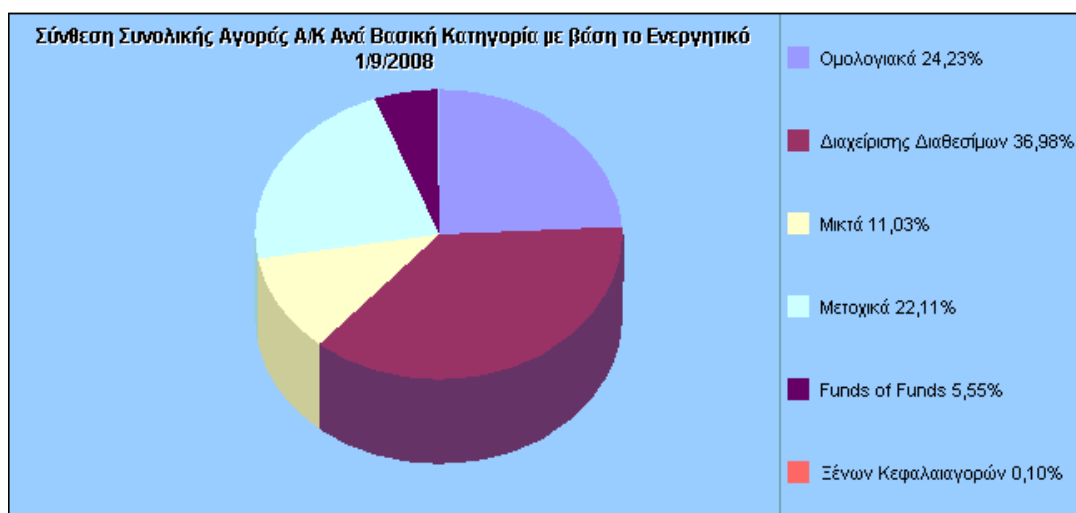
*εκτός της περίπτωσης των μη ρευστών μετοχών ή των μετοχών που διαπραγματεύονται χωρίς Ειδικούς Διαπραγματευτές

Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών

3.4 Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά

Στην ενότητα αυτή παραθέτουμε στοιχεία σχετικά με τα ελληνικά ΑΚ, τις κατηγορίες ΑΚ και τις Εταιρίες Διαχείρισης. Συγκεκριμένα στο Διάγραμμα 3.1 παρουσιάζεται η σύνθεση της συνολικής αγοράς ΑΚ ανά βασική κατηγορία με βάση το Ενεργητικό στις 01/09/2008.

Διάγραμμα 3.1 Σύνθεση Συνολικής Αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων με βάση το Ενεργητικό κατά την 01/09/2008



Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Από το Διάγραμμα 3.1 προκύπτει ότι κατά την 01/09/2008 το μεγαλύτερο μερίδιο της αγοράς των ΑΚ καλύπτουν τα ΑΚ διαχείρισης διαθεσίμων με ποσοστό 36,98%, ενώ ακολουθούν τα ομολογιακά με 24,23%, τα μετοχικά με 22,11%, τα μικτά με 11,03% και τα funds of funds με 5,55%.

Στον Πίνακα 3.3 που ακολουθεί παρουσιάζεται η διάρθρωση της αγοράς με βάση το Ενεργητικό ανά Εταιρία Διαχείρισης την 01/09/2008.

Πίνακας 3.3 Συνολικό Ενεργητικό Αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων
ανά Εταιρία Διαχείρισης την 01/09/2008

A/A	Εταιρίες Διαχείρισης ΑΚ	Συν. ΑΚ	Συνολικό Ενεργητικό σε € την 1/9/2008	Μερίδιο Αγοράς 1/9/2008
1	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.	60	5.442.172.278,30	29,28%
2	ALPHA ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.	35	5.146.153.392,76	27,68%
3	EFG Α.Ε.Δ.Α.Κ.	78	3.644.397.526,38	19,60%
4	Α.Ε.Δ.Α.Κ. ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ	2	904.038.562,90	4,86%
5	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.	9	623.096.194,41	3,35%
6	HSBC (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε.Δ.Α.Κ.	11	394.287.214,20	2,12%
7	ALICO AIG Α.Ε.Δ.Α.Κ.	25	363.647.300,28	1,96%
8	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.	13	311.375.649,19	1,68%
9	ΑΤΕ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	11	307.467.399,76	1,65%
10	ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ.	12	242.717.128,78	1,31%
11	MARFIN Global Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ.	13	229.523.741,08	1,23%
12	ALLIANZ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	7	177.645.364,39	0,96%
13	ING Α.Ε.Δ.Α.Κ.	8	176.990.972,55	0,95%
14	ΚΥΠΡΟΥ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	8	106.312.690,27	0,57%
15	ΑΤΤΙΚΑ WEALTH MANAGEMENT ΑΕΔΑΚ	8	101.189.317,31	0,54%
16	MILLENNIUM Α.Ε.Δ.Α.Κ.	9	98.837.758,77	0,53%
17	ASPIS INTERNATIONAL Α.Ε.Δ.Α.Κ.	7	81.953.357,84	0,44%
18	INTERNATIONAL Α.Ε.Δ.Α.Κ.	7	65.353.104,84	0,35%
19	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	10	48.779.306,65	0,26%
20	PROFUND Α.Ε.Δ.Α.Κ.	4	46.316.271,80	0,25%
21	T.T. ΕΛΤΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	4	39.251.523,90	0,21%
22	PROTON Α.Ε.Δ.Α.Κ.	7	38.000.572,89	0,20%

ΣΥΝΟΛΑ	348	18.589.506.629,25	100,00%
---------------	------------	--------------------------	----------------

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι το μεγαλύτερο μερίδιο κατέχει την 01/09/2008 η Εθνική Asset Management ΑΕΔΑΚ με ποσοστό 29,28% βάσει ενεργητικού και με έναν αρκετά μεγάλο αριθμό ΑΚ (60). Τη δεύτερη θέση με μερίδιο 27,68% κατέχει η Alpha Asset Management ΑΕΔΑΚ με αριθμό ΑΚ που ανέρχεται στα 35, ενώ την τρίτη θέση έχει η EFG ΑΕΔΑΚ με ποσοστό 19,60% έχοντας τον μεγαλύτερο αριθμό ΑΚ (78). Οι υπόλοιπες ΑΕΔΑΚ έχουν πολύ μικρότερο ποσοστό συμμετοχής στο σύνολο του ενεργητικού με την ΑΕΔΑΚ Ασφαλιστικών Οργανισμών να κατέχει το 4,86%, την Εμπορική Asset Management ΑΕΔΑΚ το 3,35%, την HSBC (Ελλάς) ΑΕΔΑΚ το 2,12% και τις υπόλοιπες με ποσοστό μικρότερα του 2%.

3.4 Επένδυση σε Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια

Τα μετοχικά ΑΚ στην Ελλάδα, όπως προαναφέρθηκε σε προηγούμενη ενότητα, προσέλκυσαν το 1999 το ενδιαφέρον των επενδυτών οι οποίοι στην προσπάθειά τους να αποκομίσουν κέρδη από την ανοδική πορεία του Χρηματιστηρίου έκαναν στροφή από τις υπόλοιπες κατηγορίες ΑΚ προς τα μετοχικά. Η επένδυση σε μετοχικά ΑΚ συνοδεύεται από ανάληψη υψηλού επενδυτικού κινδύνου ανεξάρτητα από την ικανότητα των διαχειριστών. Ανάλογη με τον κίνδυνο είναι και η απόδοση του ΑΚ η οποία μπορεί να είναι σημαντική σε περιόδους ανοδικής πορείας των αγορών ή το αντίθετο σε περιόδους πτωτικής πορείας.

Ενδεχομένως η έλλειψη σωστής επενδυτικής πολιτικής και προγραμματισμού δεν επέτρεψε την αξιολόγηση των ΑΚ με βάση την απόδοση και τον κίνδυνο που φέρει το καθένα. Έτσι, η πτώση των τιμών των μετοχών της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς κατά την περίοδο 1999 – 2000 συνέβαλε στη μείωση του ενεργητικού των μετοχικών ΑΚ και μετατόπισε το επενδυτικό ενδιαφέρον από την κατηγορία αυτή προς τις άλλες κατηγορίες των ΑΚ, τα οποία συνδυάζουν χαμηλό κίνδυνο και σχετικά ικανοποιητικές αποδόσεις.

Ο κάθε υποψήφιος επενδυτής για να καταλήξει στη σωστή επιλογή ΑΚ, θα πρέπει:

- να αποσαφηνίσει τον επενδυτικό του στόχο,
- να επιλέξει εκείνο το ΑΚ του οποίου ο επενδυτικός στόχος είναι ίδιος με τον δικό του,
- να συγκρίνει την απόδοση των ΑΚ που έχουν τον ίδιο επενδυτικό στόχο,
- να αξιολογεί τον κίνδυνο των διαφόρων ΑΚ,
- να επιδιώκει σωστή διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου,
- να συγκρίνει το κόστος προμηθειών,
- να συγκρίνει τις υπηρεσίες που παρέχουν οι ΑΕΔΑΚ,
- να εξετάζει τους λόγους της καλής απόδοσης του ΑΚ.

Παρά το γεγονός ότι τα μετοχικά ΑΚ, όπως και όλες οι κατηγορίες ΑΚ, παρουσιάζουν πολλά και σημαντικά πλεονεκτήματα, πολλοί νέοι επενδυτές φαίνεται πως προτιμούν την απευθείας τοποθέτηση σε μετοχές και όχι σε μερίδια μετοχικών ΑΚ. Συνήθως, η επιλογή της απευθείας τοποθέτησης στην αγορά μετοχών είναι αποτέλεσμα της τεράστιας διακύμανσης κέρδους. Στα μετοχικά ΑΚ η διασπορά της επένδυσης σε περισσότερες μετοχές έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση του κινδύνου και επομένως η επένδυση σε μετοχικά ΑΚ θεωρείται πιο συντηρητική από την επένδυση απευθείας σε μετοχές έχοντας όμως αυξημένες αποδόσεις. Ο κίνδυνος, φυσικά, είναι υπαρκτός, αλλά διαφοροποιείται από αμοιβαίο σε αμοιβαίο, καθώς και από την επιλογή της χρονικής περιόδου.

Με την επένδυση σε μετοχικά ΑΚ, ο επενδυτής λαμβάνει όλα τα οφέλη που έχουν τα ΑΚ και περιγράφηκαν σε προηγούμενη ενότητα, αλλά φυσικά δεν παίζει το ρόλο του διαχειριστή, καθώς λαμβάνει ενεργητική διαχείριση από εξειδικευμένο προσωπικό.

Στο Παράρτημα ΙΙ παρουσιάζονται τα μετοχικά ΑΚ Εσωτερικού και Εξωτερικού αντίστοιχα που λειτουργούσαν στην ελληνική αγορά κατά την 01/09/2008. Στους πίνακες περιλαμβάνεται το ενεργητικό των ΑΚ και το μερίδιο αγοράς που κατέχει το κάθε ΑΚ βάσει της συμμετοχής του ενεργητικού του στο συνολικό ενεργητικό

της κατηγορίας. Στον Πίνακα 3.4 παρουσιάζονται τα 10 πρώτα ΑΚ της κατηγορίας των μετοχικών εσωτερικού βάσει μεριδίου στο σύνολο του ενεργητικού της κατηγορίας αυτής.

Πίνακας 3.4 Τα 10 πρώτα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού
βάσει Ενεργητικού την 01/09/2008

A/A	Μετοχικά Εσωτερικού	Δ% από 1/1/2008	Μερίδιο Αγοράς
1	INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	-36,78%	10,23%
2	ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	-36,55%	9,82%
3	ALPHA Blue Chips A/K Μετοχικό Εσωτερικού	-38,11%	9,63%
4	ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	-33,80%	9,47%
5	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχών Εσωτερικού	-31,85%	5,73%
6	ALPHA ETF FTSE Athex 20 Μετοχικό Εσωτερικού	-17,91%	3,98%
7	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-27,15%	3,72%
8	HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	-26,00%	3,68%
9	INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού	-40,70%	3,62%
10	EUROBANK Value FTSE/ASE 20 Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού	-53,97%	3,25%

Από τον παραπάνω πίνακα εξάγεται το συμπέρασμα ότι τα ενεργητικά των μετοχικών ΑΚ εσωτερικού ακολούθησαν από την αρχή του έτους μια πτωτική πορεία, η οποία κατά μέσο όρο κυμάνθηκε στο -35,85%. Το μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς κατέχει το INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ. με 10,23% και ακολουθούν το ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού με 9,82%, το ALPHA Blue Chips A/K Μετοχικό Εσωτερικού με 9,63% και το ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.) με 9,47%.

Όσον αφορά τα ενεργητικά των μετοχικών ΑΚ εξωτερικού, αυτά ακολούθησαν από την αρχή του έτους μια πτωτική πορεία όπως άλλωστε και τα μετοχικά εσωτερικού, η οποία στο σύνολό της κυμάνθηκε στο -24,25%. Το μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς κατέχει το INTERAMERICAN ΔΙΕΘΝΩΝ ΕΥΚΑΙΡΙΩΝ Μετοχικό Εξωτερικού με

14,37% και ακολουθούν το EUROBANK US GROWTH με 10,98%, το ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτ.) με 10,42%, το EUROBANK Δυναμικό Ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού με 9,70% και το ING A/K Global Μετοχικό Εξωτερικού με 8,12%. Τα 10 πρώτα μετοχικά ΑΚ εξωτερικού βάσει ποσοστού στο σύνολο του ενεργητικού της κατηγορίας παρουσιάζονται στον Πίνακα 3.5 που ακολουθεί.

Πίνακας 3.5 Τα 10 πρώτα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού
βάσει Ενεργητικού την 01/09/2008

A/A	Μετοχικά Εξωτερικού	Δ% από 1/1/2008	Μερίδιο Αγοράς
1	Interamerican ΔΙΕΘΝΩΝ ΕΥΚΑΙΡΙΩΝ Μετοχικό Εξωτερικού	-30,56%	14,37%
2	EUROBANK US GROWTH Μετοχικό Εξωτερικού	-19,96%	10,98%
3	ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτ.)	-30,24%	10,42%
4	EUROBANK Δυναμικό Ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού	-41,73%	9,70%
5	ING A/K Global Μετοχικό Εξωτερικού	-20,08%	8,12%
6	ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Μετοχικό Εξωτ.)	-20,21%	5,39%
7	EUROBANK Ευκαιριών Νοτιοανατολικής Ευρώπης Μετοχικό Εξωτ.	-49,59%	4,99%
8	ALPHA Select Νοτιο-Ανατολικής Ευρώπης Μετοχικό Εξωτερικού	-48,08%	4,73%
9	HSBC Πανευρωπαϊκό (Μετοχικό Εξωτ.)	-40,56%	3,95%
10	Interamerican ΕΥΡΩΠΗ Μετοχικό Εξωτερικού	-43,85%	3,14%

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Αξιολόγηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων

4.1 Ανασκόπηση προηγούμενων ερευνών αξιολόγησης των αμοιβαίων κεφαλαίων

Αντικείμενο μελέτης της παρούσας εργασίας αποτελεί η αξιολόγηση των μετοχικών ΑΚ. Θεωρούμε, λοιπόν, ότι είναι ενδεδειγμένο προτού προβούμε στην εμπειρική προσέγγιση του θέματος να μελετήσουμε τις κλασικές και σύγχρονες προσεγγίσεις που έχουν χρησιμοποιηθεί στην αξιολόγηση της απόδοσης των ΑΚ, εξετάζοντας σημαντικές μελέτες της διεθνούς βιβλιογραφίας.

4.1.1 Οι κλασικές προσεγγίσεις

Η πρώτη ολοκληρωμένη μελέτη με τίτλο “*A study of mutual funds*” πραγματοποιήθηκε από τους Friend, Brown, Herman και Vickers το 1962. Σε ένα δείγμα 152 ΑΚ για την περίοδο 1952-1958, οι συγγραφείς σύγκριναν την απόδοση των ΑΚ με έναν δείκτη αναφοράς, τον οποίο κατασκεύασαν οι ίδιοι και βρήκαν ότι τα ΑΚ επέτυχαν παρόμοιες αποδόσεις με τον δείκτη που δημιούργησαν. Επίσης, παρατήρησαν ότι διαχειριστικά έξοδα είναι μεγάλα και δεδομένης της απόδοσης των ΑΚ σε σχέση με την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχει μεγάλη αναποτελεσματικότητα στο χώρο (Πενταράκη & Ζοπουνίδης, 2003).

Στη συνέχεια, πραγματοποιήθηκαν τρεις ερευνητικές εργασίες οι οποίες αποτέλεσαν σταθμό στο χώρο της αξιολόγησης των ΑΚ. Συγκεκριμένα, ο Jack Treynor το 1965 ήταν ο πρώτος που δημιούργησε δείκτη αξιολόγησης της αποδοτικότητας ενός ΑΚ που συγκρίνεται με άλλα ΑΚ. Ο Sharpe (1966)

αναγνώρισε την αξία του δείκτη Treynor και πρότεινε ένα δικό του δείκτη. Στην ερευνητική του εργασία, ο Sharpe υπολόγισε σε ένα δείγμα 34 ΑΚ για την περίοδο 1954-63 τους δείκτες Sharpe και Treynor και κατέληξε στο συμπέρασμα ότι ΑΚ με υψηλές αποδόσεις χαρακτηρίζονται από μεγαλύτερη διακύμανση από ότι ΑΚ με μικρότερες αποδόσεις και ότι η θετική αυτή σχέση είναι γραμμική. Επιπρόσθετα, ο Sharpe παρατήρησε ότι οι δύο δείκτες οδηγούν σε παρόμοια σειρά κατάταξης, γεγονός που υποδηλώνει υψηλή διαφοροποίηση των ΑΚ. Αναφέρθηκε, επίσης, στην ικανότητα των διαχειριστών να επιτυγχάνουν ικανοποιητικές αποδόσεις και κατέληξε ότι εάν ληφθεί υπόψη το κόστος διαχείρισης, τα ΑΚ δεν μπορούν να επιτύχουν απόδοση ανώτερη από την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

Ο Jensen (1968) ακολούθησε το παράδειγμα των Treynor και Sharpe αναδεικνύοντας ένα νέο μέτρο αποδοτικότητας των χαρτοφυλακίων που βασίζεται στη θεωρία αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων. Ο Jensen εφάρμοσε τη μεθοδολογία του σε 115 ΑΚ για την περίοδο 1945-1964 και κατέληξε σε παρόμοια συμπεράσματα με αυτά της μελέτης του Sharpe. Συγκεκριμένα, τα αποτελέσματα της μελέτης έδειξαν ότι τα ΑΚ ακόμα και χωρίς τον υπολογισμό των διαχειριστικών εξόδων δεν ήταν ικανά να αποδώσουν καλύτερα από ένα τυχαία επιλεγμένο χαρτοφυλάκιο και επομένως, τα ΑΚ προφανώς δεν χαρακτηρίζονταν από επιτυχημένη διαχείριση.

Δύο χρόνια αργότερα, ο Carlson (1970) εφάρμοσε μέτρα αποδοτικότητας σε ένα δείγμα 82 ΑΚ για την εικοσαετία 1948-67 καταλήγοντας στα εξής κύρια συμπεράσματα: α. τα αποτελέσματα των ΑΚ για μια περίοδο είκοσι ετών οδήγησαν στην εμπειρική επαλήθευση των αξιωμάτων απόδοσης – κινδύνου του μοντέλου αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων, β. το θέμα του εάν η αποδοτικότητα των ΑΚ υπερτερεί της αγοράς εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την επιλογή τόσο της χρονικής περιόδου όσο και του δείκτη που χρησιμοποιείται ως σημείο αναφοράς.

Στη συνέχεια, εμφανίστηκε η μελέτη του McDonald (1974), στόχος της οποίας ήταν η μέτρηση και αξιολόγηση των στόχων, κινδύνου και απόδοσης 123 Αμερικανικών ΑΚ χρησιμοποιώντας τις μηνιαίες αποδόσεις για την περίοδο 1960-69. Τα

αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν συνολικά ότι η απόδοση των ΑΚ δεν ήταν ανώτερη αλλά ούτε και κατώτερη από την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς για όλη τη δεκαετία. Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας αυτή τα ΑΚ με μεγαλύτερο κίνδυνο γενικότερα εμφανίστηκαν αποδοτικότερα από αυτά με μικρότερο κίνδυνο. Όσον αφορά τον υπολογισμό των δεικτών αποδοτικότητα, προέκυψε ότι περίπου το 54,47% του δείγματος με βάση το δείκτη Treynor ξεπέρασε το μέσο όρο της αγοράς. Παρόμοια, περίπου το 50% του δείγματος εμφάνιζε θετικό συντελεστή α (Jensen), αλλά το α ήταν στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 5% για το 5% του δείγματος, ένα ποσοστό που αποδίδεται στην τύχη. Με βάση το δείκτη Sharpe, μόλις το 31,71% του δείγματος ξεπέρασε το μέσο όρο της αγοράς.

Τέλος αναφέρουμε τη μελέτη του Mains (1977), ο οποίος επανέλαβε την εμπειρική ανάλυση του Jensen χρησιμοποιώντας τις μηνιαίες αποδόσεις 70 ΑΚ (που περιλαμβάνονταν όλα στο δείγμα του Jensen – 115 ΑΚ) για την περίοδο 1955-64. Τα αποτελέσματα της μελέτης του έδωσαν καλύτερα αποτελέσματα για τους διάφορους δείκτες που χρησιμοποιήθηκαν και έδειξαν ότι τα ΑΚ δεν είχαν κατώτερες αποδόσεις σε επίπεδο καθαρών αποδόσεων, αλλά είχαν μια ουδέτερη αποδοτικότητα με την πλειοψηφία των ΑΚ να καταγράφουν θετικές αποδόσεις. Η μελέτη του Mains, σαφώς, απέρριψε την ιδέα ότι τα ΑΚ πρέπει να εγκαταλείψουν την στρατηγική της επιλογής χρεογράφων (security selection) και της κατάλληλης επιλογής της χρονικής στιγμής (market timing) προς όφελος της στρατηγικής αγοράς και διακράτησης (buy-and-hold).

