



ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ  
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

Διπλωματική Εργασία

**ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ FUNDS OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ**

**ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

Του

**ΝΤΟΚΟΥ ΔΗΜΗΤΡΙΟΥ**

Επιβλέπων Καθηγητής: Νούλας Αθανάσιος

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού

Διπλώματος στην

Λογιστική και Χρηματοοικονομική

Οκτώβριος 2018

Αφιερώνεται στην οικογένειά μου

## Ευχαριστίες

Αισθάνομαι την ανάγκη να ευχαριστήσω το σύνολο των διδασκόντων του τμήματος της Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής και κυρίως, τον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Αθανάσιο Νούλα για την σημαντική βοήθεια, την άψογη συνεργασία και την καθοδήγηση που μου παρείχε τόσο στην εκπόνηση της παρούσας διπλωματικής εργασίας όσο και κατά την διάρκεια των προπτυχιακών και μεταπτυχιακών σπουδών μου.

Επίσης, θέλω να ευχαριστήσω την οικογένειά μου, τους φίλους και τους συνεργάτες μου που βρίσκονται συνεχώς δίπλα μου, με στηρίζουν, με εμπυχώνουν, με συμβουλεύουν και πιστεύουν στις δυνατότητές μου.

Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω όλους όσους συνέβαλαν με οποιονδήποτε τρόπο στην επιτυχή ολοκλήρωση αυτής της διπλωματικής εργασίας.

## Περίληψη

Τις τελευταίες δεκαετίες παρατηρείται, σε διεθνές επίπεδο, σημαντική αύξηση των επενδύσεων σε αμοιβαία κεφάλαια, τα οποία αποτελούν μία από τις πλέον δημοφιλείς επενδυτικές επιλογές και συμβάλλουν στην ανάπτυξη των αγορών χρήματος και κεφαλαίου. Η δυνατότητα επένδυσης σε πληθώρα κινητών αξιών, συντελεί στην διασπορά του κινδύνου και στην δημιουργία διαφοροποιημένων χαρτοφυλακίων. Στην παρούσα διπλωματική εργασία επιχειρείται η καλύτερη κατανόηση των αμοιβαίων κεφαλαίων, των χαρακτηριστικών τους, του τρόπου που λειτουργούν και των μεθόδων αξιολόγησής τους. Παρουσιάζεται η πορεία της διεθνούς και της ελληνικής αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων, αναλύθηκαν οι τάσεις που υπάρχουν διεθνώς, καθώς και οι διαφορές εγχώριας και διεθνούς αγοράς. Παράλληλα, εκπονήθηκε πρακτική εφαρμογή στην αξιολόγηση και κατάταξη των ελληνικών funds of funds μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων για την περίοδο 21/10/2013-18/10/2018. Τα εξεταζόμενα αμοιβαία κεφάλαια στο σύνολό τους είχαν μεγαλύτερη απόδοση και μικρότερο κίνδυνο από τον γενικό δείκτη του χρηματιστηρίου, ο οποίος αποτελεί το χαρτοφυλάκιο αγοράς στην παρούσα μελέτη. Η αξιολόγηση της επίδοσης και η κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων έγινε με την βοήθεια των δεικτών Treynor και Sharpe, οι οποίοι οδήγησαν σε παρόμοια αποτελέσματα κατάταξης.

## **Abstract**

Mutual funds are among the most popular investment options and contribute to the development of markets. During the last decades the invested money in mutual funds all over the world have been steadily rising. Investing in a variety of securities enables the dispersion of risk and the diversification of the portfolio. This thesis analyzes the characteristics and the evaluation methods of mutual funds. In order to achieve this, the development of the market of international and Greek mutual funds is presented, the trends are examined and the differences between Greek and global market are demonstrated. Furthermore an empirical study based on Treynor and Sharp methods is carried out for the evaluation and classification of the Greek equity funds of funds that were negotiated in the Greek stock exchange in the period between 21/10/2013 and 18/10/2018. All of the examined mutual funds have succeeded better performance than the market portfolio. Besides the ranking resulting from each indicator seem to be similar to each other.