4.1.2 Οι σύγχρονες προσεγγίσεις

Μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του '80, μετά τις κλασικές εργασίες των Treynor, Sharpe και Jensen και τη γενική παραδοχή ότι οι διαχειριστές των ΑΚ δεν μπορούν να επιτύχουν αποδόσεις παρόμοιες με αυτές του χαρτοφυλακίου της αγοράς καλύπτοντας ταυτόχρονα και τα έξοδά τους, το ερευνητικό ενδιαφέρον για τα ΑΚ μειώθηκε σημαντικά. Από εκεί και πέρα η αξιολόγηση των διαχειριστών απέκτησε μεγάλο ενδιαφέρον και ένας σημαντικός αριθμός ερευνητών κατέγραψε

αποδοτικότητες μεγαλύτερες από τις αναμενόμενες από το επίπεδο της αγοράς (οι διαχειριστές νικούν την αγορά) , ενώ ένας άλλος πραγματοποίησε μελέτες που οδήγησαν σε αντίθετα συμπεράσματα (οι διαχειριστές δεν νικούν την αγορά).

α) οι διαχειριστές νικούν την αγορά

Ο Henriksson (1984) και οι Chang και Lewellen (1984) διαπίστωσαν ότι οι αποδόσεις των ΑΚ μετά την αφαίρεση των διαχειριστικών εξόδων ήταν παρόμοιες με τις αναμενόμενες και οι διαχειριστές επέτυχαν αποδόσεις ώστε να μπορούν να καλύψουν τα διαχειριστικά τους έξοδα. Επομένως, τα συμπεράσματά τους κατέληξαν ότι η γενική παραδοχή της προηγούμενης βιβλιογραφίας, δηλαδή ότι τα ΑΚ είναι ανίκανα να αποδώσουν καλύτερα από μια παθητική στρατηγική επενδύσεων, δε φαίνεται να ισχύει.

Στη συνέχεια αναφέρουμε τη μελέτη του Ippolito (1989), ο οποίος εξέτασε την αποδοτικότητα των κεφαλαιαγορών όταν η απόκτηση της πληροφορίας είναι κοστοβόρα, σε ένα δείγμα 143 ΑΚ για την εικοσαετία 1965-84 χρησιμοποιώντας παρόμοια μοντέλα και δεδομένα με αυτά των παραδοσιακών εργασιών. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της μελέτης του, τα ΑΚ, μετά την αφαίρεση των διαχειριστικών εξόδων, εμφανίστηκαν να έχουν αποδόσεις καλύτερες από τους δείκτες της αγοράς. Τα αποτελέσματα αυτά ερχόταν σε αντίθεση με τις κλασικές μελέτες που είχαν την τάση να βρίσκουν αρνητικές τιμές του συντελεστή α του Jensen. Επιπλέον, ο Ippolito κατέληξε στο συμπέρασμα ότι τα ΑΚ με μεγαλύτερο όγκο συναλλαγών και μεγαλύτερα διαχειριστικά έξοδα έχουν μεγαλύτερες αποδόσεις ικανές να καλύψουν τα μεγαλύτερα έξοδα, αποτέλεσμα το οποίο είναι σύμφωνο με την άποψη ότι τα ΑΚ αποδίδουν στις δραστηριότητες απόκτησης και διαχείρισης πληροφοριών.

Το ίδιο έτος, οι Grinnblatt και Titman (1989) εξέτασαν στη μελέτη τους εάν οι διαχειριστές ΑΚ έχουν ικανότητες επιλογής μετοχών που δημιουργούν υπέρμετρες αποδόσεις χρησιμοποιώντας τις αποδόσεις ενός μεγάλου δείγματος μετοχικών ΑΚ που λειτουργούσαν ένα διάστημα ή ολόκληρη την περίοδο 1975-84. Χρησιμοποιώντας ένα δείκτη αναφοράς και εφαρμόζοντας ταυτόχρονα το δείκτη

του Jensen, οι μελετητές οδηγήθηκαν στο συμπέρασμα ότι τα αναπτυξιακά ΑΚ και κυρίως τα επιθετικά αναπτυξιακά και τα ΑΚ με το μικρότερο ενεργητικό μπορούν να παρουσιάσουν αποδόσεις ανώτερες των αναμενόμενων. Ενδιαφέρον παρουσίασε το γεγονός ότι αυτά τα ΑΚ εμφάνισαν υψηλότερες δαπάνες έτσι ώστε οι πραγματικές τους αποδόσεις, μετά την αφαίρεση όλων των εξόδων, να μην υπερσχύει τις υπέρμετρες αποδόσεις. Όλα αυτά έδειξαν ότι οι επενδυτές δεν μπορούν να εκμεταλλευτούν το πλεονέκτημα των ανώτερων ικανοτήτων που χαρακτηρίζονται αυτούς τους διαχειριστές χαρτοφυλακίων αγοράζοντας μερίδια από τα ΑΚ που αυτοί διαχειρίζονται.

Χρησιμοποιώντας ως μέτρα αποδοτικότητας το δείκτη του Jensen και το δείκτη των Grinblatt και Titman, οι Cumby και Glen (1990) εξέτασαν την απόδοση ενός δείγματος 15 διεθνώς διαφοροποιημένων ΑΚ των ΗΠΑ για την περίοδο 1982-88. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας, δεν υπήρξαν στοιχεία που να δείχνουν ότι τα ΑΚ, είτε το καθένα ξεχωριστά είτε ως σύνολο, παρέχουν στους επενδυτές απόδοση που ξεπερνά την απόδοση ενός διεθνούς διευρυμένου μετοχικού δείκτη κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Εντούτοις, τα ΑΚ πέτυχαν καλύτερες αποδόσεις από ένα εγχώριο χαρτοφυλάκιο της αγοράς αποτελούμενο από μετοχές των ΗΠΑ, γεγονός που αποδίδεται κυρίως σε οφέλη της διεθνούς διαφοροποίησης των χαρτοφυλακίων παρά στις ικανότητες των διαχειριστών, αλλά υπήρξαν στοιχεία για εμφανή κατάλληλη επιλογή της χρονικής στιγμής (market timing) από τους διαχειριστές.

Ένα χρόνο αργότερα, το 1991, οι Eun, Kolodny και Resnick ερεύνησαν την αποδοτικότητα 19 διεθνών ΑΚ των ΗΠΑ εφαρμόζοντας τους παραδοσιακούς δείκτες Sharpe, Treynor και Jensen για την περίοδο 1977-86. Αφού εξέτασαν την αποτελεσματικότητα των ΑΚ από πλευράς απόδοσης και κινδύνου, χρησιμοποίησαν συγκεκριμένα χαρτοφυλάκια ως δείκτες αναφοράς και συμπερασματικά κατέληξαν ότι οι επενδυτές των ΗΠΑ μπορούν να επωφεληθούν επενδύοντας σε αυτά την εξεταζόμενη περίοδο (Πενταράκη & Ζοπουνίδης, 2003).

Οι Gallo και Swanson (1996) ερευνήσαν και αυτοί την αποδοτικότητα 37 διεθνών ΑΚ των ΗΠΑ για την περίοδο 1985-1993 χρησιμοποιώντας ένα δείκτη της διεθνούς κεφαλαιαγοράς και ένα μοντέλο της θεωρίας εξισορροποιητικής αγοραπωλησίας (IAPT) δύο παραγόντων. Οι μελετητές κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι τα διεθνή ΑΚ έχουν αποδόσεις ανάλογες ή και ανώτερες του χαρτοφυλακίου της διεθνούς αγοράς.

Σε μια πιο πρόσφατη μελέτη, οι Redman et al. (2000) χρησιμοποιούν τους παραδοσιακούς δείκτες Sharpe, Treynor και Jensen για την αξιολόγηση της αποδοτικότητας 5 χαρτοφυλακίων διεθνών ΑΚ για τρεις διαφορετικές περιόδους: 1985-94, 1985-189, 1990-94. Οι συγγραφείς οδηγήθηκαν στο συμπέρασμα ότι με βάση τους δύο πρώτους δείκτες τα χαρτοφυλάκια των διεθνών ΑΚ υπερτερούσαν του χαρτοφυλακίου της αγοράς και του εγχώριου χαρτοφυλακίου ΑΚ των ΗΠΑ κατά την περίοδο 1985-94. Ο δείκτης του Jensen ενώ ήταν θετικός παρουσιαζόταν στατιστικά ασήμαντος. Παρόμοια ήταν τα αποτελέσματα για την περίοδο 1985-89. Αντίθετα, για την περίοδο 1990-94 οι αποδόσεις μειώθηκαν κάτω από τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου της αγοράς και του εγχώριου χαρτοφυλακίου ΑΚ των ΗΠΑ.

β) οι διαχειριστές δεν νικούν την αγορά

Αρχικά, αναφέρουμε την έρευνα των Elton et al. (1993), οι οποίοι εξέτασαν την αποδοτικότητα των ΑΚ για την περίοδο 1965-84. Χρησιμοποιώντας τη μεθοδολογία που ακολούθησε ο Ippolito (1989) βρήκαν ότι οι αποδόσεις των ΑΚ δεν υπερβαίνουν τις αναμενόμενες αποδόσεις και οι διαχειριστές τους δεν έχουν την ικανότητα να επιτύχουν αποδόσεις μεγαλύτερες από ένα χαρτοφυλάκιο παθητικής διαχείρισης. Σε ανάλογη έρευνα με αυτή, οι Elton, Gruber και Blake (1996) χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 188 ΑΚ για την περίοδο 1977-93 εφάρμοσαν τις τεχνικές της σύγχρονης θεωρίας χαρτοφυλακίου και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι τα ΑΚ που εξέτασαν πέτυχαν αρνητικές αποδόσεις κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Οι αρνητικές αποδόσεις οφείλονται σε μεγάλο βαθμό στο γεγονός ότι τα χαρτοφυλάκια αυτά αποτελούνται από κεφάλαια με υψηλό κόστος.

Το 1994, οι Droms και Walker εξέτασαν την αποδοτικότητα 34 διεθνών ΑΚ, εφαρμόζοντας ανάλυση παλινδρόμησης σε διαστρωματικά στοιχεία και σε χρονολογικές σειρές. Αφού υπολόγισαν τους παραδοσιακούς δείκτες Jensen, Sharpe και Treynor κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι γενικά τα διεθνή ΑΚ δεν υπερτερούν της διεθνούς κεφαλαιαγοράς και της χρηματιστηριακής αγοράς των ΗΠΑ. Επιπλέον, ο όγκος συναλλαγών του χαρτοφυλακίου των ΑΚ, τα έξοδα που συνεπάγονται, το μέγεθος του ενεργητικού τους, η προμήθεια πωλήσεων και το μέγεθός τους δε σχετίζονται με την αποδοτικότητά τους (Πενταράκη & Ζοπουνίδης, 2003).

Στη συνέχεια αναφέρουμε την έρευνα των Grinblatt, Titman και Wermers (1995), η οποία εξέτασε τις επενδυτικές τεχνικές της στιγμιαίας επένδυσης σε 155 ΑΚ κατά την περίοδο 1975-84 και κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι απλές τεχνικές της στιγμιαίας επένδυσης με αγορά επιτυχημένων ΑΚ και πώληση αποτυχημένων ΑΚ μπορεί να οδηγήσουν σε σημαντικά καλύτερες αποδόσεις είτε εφαρμόζοντας τα μέτρα αποδοτικότητας των Grinblatt και Titman (1989, 1993) είτε εφαρμόζοντας άλλα παραδοσιακά μέτρα αξιολόγησης.

Ένα χρόνο αργότερα, ο Malkiel (1995) χρησιμοποιώντας ένα μοναδικό σύνολο δεδομένων που περιλάμβανε αποδόσεις από όλα τα ΑΚ που λειτουργούσαν κάθε χρόνο εξέτασε τις δεκαετίες του 1970 και 1980. Τα αποτελέσματα της ερευνητικής του εργασίας έδειξαν ότι οι υπέρμετρες αποδόσεις που επιτυγχάνουν οι διαχειριστές οφείλονται αποκλειστικά στη δεκαετία του 1970. Ένα γενικό συμπέρασμα αφορά στο γεγονός ότι οι διαχειριστές γενικά αποτυγχάνουν να παρέχουν υπέρμετρες αποδόσεις και τείνουν να δημιουργούν μεγαλύτερα φορολογικά έξοδα στους επενδυτές, ενώ όταν αυτές επιτυγχάνονται σχετίζονται με τη χρονολογική περίοδο που εξετάζεται κάθε φορά.

Η μελέτη της Detzler (1999) εξέτασε τον κίνδυνο και τα χαρακτηριστικά της απόδοσης των διεθνών ομολογιακών ΑΚ κατά την περίοδο 1988-95, χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 19 ΑΚ με μηνιαίες αποδόσεις για το διάστημα αυτό. Συνολικά, τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι αποδόσεις των ΑΚ δεν υπερτερούσαν

των αποδόσεων των πέντε δεικτών αναφοράς που χρησιμοποιήθηκαν και επομένως οι ενεργητικές επενδυτικές στρατηγικές δεν ευνοούσαν τους επενδυτές κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου.

4.1.3 Ερευνητικές εργασίες στην Ελλάδα

Το 1980 ο Handjinicolaou εφάρμοσε τους παραδοσιακούς δείκτες των Treynor, Sharpe και Jensen για την αξιολόγηση της αποδοτικότητας των δύο ελληνικών ΑΚ που λειτουργούσαν την περίοδο 1973-76. Η αξιολόγηση οδήγησε στο συμπέρασμα ότι τα δύο εξεταζόμενα ΑΚ παρουσίασαν καλύτερη αποδοτικότητα σε σχέση με το Γενικό Δείκτη. Παρά τα θετικά αποτελέσματα της διεθνούς διαφοροποίησης των δύο ΑΚ, η απόδοσή τους συγκρινόμενη με αυτή των ξένων χρηματιστηρίων ήταν κατώτερη (Μυλωνάς, 1999).

Ο Μυλωνάς το 1995, κατέγραψε λεπτομερώς την αποδοτικότητα αλλά και τον κίνδυνο 36 ελληνικών ΑΚ που λειτουργούσαν στο τέλος του 1993 (αποτελούσαν το 95% του συνολικού ενεργητικού της ελληνικής χρηματαγοράς). Τα αποτελέσματα της ερευνητικής του εργασίας έδειξαν ότι οι αποδόσεις που επιτυγχάνουν τα μετοχικά ΑΚ, τα οποία παρουσιάζουν μικρότερο κίνδυνο, είναι μεγαλύτερες από την απόδοση του Γενικού Δείκτη, ενώ ένα ελάχιστος αριθμός ΑΚ επαναλαμβάνουν την επιτυχία τους και την επόμενη χρονιά. Τέλος αναφέρεται ότι υπάρχουν κάποιες ενδείξεις ότι οι διαχειριστές των ΑΚ του δείγματος χαρακτηρίζονται από την ικανότητα της κατάλληλης επιλογής χρονικής στιγμής για την τοποθέτηση.

Το 2000, ο Φίλιππας αξιολόγησε αποκλειστικά την επίδοση των ελλήνων διαχειριστών 19 ΑΚ κατά την περίοδο 1993-97. Χρησιμοποιώντας μηνιαία στοιχεία και εκτιμώντας τα υποδείγματα των Treynor και Mazuy και Henriksson και Merton κατέληξε ότι τα ΑΚ δεν παρουσιάζουν ικανότητα ορθής τοποθέτησης ανεξάρτητα από το δείκτη αναφοράς που χρησιμοποιείται (Πενταράκη & Ζοπουνίδης, 2003).

Στη συνέχεια, ο Artikis (2001) μελέτησε την αποδοτικότητα 10 ελληνικών ΑΚ μικτού τύπου για την περίοδο 01/01/1995-31/12/1998, κατατάσσοντας τα ΑΚ του δείγματός με βάση την απόδοση, το συνολικό κίνδυνο, το συντελεστή μεταβλητότητας και τους δείκτες Treynor, Sharpe και Jensen. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι τα εξεταζόμενα ΑΚ παρουσίασαν χαμηλότερη απόδοση από το Γενικό Δείκτη. Έως κάποιο βαθμό η ταξινόμηση των ΑΚ διέφερε μεταξύ των τεχνικών που χρησιμοποιήθηκαν, εντούτοις συγκεκριμένα ΑΚ είχαν την ίδια κατάταξη.

Το επόμενο έτος, ο Artikis (2002) μελέτησε την αποδοτικότητα 17 ελληνικών μετοχικών ΑΚ της ελληνικής χρηματαγοράς για την περίοδο 01/01/1995-31/12/1998 χρησιμοποιώντας ημερήσιες, εβδομαδιαίες και μηνιαίες αποδόσεις. Μόνο τέσσερα ΑΚ του δείγματος πραγματοποίησαν απόδοση υψηλότερη από το Γενικό Δείκτη, ενώ και τα δεκαεπτά ΑΚ εμφάνισαν κίνδυνο μικρότερο από τον Γενικό Δείκτη. Σε δύο άλλες μελέτες του, ο Artikis (2003 & 2004) αξιολόγησε την αποδοτικότητα εγχώριων ομολογιακών ΑΚ για την περίοδο 15/03/1999 – 15/09/1999 και 15/03/1999 – 31/12/1999 αντίστοιχα και δημιούργησε ένα νέο ομολογιακό δείκτη, ο οποίος αποδείχτηκε πιο αντιπροσωπευτικός για την εξήγηση της απόδοσης των ΑΚ από τον Γενικό Δείκτη.

Ο Sorros (2001) χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα των Treynor και Mazuy αξιολόγησε την ικανότητα των Ελλήνων διαχειριστών μετοχικών ΑΚ. Τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν ότι οι διαχειριστές δεν παρουσιάζουν ικανότητα κατάλληλης επιλογής χρονικής στιγμής τοποθέτησης και επιλεκτικότητας υποτιμημένων χρεογράφων. Συγκεκριμένα, κανένα από τα εξεταζόμενα 17 ΑΚ του δείγματος δεν εμφανίζει θετικό και στατιστικά σημαντικό συντελεστή για την επιλογή υποτιμημένων χρεογράφων, ενώ μόνο 4 ΑΚ εμφανίζουν θετικό και στατιστικά σημαντικό συντελεστή για την κατάλληλη επιλογή χρονικής τοποθέτησης.

Δύο χρόνια αργότερα, σε επόμενη μελέτη του, ο Sorros (2003) αξιολόγησε την αποδοτικότητα 16 εγχώριων μετοχικών ΑΚ για την περίοδο 01/01/1995 - 31/03/1999 χρησιμοποιώντας ως κριτήρια την απόδοση, την τυπική απόκλιση, το συντελεστή μεταβλητότητας, το συντελεστή β και τους δείκτες Treynor και Sharpe.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της ερευνητικής εργασίας, τέσσερα ΑΚ είχαν απόδοση μικρότερη αυτής του Γενικού Δείκτη, ενώ ολόκληρο το δείγμα είχε συνολικό κίνδυνο και συντελεστές μεταβλητότητας μικρότερους αυτών του Γενικού Δείκτη.

Σε μια πιο πρόσφατη μελέτη, οι Pendaraki, Zorounidis και Doumpos (2005) εξέτασαν τα μετοχικά ΑΚ 1999 – 2001 με μια ανάλυση που πραγματοποιήθηκε σε δύο στάδια και είχε ως στόχο αρχικά την εκτίμηση της επίδοσης των ΑΚ για την επιλογή των αποδοτικότερων βάσει ενός αριθμού κριτηρίων και στη συνέχεια την κατασκευή ενός τελικού χαρτοφυλακίου αποτελούμενου από τα ΑΚ που έχουν ήδη επιλεγεί. Τέλος, αναφέρουμε την εργασία των Νούλα, Παπαναστασίου και Λαζαρίδη (2005), η οποία μελέτησε την αποδοτικότητα των μετοχικών ΑΚ κατά την περίοδο 1997-2000 με βάση την ανάλυση κινδύνου και απόδοσης, ενώ η κατάταξη των ΑΚ έγινε με κριτήριο τους δείκτες Sharpe, Treynor και Jensen. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της ερευνητικής εργασίας, υπήρχε θετική συσχέτιση μεταξύ κινδύνου και απόδοσης για ολόκληρη την περίοδο, ενώ οι συντελεστές β ήταν μικρότεροι της μονάδας..

4.2 Μέτρηση απόδοσης και κινδύνου

Αξιολογώντας την πορεία ενός ΑΚ, θα πρέπει να προσεχθούν ιδιαίτερα δύο παράγοντες: α. η απόδοση και β. ο κίνδυνος. Στην ενότητα αυτή περιλαμβάνεται μια αναλυτική παρουσίαση των εννοιών της απόδοσης και του κινδύνου.

4.2.1 Απόδοση

Το μέγεθος της απόδοσης είναι το πρώτο μέγεθος που εξετάζεται από έναν επενδυτή για τη λήψη της τελικής απόφασης σχετικά με την υιοθέτηση ή μη μιας συγκεκριμένης επενδυτικής πολιτικής. Η απόδοση ενός ΑΚ ορίζεται ως η τιμή εξαγοράς ενός μεριδίου ενός ΑΚ μειούμενη κατά την τιμή διάθεσής του

(συμπεριλαμβανομένου και των μεριδίων που τυχόν διανεμήθηκαν) διαιρούμενη με την τιμή διάθεσης. Συγκεκριμένα, η απόδοση ενός ΑΚ κατά τη χρονική περίοδο t υπολογίζεται βάσει της σχέσης 4.1:

$$R_{jt} = \frac{KT_t - KT_{t-1} + M_t}{KT_{t-1}} \quad (4.1)$$

όπου: R_{jt} = η απόδοση του ΑΚ j στη χρονική περίοδο t ,

KT_t = η καθαρή τιμή κλεισίματος του ΑΚ την τελευταία μέρα συναλλαγής της χρονικής περιόδου t ,

KT_{t-1} = η καθαρή τιμή κλεισίματος του ΑΚ την τελευταία μέρα συναλλαγής της χρονικής περιόδου $t-1$,

M_t = το μέρισμα που καταβάλλεται στη διάρκεια της χρονικής περιόδου t .

Η σχέση 4.1 πολύ συχνά εμφανίζεται χωρίς την προσθήκη μερισμάτων στον αριθμητή, καθώς γίνεται η υπόθεση ότι τα μερίδια επανεπενδύονται.

4.2.2 Κίνδυνος

Εκτός από την έννοια της απόδοσης, για την αξιολόγηση μιας επένδυσης και στην περίπτωση μας ενός ΑΚ, πολύ σημαντική κρίνεται η έννοια του κινδύνου, η διακύμανση δηλαδή που παρουσιάζουν οι αποδόσεις του ΑΚ. Συνοπτικά, θα έλεγε κανείς ότι η διακύμανση των αποδόσεων ενός ΑΚ εξαρτάται κατά κύριο λόγο από το είδος των κινητών αξιών του χαρτοφυλακίου του και το βαθμό διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου. Προκειμένου να προσδιοριστεί ο κίνδυνος υπάρχουν διάφοροι τρόποι υπολογισμού, οι οποίοι είναι οι εξής:

α. η Τυπική Απόκλιση (σ)

Το κριτήριο της τυπικής απόκλισης αποτελεί ένα μέτρο της μεταβλητότητας των αποδόσεων μιας επένδυσης, δηλαδή χρησιμοποιείται για να βρεθεί πόσο μεταβλητή είναι μια επένδυση σε απόλυτους όρους. Για ένα ΑΚ το μέτρο αυτό εκφράζει την απόκλιση των αποδόσεων του γύρω από τη μέση του απόδοσης. Όσο μεγαλύτερη

είναι η τυπική απόκλιση τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος που παρουσιάζει το συγκεκριμένο ΑΚ. Για παράδειγμα, για δύο ΑΚ που έχουν την ίδια μέση απόδοση θα επιλέξουμε αυτό που έχει τη μικρότερη τυπική απόκλιση.

Συγκεκριμένα, η τυπική απόκλιση υπολογίζεται βάσει της σχέσης 4.2:

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum (R_{jt} - \bar{R}_{jt})^2} \quad (4.2)$$

όπου: \bar{R}_{jt} = η μέση απόδοση του ΑΚ κατά την εξεταζόμενη χρονική περίοδο,
N = ο αριθμός των παρατηρήσεων.

Το βασικό πλεονέκτημα που παρουσιάζει η τυπική απόκλιση ως μέτρο μεταβλητότητας είναι η δυνατότητα να διεξάγει άμεσα συγκρίσεις μεταξύ εναλλακτικών επενδύσεων. Εντούτοις, όπως κάθε άλλη τεχνική μέτρησης παρουσιάζει προβλήματα. Συγκεκριμένα, έχει νόημα στην περίπτωση κατά την οποία πραγματοποιούνται συγκρίσεις μεταξύ μέσων τιμών. Επιπλέον, είναι προβληματική όταν δύο επενδύσεις έχουν διαφορετική απόδοση. Στην περίπτωση αυτή, χρησιμοποιείται ο συντελεστής μεταβλητότητας.

β. ο Συντελεστής μεταβλητότητας

Ο συντελεστής μεταβλητότητας είναι το αποτέλεσμα της διαίρεσης μεταξύ της τυπικής απόκλισης και της μέσης απόδοσης και συνεπώς μετρά τον κίνδυνο ανά μονάδα απόδοσης. Συγκεκριμένα, ο συντελεστής μεταβλητότητας υπολογίζεται βάσει της σχέσης 4.3:

$$CV = \frac{\sigma}{\bar{R}_{jt}} \quad (4.3)$$

όπου: \bar{R}_{jt} = η μέση απόδοση του ΑΚ κατά την εξεταζόμενη χρονική περίοδο,
 σ = η τυπική απόκλιση.

Ο συντελεστής μεταβλητότητας μπορεί να πάρει θετικές ή αρνητικές τιμές, μικρότερες ή μεγαλύτερες της μονάδας και χρησιμοποιείται για τη σύγκριση ΑΚ

μεταξύ τους. Όσο μεγαλύτερος είναι ο συντελεστής μεταβλητότητας τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος.

γ. ο Συντελεστής βήτα (β)

Ο συντελεστής βήτα (β) αποτελεί μέτρο κινδύνου για μεμονωμένα χρεόγραφα σε σχέση με τον κίνδυνο της αγοράς και συγκεκριμένα μετρά την ευαισθησία της απόδοσης ενός ΑΚ στις μεταβολές της αγοράς. Ο συντελεστής β για ένα ΑΚ εκφράζει τη διακύμανση της αξίας του σε σχέση με τον Γενικό Δείκτη και μετράει τη σχετική αστάθεια του ΑΚ. Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του συντελεστή β τόσο πιο επικίνδυνη είναι η επένδυση αυτή. Ο συντελεστής β υπολογίζεται από την παρακάτω σχέση (4.4):

$$\beta = \frac{COV_{jm}}{\sigma_m^2} \quad (4.4)$$

όπου: COV_{jm} = η συνδιακύμανση του ΑΚ (j) με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς (m) τη χρονική περίοδο t,

σ_m^2 = η διακύμανση του χαρτοφυλακίου της αγοράς τη χρονική περίοδο t.

Ένα ΑΚ με συντελεστή β μεγαλύτερο από τη μονάδα θεωρείται επιθετικό καθώς αποφέρει μεγαλύτερες αποδόσεις και σημαντικά κέρδη, αλλά υφίσταται μεγαλύτερες απώλειες όταν η αγορά ακολουθεί πτωτική πορεία. Αντίθετα, ένα ΑΚ με συντελεστή β μικρότερο από τη μονάδα θεωρείται αμυντικό, καθώς περιέχει μικρότερο κίνδυνο και οι αποδόσεις του μεταβάλλονται ηπιότερα από ότι η αγορά.

4.2.3 Σχέση απόδοσης και κινδύνου

α. Απόδοση και συνολικός κίνδυνος

Ο συνολικός κίνδυνος δίνεται από την τυπική απόκλιση. Έχοντας βρει τη μέση απόδοση (\bar{R}_{pj}) και την τυπική απόκλιση (σ), η σχέση απόδοσης και κινδύνου είναι δυνατό να βρεθεί μέσω της παλινδρόμησης 4.5:

$$\bar{R}_j = \alpha + \gamma\sigma_j + e_j \quad (4.5)$$

όπου: \bar{R}_j = η μέση απόδοση του ΑΚ j,

σ_j = η τυπική απόκλιση του ΑΚ j,

α, γ = παράμετροι για υπολογισμό,

e_j = το σφάλμα της παλινδρόμησης.

Η παράμετρος γ δίνει τη σχέση μεταξύ \bar{R}_j και σ_j . Εάν το γ είναι θετικό, τότε υπάρχει θετική σχέση μεταξύ κινδύνου και απόδοσης, δηλαδή μεγαλύτερος κίνδυνος συνεπάγεται μεγαλύτερη απόδοση. Εάν το γ είναι αρνητικό, τότε υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ κινδύνου και απόδοσης, δηλαδή όταν αυξάνεται ο κίνδυνος η απόδοση μειώνεται.

β. Απόδοση και συστηματικός κίνδυνος

Ο συστηματικός κίνδυνος υπολογίζεται μέσω του βήτα και είναι δυνατό να βρεθεί μέσω της σχέσης 4.6:

$$\bar{R}_j = \alpha + \beta R_m + e_j \quad (4.6)$$

όπου: \bar{R}_j = η μέση απόδοση του ΑΚ j,

R_m = η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς (Γενικός Δείκτης),

α, β = παράμετροι για υπολογισμό,

e_j = το σφάλμα της παλινδρόμησης.

Η παράμετρος β , όπως αναφερθήκαμε και προηγουμένως, δίνει τη σχέση μεταξύ \bar{R}_j και R_m . Εάν το β είναι μεγαλύτερο της μονάδας (1), τότε οι μεταβολές του ΑΚ είναι μεγαλύτερες από αυτές του Γενικού Δείκτη, ενώ εάν το β είναι μικρότερο της μονάδας (1), οι μεταβολές του ΑΚ είναι μικρότερες από αυτές του Γενικού Δείκτη.

4.2 Δείκτες αξιολόγησης αμοιβαίων κεφαλαίων

Στη βιβλιογραφία έχουν αναπτυχθεί διάφορα μέτρα απόδοσης, ως πιο γνωστά όμως αναφέρονται οι δείκτες αξιολόγησης της αποδοτικότητας των Treynor (1965), Sharpe (1966) και Jensen (1968), οι οποίοι παρουσιάζονται παρακάτω.

4.2.1 Δείκτης του Treynor

Ο δείκτης του Treynor εκφράζει την υπερβάλλουσα απόδοση του ΑΚ η οποία προκύπτει από τη διαφορά μεταξύ της πραγματοποιηθείσας απόδοσης και του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο, δια της μεταβλητότητας των αποδόσεων του ΑΚ, λαμβάνοντας υπόψη το συστηματικό κίνδυνο. Η μέθοδος Treynor υποθέτει ότι τα χαρτοφυλάκια είναι διαφοροποιημένα και ο μόνος κίνδυνος που υπάρχει είναι ο συστηματικός. Η αξιολόγηση γίνεται μέσω του τύπου 4.7:

$$T_j = \frac{R_j - RFR}{\beta_j} \quad (4.7)$$

όπου: R_j = η μέση απόδοση του ΑΚ j ,

RFR = το ακίνδυνο επιτόκιο (έντοκα γραμμάτια του δημοσίου ή άλλη ανάλογη επένδυση,

β_j = ο συστηματικός κίνδυνος του ΑΚ (συντελεστής β).

Ο αριθμητής του κλάσματος είναι η διαφορά μεταξύ της απόδοσης του χαρτοφυλακίου και του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο, ενώ ο παρονομαστής είναι το β , η μέτρηση δηλαδή του συστηματικού κινδύνου. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης, τόσο καλύτερο είναι το χαρτοφυλάκιο σε σχέση με άλλα χαρτοφυλάκια.

4.2.2 Δείκτης του Sharpe

Ο δείκτης του Sharpe, όπως και ο δείκτης του Treynor, εκφράζει την υπερβάλλουσα απόδοση του ΑΚ η οποία προκύπτει από τη διαφορά μεταξύ της πραγματοποιηθείσας απόδοσης και του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο, δια της μεταβλητότητας των αποδόσεων του ΑΚ. Στην περίπτωση, όμως, του δείκτη αυτού, η μεταβλητότητα των αποδόσεων προσεγγίζεται από την τυπική απόκλιση. Η αξιολόγηση μέσω της μεθόδου Sharpe γίνεται χρησιμοποιώντας τον τύπο 4.8 που ακολουθεί:

$$S_j = \frac{R_j - RFR}{\sigma_j} \quad (4.8)$$

όπου: R_j = η μέση απόδοση του ΑΚ j ,

RFR = το ακίνδυνο επιτόκιο (έντοκα γραμμάτια του δημοσίου ή άλλη ανάλογη επένδυση,

σ_j = ο συνολικός κίνδυνος του ΑΚ (τυπική απόκλιση).

Η αξιολόγηση των ΑΚ με τη βοήθεια του δείκτη αυτού δείχνει ότι ΑΚ που παρέχουν μεγαλύτερη απόδοση ανά μονάδα κινδύνου κρίνονται ως καλύτερης διαχείρισης σε σχέση με άλλα, ενώ ΑΚ που παρέχουν τη χαμηλότερη απόδοση ανά μονάδα κινδύνου κρίνονται ως αυτά με τη χειρότερη διαχείριση.

Σύγκριση μεταξύ των μεθόδων Treynor και Sharpe

Οι δύο δείκτες έχουν παρόμοια χαρακτηριστικά με τη διαφορά ότι ο Sharpe αντικατέστησε τη μέτρηση του συστηματικού κινδύνου β με το συνολικό κίνδυνο.

Ειδικότερα:

- Η μέθοδος Treynor υποθέτει ότι το χαρτοφυλάκιο είναι τελείως διαφοροποιημένο.
- Η μέθοδος Sharpe λαμβάνει υπόψη πόσο καλή ήταν η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου κατά τη συγκεκριμένη περίοδο.
- Εάν το χαρτοφυλάκιο είναι τελείως διαφοροποιημένο, τότε οι δύο μέθοδοι θα δώσουν τα ίδια αποτελέσματα.

- Εάν το χαρτοφυλάκιο δεν είναι διαφοροποιημένο, τότε οι δύο μέθοδοι θα δώσουν διαφορετικά αποτελέσματα. Συγκεκριμένα, ο δείκτης Treynor θα είναι υψηλότερος του δείκτη Sharpe. Επομένως, η διαφορά μεταξύ των δύο δεικτών είναι αποτέλεσμα ελλιπούς διαφοροποίησης.

Ως αδυναμία των δεικτών αυτών θα μπορούσε να αναφερθεί το γεγονός ότι χρησιμοποιούνται μέσα μεγέθη, μη παρέχοντας τη δυνατότητα στατιστικού ελέγχου στην περίπτωση σύγκρισης με το Γενικό Δείκτη. Αυτή την αδυναμία αντιμετώπισε ο δείκτης του Jensen.

4.2.3 Δείκτης του Jensen

Η μέθοδος του Jensen, σε αντίθεση με τους δύο προηγούμενους δείκτες, λαμβάνει υπόψη ιστορικές τιμές μακροοικονομικών μεγεθών (επιτόκια, χρηματιστηριακοί δείκτες) και στηριζόμενη στο Υπόδειγμα της Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων γράφεται ως εξής:

$$R_{jt} = RFR_t + \beta_j [R_{mt} - RFR_t] + e_{it} \quad (4.9)$$

όπου: R_{jt} = η μέση απόδοση του ΑΚ j για τη χρονική περίοδο t,

R_{mt} = η μέση απόδοση του Γενικού Δείκτη τη χρονική περίοδο t,

RFR_t = το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο ην περίοδο t,

β_j = το βήτα του ΑΚ j,

e_{it} = το τυχαίο λάθος.

Η σχέση αυτή δηλώνει ότι η απόδοση ενός ΑΚ πρέπει να είναι μια γραμμική σχέση του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο συν κάποιο ασφάλιστρο κινδύνου ($R_{mt} - RFR_t$), το οποίο σχετίζεται με τον συστηματικό κίνδυνο (β) του ΑΚ, συν το τυχαίο λάθος. Μεταφέροντας το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο στην αριστερή πλευρά της σχέσης 4.9, έχουμε την σχέση 4.10:

$$(R_{jt} - RFR_t) = \beta_j (R_{mt} - RFR_t) + e_{it} \quad (4.10)$$

Η σχέση αυτή δείχνει ότι η διαφορά μεταξύ της απόδοσης του ΑΚ και του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο είναι ίση με το βήτα του ΑΚ επί το ασφάλιστρο κινδύνου της αγοράς συν το τυχαίο λάθος. Εάν η παραπάνω σχέση δεν ισχύει και στην πραγματικότητα η απόδοση είναι μεγαλύτερη από αυτή που συνεπάγεται το υπόδειγμα, το τυχαίο λάθος θα είναι συστηματικά θετικό, υποδηλώνοντας απόδοση πάνω της κανονικής. Για να μετρήσουμε αυτή την απόδοση πέρα από την κανονική στο παραπάνω υπόδειγμα περιλαμβάνουμε ένα σταθερό όρο:

$$(R_{jt} - RFR_t) = \alpha_j + \beta_j (R_{mt} - RFR_t) + e_{jt} \quad (4.11)$$

Σύμφωνα με την παλινδρόμηση 4.11, εφόσον το α_j είναι θετικό και στατιστικά σημαντικό, η απόδοση του χαρτοφυλακίου είναι μεγαλύτερη του χαρτοφυλακίου της αγοράς, δηλαδή ο διαχειριστής πέτυχε καλύτερη απόδοση από αυτή που ανέμενε με βάση το συστηματικό κίνδυνο που ανέλαβε. Η διοίκηση, λοιπόν, έχει την ικανότητα να επιλέγει υποτιμημένες μετοχές ή να προβλέπει τις στροφές της αγοράς. Στην περίπτωση που το α_j είναι αρνητικό και στατιστικά σημαντικό, η απόδοση του χαρτοφυλακίου υπολείπεται της απόδοσης της αγοράς και ο διαχειριστής ασκεί αποτυχημένη διοίκηση, ενώ εάν το α_j δεν είναι στατιστικά σημαντικό, η απόδοση του χαρτοφυλακίου είναι ίδια με την απόδοση της αγοράς, δηλαδή ο διαχειριστής πέτυχε την αναμενόμενη απόδοση με βάση το συστηματικό κίνδυνο που ανέλαβε.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

Εμπειρική Μελέτη: Αξιολόγηση Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων

5.1 Εισαγωγικά στοιχεία

Αντικείμενο της παρούσας εμπειρικής μελέτης είναι η αξιολόγηση των μετοχικών ΑΚ εσωτερικού και εξωτερικού για τη χρονική περίοδο από τον Ιανουάριο του 1999 έως τον Αύγουστο του 2008. Ο αριθμός των ΑΚ κατά το διάστημα αυτό δεν παραμένει σταθερός, καθώς νέα ΑΚ εισήλθαν στην αγορά σταδιακά και γι' αυτό αντικείμενο της μελέτης αποτέλεσαν τα 21 μετοχικά ΑΚ εσωτερικού και εξωτερικού που λειτουργούσαν καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου που εξετάζεται. Η μελέτη βασίζεται σε ένα δείγμα που περιλαμβάνει την καθαρή τιμή των ΑΚ (Πηγή: Αρχείο Εφημερίδας Ελευθεροτυπίας, Στατιστικά Στοιχεία Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών) ανά τριάντα μέρες ξεκινώντας από την πρώτη εργάσιμη μέρα του προαναφερόμενου χρονικού διαστήματος (84 παρατηρήσεις των τιμών των ΑΚ). Για την αξιολόγηση της απόδοσης των υπό εξέταση ΑΚ λαμβάνονται υπόψη και οι αντίστοιχες τιμές κλεισίματος του Γενικού Δείκτη και του Δείκτη FTSE 20 του ΧΑΑ (Πηγή: Αρχείο Εφημερίδας Ελευθεροτυπίας), καθώς και οι αποδόσεις (ανά μήνα) σε ετήσια βάση του χαρτοφυλακίου χωρίς κίνδυνο (10ετές Ομόλογο Δημοσίου, Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος) για το ίδιο χρονικό διάστημα. Για τη διεξαγωγή της μελέτης, υπολογίζονται οι μηνιαίες αποδόσεις των παραπάνω μεγεθών.

Για την αξιολόγηση της απόδοσης των ΑΚ χρησιμοποιούνται τα κριτήρια που περιγράφηκαν στο προηγούμενο κεφάλαιο. Συγκεκριμένα τα κριτήρια αυτά είναι η απόδοση των ΑΚ, ο κίνδυνος (τυπική απόκλιση, συντελεστής μεταβλητότητας), η σχέση μεταξύ απόδοσης και κινδύνου, καθώς και οι κλασικοί δείκτες αξιολόγησης Treynor, Sharpe και Jensen.

5.2 Εμπειρική μελέτη

5.2.1 Αμοιβαία κεφάλαια του δείγματος

Τα 21 μετοχικά ΑΚ τα οποία αποτέλεσαν αντικείμενο μελέτης της παρούσας εργασίας παρουσιάζονται στον Πίνακα 5.1 ανά κατηγορία (εσωτερικού – εξωτερικού και ανά εταιρία διαχείρισης).

Πίνακας 5.1 Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια που λειτουργούσαν
καθ' όλη την περίοδο 01/1999 – 08/2008

A/A	Όνομασία Αμοιβαίου Κεφαλαίου	Κατηγορία	ΑΕΔΑΚ
1	INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	Εσωτερικού	EFG ΑΕΔΑΚ
2	ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	Εσωτερικού	ALPHA ASSET MANAGEMENT ΑΕΔΑΚ
3	ALPHA Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	Εσωτερικού	ALPHA ASSET MANAGEMENT ΑΕΔΑΚ
4	ΔΗΛΟΣ Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.	Εσωτερικού	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT ΑΕΔΑΚ
5	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχών Εσωτερικού	Εσωτερικού	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ASSET MANAGEMENT ΑΕΔΑΚ
6	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	Εσωτερικού	ΑΤΕ ΑΕΔΑΚ
7	INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού	Εσωτερικού	EFG ΑΕΔΑΚ
8	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Μετοχικό Εσωτ.	Εσωτερικού	ALPHA TRUST ΑΕΔΑΚ
9	ALPHA TRUST Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.	Εσωτερικού	ALPHA TRUST ΑΕΔΑΚ
10	ALPHA Athens Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού	Εσωτερικού	ALPHA ASSET MANAGEMENT ΑΕΔΑΚ
11	ΔΗΛΟΣ Υποδομής & Κατασκευών Μετοχικό Εσωτ.	Εσωτερικού	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT ΑΕΔΑΚ
12	ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Μετοχικό Εσωτ.	Εσωτερικού	ΚΥΠΡΟΥ ΑΕΔΑΚ
13	INTERNATIONAL Αναπτυξιακό Εσωτ.	Εσωτερικού	INTERNATIONAL ΑΕΔΑΚ
14	ΑΑΑΒ Α.Κ. Ελληνικό Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	Εσωτερικού	ASPIS INTERNATIONAL ΑΕΔΑΚ
15	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	Εσωτερικού	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΕΔΑΚ
16	METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μετοχικό Εσωτερικού	Εσωτερικού	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ASSET MANAGEMENT ΑΕΔΑΚ
17	HSBC TOP 20 Μετοχών Εσωτ.	Εσωτερικού	HSBC (ΕΛΛΑΣ) ΑΕΔΑΚ
18	ΑΑΑΒ Blue Chip Μετοχών Εσωτερικού	Εσωτερικού	ASPIS INTERNATIONAL ΑΕΔΑΚ
19	ΔΗΛΟΣ Ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτ.	Εξωτερικού	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT ΑΕΔΑΚ
20	ΔΗΛΟΣ Διεθνές Μετοχικό Εξωτ.	Εξωτερικού	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT ΑΕΔΑΚ
21	ALPHA US Μετοχικό Εξωτερικού	Εξωτερικού	ALPHA ASSET MANAGEMENT ΑΕΔΑΚ

Παρατηρούμε ότι το μεγαλύτερο μέρος του δείγματος αποτελούν τα μετοχικά ΑΚ εσωτερικού, δεκαοκτώ (18) σε αριθμό, ενώ τα μετοχικά εξωτερικού είναι μόλις τρία (3). Με βάση του Πίνακες II.1 και II.2 του Παραρτήματος II, εξάγουμε το συμπέρασμα ότι το συνολικό μερίδιο αγοράς των μετοχικών ΑΚ εσωτερικού του δείγματος είναι το 61,24%, ενώ των μετοχικών εξωτερικού το 16,72% με βάση την αντίστοιχη αξία ενεργητικού κάθε κατηγορίας κατά την 01/09/2008. Παρατηρούμε, λοιπόν, ότι τα ΑΚ του δείγματος κατέχουν κατά την 01/09/2008 ένα σημαντικό μέρος του ενεργητικού της κάθε κατηγορίας (εσωτερικού/ εξωτερικού), ενώ το ποσοστό συμμετοχής στο συνολικό ενεργητικό των ΑΚ κυμαίνεται στο 55,46%. Η στήλη Α/Α προσδίδει σε κάθε ΑΚ έναν αύξοντα αριθμό ο οποίος χαρακτηρίζει το κάθε ΑΚ στους επόμενους πίνακες της εργασίας.