## Πίνακας περιεχομένων

Κατάλογος των πινάκων .....	viii
Κατάλογος των διαγραμμάτων.....	ix
Εισαγωγή.....	1
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 : ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ ΣΥΛΛΟΓΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΚΙΝΗΤΕΣ ΑΞΙΕΣ (Ο.Σ.Ε.Κ.Α.) .....</b>	<b>3</b>
1.1 Ορισμός.....	3
1.2 Κατηγορίες ΟΣΕΚΑ.....	4
1.2.1 Αμοιβαίο Κεφάλαιο .....	4
1.2.2 Ανώνυμη Εταιρία Επενδύσεων Μεταβλητού Κεφαλαίου (ΑΕΕΜΚ) .....	5
1.2.3 Εταιρία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (ΕΕΧ) .....	6
1.3 Χαρακτηριστικά ΟΣΕΚΑ.....	7
1.4 Επιτρεπόμενες επενδύσεις ΟΣΕΚΑ .....	8
1.5 Επενδυτικές δυνατότητες και περιορισμοί ΟΣΕΚΑ .....	9
1.6 Κατηγορίες ΟΣΕΚΑ με βάση την επενδυτική τους πολιτική .....	10
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ .....</b>	<b>12</b>
2.1 Ορισμός.....	12
2.2 Βασικές έννοιες.....	12
2.3 Πλεονεκτήματα αμοιβαίων κεφαλαίων .....	15
2.4 Κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων.....	17
2.4.1 Γεωγραφική κατηγοριοποίηση.....	17
2.4.2 Επενδυτική κατηγοριοποίηση .....	18
2.5 Διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια (ΔΑΚ).....	21
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : ΠΟΡΕΙΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....</b>	<b>24</b>
3.1 Ιστορική Αναδρομή .....	24
3.2 Εξέλιξη των αμοιβαίων κεφαλαίων διεθνώς.....	25
3.3 Εξέλιξη των αμοιβαίων κεφαλαίων την Ελλάδα .....	31
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....</b>	<b>38</b>
4.1 Απόδοση και κίνδυνος αμοιβαίων κεφαλαίων .....	38
4.1.1 Μέτρηση της απόδοσης .....	38
4.1.2 Μέτρηση κινδύνου .....	39
4.2 Μέθοδοι αξιολόγησης αμοιβαίων κεφαλαίων.....	41
4.2.1 Ο δείκτης Treynor .....	41
4.2.2 Ο δείκτης Sharpe .....	43
4.2.3 Ο δείκτης Jensen.....	44

<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 : ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ</b> .....	46
5.1 Στόχος μελέτης.....	46
5.2 Περιγραφή δείγματος .....	46
5.3 Μεθοδολογία μελέτης .....	47
5.4 Αποτελέσματα μελέτης .....	48
5.4.1 Απόδοση αμοιβαίων κεφαλαίων .....	49
5.4.2 Κίνδυνος αμοιβαίων κεφαλαίων.....	50
5.4.3 Συντελεστής μεταβλητότητας αμοιβαίων κεφαλαίων .....	51
5.4.4 Συστηματικός κίνδυνος αμοιβαίων κεφαλαίων .....	53
5.4.5 Δείκτης αξιολόγησης Treynor .....	54
5.4.6 Δείκτης αξιολόγησης Sharpe.....	56
Συμπεράσματα .....	58
Βιβλιογραφία.....	62