5.2.2 Απόδοση και κίνδυνος

Για τα παραπάνω ΑΚ, έχοντας τις καθαρές τιμές τους ανά τριάντα μέρες για όλη την εξεταζόμενη χρονική περίοδο, υπολογίσαμε τις μηνιαίες αποδόσεις, με βάση τον τύπο 4.1. Έτσι, οι μηνιαίες αποδόσεις των ΑΚ προέκυψαν εφαρμόζοντας στις καθαρές τιμές τους (συμπεριλαμβάνονται και τα μερίδια που τυχόν διανεμήθηκαν) στον τύπο 5.1:

$$R_{jt} = \frac{KT_t - KT_{t-1}}{KT_{t-1}} \quad (5.1)$$

όπου: R_{jt} = η μηνιαία απόδοση του ΑΚ j στη χρονική περίοδο t,

KT_t = η καθαρή τιμή κλεισίματος του ΑΚ την τελευταία μέρα συναλλαγής της χρονικής περιόδου t,

KT_{t-1} = η καθαρή τιμή κλεισίματος του ΑΚ την τελευταία μέρα συναλλαγής της χρονικής περιόδου t-1.

Η μέση μηνιαία απόδοση κάθε ΑΚ υπολογίστηκε με βάση τον τύπο 5.2:

$$\overline{R_{jt}} = \frac{\sum R_{jt}}{N} \quad (5.2)$$

όπου: R_{jt} = η μηνιαία απόδοση του ΑΚ j στη χρονική περίοδο t,

N = ο αριθμός των μηνιαίων αποδόσεων που υπολογίσαμε.

Οι μηνιαίες αποδόσεις του Γενικού Δείκτη και του δείκτη FTSE 20 υπολογίσθηκαν με τον ίδιο τρόπο που υπολογίσθηκαν και οι μηνιαίες αποδόσεις των ΑΚ.

Στον Πίνακα 5.2 που ακολουθεί παρατίθενται οι μέσες μηνιαίες αποδόσεις των 21 μετοχικών ΑΚ, του Γενικού Δείκτη και του δείκτη FTSE 20 για όλη την εξεταζόμενη περίοδο (01/1999 – 08/2008), καθώς και για τις χρονικές περιόδους από 01/1999 -10/ 2003 και από 11/2003 - 08/2008. Στις στήλες με τα διακριτικά άνω ΓΔ (κάτω ΓΔ) αναφέρεται ο αριθμός των ΑΚ που ξεπέρασε (δεν ξεπέρασε) την απόδοση του Γενικού Δείκτη για κάθε περίοδο. Ομοίως, ο αριθμός των ΑΚ που ξεπέρασαν (δεν ξεπέρασαν) την απόδοση του δείκτη FTSE 20 δίνεται στη στήλη με τα διακριτικά άνω FT (κάτω FT).

Πίνακας 5.2 Μέσες Μηνιαίες Αποδόσεις των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων

	Συνολική Περίοδος (01/1999 – 08/2008)	1^η Περίοδος (01/1999 – 10/2003)	2^η Περίοδος (11/2003 – 08/2008)
ΓΔ	0,0058	-0,0014	0,0128
FTSE 20	0,0039	-0,0074	0,0149
1	0,0068	0,0002	0,0132
2	0,0103	0,0068	0,0138
3	0,0099	0,0055	0,0143
4	0,0071	0,0001	0,0140
5	0,0084	0,0041	0,0126
6	0,0047	0,0004	0,0089
7	0,0063	0,0011	0,0114
8	0,0124	0,0100	0,0148
9	0,0106	0,0045	0,0165
10	0,007	0,0004	0,0148
11	0,0069	0,0046	0,0093
12	0,0046	-0,0008	0,0100
13	0,0010	-0,0052	0,0069
14	0,0036	-0,0042	0,0112
15	0,0084	0,0041	0,0126
16	0,0080	0,0034	0,0126
17	0,0054	-0,0009	0,0114
18	0,0057	-0,0013	0,0124
19	-0,0024	-0,0061	0,0013
20	-0,0010	-0,0041	0,0021
21	-0,0025	0,0001	-0,0051
E.T.	-0,0025	-0,0061	-0,0051
M.O.	0,0058	0,0011	0,0104
M.T.	0,0124	0,0100	0,0165
Ανω του ΓΔ	12	17	7
Κάτω του ΓΔ	9	4	14
Ανω του FT	16	21	0
Κάτω του FT	5	0	21

*Όπου E.T., M.O. και M.T. είναι η ελάχιστη, η μέση και η μέγιστη απόδοση των ΑΚ για κάθε περίοδο

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα που παρουσιάζονται στον Πίνακα 5.2, τόσο τα ΑΚ όσο και οι δείκτες (Γενικός Δείκτης και FTSE 20) παρουσιάζουν πολύ μικρότερες αποδόσεις και σε ορισμένες περιπτώσεις αρνητικές κατά την 1^η Περίοδο (01/1999 – 10/2003) σε σχέση με τη 2^η Περίοδο (11/2003 – 08/2008) της συνολικής εξεταζόμενης χρονικής περιόδου. Οι αρνητικές αποδόσεις οφείλονται κατά κύριο λόγο στην πτώση των τιμών των μετοχών της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς και στην μετατόπιση του ενδιαφέροντος των επενδυτών προς τις άλλες κατηγορίες ΑΚ κυρίως κατά την περίοδο 2000 – 2002, όπως παρουσιάστηκε στον Πίνακα 2.5.

Κατά τη 2^η Περίοδο, παρατηρούμε μια αλλαγή στην εικόνα των αποδόσεων, καθώς τόσο οι χρηματιστηριακοί δείκτες όσο και τα ΑΚ παρουσιάζουν θετικές αποδόσεις, με εξαίρεση ένα ΑΚ, το ALPHA US Μετοχικό Εξωτερικού (21) που παρουσιάζει αρνητική απόδοση. Κατά την 1^η Περίοδο καταγράφεται η μικρότερη απόδοση που σημείωσε το ΔΗΛΟΣ Ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού (19), ενώ η μεγαλύτερη καταγράφεται κατά τη 2^η Περίοδο από το ALPHA TRUST Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού (9).

Συνολικά, κατά την περίοδο 01/1999 – 08/2008 παρατηρούμε ότι τόσο οι χρηματιστηριακοί δείκτες όσο και τα μετοχικά ΑΚ εσωτερικού παρουσιάζουν θετικές αποδόσεις, ενώ μόνο τα τρία (3) μετοχικά ΑΚ εξωτερικού καταγράφουν αρνητικές αποδόσεις. Στην πρώτη θέση από πλευράς αποδόσεων είναι το ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Μετοχικό Εσωτερικού (8) με μέση μηνιαία απόδοση 1,24%, ενώ τη μικρότερη μέση μηνιαία απόδοση (-0,25%) σημείωσε το ALPHA US Μετοχικό Εξωτερικού (21). Την απόδοση του Γενικού Δείκτη (0,58%) ξεπέρασαν 12 ΑΚ, ενώ 16 ΑΚ ξεπέρασαν την απόδοση του δείκτη FTSE 20 (0,39%). Η μέση απόδοση των 21 ΑΚ ήταν 0,58%, ίση με του Γενικού Δείκτη και μεγαλύτερη από του δείκτη FTSE 20, ενώ 12 ΑΚ κινήθηκαν υψηλότερα αυτής.

Στη συνέχεια, γίνεται η εκτίμηση του κινδύνου που εμπεριέχει κάθε ΑΚ, υπολογίζοντας την τυπική απόκλιση με βάση τον τύπο 4.2 και το συντελεστή μεταβλητότητας με βάση τον τύπο 4.3 που δόθηκαν στο προηγούμενο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας. Στον Πίνακα 5.3 παρατίθενται η μέση μηνιαία απόδοση, η τυπική απόκλιση και ο συντελεστής μεταβλητότητας των ΑΚ, του Γενικού Δείκτη και του δείκτη FTSE 20 για όλη την εξεταζόμενη περίοδο.

Πίνακας 5.3 Μέση Απόδοση, Τυπική Απόκλιση και Συντελεστής Μεταβλητότητας των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων

	Μέση μηνιαία απόδοση \bar{R}_{jt}	Τυπική απόκλιση (σ)	Συντελεστής μεταβλητότητας (CV)
ΓΔ	0,0058	0,0944	16,3683
FTSE 20	0,0039	0,0913	23,6782

1	0,0068	0,0884	13,0157
2	0,0103	0,0979	9,4661
3	0,0099	0,0890	8,9617
4	0,0071	0,0935	13,1501
5	0,0084	0,0976	11,6404
6	0,0047	0,0874	18,6006
7	0,0063	0,1047	16,6066
8	0,0124	0,1064	8,5784
9	0,0106	0,1096	10,3281
10	0,0077	0,0929	12,0538
11	0,0069	0,0904	13,0077
12	0,0046	0,0953	20,6195
13	0,0010	0,1019	106,9313
14	0,0036	0,0990	27,7036
15	0,0080	0,0936	11,7039
16	0,0080	0,0976	12,1474
17	0,0054	0,0756	14,1040
18	0,0057	0,0568	10,0421
19	-0,0024	0,0384	-16,2555
20	-0,0010	0,0441	-45,6739
21	-0,0025	0,0574	-22,6288

Όσον αφορά τον κίνδυνο όπως αυτός αποδίδεται από την τυπική απόκλιση των αποδόσεων του κάθε ΑΚ, σύμφωνα με τον Πίνακα 5.3 το μεγαλύτερο μέρος των ΑΚ σημείωσαν κίνδυνο μεγαλύτερο ή και σε παρόμοια επίπεδα με τον κίνδυνο του Γενικού Δείκτη και τον δείκτη FTSE 20. Το γεγονός αυτό επιβεβαιώνει την υψηλή επικινδυνότητα της συγκεκριμένης κατηγορίας ΑΚ. Συγκεκριμένα, 12 ΑΚ εμφάνισαν μεγαλύτερη τυπική απόκλιση από τον Γενικό Δείκτη, αλλά ταυτόχρονα εννέα (9) από αυτά παρουσίασαν και μεγαλύτερες αποδόσεις από αυτόν, ενώ τα υπόλοιπα τρία (3) είχαν πολύ μικρότερες αποδόσεις συγκριτικά με τον Γενικό Δείκτη. Από τα 13 ΑΚ που εμφάνισαν μεγαλύτερη τυπική απόκλιση από το δείκτη FTSE 20, μόνο τα δύο (2) παρουσίασαν μικρότερη απόδοση από αυτόν. Ενδιαφέρον παρουσιάζει το γεγονός ότι πέντε (5) ΑΚ που είχαν απόδοση μεγαλύτερη ή παρόμοια με τον Γενικό Δείκτη εμφάνισαν μικρότερη τυπική απόκλιση από αυτόν.

Ιδιαίτερα σημαντική για την εξαγωγή περαιτέρω συμπερασμάτων είναι η εξέταση των συντελεστών μεταβλητότητας των ΑΚ. Έτσι, παρατηρούμε ότι το ΑΚ ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Μετοχικό Εσωτερικού (8) που είναι και το

πρώτο από πλευράς αποδόσεων εμφανίζει μικρότερο κίνδυνο ανά μονάδα απόδοσης τόσο από το Γενικό Δείκτη όσο και από το δείκτη FTSE 20. Από τα 21 ΑΚ, 16 παρουσιάζουν μικρότερο συντελεστή μεταβλητότητας από τον Γενικό Δείκτη και από αυτά 11 καταγράφουν μεγαλύτερες αποδόσεις από το Γενικό Δείκτη, ενώ 19 παρουσιάζουν μικρότερο συντελεστή μεταβλητότητας από το δείκτη FTSE 20 αλλά ταυτόχρονα τα 16 από αυτά καταγράφουν μεγαλύτερη απόδοση από αυτόν. Επιπλέον, πρέπει να σημειώσουμε ότι τέσσερα (4) ΑΚ που εμφανίζουν απόδοση μικρότερη από την απόδοση του Γενικού Δείκτη, έχουν μεγαλύτερο συντελεστή μεταβλητότητας. Ειδικότερα, το ΑΚ INTERNATIONAL Αναπτυξιακό Εσωτερικού (13) εμφανίζει το μεγαλύτερο κίνδυνο ανά μονάδα απόδοσης (106,9313) με μέση μηνιαία απόδοση μόλις 0,1%. Τέλος, να σημειώσουμε ότι τρία (3) ΑΚ και συγκεκριμένα τα μετοχικά εξωτερικού παρουσιάζουν αρνητικό κίνδυνο ανά μονάδα απόδοσης, καθώς κατέγραψαν αρνητικές αποδόσεις κατά την εξεταζόμενη χρονική περίοδο.

5.2.3 Σχέση απόδοσης και κινδύνου

α. Απόδοση και συνολικός κίνδυνος

Όπως αναφέρθηκε στο Κεφάλαιο 4, η σχέση απόδοσης και κινδύνου είναι δυνατό να βρεθεί μέσω της παλινδρόμησης 4.5:

$$\bar{R}_j = \alpha + \gamma\sigma_j + e_j \quad (4.5)$$

όπου: \bar{R}_j = η μέση απόδοση του ΑΚ j,

σ_j = η τυπική απόκλιση του ΑΚ j,

α, γ = παράμετροι για υπολογισμό,

e_j = το σφάλμα της παλινδρόμησης.

Εκτιμούμε, λοιπόν, το παραπάνω υπόδειγμα με τη χρήση του προγράμματος EViews για όλη την περίοδο από 01/1999 έως 08/2008. Τα αποτελέσματα που προέκυψαν φαίνονται στον Πίνακα 5.4.

Πίνακας 5.4 Σχέση απόδοσης και κινδύνου ($\bar{R}_j = \alpha + \gamma\sigma_j + e_j$)

	Συνολική Περίοδος 01/1999 – 08/2008
A	-0,007121
(Std Error)	(0,002820)
Prob.	[0,0206]
Γ	0,149133
(Std Error)	(0,031762)
Prob.	[0,0002]
R²	0,537110

Η παράμετρος γ δίνει τη σχέση μεταξύ \bar{R}_j και σ_j . Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι το γ είναι θετικό και επομένως εξάγουμε το συμπέρασμα ότι υπάρχει θετική σχέση μεταξύ κινδύνου και απόδοσης, η οποία είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 1%. Με άλλα λόγια, ο μεγαλύτερος κίνδυνος συνοδεύεται και από μεγαλύτερη απόδοση.

β. Απόδοση και συστηματικός κίνδυνος

Ο συντελεστής β μετρά τον κίνδυνο ενός ΑΚ σε σχέση με τον κίνδυνο της αγοράς. Η ανάλυση της σχέσης που εμφανίζουν οι μηνιαίες αποδόσεις ενός ΑΚ με τις μηνιαίες αποδόσεις του Γενικού Δείκτη είναι δυνατό να πραγματοποιηθεί μέσω της ακόλουθης παλινδρόμησης:

$$\bar{R}_j = \alpha + \beta R_m + e_j$$

όπου: \bar{R}_j = η μέση απόδοση του ΑΚ j,

R_m = η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς (Γενικός Δείκτης),

α, β = παράμετροι για υπολογισμό,

e_j = το σφάλμα της παλινδρόμησης.

Ο Πίνακας 5.5 δίνει τα αποτελέσματα της παραπάνω παλινδρόμησης για το σύνολο του δείγματος για ολόκληρη την εξεταζόμενη περίοδο, όπως προέκυψαν μετά την εκτίμηση της παλινδρόμησης με τη χρήση του προγράμματος EViews. Στα αποτελέσματα του πίνακα, εκτός από τις παραμέτρους α και β , περιλαμβάνεται ο έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας (στις αγκύλες δίνεται το αντίστοιχο Prob. Κάθε συντελεστή) και ο συντελεστής R^2 .

Πίνακας 5.5 Απόδοση και Βήτα περιόδου 01/1999 – 08/2008 ($\bar{R}_j = \alpha + \beta R_m + e_j$)

ΑΚ	α	β	R^2
1	0,001512 [0,4679]	0,914679 [0,0000]	0,955589
2	0,004627 [0,1541]	0,990347 [0,0000]	0,912863
3	0,004585 [0,0123]	0,927264 [0,0000]	0,967333
4	0,001529	0,966926	0,954561

	[0,4926]	[0,0000]	
5	0,002641 [0,3667]	0,996234 [0,0000]	0,928375
6	-0,000484 [0,8366]	0,898292 [0,0000]	0,942152
7	0,000368 [0,9326]	1,029338 [0,0000]	0,861420
8	0,006548 [0,2075]	1,013941 [0,0000]	0,810557
9	0,004447 [0,3533]	1,068239 [0,0000]	0,847530
10	0,002050 [0,0158]	0,980636 [0,0000]	0,993531
11	0,001721 [0,5968]	0,906035 [0,0000]	0,896285
12	-0,000857 [0,8117]	0,949342 [0,0000]	0,885660
13	-0,004695 [0,3271]	0,978895 [0,0000]	0,823627
14	-0,002116 [0,5734]	0,986378 [0,0000]	0,884697
15	0,002403 [0,2708]	0,968931 [0,0000]	0,956691
16	0,002301 [0,4427]	0,993797 [0,0000]	0,924644
17	0,000858 [0,6488]	0,780779 [0,0000]	0,950273
18	0,003145 [0,4732]	0,434766 [0,0000]	0,523117
19	-0,003452 [0,3636]	0,189314 [0,0000]	0,217186
20	-0,002263 [0,6008]	0,224782 [0,0000]	0,231236
21	-0,004147 [0,4666]	0,279420 [0,0000]	0,211593

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του παραπάνω πίνακα, για όλα τα ΑΚ της συγκεκριμένης περιόδου η τιμή του βήτα είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1%, ενώ είναι μικρότερη της μονάδας για τα 18 από τα 21 ΑΚ, που σημαίνει ότι έχουν μικρότερο κίνδυνο από το Γενικό Δείκτη. Από αυτά τα 18 ΑΚ, τα 13 παρουσιάζουν ένα βήτα το οποίο είναι υψηλότερο από 0,898. Υπάρχουν όμως και τρία (3) ΑΚ που παρουσιάζουν βήτα μεγαλύτερα της μονάδας και αυτά είναι τα εξής: το INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχικό Εσωτερικού (7), το ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Μετοχικό Εσωτερικού (8) και το ALPHA TRUST Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού (9). Εφόσον το β είναι

μεγαλύτερο της μονάδας, αυτό σημαίνει ότι οι μεταβολές αυτών των ΑΚ είναι μεγαλύτερες από αυτές του Γενικού Δείκτη. Το μεγαλύτερο βήτα εμφανίζει το ΑΚ (9) ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Μετοχικό Εσωτερικού (1,068239), ενώ το χαμηλότερο βήτα εμφανίζει το ΑΚ (19) ΔΗΛΟΣ Ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού (0,189314).

Όσον αφορά το συντελεστή α , η τιμή του α είναι στατιστικά μη σημαντική σχεδόν για το σύνολο των ΑΚ (εκτός από ένα ΑΚ). Τέλος, ο συντελεστής R^2 είναι γενικά υψηλός για τα περισσότερα ΑΚ του δείγματος (μεγαλύτερος του 81% για τα 17 ΑΚ), γεγονός που δείχνει καλή προσαρμογή του υποδείγματος στα στοιχεία.

Ο Πίνακας 5.6 που παρατίθεται παρακάτω παρουσιάζει την κατάταξη των ΑΚ βάσει κριτηρίων κινδύνου για ολόκληρη την εξεταζόμενη περίοδο. Σε κάθε στήλη του παρουσιάζονται οι τιμές των κριτηρίων και οι παράπλευροι αριθμοί στις αγκύλες αναγράφουν τη σειρά κατάταξης των ΑΚ με βάση το αντίστοιχο κριτήριο. Η κατάταξη βάσει κριτηρίου επικινδυνότητας παρατίθεται κατά αύξουσα σειρά (από το ΑΚ με το μικρότερο κίνδυνο προς το ΑΚ με το μεγαλύτερο κίνδυνο).

Πίνακας 5.6 Κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει κριτηρίων κινδύνου περιόδου 01/1999 – 08/2008

ΑΚ	Συστηματικός κίνδυνος (β)	Τυπική απόκλιση (σ)	Συντελεστής μεταβλητότητας (CV)
19	0,1893 [1]	0,0384 [1]	-16,2555 [3]
20	0,2248 [2]	0,0441 [2]	-45,6739 [1]
21	0,2794 [3]	0,0574 [4]	-22,6288 [2]
18	0,4348 [4]	0,0568 [3]	10,0421 [7]
17	0,7808 [5]	0,0756 [6]	14,104 [16]
6	0,8983 [6]	0,0874 [5]	18,6006 [18]
11	0,9060 [7]	0,0904 [9]	13,0077 [13]
1	0,9147 [8]	0,0884 [7]	13,0157 [14]

3	0,9273 [9]	0,0890 [8]	8,9617 [5]
12	0,9493 [10]	0,0953 [13]	20,6195 [19]
4	0,9669 [11]	0,0935 [11]	13,1501 [15]
15	0,9689 [12]	0,0936 [12]	11,7039 [10]
13	0,9789 [13]	0,1019 [18]	106,9313[21]
10	0,9806 [14]	0,0929 [10]	12,0538 [11]
14	0,9864 [15]	0,0990 [17]	27,7036 [20]
2	0,9903 [16]	0,0979 [16]	9,4661 [6]
16	0,9938 [17]	0,0976 [14]	12,1474[12]
5	0,9962 [18]	0,0976 [15]	11,6404 [9]
8	1,0139 [19]	0,1064 [20]	8,5784 [4]
7	1,0293 [20]	0,1047 [19]	16,6066 [17]
9	1,0682 [21]	0,1096 [21]	10,3281 [8]

Σύμφωνα με την κατάταξη του πίνακα, το μεγαλύτερο βήτα εμφανίζει το ΑΚ (9) ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Μετοχικό Εσωτερικού, το οποίο εμφανίζει και τη μεγαλύτερη τυπική απόκλιση και κατατάσσεται 8^ο με βάση το συντελεστή μεταβλητότητας, ενώ το χαμηλότερο βήτα εμφανίζει το ΑΚ (19) ΔΗΛΟΣ Ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού το οποίο εμφανίζει και τη μικρότερη τυπική απόκλιση και συντελεστή μεταβλητότητας αρνητικό (σειρά κατάταξης 3).

5.2.3 Δείκτες αξιολόγησης

Για την αξιολόγηση της αποδοτικότητας που έχουν επιτύχει τα ΑΚ του δείγματος κατά την εξεταζόμενη περίοδο χρησιμοποιούνται οι δείκτες των Treynor, Sharpe και Jensen. Οι δείκτες Treynor και Sharpe υπολογίζονται βάσει των σχέσεων (4.7) και (4.8) αντίστοιχα που περιγράφηκαν αναλυτικά στην παράγραφο 4.2 της παρούσας εργασίας. Για την εμπειρική ανάλυση οι μετρήσεις στις εξισώσεις αυτές πραγματοποιήθηκαν ως εξής: το R_j μετρά τη μέση μηνιαία απόδοση του κάθε ΑΚ στο διάστημα της εξεταζόμενης περιόδου, το RFR είναι η αντίστοιχη μέση μηνιαία απόδοση του 10ετούς Ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου, το β_j αποτελεί τον συντελεστή βήτα και το σ_j την τυπική απόκλιση, μεγέθη που έχουμε ήδη αναλύσει και υπολογίσει.

Ο δείκτης του Jensen υπολογίζεται βάσει της εξίσωσης (4.11) και αποτελεί μια εναλλακτική προσέγγιση αξιολόγησης της επίδοσης των ΑΚ όπως περιγράψαμε αναλυτικά στην παράγραφο 4.2. Ο Πίνακας 5.7 παρουσιάζει τα αποτελέσματα που προκύπτουν μετά τον υπολογισμό των παραπάνω δεικτών. Σε ότι αφορά τον δείκτη Jensen, γίνεται έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας του συντελεστή α (στις αγκύλες δίνεται το αντίστοιχο Prob. του συντελεστή).

Πίνακας 5.7 Δείκτες Treynor, Sharpe και Jensen περιόδου 01/1999 – 08/2008

ΑΚ	Δείκτης του Treynor	Δείκτης του Sharpe	Δείκτης του Jensen (α)
Γενικός Δείκτης	0,0017	0,0185	0,0000
1	0,0030	0,0313	0,001169 [0,5738]
2	0,0064	0,0646	0,004588 [0,1569]
3	0,0064	0,0664	0,004293* [0,00187]
4	0,0032	0,0330	0,001396 [0,5302]
5	0,0044	0,0447	0,002625 [0,3687]
6	0,0008	0,0078	-0,000893 [0,7032]
7	0,0022	0,0218	0,000486 [0,9110]
8	0,0083	0,0788	0,006605 [0,2029]
9	0,0062	0,0601	0,004721 [0,3237]
10	0,0038	0,0397	0,001972* [0,0199]
11	0,0032	0,0324	0,001343 [0,6791]
12	0,0006	0,0063	-0,001061 [0,7677]
13	-0,0031	-0,0301	-0,004780 [0,3177]
14	-0,0005	-0,0045	-0,002171 [0,5629]
15	0,0041	0,0425	0,002278 [0,2955]
16	0,0040	0,0411	0,002276 [0,4468]

17	0,0017	0,0177	-0,000023 [0,9901]
18	0,0038	0,0288	0,00872 [0,8419]
19	-0,0337	-0,1663	-0,006712* [0,0789]
20	-0,0222	-0,1130	-0,005381 [0,2146]
21	-0,0235	-0,1143	-0,007045 [0,2169]

*ο συντελεστής α είναι στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο 1, 5 ή 10%

Να υπενθυμίσουμε στο σημείο αυτό ότι όσο μεγαλύτεροι είναι οι παραπάνω δείκτες για ένα ΑΚ, τόσο καλύτερη είναι η διαχείριση του σε σχέση με τα άλλα ΑΚ που έχουν μικρότερους δείκτες. Με μια προσεκτική παρατήρηση του Πίνακα 5.7, βλέπουμε ότι μόνο πέντε (5) ΑΚ εμφανίζουν αρνητικούς δείκτες Treynor και Sharpe για την εξεταζόμενη χρονική περίοδο, γεγονός που φανερώνει καλή διαχείριση και αποδοτικότητα. Οι αρνητικές τιμές οφείλονται στο γεγονός ότι τα συγκεκριμένα ΑΚ παρουσιάζουν απόδοση αρνητική ή μικρότερη της απόδοσης του 10ετούς Ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου. Να αναφέρουμε, επίσης, ότι 13 ΑΚ εμφανίζουν μεγαλύτερους δείκτες Sharpe και Treynor από αυτούς του Γενικού Δείκτη, γεγονός που ερμηνεύεται ως καλύτερη αποδοτικότητα των συγκεκριμένων ΑΚ από την απόδοση του Γενικού Δείκτη.

Όσον αφορά τον συντελεστή α του Jensen, έχει πραγματική αξία σε δύο μόνο περιπτώσεις, για τα ΑΚ ALPHA Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού (3) και ALPHA Athens Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού (10), όπου ο συντελεστής είναι στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο σημαντικότητας 5% και θετικός, γεγονός που σημαίνει ότι ο διαχειριστής πέτυχε καλύτερη απόδοση από αυτή που ανέμενε βάσει του συστηματικού κινδύνου που ανέλαβε. Στην περίπτωση του ΑΚ ΔΗΛΟΣ Ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού (19), ο συντελεστής α είναι στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο σημαντικότητας 10% και αρνητικός, γεγονός που ερμηνεύεται ως αποτυχημένη διαχείριση του συγκεκριμένου ΑΚ. Για τα υπόλοιπα 18 ΑΚ, η παράμετρος α είναι στατιστικά ασήμαντη και επομένως ίση με το μηδέν και επομένως οι διαχειριστές επιτυγχάνουν την αναμενόμενη απόδοση με βάση το συστηματικό κίνδυνο που έχουν αναλάβει.

Ο Πίνακας 5.8 που παρατίθεται παρακάτω παρουσιάζει την κατάταξη των ΑΚ βάσει κριτηρίων αποδοτικότητας (μέση μηνιαία απόδοση, δείκτες Treynor, Sharpe

και Jensen) για ολόκληρη την εξεταζόμενη περίοδο. Σε κάθε στήλη του παρουσιάζονται οι τιμές των κριτηρίων και οι παράπλευροι αριθμοί στις αγκύλες αναγράφουν τη σειρά κατάταξης των ΑΚ με βάση το αντίστοιχο κριτήριο. Η κατάταξη βάσει κριτηρίου αποδοτικότητας παρατίθεται κατά φθίνουσα σειρά (από το καλύτερο ΑΚ προς το ΑΚ με τη χειρότερη αποδοτικότητα). Σε ότι αφορά το δείκτη Jensen, όσο ΑΚ δεν έχουν αριθμηση δεν παίρνουν μέρος στην κατάταξη διότι παρουσιάζουν συντελεστή α στατιστικά ασήμαντο ακόμη και σε επίπεδο 10%.

Πίνακας 5.8 Κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει κριτηρίων αποδοτικότητας περιόδου 01/1999 – 08/2008

ΑΚ	Μέση μηνιαία απόδοση	Δείκτης του Sharpe	Δείκτης του Treynor	Δείκτης του Jensen (α)
8	0,0124 [1]	0,0788 [1]	0,0083 [1]	0,006605 [-]
9	0,0106 [2]	0,0601 [4]	0,0062 [4]	0,004721 [-]
2	0,0103 [3]	0,0646 [3]	0,0064 [2]	0,004588 [-]
3	0,0099 [4]	0,0664 [2]	0,0064 [3]	0,004293 [1]
5	0,0084 [5]	0,0447 [5]	0,0044 [5]	0,002625 [-]
16	0,0080 [6]	0,0411 [7]	0,0040 [7]	0,002276 [-]
15	0,0080 [7]	0,0425 [6]	0,0041 [6]	0,002278 [-]
10	0,0077 [8]	0,0397 [8]	0,0038 [8]	0,001972 [2]
4	0,0071 [9]	0,0330 [9]	0,0032 [11]	0,001396 [-]
11	0,0069 [10]	0,0324 [10]	0,0032 [10]	0,001343 [-]
1	0,0068 [11]	0,0313 [11]	0,0030 [12]	0,001169 [-]
7	0,0063 [12]	0,0218 [13]	0,0022 [13]	0,000486 [-]
18	0,0057 [13]	0,0288 [12]	0,0038 [9]	0,000872 [-]
17	0,0054 [14]	0,0177 [14]	0,0017 [14]	-0,000023 [-]
6	0,0047 [15]	0,0078 [15]	0,0008 [15]	-0,000893 [-]
12	0,0046 [16]	0,0063 [16]	0,0006 [16]	-0,001061 [-]
14	0,0036 [17]	-0,0045 [17]	-0,0005 [17]	-0,002171 [-]

13	0,0010 [18]	-0,0301 [18]	-0,0031 [18]	-0,004780 [-]
20	-0,0010[19]	-0,1130 [19]	-0,0222 [19]	-0,005381 [-]
19	-0,0024 [20]	-0,1663 [21]	-0,0337 [21]	-0,006712 [3]
21	-0,0025 [21]	-0,1143 [20]	-0,0235 [20]	-0,007045 [-]

Σύμφωνα με την κατάταξη του παραπάνω πίνακα, τόσο η μέση μηνιαία απόδοση, όσο και οι δείκτες Sharpe και Treynor προσφέρουν παρόμοια κατάταξη από πλευράς αποδοτικότητας. Συγκεκριμένα οι δείκτες Sharpe και Treynor, αλλά και η κατάταξη βάσει μέσης μηνιαίας απόδοσης τοποθετούν στην 1^η θέση το ΑΚ ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Μετοχικό Εσωτερικού (8). Στη 2^η θέση η κατάταξη διαφοροποιείται μεταξύ των κριτηρίων, με τη μέση μηνιαία απόδοση να κατατάσσει το ALPHA TRUST Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ. (9), ενώ ο δείκτης Sharpe το ALPHA Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού (3) και ο δείκτης Treynor το ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού (2), το οποίο τοποθετείται στην 3^η θέση βάσει μέσης μηνιαίας απόδοσης και δείκτη Sharpe, ενώ ο Treynor τοποθετεί στην 3^η θέση το ALPHA Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού (3). Στην 4^η θέση τοποθετείται βάσει των δύο δεικτών το ALPHA TRUST Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ. (9), ενώ η μέση μηνιαία απόδοση τοποθετεί το ALPHA Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού (3). Τέλος, στην 5^η θέση όλα τα κριτήρια δίνουν την ίδια κατάταξη και τοποθετούν το ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχών Εσωτερικού (5).

Στις τρεις τελευταίες θέσεις κατάταξης (τα ΑΚ με τη χειρότερη αποδοτικότητα) τοποθετούνται βάσει των δεικτών Sharpe και Treynor τα μετοχικά ΑΚ εξωτερικού με την εξής σειρά: το ΔΗΛΟΣ Ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού, το ALPHA US Μετοχικό Εξωτερικού και το ΔΗΛΟΣ Διεθνές Μετοχικό Εξωτερικού. Η μέση μηνιαία απόδοση κατατάσσει επίσης τα ίδια ΑΚ στις τρεις τελευταίες θέσεις με διαφορετική όμως σειρά (ΔΗΛΟΣ Ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού, ΔΗΛΟΣ Διεθνές Μετοχικό Εξωτερικού και ALPHA US Μετοχικό Εξωτερικού).

Για τα υπόλοιπα ΑΚ οι δύο δείκτες, καθώς και η μέση μηνιαία απόδοση (έχουμε μεγάλη συμφωνία μεταξύ μέσης μηνιαίας απόδοσης και δείκτη Sharpe) δίνουν για το μεγαλύτερο μέρος τους ίδια σειρά κατάταξης, οδηγώντας μας στο συμπέρασμα ότι υπάρχει αρκετά μεγάλη διαφοροποίηση στα ΑΚ του δείγματος που εξετάσαμε.

Όσον αφορά τον συντελεστή α του Jensen, ο συντελεστής είναι στατιστικά σημαντικός όπως αναφέραμε για 3 ΑΚ. Στην 1^η θέση κατατάσσεται το ALPHA Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού (3), στη 2^η το ALPHA Athens Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού (10) και στην 3^η το ΔΗΛΟΣ Ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού (19).

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Οι επενδύσεις σε ΑΚ παρέχουν ένα σύνολο πλεονεκτημάτων στον επενδυτή μεταξύ των οποίων συγκαταλέγεται η επαγγελματική διαχείριση του χαρτοφυλακίου, η ελαχιστοποίηση του κινδύνου, η άμεση ρευστοποίηση και η μεγάλη διαπραγματευτική δύναμη. Τα τελευταία χρόνια έχουν αναπτυχθεί διάφορες κατηγορίες ΑΚ ανάλογα με το είδος των κινητών αξιών στα οποία επενδύουν ικανοποιώντας τους επενδυτικούς στόχους διαφόρων επενδυτών.

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η αξιολόγηση της επίδοσης των μετοχικών ΑΚ, που επενδύουν τουλάχιστον 65% του χαρτοφυλακίου τους σε μετοχές, που λειτουργούσαν στην ελληνική χρηματαγορά καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου 01/01/1999 – 31/08/2008. Σε ότι αφορά την εξέλιξη των ΑΚ κατά την περίοδο αυτή, η ελληνική αγορά ΑΚ μετά από μια έντονα ανοδική πορεία από το 1990 έως το 1999, τα επόμενα χρόνια μέχρι και το 2003 παρουσίασε κάμψη και από εκεί και πέρα παρατηρήθηκαν αρκετές αυξομειώσεις μέχρι και σήμερα. Για την αξιολόγηση των 21 μετοχικών ΑΚ του δείγματος χρησιμοποιήθηκαν οι τρεις κλασσικοί δείκτες αξιολόγησης Sharpe, Treynor και Jensen.

Τα αποτελέσματα της εμπειρικής μελέτης δείχνουν ότι κατά την εξεταζόμενη περίοδο υπάρχει θετική σχέση μεταξύ κινδύνου και απόδοσης, δηλαδή ο μεγαλύτερος κίνδυνος συνοδεύεται και από μεγαλύτερη απόδοση. Ειδικότερα, από τα αποτελέσματα προκύπτει ότι τόσο τα ΑΚ του δείγματος όσο και οι δείκτες αγοράς (Γενικός Δείκτης και FTSE 20) παρουσιάζουν πολύ μικρότερες αποδόσεις και σε ορισμένες περιπτώσεις αρνητικές κατά την περίοδο 01/1999 – 10/2003 σε σχέση με τη περίοδο 11/2003 – 08/2008, όπου παρατηρούμε μια αλλαγή στην εικόνα των αποδόσεων, καθώς τόσο οι χρηματιστηριακοί δείκτες όσο και τα ΑΚ παρουσιάζουν θετικές αποδόσεις.

Όσον αφορά τον κίνδυνο όπως αυτός αποδίδεται από την τυπική απόκλιση των αποδόσεων του κάθε ΑΚ, το μεγαλύτερο μέρος των ΑΚ σημείωσαν κίνδυνο μεγαλύτερο ή και σε παρόμοια επίπεδα με τον κίνδυνο του Γενικού Δείκτη. Από την εξέταση των συντελεστών μεταβλητότητας των ΑΚ προέκυψε ότι από τα 21 ΑΚ του δείγματος τα 16 παρουσιάζουν μικρότερο συντελεστή μεταβλητότητας από τον Γενικό Δείκτη και από αυτά 11 καταγράφουν μεγαλύτερες αποδόσεις από το Γενικό Δείκτη. Παρόμοια είναι τα αποτελέσματα της σύγκρισης με το δείκτη FTSE 20.

Για όλα τα ΑΚ της συγκεκριμένης περιόδου η τιμή του βήτα είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1%, ενώ είναι μικρότερη της μονάδας για τα 18 από τα 21 ΑΚ, που σημαίνει ότι έχουν μικρότερο κίνδυνο από το Γενικό Δείκτη, ενώ υπάρχουν και τρία (3) ΑΚ που παρουσιάζουν βήτα μεγαλύτερα της μονάδας.

Κατατάσσοντας τα ΑΚ με βάση τη μέση μηνιαία απόδοση, αλλά και τους δείκτες αποδοτικότητας Sharpe και Treynor, λαμβάνουμε παρόμοια κατάταξη, ενώ όσον αφορά τον συντελεστή α του Jensen, ο συντελεστής είναι στατιστικά σημαντικός για τρία (3) μόνο ΑΚ.

Στη βιβλιογραφία έχει πραγματοποιηθεί ένας μεγάλος αριθμός μελετών για την αξιολόγηση των ΑΚ, όπως παρουσιάστηκαν σε προηγούμενο κεφάλαιο της

εργασίας. Περαιτέρω έρευνα για την αξιολόγηση των ΑΚ είναι δυνατό να πραγματοποιηθεί λαμβάνοντας υπόψη περισσότερα κριτήρια για την ανάπτυξη μιας πιο ολοκληρωμένης κατάταξης των ΑΚ. Η πρακτική εφαρμογή μιας τέτοιας ερευνητικής εργασίας θα δώσει τη δυνατότητα στους επενδυτές/ διαχειριστές να αξιολογούν ένα ΑΚ αντικειμενικότερα προτού προβούν στην τελική επιλογή του χαρτοφυλακίου τους.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Alico AIG ΑΕΔΑΚ, *Αμοιβαία κεφάλαια*, Ανάκτηση 02/10/2008 από World Wide Web: <http://www.alicomfunds.gr/ae/mf.asp?F=11&Lang=Gr>.

Αλεξανδρίδης, Μ. (2005). *Διαχείριση Επενδύσεων*, Αθήνα, Σύγχρονη Εκδοτική ΕΠΕ, σ. 115 – 127.

Alpha Asset Management ΑΕΔΑΚ (2008). *Ετήσια Έκθεση 2007*, Αθήνα, Ανάκτηση 02/10/2008 από World Wide Web: http://www.alphamutual.gr/site/content.asp?sel=55&mu_artid=930.

Alpha Asset Management ΑΕΔΑΚ (2005). *Κανονισμός Alpha Athens Idex Fund Μετοχικό Εσωτερικού*, Αθήνα, Ανάκτηση 02/10/2008 από World Wide Web: http://www.alphamutual.gr/site/content.asp?sel=55&mu_artid=930.

Alpha Trust ΑΕΔΑΚ, Αμοιβαία κεφάλαια, Ανάκτηση 02/10/2008 από World Wide Web: <http://www.alphatrust.gr/mfunds.htm>.

Αμοιβαία Κεφάλαια Interamerican, Ο θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων, Ανάκτηση 02/10/2008 από World Wide Web: <http://www.intertrust.gr/public/thesmos/index.asp>.

Artikis, G. (2001). “Evaluation of Balanced Mutual Funds: The case of the Greek Financial Market”, *Managerial Finance*, 27 (6), 60-67.

Artikis, G. (2002). “Evaluation of Equity Mutual Funds Operating in the Greek Financial Market”, *Managerial Finance*, 28 (5), 27-54.

Artikis, G. (2003). “Measuring Risk in the Greek Bond Market: An Alternative Approach”, *Managerial Finance*, 29 (9), 1-8.

Artikis, G. (2004). “Performance Evaluation of the Bond Mutual Funds Operating in Greece”, *Managerial Finance*, 30 (10), 1-13.

Carlson, R. (1970). “Aggregate Performance of Mutual Funds, 1948-1967”, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 5 (1), 1-32.

Chang, E. and Lewellen, W. (1984). “Market Timing and Mutual Fund Investment Performance”, *The Journal of Business*, 57 (1), 57-72.

Cumby, R. and Glen, J. (1990). “Evaluating the Performance of International Mutual Funds”, *The Journal of Finance*, 45 (2), 497-521.

Γκατζιώνης, Ι. και Λούτας, Π. (2004). *Το νέο ελληνικό θεσμικό πλαίσιο για τα Α/Κ και τους ΟΣΕΚΑ*, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Ανάκτηση 17/10/2008 από World Wide Web: <http://www.hba.gr/5Ekdosis/DeltioDetails.asp?id=48>.

Detzler, M. (1999). “The performance of global bond mutual funds”, *Journal of Banking & Finance*, 23, 1195-1217.

Ελευθεροτυπία, *Αρχείο – Αμοιβαία Κεφάλαια*, Ανάκτηση 10/2008 από World Wide Web: <http://www.enet.gr/finance/mfundsSearch>.

Elton, E., Gruber, M., Das, J. and Hlanka, M. (1993). “Efficiency with Costly Information: A Reinterpretation of Evidence from Managed Portfolios”, *The Review of Financial Studies*, 6 (1), 1-22.

Elton, E., Gruber, M., and Blake, C. (1996). “The Persistence of Risk-Adjusted Mutual Fund Performance”, *The Journal of Business*, 69 (2), 133-157.

Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, *Στατιστικά Στοιχεία*, Ανάκτηση 10/2008 από World Wide Web: http://www.agii.gr/edak_notes.asp.

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (2008). *Ετήσια Έκθεση 2007*, Ανάκτηση 25/10/2008 από World Wide Web:

http://www.hcmc.gr/photos/Annual_Reports/files/etisia_2007.pdf.

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (2007). *Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια*. Απόφαση 2/435/12.7.2007 του Διοικητικού Συμβουλίου.

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (2004). *Κατηγοριοποίηση αμοιβαίων κεφαλαίων του ν. 3283/2004*. Απόφαση 1/317/11.11.2004 του Διοικητικού Συμβουλίου.

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, *Αποστολή – Στόχοι*, Ανάκτηση 25/10/2008 από World Wide Web: <http://www.hcmc.gr/pages/category.asp?catID=3>.

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, *Θεσμικό Πλαίσιο*, Ανάκτηση 25/10/2008 από World Wide Web: <http://www.hcmc.gr/pages/category.asp?catID=7>.

Ζοπουνίδης, Κ., Δούμπος, Κ. και Κοσμίδου, Κ. (2004). *Τεχνοοικονομικές Αποφάσεις με Πολλαπλά Κριτήρια*. Αθήνα, Εκδόσεις Κλειδάριθμος, σ. 213 - 222.

Gallo, J and Swanson, P. (1996). “Comparative measure of performance for U.S.-based international equity mutual funds”, *Journal of Banking & Finance*, 20, 1635-1650.

Grinblatt, M. and Titman, S. (1989). “Mutual Fund Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings”, *The Journal of Business*, 62 (3), 393-416.

Grinblatt, M. Titman, S and Wermers, R. (1995). “Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior”, *The American Economic Review*, 85 (5), 1088-1105.

Haslem, J. (2003). *Mutual Funds. Risk and Performance Analysis for Decision Making*, United Kingdom, Blackwell Publishing.

Henriksson, R. (1984). “Market Timing and Mutual Fund Performance: An Empirical Investigation”, *The Journal of Business*, 57 (1), 73-96.

HSBC Bank, *Επενδυτικά προϊόντα*, Ανάκτηση 05/10/2008 από World Wide Web: <http://www.hsbc.gr/1/2/el/wealth-management/investments-products/hsbc-mutual-funds>.

Θεοδωρόπουλος, Θ. (1999). *Χρηματιστηριακές Επενδύσεις. Ανάπτυξη και Εφαρμογή Επενδυτικής Στρατηγικής στο Χρηματιστήριο*, Αθήνα, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης, σ. 225- 242.

International ΑΕΔΑΚ, *Επενδυτική Ενημέρωση*, Ανάκτηση 02/10/2008 από World Wide Web: <http://www.intermf.gr/infogloss.htm>.

Investment Company Institute (2008), *Investment Company Fact Book 2008*, 48th Edition, Ανάκτηση 18/10/2008 από World Wide Web: <http://www.icifactbook.org/>.

Investment Company Institute (2007), *Investment Company Fact Book 2007*, 47th Edition, Ανάκτηση 18/10/2008 από World Wide Web: <http://www.icifactbook.org/>.

Investment Company Institute, *Mutual Fund Statistics*, Ανάκτηση 18/10/2008 από World Wide Web: <http://www.ici.org/stats/mf/index.html#Annual%20Statistics>.

Ippolito, R. (1989). “Efficiency With Costly Information: A Study of Mutual Fund Performance”, *The Quarterly Journal of Economics*, 104 (1), 1-23.

Jensen, M. (1968). “The Performance of Mutual Funds In the Period 1945-1964”, *Journal of Finance*, 23 (2), 389-416.

Μαλινδρέτου, Β. (2002). *Σύγχρονα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα*, Αθήνα, Εκδόσεις Παπαζήση.

Malkiel, B. (1995). “Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991”, *The Journal of Finance*, 50 (2), 549-572.

Mains, N. (1977). “Risk, the Pricing of Capital Assets, and the Evaluation of Investment Portfolios: Comment”, *The Journal of Business*, 50 (3), 371-384.

McDonald, J. (1974). “Objectives and Performance of Mutual Funds, 1960-1969”, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 9 (3), 311-333.

Μυλωνάς, Ν. (1999). *Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια - Θεωρία και Πρακτική*, Αθήνα, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών - Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα.

Νόμος 3283/2004, ΦΕΚ Α/ 2 Νοεμβρίου 2004, Αρ. Φύλλου 210.

Νούλας, Α. (2006). *Αγορές χρέματος και κεφαλαίου*, Θεσσαλονίκη.

Noulas, A., Papanastasiou, J. and Lazaridis, J. (2005) “Performance of Mutual Funds”, *Managerial Finance*, 31 (2), 101-112.

Πενταράκη, Κ. & Ζοπουνίδης, Κ. (2003) *Αξιολόγηση και διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων: Θεωρητική και Εμπειρική Προσέγγιση*, Αθήνα, Εκδόσεις Κλειδάριθμος.

Pendaraki, K., Zopounidis, C. and Doumpos, M. (2005) “On the construction of mutual fund portfolios: A multicriteria methodology and an application to the Greek market of equity mutual funds”, *European Journal of Operational Research*, 163, 462-481.

Redman, A., Gullett, N. and Manakyan, H. (2000). “The Performance of Global and International Mutual Funds”, *The Journal of Financial and Strategic Decisions*, 13 (1), 75-95.

Sharpe, W. (1966). “Mutual Fund Performance”, *The Journal of Business*, 39 (1), 119-138.

Sorros, J. (2001). “Equity Mutual Fund Managers Performance in Greece”, *Managerial Finance*, 27 (6), 68-74.

Sorros, J. (2003). “Return and Risk Analysis: A Case Study in Equity Mutual Funds Operating in the Greek Financial Market”, *Managerial Finance*, 29 (9), 21-28.

Τράπεζα Κύπρου, *Ο Θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων*, Ανάκτηση 05/10/2008 από World Wide Web: <http://gr.bankofcyprus.com/main.asp?id=2989>.

Τράπεζα της Ελλάδος (1999). *Εκθεση του Διοικητή για το Έτος 1998*, Αθήνα.

Τράπεζα της Ελλάδος (2001). *Εκθεση του Διοικητή για το Έτος 2000*, Αθήνα.

Τράπεζα της Ελλάδος (2003). *Εκθεση του Διοικητή για το Έτος 2002*, Αθήνα.

Τράπεζα της Ελλάδος (2005). *Έκθεση του Διοικητή για το Έτος 2004*, Αθήνα.

Τράπεζα της Ελλάδος (2007). *Έκθεση του Διοικητή για το Έτος 2006*, Αθήνα.

Τράπεζα της Ελλάδος (2008). *Έκθεση του Διοικητή για το Έτος 2007*, Αθήνα.

Χαραμής, Γ. (2000). *Επενδυτικές επιλογές του μέσου Έλληνα*, Β' Έκδοση, Αθήνα, Εκδόσεις Nubis.

Χρηματιστήριο Αθηνών, *Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια*, Ανάκτηση 01/11/2008 από World Wide Web

<http://www.ase.gr/content/gr/ann.asp?annid=54457>.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι

ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ «ALPHA ATHENS INDEX FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ» ΑΡ.ΕΓΚΡ.Ε.Κ. 70/ΘΕΜΑ 2/26.3.1996 Φ.Ε.Κ. 289/Β/30.4.96

ΑΡΘΡΟ 1. Α.Ε. ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΕΩΣ ΚΑΙ ΘΕΜΑΤΟΦΥΛΑΚΑΣ

1. Η Ανώνυμη Εταιρία Διαχείρισεως με την επωνυμία «ΑΛΦΑ ΕΤΑΙΡΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΕΩΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ Α.Ε.» και έδρα την Αθήνα, η οποία θα ονομάζεται εφεξής «Α.Ε.Δ.Α.Κ.», έχει την πλήρη διαχείριση, διοίκηση και έλεγχο του εν συνεχεία αμοιβαίου κεφαλαίου κατά τις διατάξεις του ν. 3283/2004 και του παρόντος κανονισμού.

Τηρεί τους λογαριασμούς διαχείρισεως του αμοιβαίου κεφαλαίου και ευθύνεται για την παρακολούθηση της ορθής εκτελέσεως των εντολών της από τον Θεματοφύλακα, με την επιφύλαξη της διατάξεως της παρ. 5 του παρόντος άρθρου.

2. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. μπορεί να συνάπτει συμφωνίες μόνο με τράπεζες, άλλες εταιρίες διαχείρισεως αμοιβαίων κεφαλαίων, ασφαλιστικές εταιρίες και επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών περί αντιπροσωπείας για την πώληση μεριδίων του «Α.Κ.».

3. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. ευθύνεται για κάθε αμέλεια περί τη διαχείριση του «Α.Κ.», έναντι των μεριδιούχων με την επιφύλαξη της διατάξεως του άρθρου 46 του ν. 3283/2004.

4. Θεματοφύλακας του «Α.Κ.» ορίζεται η ανώνυμη τραπεζική εταιρία με την επωνυμία «ALPHA BANK Α.Ε.» με έδρα την Αθήνα, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 8 του ν. 3283/2004.

5. Ο Θεματοφύλακας ευθύνεται για κάθε αμέλεια που έχει σχέση με την εκπλήρωση των υποχρεώσεών του, έναντι των μεριδιούχων και της Α.Ε.Δ.Α.Κ. Ευθύνεται επίσης εις ολόκληρον, έναντι των μεριδιούχων και της Α.Ε.Δ.Α.Κ., με τη τράπεζα ή το ίδρυμα, στα οποία αναθέτει τη φύλαξη κινητών αξιών.

6. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. και ο Θεματοφύλακας οφείλουν να ενεργούν κατά την άσκηση των καθηκόντων τους κατά τρόπο ανεξάρτητο μεταξύ τους και αποκλειστικά προς το συμφέρον των μεριδιούχων. Τα κριτήρια και οι προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούνται για τη διασφάλιση των όρων αυτών καθορίζονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, σύμφωνα με το άρθρο 78 του ν. 1969/1991, όπως εκάστοτε ισχύει.

7. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. και ο Θεματοφύλακας δεν μπορούν να δανείζονται όταν ενεργούν για λογαριασμό των αμοιβαίων κεφαλαίων. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. μπορεί πάντως να δανείζεται σε ξένο νόμισμα με δάνεια αντιστηρίξεως (back to back).

8. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. και ο Θεματοφύλακας, με την επιφύλαξη της ως άνω παραγράφου του παρόντος, δεν έχουν δικαίωμα όταν ενεργούν για λογαριασμό του «Α.Κ.» να χορηγούν πιστώσεις ή να εγγυώνται υπέρ τρίτων, όπως επίσης και να πραγματοποιούν ακάλυπτες πωλήσεις κινητών αξιών, μέσω χρηματαγοράς ή άλλων χρηματοπιστωτικών μέσων, αναφερόμενων στα στοιχεία ε', ζ' και η' της παρ. 1 του άρθρου 21 του ν. 3283/2004.

ΑΡΘΡΟ 2. ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ

1. Συγκροτήθηκε Αμοιβαίο Κεφάλαιο με την επωνυμία «ALPHA ATHENS INDEX FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ», το οποίο θα ονομάζεται εφεξής «Α.Κ.», με αρχικό ενεργητικό Ευρώ 1.173.881,14 και καθαρή τιμή μεριδίου κατά το χρόνο της συστάσεώς του Ευρώ 2,93 και στο εξής θα λειτουργεί σύμφωνα με τις διατάξεις του ν. 3283/2004.

2. Το σύνολο του ενεργητικού του «Α.Κ.» ανήκει εξ' αδιαιρέτου στους μεριδιούχους, κατ' αναλογία του αριθμού των μεριδίων καθενός.

3. Το «Α.Κ.» είναι αόριστης διάρκειας και δεν αποτελεί νομικό πρόσωπο. Οι μεριδιούχοι εκπροσωπούνται δικαστικώς και εξωδίκως από την Α.Ε...Α.Κ., ως προς τις έννομες σχέσεις από τη διαχείριση του «Α.Κ.» και τα δικαιώματά τους επί του ενεργητικού του.

4. Η διαχειριστική χρήση του «Α.Κ.» συμπίπτει με το ημερολογιακό έτος. Η Α.Ε...Α.Κ. τηρεί τους λογαριασμούς διαχειρίσεως του «Α.Κ.». Στο τέλος του πρώτου εξαμήνου κάθε ημερολογιακού έτους, η Α.Ε.Δ.Α.Κ. συντάσσει τις προβλεπόμενες από το νόμο εκθέσεις του «Α.Κ.», τις οποίες ελέγχουν Ορκωτοί Ελεγκτές που διορίζονται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. Οι ως άνω εκθέσεις τίθενται στη διάθεση των μεριδιούχων στα σημεία διαθέσεως των μεριδίων.

5. Η πράξη συστάσεως του «Α.Κ.», η διάθεση και η εξαγορά των μεριδίων, απαλλάσσονται από κάθε φόρο, τέλος, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, δικαίωμα ή οποιαδήποτε άλλη επιβάρυνση, υπέρ του Δημοσίου, νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου και γενικώς τρίτων.

6. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. υποχρεούται σε καταβολή φόρου τρία τοις χιλίοις (3%) ετησίως, στο όνομα και για λογαριασμό του «Α.Κ.», ο οποίος υπολογίζεται επί του εξαμηνιαίου μέσου όρου του καθαρού ενεργητικού του «Α.Κ.». Με την καταβολή του φόρου εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση του «Α.Κ.» και των μεριδιούχων του, επιφυλασσομένων των διατάξεων της προηγούμενης παραγράφου.

7. Η πρόσθετη αξία που προκύπτει επ' ωφελεία των μεριδιούχων του «Α.Κ.» από την εξαγορά μεριδίων σε τιμή ανώτερη της τιμής κτήσεως, απαλλάσσεται από κάθε φόρο, τέλος, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, δικαίωμα ή οποιαδήποτε άλλη επιβάρυνση υπέρ του Δημοσίου, νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου και γενικώς τρίτων.

8. Από την αγορά του μεριδίου του «Α.Κ.» τεκμαίρεται η αποδοχή από το μεριδιούχο του παρόντος κανονισμού.

9. Οι μεριδιούχοι δεν ευθύνονται για πράξεις ή παραλείψεις της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και του Θεματοφύλακα κατά την άσκηση των καθηκόντων τους.

10. Ο κανονισμός τροποποιείται από κοινού από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. και το Θεματοφύλακα, κατόπιν αδείας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

11. Οι τροποποιήσεις του κανονισμού γνωστοποιούνται αμέσως στους μεριδιούχους, τους οποίους και δεσμεύουν. Οι μεριδιούχοι έχουν το δικαίωμα, εντός τριών μηνών από τη γνωστοποίηση σε αυτούς της τροποποίησης του κανονισμού, να ζητήσουν την εξαγορά του μεριδίου τους, σύμφωνα με τις διατάξεις του παρόντος κανονισμού προτού τροποποιηθεί.

ΑΡΘΡΟ 2α. ΣΚΟΠΟΣ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Κύριος σκοπός της επενδυτικής πολιτικής του «Α.Κ.» είναι να προσφέρει στο μεριδιούχο απόδοση, που να προσεγγίζει την απόδοση του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Στόχος του είναι η αναπαραγωγή της αποδόσεως του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Απευθύνεται σε επενδυτές με μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα, που πιστεύουν στις δυνατότητες των εταιριών που απαρτίζουν το συγκεκριμένο δείκτη και προσδοκούν σημαντικά κέρδη, αποδεχόμενοι τις διακυμάνσεις που παρουσιάζουν οι χρηματιστηριακές αγορές και τον σημαντικό κίνδυνο να υποστούν απώλεια κεφαλαίου.

Στο πλαίσιο του σκοπού του η Α.Ε.Δ.Α.Κ. χρησιμοποιεί διαδικασίες διαχείρισεως κινδύνων που της επιτρέπουν να ελέγχει και να υπολογίζει, ανά πάσα στιγμή, τους κινδύνους του χαρτοφυλακίου του «Α.Κ.» και την επίδρασή τους στη συνολική επενδυτική του πολιτική. Διασφαλίζει ότι ο συνολικός κίνδυνος, στον οποίο εκτίθεται το χαρτοφυλάκιο του «Α.Κ.» δεν υπερβαίνει το καθαρό ενεργητικό του. Η έκθεση κινδύνου υπολογίζεται με βάση την τρέχουσα αξία των υποκείμενων στοιχείων του ενεργητικού του «Α.Κ.», τον κίνδυνο αντισυμβαλλομένου, τις μελλοντικές κινήσεις της αγοράς και το διαθέσιμο χρόνο για τη ρευστοποίηση των θέσεων.

ΑΡΘΡΟ 3. ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

1. Οι επενδύσεις του «Α.Κ.», του οποίου η επενδυτική πολιτική, σύμφωνα με τον παρόντα κανονισμό, συνίσταται στην αναπαραγωγή της συνθέσεως δεδομένου χρηματιστηριακού δείκτη μετοχών, κατά παρέκκλιση της παραγράφου 4 του παρόντος άρθρου και με την επιφύλαξη των διατάξεων των παραγράφων 12-14 του παρόντος άρθρου, επιτρέπεται να τοποθετεί μέχρι 20% του καθαρού ενεργητικού του σε μετοχές ή/και ομόλογα του ίδιου εκδότη, εφόσον ισχύουν τα ακόλουθα:

- α) η σύνθεση του δείκτη είναι επαρκώς διαφοροποιημένη,
- β) ο δείκτης αποτελεί έναν αντιπροσωπευτικό δείκτη αναφοράς της αντίστοιχης αγοράς, και
- γ) ο δείκτης δημοσιεύεται καταλλήλως.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δύναται με απόφασή της να αυξάνει σε 35% το ως άνω όριο, εφόσον αυτό δικαιολογείται από εξαιρετικές συνθήκες της αγοράς, ιδίως στις εποπτευόμενες αγορές στις οποίες ορισμένες κινητές αξίες ή μέσα χρηματαγοράς έχουν σημαντική βαρύτητα. Η παραπάνω υπέρβαση επιτρέπεται μόνο για έναν εκδότη.

Το ενεργητικό του «Α.Κ.» επενδύεται σύμφωνα με τα παρακάτω σε:

α) Κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς που γίνονται δεκτά ή/και αποτελούν αντικείμενο διαπραγματεύσεως σε οργανωμένη αγορά κατά την έννοια της παραγράφου 14 του άρθρου 2 του ν. 2396/1996, όπως ισχύει, καθώς και των αντίστοιχων διατάξεων των εθνικών νομοθεσιών των κρατών μελών, με τις οποίες αυτά εναρμονίστηκαν προς τη διάταξη της παραγράφου 13 του άρθρου 1 της Οδηγίας 93/6/ΕΟΚ, όπως ισχύει.

β) Κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς, που αποτελούν αντικείμενο διαπραγματεύσεως σε κάποια άλλη αγορά κράτους μέλους, εποπτευόμενη, που λειτουργεί κανονικά, είναι αναγνωρισμένη και ανοικτή στο κοινό.

γ) Κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς που γίνονται δεκτά ή/και αποτελούν αντικείμενο διαπραγματεύσεως σε χρηματιστήριο αξιών τρίτου κράτους, ή σε άλλη αγορά τρίτου κράτους, εποπτευόμενη, που λειτουργεί κανονικά, είναι αναγνωρισμένη και ανοικτή στο κοινό. Τα χρηματιστήρια αξιών και οι αγορές του παρόντος στοιχείου ορίζονται εκάστοτε με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

δ) Νεοεκδιδόμενες κινητές αξίες, ύστερα από άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, εφόσον οι όροι εκδόσεως περιλαμβάνουν την υποχρέωση υποβολής αιτήσεως για επίσημη εισαγωγή σε χρηματιστήριο αξιών, ή σε άλλη αγορά των στοιχείων α', β' και γ' της παρούσας παραγράφου 1 και εφόσον η εισαγωγή αυτή θα πραγματοποιηθεί, το αργότερο, εντός ενός (1) έτους από την έκδοση.

ε) Μεριδία Ο.Σ.Ε.Κ.Α. εγκεκριμένων, βάσει των εθνικών νομοθεσιών, με τις οποίες επήλθε εναρμόνιση με την Οδηγία 85/611/ΕΟΚ, όπως ισχύει, ή και άλλων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων, ανεξάρτητα από το εάν εδρεύουν σε κράτος μέλος, σύμφωνα με τις παραγράφους εα, εβ, εγ και εδ του άρθρου 21 του ν. 3283/2004.

στ) Καταθέσεις σε πιστωτικά ιδρύματα, αποδοτέες στους καταθέτες σε πρώτη ζήτηση, ή προθεσμιακές καταθέσεις διάρκειας μέχρι δώδεκα (12) μηνών, εφόσον το πιστωτικό ίδρυμα έχει την καταστατική του έδρα σε κράτος μέλος ή, εάν η καταστατική έδρα του πιστωτικού ιδρύματος βρίσκεται σε τρίτη χώρα, από αυτές που ορίζονται εκάστοτε με

απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ύστερα από γνώμη της Τράπεζας της Ελλάδος, εφόσον το ίδρυμα υπόκειται σε καθεστώς προληπτικής εποπτείας, το οποίο θεωρείται τουλάχιστον ισοδύναμο με αυτό που προβλέπει η κοινοτική νομοθεσία.

Το «Α.Κ.» δεν επιτρέπεται να τοποθετεί άνω του 20% του καθαρού ενεργητικού του σε καταθέσεις στο ίδιο πιστωτικό ίδρυμα. Σύμφωνα με την παρ.1 του άρθρου 47 του ν.3283/2004 η προσαρμογή στο όριο αυτό πρέπει να έχει ολοκληρωθεί εντός ενός (1) έτους από τη δημοσίευση του νόμου αυτού.