## Κατάλογος των πινάκων

Πίνακας 3-1: Συνολική αξία ενεργητικού αμοιβαίων κεφαλαίων ανά χώρα (ποσά σε εκατομμύρια ευρώ) .....	28
Πίνακας 3-2: Αξία ενεργητικού ΑΚ σε δις. Ευρώ .....	31
Πίνακας 3-3: Συνολικός αριθμός αμοιβαίων κεφαλαίων και ενεργητικού ανά εταιρεία στις 28/09/2018.....	33
Πίνακας 3-4: Ενεργητικό και μερίδια αγοράς Funds of Funds στις 28/09/2018 .....	34
Πίνακας 3-5: Funds of Funds Μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια 28/09/2018 .....	35
Πίνακας 5-1: Εξεταζόμενα Funds of Funds Μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια .....	47
Πίνακας 5-2: Μέση μηνιαία απόδοση αμοιβαίων κεφαλαίων .....	49
Πίνακας 5-3: Τυπική απόκλιση αμοιβαίων κεφαλαίων και χαρτοφυλακίου αναφοράς .....	50
Πίνακας 5-4: Μέση απόδοση, τυπική απόκλιση και συντελεστής μεταβλητότητας αμοιβαίων κεφαλαίων και γενικού δείκτη.....	51
Πίνακας 5-5: Συντελεστής μεταβλητότητας αμοιβαίων κεφαλαίων .....	52
Πίνακας 5-6: Συστηματικός κίνδυνος αμοιβαίων κεφαλαίων .....	54
Πίνακας 5-7: Κατάταξη αμοιβαίων κεφαλαίων σύμφωνα με τον δείκτη Treynor .....	55
Πίνακας 5-8: Κατάταξη αμοιβαίων κεφαλαίων σύμφωνα με τον δείκτη SHARPE .....	56



## Κατάλογος των διαγραμμάτων

Διάγραμμα 3-1: Η παγκόσμια πορεία των αμοιβαίων κεφαλαίων την περίοδο 2008-2017 .....	26
Διάγραμμα 3-2: Γεωγραφικές τάσεις στο ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων (σε τρισ. ευρώ).....	27
Διάγραμμα 3-3: Παγκόσμια αξία ενεργητικού ανά κατηγορία αμοιβαίου κεφαλαίου (Q2 2018) .....	29
Διάγραμμα 3-4: Χώρες με τις μεγαλύτερες επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια (Q2 2018) .....	30
Διάγραμμα 3-5: Χώρες με τις υψηλότερες επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια – Κατάταξη Ευρωπαϊκών χωρών (Q2 2018) .....	30
Διάγραμμα 3-6: Διαχρονική πορεία ενεργητικού ΑΚ σε δις. ευρώ.....	32
Διάγραμμα 3-7: Σύνθεση συνολικής αγοράς ΟΣΕΚΑ ανά κατηγορία την 30/09/2018 .....	32
Διάγραμμα 3-8: Μερίδια αγοράς Funds of Funds στις 28/09/2018 .....	35

## Εισαγωγή

Η αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων αποτελεί σημαντικό τμήμα της χρηματοοικονομικής αγοράς. Η ζήτηση και η δημοτικότητά τους έχει αυξηθεί σημαντικά τις τελευταίες δεκαετίες και καθίστανται πλέον από τις πλέον δημοφιλείς επενδυτικές επιλογές. Η σημαντική ανάπτυξή τους οφείλεται σε μεγάλο βαθμό και στα πλεονεκτήματα τα οποία προσφέρουν στους επενδυτές, ο οποίοι μέσω των αμοιβαίων κεφαλαίων προσπαθούν να διαφοροποιήσουν τα χαρτοφυλάκια τους και να επιτύχουν υψηλότερες αποδόσεις για δεδομένα επίπεδα κινδύνου.

Οι κατηγορίες των αμοιβαίων κεφαλαίων ποικίλουν, ανάλογα με τον κίνδυνο και την δυνητική απόδοση που υπόσχονται στους επενδυτές. Καλύπτουν, επομένως, το μεγαλύτερο μέρος του επενδυτικού κοινού και προσελκύουν συνεχώς νέα κεφάλαια. Το ενδιαφέρον για τα αμοιβαία κεφάλαια ενισχύεται από την αβεβαιότητα και τις μεταβαλλόμενες συνθήκες που επικρατούν στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Η ανοδική πορεία και η ανάπτυξη των αμοιβαίων κεφαλαίων, έχουν ωθήσει πολλούς ερευνητές να ασχοληθούν με την ανάπτυξη κατάλληλων μεθοδολογιών μέτρησης της επίδοσής τους.

Αντικειμενικός σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η κατανόηση των χαρακτηριστικών των αμοιβαίων κεφαλαίων, των πλεονεκτημάτων που προσφέρουν στο επενδυτικό κοινό, της