ζ) Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα, συμπεριλαμβανομένων των εξομοιούμενων με αυτά μέσων που διακανονίζονται σε μετρητά, τα οποία αποτελούν αντικείμενο διαπραγματεύσεως σε μία από τις αγορές που αναφέρονται στα στοιχεία α', β' και γ' της παρούσας παραγράφου 1 ή/και χρηματοοικονομικά παράγωγα μέσα που αποτελούν αντικείμενο εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών (εξωχρηματιστηριακά παράγωγα), σύμφωνα με τις παραγράφους ζα, ζβ και ζγ του άρθρου 21 του ν. 3283/2004.

η) Μέσα χρηματαγοράς, πλην των διαπραγματεύσιμων σε εποπτευόμενη αγορά που εμπίπτουν στα στοιχεία α', β' και γ' της παρούσας παραγράφου 1, εφόσον η έκδοση ή ο εκδότης των μέσων αυτών υπόκειται σε ρυθμίσεις για την προστασία των επενδυτών και της αποταμιεύσεως, σύμφωνα με τις παραγράφους ηα, ηβ, ηγ και ηδ του άρθρου 21 του ν. 3283/2004.

2. Ύστερα από άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, το «Α.Κ.» μπορεί να επενδύει μέχρι δέκα τοις εκατό (10%) του καθαρού ενεργητικού του σε άλλες κινητές αξίες και σε άλλα μέσα χρηματαγοράς εκτός από τα αναφερόμενα στην άνω παράγραφο 1.

3. Το «Α.Κ.» δεν μπορεί να αποκτά πολύτιμα μέταλλα ούτε παραστατικούς τίτλους αυτών.

4.α) Επιτρέπεται η τοποθέτηση μέχρι 10% του καθαρού ενεργητικού του «Α.Κ.» σε κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς του ίδιου εκδότη.

Το σύνολο των επενδύσεων σε κινητές αξίες και σε μέσα χρηματαγοράς, που αναφέρονται στο παρόν στοιχείο επιτρέπεται να αυξηθεί μέχρι το 100% του καθαρού ενεργητικού του «Α.Κ.», εφόσον πληρούνται οι ακόλουθοι όροι και προϋποθέσεις:

i) κάθε «Α.Κ.» κατέχει κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς, που ανήκουν τουλάχιστον σε έξι (6) διαφορετικές εκδόσεις και οι αξίες που ανήκουν στην ίδια έκδοση δεν υπερβαίνουν το 30% του καθαρού ενεργητικού του «Α.Κ.» και

ii) στον κανονισμό του «Α.Κ.». αναγράφονται αναλυτικά τα αναφερόμενα ανωτέρω κράτη ή δημόσιοι διεθνείς οργανισμοί που εκδίδουν ή εγγυώνται τις κινητές αξίες και τα μέσα χρηματαγοράς στις οποίες προτίθεται το «Α.Κ.» να επενδύσει άνω του 35% του καθαρού ενεργητικού του.

Στα ενημερωτικά έντυπα του «Α.Κ.» ή σε κάθε διαφημιστικό του δημοσίευμα πρέπει να συμπεριλαμβάνεται σε εμφανή θέση ειδική επισήμανση της άδειας συστάσεώς του, που έχει λάβει από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και να αναφέρονται τα κράτη και οι δημόσιοι διεθνείς οργανισμοί στις αξίες των οποίων προτίθεται να επενδύσει ή έχει επενδύσει άνω του 35% του καθαρού ενεργητικού του.

β) Επιτρέπεται η τοποθέτηση μέχρι 40% του καθαρού ενεργητικού του «Α.Κ.» σε κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς, εκδοτών σε καθέναν από τους οποίους το «Α.Κ.» έχει

επενδύσει ποσοστό μεγαλύτερο του 5% του καθαρού ενεργητικού του. Ο περιορισμός του παρόντος στοιχείου δεν ισχύει για τις καταθέσεις, καθώς και για τις πράξεις εξωχρηματοπιστηριακών παραγώγων που διενεργούνται με βάση το ως άνω στοιχείο ζ'. Οι κινητές αξίες και τα μέσα χρηματαγοράς της εν συνεχεία παραγράφου 6 δεν λαμβάνονται υπόψη στην εφαρμογή του ορίου του 40% που προβλέπεται στο παρόν στοιχείο.

5. Κατά παρέκκλιση της παραγράφου 4 του παρόντος άρθρου επιτρέπεται η τοποθέτηση:

(α) μέχρι του 35% του καθαρού ενεργητικού του «Α.Κ.» σε κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς του ίδιου εκδότη, όταν οι κινητές αξίες ή τα μέσα χρηματαγοράς έχουν εκδοθεί ή είναι εγγυημένα από κράτος μέλος ή από τρίτα κράτη, όπως αυτά ορίζονται εκάστοτε με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ύστερα από γνώμη της Τράπεζας της Ελλάδος ή από δημόσιο διεθνή οργανισμό, στον οποίο συμμετέχουν ένα ή περισσότερα κράτη μέλη,

(β) μέχρι του 25% του καθαρού ενεργητικού του «Α.Κ.» σε ομολογίες που εκδίδονται από πιστωτικό ίδρυμα που έχει την καταστατική του έδρα σε κράτος μέλος και υπόκειται δια νόμου σε ειδικό καθεστώς δημόσιας εποπτείας που επιτρέπει την προστασία των ομολογιούχων. Συγκεκριμένα, τα ποσά που προέρχονται από την έκδοση των ομολογιών αυτών πρέπει να επενδύονται κατά το νόμο σε στοιχεία του ενεργητικού, τα οποία, καθ' όλη τη διάρκεια των ομολογιών, είναι σε θέση να καλύψουν τις απαιτήσεις που απορρέουν από τις ομολογίες και τα οποία, σε περίπτωση αδυναμίας πληρωμής εκ μέρους του εκδότη, θα χρησιμοποιηθούν κατά προτεραιότητα για την εξόφληση του αρχικού κεφαλαίου και των δεδουλευμένων τόκων. Εάν το «Α.Κ.» επενδύσει πάνω από 5% του καθαρού ενεργητικού του στις ως άνω ομολογίες, που έχουν εκδοθεί από τον ίδιο εκδότη, η συνολική αξία αυτών των επενδύσεων δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει το 80% του καθαρού ενεργητικού του.

6. Με την επιφύλαξη των παραγράφων 1, 3 και 6β του άρθρου 22 του ν. 3283/2004, το «Α.Κ.» δεν επιτρέπεται να συνδυάζει, αθροιστικά, άνω του 20% του καθαρού ενεργητικού του σε:

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

(β) καταθέσεις στον οργανισμό αυτό, ή/και

(γ) κινδύνους από πράξεις εξωχρηματοπιστηριακών παράγωγων χρηματοοικονομικών μέσων, που διενεργήθηκαν με τον οργανισμό αυτό. Σύμφωνα με την παρ.1 του άρθρου 47 του ν.3283/2004 η προσαρμογή στο όριο αυτό πρέπει να έχει ολοκληρωθεί εντός ενός (1) έτους από τη δημοσίευση του νόμου αυτού.

7. (α) Οι επενδύσεις σε κινητές αξίες ή μέσα χρηματαγοράς που έχουν εκδοθεί από τον ίδιο οργανισμό ή οι επενδύσεις σε καταθέσεις ή παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα στον εν λόγω οργανισμό που έχουν πραγματοποιηθεί σύμφωνα με τις παραγράφους 1, 2, 3, 4, 5, 6β' του άρθρου 22 του ν. 3283/2004 δεν πρέπει να υπερβαίνουν αθροιστικά το 35% του καθαρού ενεργητικού του «Α.Κ.»

(β) Η έκθεση κινδύνου ως προς έναν αντισυμβαλλόμενο, στον οποίο εκτίθεται το «Α.Κ.» κατά τη διενέργεια πράξεως εξωχρηματιστηριακού παραγώγου δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει:

βα) το 10% του καθαρού ενεργητικού του «Α.Κ.» όταν ο αντισυμβαλλόμενος είναι πιστωτικό ίδρυμα ως αυτό ορίζεται ανωτέρω υπό στ' και

ββ) το 5% του καθαρού ενεργητικού του «Α.Κ.» όταν ο αντισυμβαλλόμενος δεν είναι πιστωτικό ίδρυμα μεταξύ αυτών που αναφέρονται στο ανωτέρω στοιχείο βα'.

Σύμφωνα με την παρ.1 του άρθρου 47 του ν.3283/2004 η προσαρμογή στα αναφερόμενα στην παράγραφο αυτή όρια πρέπει να έχει ολοκληρωθεί εντός ενός (1) έτους από τη δημοσίευση του νόμου αυτού.

8. Το «Α.Κ.» δεν επιτρέπεται να επενδύει αθροιστικά, ποσοστό μεγαλύτερο του 20% του καθαρού ενεργητικού του σε κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς των εταιριών του ίδιου ομίλου, όπως αυτές προσδιορίζονται στην παρ. 8 του άρθρου 22 του ν.3283/2004. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. οφείλει να συμπεριλαμβάνει στο πλήρες ενημερωτικό δελτίο του «Α.Κ.» και στην ετήσια και εξαμηνιαία έκθεσή του ειδική αναφορά για τις επενδύσεις του σε εταιρίες του ίδιου ομίλου.

Σύμφωνα με την παρ.1 του άρθρου 47 του ν.3283/2004 η προσαρμογή στο όριο αυτό πρέπει να έχει ολοκληρωθεί εντός ενός (1) έτους από τη δημοσίευση του νόμου αυτού.

9. Το «Α.Κ.» επιτρέπεται να επενδύει, στο πλαίσιο της επενδυτικής πολιτικής του, σύμφωνα με τον παρόντα κανονισμό και τις σχετικές διατάξεις του ν. 3283/2004, όπως εκάστοτε ισχύει, σε παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα, εφόσον η έκθεση σε κίνδυνο των υποκείμενων στοιχείων του καθαρού ενεργητικού του δεν υπερβαίνει, αθροιστικά, τα επενδυτικά όρια που αναφέρονται στις διατάξεις του παρόντος. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δύναται να επιτρέπει, όταν το «Α.Κ.» επενδύει σε παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα με υποκείμενη αξία δείκτη, οι επενδύσεις αυτές να μην συνδυάζονται με τα επενδυτικά όρια που αναφέρονται ανωτέρω.

10. Όταν μία κινητή αξία ή ένα μέσο χρηματαγοράς ενσωματώνει παράγωγο χρηματοοικονομικό μέσο, το παράγωγο αυτό πρέπει να συνυπολογίζεται με τα επενδυτικά όρια περί παράγωγων χρηματοοικονομικών μέσων του παρόντος άρθρου.

11. α) Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. για το σύνολο των «Α.Κ.» που διαχειρίζεται, δεν επιτρέπεται να αποκτά μετοχές εταιρίας που έχει την καταστατική της έδρα στην Ελλάδα ή σε κράτος εκτός της Ευρωπαϊκής Ένωσης, είτε με δικαίωμα ψήφου είτε χωρίς δικαίωμα ψήφου, που αντιπροσωπεύουν ποσοστό μεγαλύτερο του 10% του συνόλου της αντίστοιχης κατηγορίας μετοχών.

β) Η Α.Ε.Δ.Α.Κ., για το σύνολο των «Α.Κ.» που διαχειρίζεται, δεν επιτρέπεται να αποκτά μετοχές εταιρίας που έχει την καταστατική της έδρα σε άλλο κράτος μέλος, είτε με δικαίωμα ψήφου είτε χωρίς δικαίωμα ψήφου, που αντιπροσωπεύουν ποσοστό μεγαλύτερο του 10% του συνόλου της αντίστοιχης κατηγορίας μετοχών, εκτός εάν η εθνική νομοθεσία του άλλου κράτους μέλους έχει θέσει άλλους περιορισμούς.

12. Το «Α.Κ.» δεν επιτρέπεται να αποκτά ποσοστό μεγαλύτερο του:

α) 10% των μετοχών χωρίς δικαίωμα ψήφου ενός εκδότη,

- β) 10% των μετοχών με δικαίωμα ψήφου ενός εκδότη,
- γ) 10% του συνόλου των ομολόγων ενός εκδότη,
- δ) 10% των μέσων χρηματαγοράς ενός εκδότη,
- ε) 25% των μεριδίων ενός «Α.Κ.» ή ενός άλλου οργανισμού συλλογικών επενδύσεων κατά την έννοια της παραγράφου 2 του άρθρου 2 του ν. 3283/2004.

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

13. Οι περιορισμοί των παραγράφων 11 και 12 του παρόντος, δεν ισχύουν για τις κινητές αξίες και τα μέσα της χρηματαγοράς των παραγράφων 4 και 7 του άρθρου 22 του ν. 3283/2004, καθώς και για μετοχές εταιρίας που έχει την καταστατική της έδρα σε κράτος εκτός της Ευρωπαϊκής Ένωσης, εφόσον σύμφωνα με τη νομοθεσία του εν λόγω κράτους η τοποθέτηση σε μετοχές της εταιρίας αποτελεί τη μόνη δυνατότητα επένδυσεως σε τίτλους εκδοτών αυτού του κράτους, υπό τον όρο ότι η εταιρία αυτή τηρεί κατά την άσκηση της επενδυτικής της πολιτικής τα επενδυτικά όρια που προβλέπονται στο παρόν άρθρο.

14. Συμβάσεις που συνάπτονται κατά παράβαση των διατάξεων του παρόντος άρθρου είναι έγκυρες.

15. Εάν το «Α.Κ.» υπερβεί τα ανωτέρω επενδυτικά όρια με βάση τις παραγράφους 2 και 3 του άρθρου 27 του ν. 3283/2004, ή για λόγους ανεξάρτητους από τη θέλησή του, υποχρεούται να εκποιήσει ό,τι απέκτησε καθ' υπέρβαση των ορίων με γνώμονα το συμφέρον των μεριδιούχων. Το «Α.Κ.» υποχρεούται να εκποιήσει ό,τι απέκτησε καθ' υπέρβαση των ορίων που τίθενται ανωτέρω για λόγους ανεξάρτητους από τη θέλησή του εντός πέντε (5) εργάσιμων ημερών από την απόκτησή του.

ΑΡΘΡΟ 4. ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΤΟΥ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΜΕΡΙΔΙΩΝ

1. Η αξία κάθε μεριδίου του «Α.Κ.» υπολογίζεται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. την κάθε εργάσιμη ημέρα του Χρηματιστηρίου Αθηνών ή/και των Αλλοδαπών Χρηματιστηρίων και είναι ίση με το πηλίκο της διαιρέσεως του συνόλου του καθαρού ενεργητικού του «Α.Κ.» δια του αριθμού των μεριδίων που κυκλοφορούν και δημοσιεύεται στον ημερήσιο τύπο της μεθεπομένης ημέρας με μέριμνα της Α.Ε.Δ.Α.Κ. Με τον ίδιο τρόπο υπολογίζονται και δημοσιεύονται, η τιμή διαθέσεως, η τιμή εξαγοράς, η αξία του καθαρού ενεργητικού και ο αριθμός των μεριδίων του «Α.Κ.». Η τιμή διαθέσεως και η τιμή εξαγοράς του μεριδίου του «Α.Κ.» επιτρέπεται να υπερβαίνει ή να υπολείπεται, αντιστοίχως, της καθαρής τιμής του μεριδίου του, κατά το ποσοστό της αντιστοίχου προμηθείας της Α.Ε.Δ.Α.Κ.

2. Η αποτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού του «Α.Κ.» από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. γίνεται σύμφωνα με τους ακόλουθους κανόνες:

- α) Η αξία των εισηγμένων σε οργανωμένη αγορά κινητών αξιών και μέσων χρηματαγοράς αποτιμάται με βάση την τιμή κλεισίματος των χρηματιστηριακών συναλλαγών τοις

μετρητοίς της ίδιας ημέρας. Σε οργανωμένες αγορές που λειτουργούν εκτός της Ε.Ε., όταν αυτό δεν είναι εφικτό για λόγους διαφοράς ώρας, η αξία αποτιμάται με βάση την τιμή κλεισίματος της προηγούμενης εργάσιμης ημέρας των ως άνω αγορών.

β) Εάν δεν έχει καταρτισθεί χρηματιστηριακή συναλλαγή την ημέρα της αποτιμήσεως, λαμβάνεται υπόψη η τιμή της προηγούμενης ημέρας συνεδριάσεως της οργανωμένης αγοράς και εάν δεν έχει γίνει ούτε και εκείνη την ημέρα χρηματιστηριακή συναλλαγή, λαμβάνεται υπόψη η τελευταία τιμή προσφοράς ή ζήτησεως.

γ) Εάν σε οργανωμένη αγορά, στην οποία είναι εισηγμένες οι κινητές αξίες και τα μέσα χρηματαγοράς στα οποία έχει επενδύσει το «Α.Κ.» ισχύει το σύστημα της ενιαίας τιμής, για τον προσδιορισμό της αξίας τους λαμβάνεται υπόψη η ενιαία τιμή.

δ) Η αποτίμηση της αξίας των κινητών αξιών, που δεν είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο γίνεται κατά τους κανόνες που θεσπίζονται με αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Οι απαιτήσεις και υποχρεώσεις του «Α.Κ.» σε ξένο συνάλλαγμα αποτιμώνται σε Ευρώ με βάση την ισχύουσα τιμή fixing συναλλάγματος κατά την ημέρα της αποτιμήσεως ή όπως εκάστοτε ορίζεται από την αρμόδια αρχή.

3. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. ακολουθεί διαδικασίες που της επιτρέπουν την ακριβή και αντικειμενική αποτίμηση της αξίας των εξωχρηματιστηριακών παράγωγων χρηματοοικονομικών μέσων, στα οποία επενδύει για λογαριασμό των «Α.Κ.» που διαχειρίζεται.

4. Για τον προσδιορισμό της καθαρής αξίας του «Α.Κ.», αφαιρούνται από το ενεργητικό του οι αμοιβές και οι προμήθειες της Α.Ε.Δ.Α.Κ., του Θεματοφύλακα και των μελών των οργανωμένων αγορών, οι δαπάνες του «Α.Κ.» που σύμφωνα με τον παρόντα Κανονισμό το βαρύνουν, καθώς και τα κατά την αποτίμηση της 31ης Δεκεμβρίου κάθε έτους διανεμόμενα στους μεριδιούχους κέρδη.

ΑΡΘΡΟ 5. ΜΕΡΙΔΙΑ ΚΑΙ ΤΙΤΛΟΙ ΜΕΡΙΔΙΩΝ

1. Η περιουσία του «Α.Κ.» διαιρείται σε ισάξια μερίδια ή κλάσματα μεριδίου.

2. Η συμμετοχή στο «Α.Κ.» αποδεικνύεται με έγγραφο ονομαστικό τίτλο, που εκδίδεται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. και προσυπογράφεται από το Θεματοφύλακα (τίτλος μεριδίου). Ο τίτλος εκδίδεται για ένα ή περισσότερα μερίδια ή κλάσματα μεριδίων και περιέχει τα στοιχεία που αναφέρονται στο άρθρο 14 παρ. 3 του ν. 3283/2004. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. δικαιούται να μην εκδίδει τίτλο μεριδίου, εφόσον ο μεριδιούχος συναινεί προς τούτο. Σε αυτή την περίπτωση, η Α.Ε.Δ.Α.Κ. καταχωρεί τα μερίδια σε ειδικό μητρώο μεριδιούχων, που τηρεί σε ηλεκτρονικό αρχείο και χορηγεί στο μεριδιούχο βεβαίωση, στην οποία αναγράφονται τα στοιχεία του άρθρου 14 παρ. 3 του ν. 3283/2004.

3. Οι διατάξεις του ν. 5638/1932 "περί καταθέσεως σε κοινό λογαριασμό" εφαρμόζονται ανάλογα και επί μεριδίων αμοιβαίου κεφαλαίου.

4. Η συμβατική μεταβίβαση μεριδίων είναι απολύτως άκυρη, με εξαίρεση τη μεταβίβαση μόνο μεταξύ συζύγων και συγγενών πρώτου και δεύτερου βαθμού κατ' ευθεία γραμμή. Ειδικά στην περίπτωση ασφαλίσεως ζωής, μπορεί να συμφωνηθεί ότι η ασφαλιστική αποζημίωση θα καταβληθεί, με μεταβίβαση στο δικαιούχο αριθμού μεριδίων «Α.Κ.» αντί για καταβολή μετρητών. Μετά τη μεταβίβαση, ο τίτλος των μεριδίων που αποτελούν

αντικείμενο της μεταβίβασης, ή η βεβαίωση συμμετοχής για αυτά τα μερίδια, κατά περίπτωση, ακυρώνονται και εφαρμόζονται ανάλογα οι διατάξεις του άρθρου 7 παρ. 1 του παρόντος κανονισμού.

5. Σε περίπτωση κλοπής, απώλειας ή καταστροφής του τίτλου μεριδίων εφαρμόζονται ανάλογα οι διατάξεις του άρθρου 843 επ. του Κώδικα Πολιτικής Δικονομίας. Η απώλεια, κλοπή ή καταστροφή της βεβαίωσης συμμετοχής στο «Α.Κ.» δεν παράγει καμμία έννομη συνέπεια, ως προς τις σχέσεις του ή των μεριδιούχων με την Α.Ε...Α.Κ. Αυτή, ύστερα από σχετική αίτηση του μεριδιούχου ή ενός από τους συνδικαιούχους μεριδιούχους, εκδίδει νέα βεβαίωση, σε αντικατάσταση της παλαιάς.

6. Τα μερίδια μπορούν να ενεχυριασθούν για εξασφάλιση απαιτήσεως κατά τους όρους των παραγράφων 1-2 του άρθρου 3 του Α.Ν. 1818/1951, όπως ισχύει και των άρθρων 1244 επ. του Αστικού Κώδικα. Η ενεχυρίαση ισχύει κατά της Α.Ε.Δ.Α.Κ., από την στιγμή που θα ανακοινωθεί σε αυτήν από τον ενεχυριούχο δανειστή.

ΑΡΘΡΟ 6. ΔΙΑΘΕΣΗ ΜΕΡΙΔΙΩΝ

1. Για τη συμμετοχή στο «Α.Κ.» και την απόκτηση μεριδίων, από οποιονδήποτε αγοραστή, απαιτείται η υποβολή εγγράφου αιτήσεως προς την Α.Ε.Δ.Α.Κ. ή τους εξουσιοδοτημένους αντιπροσώπους της, αποδοχή του κανονισμού του «Α.Κ.», άμεση και ολοσχερής καταβολή στον θεματοφύλακα της αξίας τους, σε μετρητά ή/και υπό την προϋπόθεση αποδοχής τους από την Α.Ε...Α.Κ., σε κινητές αξίες κατά την έννοια των στοιχείων α' και β' της παρ. 1 του άρθρου 3 του ν. 3283/2004, που είναι εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά κατά την έννοια της παρ. 14 του άρθρου 2 του ν. 2396/1996, όπως ισχύει.

Η αποδοχή των αιτήσεων συμμετοχής στο «Α.Κ.» αποφασίζεται από την Α.Ε...Α.Κ., σύμφωνα με τους όρους του παρόντος κανονισμού.

2. Τιμή διαθέσεως των μεριδίων είναι αυτή της ημερομηνίας υποβολής της αιτήσεως συμμετοχής στο «Α.Κ.», υπό την προϋπόθεση ότι έχει εξασφαλισθεί η ολοσχερής καταβολή στο θεματοφύλακα της αξίας των μεριδίων. Αυτή η τιμή δημοσιεύεται στον ημερήσιο τύπο, την μεθεπομένη εργάσιμη ημέρα.

3. Κατά τη διάθεση των μεριδίων απαγορεύεται η σε βάρος του «Α.Κ.» χορήγηση πιστώσεως από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. ή το Θεματοφύλακα.

ΑΡΘΡΟ 7. ΕΞΑΓΟΡΑ ΜΕΡΙΔΙΩΝ

1. Η εξαγορά των μεριδίων, ύστερα από σχετική αίτηση του μεριδιούχου, είναι υποχρεωτική για την Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Στην αίτηση αναγράφεται ο αριθμός των εξαγοραζομένων μεριδίων. Η τιμή εξαγοράς είναι αυτή της ημέρας υποβολής της αιτήσεως του μεριδιούχου για την εξαγορά, που δημοσιεύεται την μεθεπομένη εργάσιμη ημέρα από τη λήψη της αιτήσεως. Το προϊόν εξαγοράς καταβάλλεται σε μετρητά από το Θεματοφύλακα, μέσα σε πέντε ημέρες από την υποβολή της αιτήσεως. Εφόσον έχει εκδοθεί τίτλος για τα εξαγοραζόμενα μερίδια, αυτός παραδίδεται από τον μεριδιούχο μαζί με την υποβολή της αιτήσεως και ακυρώνεται αμέσως από την Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Εάν, μετά την εξαγορά, υφίσταται υπόλοιπο μεριδίων, τα οποία αντιπροσωπεύονται στον ίδιο τίτλο μεριδίων, στο όνομα του ίδιου δικαιούχου (μερική εξαγορά μεριδίων), η Α.Ε.Δ.Α.Κ. δεν εκδίδει νέο τίτλο μεριδίων, για τα εναπομείναντα μερίδια, εκτός εάν ο δικαιούχος το ζητήσει εγγράφως.

2. Σε περίπτωση που ο κομιστής επιθυμεί μερική εξαγορά, θα πρέπει απαραίτητως να αναγράφει στην αίτηση τον ακριβή αριθμό μεριδίων που επιθυμεί να εξαγοραστούν.

3. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. μπορεί σε εξαιρετικές περιπτώσεις, όταν το επιβάλλουν οι περιστάσεις και όταν επιβάλλεται προς το συμφέρον των μεριδιούχων, κατόπιν αιτήσεώς της και σχετικής εγκρίσεως της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, να αναστείλει την εξαγορά μεριδίων για χρονικό διάστημα 3 μηνών, δυνάμενο να παραταθεί για άλλους 3 μήνες κατ' ανώτατο όριο.

4. Η αναστολή αυτή της εξαγοράς μεριδίων, και η λήξη ή η ανάκλησή της δημοσιεύονται σε δύο ημερήσιες πολιτικές και σε δύο ημερήσιες οικονομικές εφημερίδες των Αθηνών. Στην ανακοίνωση της αναστολής της εξαγοράς προσδιορίζεται και το χρονικό σημείο της λήξεώς της. Κατά τη διάρκεια της αναστολής της εξαγοράς των μεριδίων δεν επιτρέπεται η υποβολή από μεριδιούχους αιτήσεων εξαγοράς.

ΑΡΘΡΟ 8. ΠΡΟΜΗΘΕΙΕΣ – ΑΜΟΙΒΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΑ ΕΞΟΔΑ ΠΟΥ ΒΑΡΥΝΟΥΝ ΤΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΤΟΥΣ ΜΕΡΙΔΙΟΥΧΟΥΣ

Οι πάσης φύσεως αμοιβές, προμήθειες και λοιπά έξοδα που αναφέρονται στο παρόντα κανονισμό βαρύνουν είτε το ενεργητικό του «Α.Κ.» είτε τους μεριδιούχους του. Σ' αυτές περιλαμβάνονται οι εν συνεχεία ή/και όσες τυχόν άλλες οριστούν με διάταξη νόμου ή εγκύκλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς :

1. Προμήθειες, αμοιβές και λοιπά έξοδα που επιβαρύνουν τους μεριδιούχους του «Α.Κ.»:

α) Προμήθεια διαθέσεως μεριδίων «Α.Κ.» μέχρι 4%.

β) Προμήθεια εξαγοράς μεριδίων «Α.Κ.» μέχρι 2%.

Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. υποχρεούται να δημοσιεύσει το βασικό ποσοστό προμήθειας για τον υπολογισμό των τιμών εξαγοράς και διαθέσεως.

2. Προμήθειες, αμοιβές και λοιπά έξοδα που επιβαρύνουν το ενεργητικό του «Α.Κ.»:

α) Προμήθεια διαχειρίσεως στην οποία περιλαμβάνεται η αμοιβή της Α.Ε...Α.Κ., η αμοιβή του συμβούλου επενδύσεων ή/και του διαχειριστή του «Α.Κ.» που τους έχουν τυχόν ανατεθεί αντίστοιχα καθήκοντα, στη λήξη κάθε ημερολογιακού μήνα μέχρι 3% ετησίως, που υπολογίζεται στη μέση ημερήσια αξία του «Α.Κ.».

β) Προμήθεια θεματοφυλακής του «Α.Κ.», στην οποία περιλαμβάνεται η αμοιβή του Θεματοφύλακα και η αμοιβή κάθε τρίτου προσώπου που έχει στη φύλαξή του το σύνολο ή μέρος των στοιχείων του ενεργητικού του «Α.Κ.», μέχρι 0,20% ετησίως στη λήξη κάθε ημερολογιακού μήνα, που υπολογίζεται στη μέση ημερήσια αξία του «Α.Κ.».

γ) Αμοιβή των ορκωτών ελεγκτών, οι οποίοι ελέγχουν τις εκθέσεις του «Α.Κ.», σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 28 του ν.3283/2004.

δ) Έξοδα και προμήθειες συναλλαγών, που πραγματοποιούνται για λογαριασμό του «Α.Κ.».

ε) Έξοδα των προβλεπομένων δημοσιεύσεων από το ν. 3283/2004 που πραγματοποιούνται για λογαριασμό του «Α.Κ.».

στ) Έξοδα που αφορούν την υποχρεωτική από την κείμενη νομοθεσία ενημέρωση των μεριδιούχων του «Α.Κ.» και

ζ) Εισφορές που καταβάλλονται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ή/και σε οποιαδήποτε άλλη κατά νόμο αρμοδία αρχή για λογαριασμό του «Α.Κ.»

ΑΡΘΡΟ 9. ΔΙΑΝΟΜΗ ΚΕΡΔΩΝ

Οι πρόσοδοι του «Α.Κ.» από τόκους, μερίσματα και κέρδη από κλήρωση υπέρ το άρτιο, δύνανται να διανέμονται ετησίως στους μεριδιούχους, αφού προηγουμένως αφαιρεθεί το σύνολο των δαπανών της διαχειριστικής χρήσεως, που ορίζονται στο άρθρο 20 παρ.2α του ν. 3283/2004. Τα κέρδη από την πώληση στοιχείων του ενεργητικού του «Α.Κ.» διανέμονται στους μεριδιούχους, κατά την κρίση της Α.Ε...Α.Κ., εφόσον δεν εξουδετερώνονται από κεφαλαιακές ζημιές που έλαβαν χώρα μέχρι το τέλος της χρήσεως. Η διανομή των κερδών στους δικαιούχους θα γίνεται μέσα σε τρεις (3) μήνες από τη λήξη κάθε διαχειριστικής περιόδου, θα επενδύεται σε μερίδια «Α.Κ.» και θα δημοσιεύεται σχετική ανακοίνωση στον Τύπο. Η διανομή γίνεται σε όλους όσους ήταν κάτοχοι μεριδίων κατά την τελευταία ημέρα του διαχειριστικού έτους κατά το οποίο προέκυψαν τα κέρδη.

ΑΡΘΡΟ 10. ΣΥΝΕΛΕΥΣΗ ΜΕΡΙΔΙΟΥΧΩΝ ΚΑΙ ΔΙΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

1. Μεριδιούχοι που εκπροσωπούν τουλάχιστον το 1/10 των μεριδίων του «Α.Κ.» που κυκλοφορούν, έχουν δικαίωμα να ζητήσουν τη σύγκληση Συνελεύσεως των μεριδιούχων. Η αίτηση υποβάλλεται στην Α.Ε.Δ.Α.Κ., που είναι υποχρεωμένη να συγκαλέσει τη Συνέλευση των μεριδιούχων στην Αθήνα, μέσα σε τριάντα ημέρες από την ημέρα επιδόσεως της αιτήσεως. Η αίτηση περιέχει το αντικείμενο της ημερήσιας διατάξεως, που μπορεί να αναφέρεται στην παροχή πληροφοριών, από την Α.Ε...Α.Κ., για οποιοδήποτε θέμα συνδέεται άμεσα ή έμμεσα με τη διαχείριση του «Α.Κ.».

2. Εάν η αξία του καθαρού ενεργητικού του «Α.Κ.», μειωθεί κατά 6/10 κατά τα ειδικότερα οριζόμενα στο άρθρο 19 παρ. 3 του ν. 3283/2004, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να συγκαλέσει συνέλευση των μεριδιούχων με σκοπό τη λύση του «Α.Κ.».

3. Στην περίπτωση της προηγούμενης παραγράφου, χρέη εκκαθαριστή εκτελεί η Α.Ε.Δ.Α.Κ., υπό τον έλεγχο του Θεματοφύλακα. Μετά το πέρας της διαδικασίας διανομής, που διενεργείται σύμφωνα με τα άρθρα 798 – 804 του Αστικού Κώδικα, συντάσσεται ειδική έκθεση, η οποία υπογράφεται από ορκωτό ελεγκτή, κοινοποιείται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και τίθεται στη διάθεση των μεριδιούχων στα σημεία που διατίθενται τα μερίδιά του.

4. Από την ημέρα που η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς λαμβάνει απόφαση για τη σύγκληση συνελεύσεως και μέχρι τον τερματισμό της διαδικασίας διανομής της περιουσίας του «Α.Κ.», αναστέλλεται η εξαγορά μεριδίων του «Α.Κ.», όπως και η έκδοση και η διάθεση νέων μεριδίων.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ

ΠΙΝΑΚΑΣ ΙΙ.1 Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού την 01/09/2008

Α/Α	Μετοχικά Εσωτερικού	Ενεργητικό 1/9/2008	Δ% από 1/1/2008	Μερίδιο Αγοράς
1	INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	299.844.315,21	-36,78%	10,23%
2	ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	287.747.805,90	-36,55%	9,82%
3	ALPHA Blue Chips Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	282.108.807,96	-38,11%	9,63%
4	ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	277.633.754,69	-33,80%	9,47%
5	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχών Εσωτερικού	167.875.052,36	-31,85%	5,73%
6	ALPHA ETF FTSE Athex 20 Μετοχικό Εσωτερικού	116.749.243,87	-17,91%	3,98%
7	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	108.952.377,00	-27,15%	3,72%
8	HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	107.710.539,14	-26,00%	3,68%
9	INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού	105.958.984,15	-40,70%	3,62%
10	EUROBANK Value FTSE/ASE 20 Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού	95.098.322,18	-53,97%	3,25%
11	ΔΗΛΟΣ Small Cap (Μετοχικό Εσωτ.)	88.102.313,36	-38,10%	3,01%
12	ING Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	74.273.419,11	-36,00%	2,53%
13	MARFIN ΟΛΥΜΠΙΑ Μετοχικό Εσωτερικού	68.322.232,03	-36,00%	2,33%
14	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (Μετοχικό Εσωτ.)	64.705.875,34	-33,19%	2,21%
15	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού	57.463.273,54	-33,97%	1,96%
16	ALPHA TRUST (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	55.688.338,28	-27,78%	1,90%
17	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	50.119.545,33	-36,48%	1,71%

18	GENIKI EPIBLEGΜENΩN AΞIΩN MET. EΣΩT.	44.237.066,05	-28,27%	1,51%
19	ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής (Μετοχ. Εσωτ.)	31.574.874,11	-32,01%	1,08%
20	ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εσωτερικού	31.199.209,71	-32,45%	1,06%
21	ΔΗΛΟΣ Top-30 (Μετοχικό Εσωτερικού)	29.780.156,57	-47,15%	1,02%
22	ALPHA Athens Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού	29.658.388,29	-41,31%	1,01%
23	ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	27.617.619,49	-33,31%	0,94%
24	EUROBANK MIDCAP Private Sector 50 Index Fund Μετοχικό Εσωτ.	25.996.820,86	-54,93%	0,89%
25	ΔΗΛΟΣ Υποδομής & Κατασκευών (Μετοχικό Εσωτ.)	25.298.510,53	-36,65%	0,86%
26	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού FTSE 20 Index Fund	25.018.168,64	-19,90%	0,85%
27	Millennium Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	23.970.807,42	-31,97%	0,82%
28	Millennium Mid Cap Μετοχικό Εσωτερικού	23.677.721,05	-45,02%	0,81%
29	ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Μετοχικό Εσωτ.	23.274.388,19	-32,00%	0,79%
30	CitiFund Μετοχικό Εσωτερικού	22.258.032,37	-35,93%	0,76%
31	ING A/K Δυναμικών Επιχειρήσεων Μετοχικό Εσωτερικού	21.368.310,83	-37,05%	0,73%
32	INTERNATIONAL (Αναπτυξιακό Εσωτ.)	17.026.471,21	-32,32%	0,58%
33	ΚΥΠΡΟΥ Ελληνικό Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	16.539.870,91	-48,90%	0,56%
34	ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού	15.193.082,25	-26,36%	0,52%
35	ΕΡΜΗΣ Πρωτοπόρος Μετοχικό Εσωτερικού	14.934.048,78	-45,10%	0,51%
36	MARFIN ΑΘΗΝΑ Δυναμικό Μετοχών Εσωτερικού	14.610.761,41	-48,66%	0,50%
37	ΑΑΑΒ Α.Κ. Ελληνικό Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	13.888.145,85	-42,14%	0,47%
38	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	13.728.559,50	-34,93%	0,47%
39	HSBC Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης Μετοχών Εσωτερικού	13.696.156,85	-34,05%	0,47%
40	EUROBANK ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ Μετοχικό Εσωτερικού	12.679.877,67	-45,03%	0,43%
41	ΔΗΛΟΣ Χρηματοοικονομικών Εταιριών (Financial) (Μετοχικό Εσωτ.)	12.190.982,09	-43,64%	0,42%
42	PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού	11.272.517,12	-33,21%	0,38%
43	METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μετοχικό Εσωτερικού	11.226.332,22	-35,60%	0,38%
44	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Δυναμικών Επιχειρήσεων Μετοχικό Εσωτερικού	11.223.411,49	-53,33%	0,38%
45	ΔΗΛΟΣ Πληροφ.&Τεχνολ. (Hi-Tech) (Μετοχικό Εσωτ.)	7.489.331,13	-35,43%	0,26%
46	HSBC A/K TOP 20 Μετοχών Εσωτ.	7.307.953,72	-36,06%	0,25%
47	INTERNATIONAL Δυναμικών Εταιρειών Μετοχικό Εσωτερικού	7.157.285,92	-39,29%	0,24%
48	ALICO Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης	6.945.423,15	-35,78%	0,24%

49	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	6.364.065,45	-38,26%	0,22%
50	PROTON Μετοχικό Εσωτερικού	5.752.036,29	-16,31%	0,20%
51	INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών Μετοχικό Εσωτερικού	4.512.133,76	-40,11%	0,15%
52	ΑΑΑΒ Α.Κ. Blue Chip Μετοχών Εσωτερικού	2.830.361,06	-60,36%	0,10%
53	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ (ΜΕΣΑΙΑΣ & ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛ.) ΕΣΩΤ.	2.009.984,43	-33,40%	0,07%
54	ΕΛΛΗΝΙΚΗ TRUST Μετοχικό Εσωτερικού	1.910.126,18	-39,40%	0,07%
55	Π&Κ ATHENS TOP-20 Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού	1.559.573,96	-46,68%	0,05%
56	ALPHA TRUST OPPORTUNITIES Μετοχικό Εσωτερικού	1.544.567,59	-28,23%	0,05%
57	INTERLIFE Μετοχικό Εσωτερικού	1.520.129,82	-25,28%	0,05%
58	Attica Marathon Μετοχικό Εσωτερικού	1.085.901,21	-9,51%	0,04%
59	Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Μετοχικό Εσωτερικού	994.393,73	-26,12%	0,03%
60	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ ΑΚ Μετοχικό Εσωτ.	818.302,19	-25,49%	0,03%
	ΣΥΝΟΛΑ	2.930.477.758,31	-35,85%	100,00%

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

ΠΙΝΑΚΑΣ Π.2 Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού την 01/09/2008

A/A	Μετοχικά Εξωτερικού	1/9/2008	Δ% από 1/1/2008	Μερίδιο Αγοράς
1	Interamerican ΔΙΕΘΝΩΝ ΕΥΚΑΙΡΙΩΝ Μετοχικό Εξωτερικού	62.936.210,46	-30,56%	14,37%
2	EUROBANK US GROWTH Μετοχικό Εξωτερικού	48.087.918,20	-19,96%	10,98%
3	ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτ.)	45.621.096,36	-30,24%	10,42%
4	EUROBANK Δυναμικό Ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού	42.460.266,59	-41,73%	9,70%
5	ING A/K Global Μετοχικό Εξωτερικού	35.551.403,23	-20,08%	8,12%
6	ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Μετοχικό Εξωτ.)	23.611.680,28	-20,21%	5,39%
7	EUROBANK Ευκαιριών Νοτιοανατολικής Ευρώπης Μετοχικό Εξωτ.	21.861.605,15	-49,59%	4,99%
8	ALPHA Select Νοτιο-Ανατολικής Ευρώπης Μετοχικό Εξωτερικού	20.727.242,78	-48,08%	4,73%
9	HSBC Πανευρωπαϊκό (Μετοχικό Εξωτ.)	17.311.453,43	-40,56%	3,95%
10	Interamerican ΕΥΡΩΠΗ Μετοχικό Εξωτερικού	13.752.186,25	-43,85%	3,14%
11	ALPHA Europe Μετοχικό Εξωτερικού	12.583.137,73	-38,47%	2,87%
12	HSBC Αναδυομένων Αγορών (Μετοχικό Εξωτ.)	11.957.789,63	-40,22%	2,73%
13	MARFIN Global Μετοχικό Εξωτερικού	10.226.584,89	-6,36%	2,34%
14	HSBC American Equity Μετοχικό Εξωτερικού	8.477.858,66	0,10%	1,94%
15	ATE US ΜΕΤΟΧΙΚΟ Εξωτερικού	7.212.425,71	-13,15%	1,65%
16	ΕΛΛΗΝΙΚΗ TRUST Κυπριακό Μετοχικό Εξωτερικού	5.620.446,04	-42,87%	1,28%
17	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ European Opportunities Μετοχικό Εξωτερικού	4.450.939,36	-22,17%	1,02%
18	ALPHA Global Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχικό Εξωτερικού	4.325.755,72	-28,74%	0,99%
19	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Global Opportunities Μετοχικό Εξωτερικού	4.185.472,09	-12,79%	0,96%
20	ALLIANZ A/K MILLENNIUM EMEA Μετοχών Εξωτερικού	4.005.525,91	-58,73%	0,91%
21	Interamerican US Μετοχικό Εξωτερικού	4.001.062,17	-23,23%	0,91%
22	ALPHA US Μετοχικό Εξωτερικού	3.970.350,74	-14,38%	0,91%

23	OXYGEN Balkan Fund A/K Μετοχικό Εξωτερικού	3.002.767,89	0,09%	0,69%
24	ALPHA TRUST EMERGING EUROPE (Μετοχικό Εξωτερικού)	2.951.048,38	-20,87%	0,67%
25	Millennium Eurozone Μετοχικό Εξωτερικού	2.591.629,69	-25,89%	0,59%
26	ALPHA Ναυτιλία Μετοχικό Εξωτερικού	2.569.404,11	-4,71%	0,59%
27	ΕΛΛΗΝΙΚΗ TRUST Μετοχικό Εξωτερικού	2.121.152,16	-29,65%	0,48%
28	ΑΤΕ EUROZONE Μετοχικό Εξωτερικού	1.900.731,18	-20,76%	0,43%
29	MARFIN Emerging Markets Europe Μετοχικό Εξωτερικού	1.814.305,21	-34,83%	0,41%
30	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ American Opportunities Μετοχικό Εξωτερικού	1.682.379,94	40,20%	0,38%
31	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ GROWTH Μετοχικό Εξωτερικού	1.543.582,59	-21,28%	0,35%
32	Millennium America US Μετοχικό Εξωτερικού	1.501.711,51	13,29%	0,34%
33	ΑΑΑΒ Α.Κ. Ευρωπαϊκών Μετοχών Εξωτερικού	1.422.800,73	-31,28%	0,32%
34	Attica Real Estate Μετοχικό Εξωτερικού	1.025.327,88	-14,56%	0,23%
35	ΑΑΑΒ Α.Κ. Αμερικανικών Αγορών Εξωτερικού	758.864,62	-52,77%	0,17%

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών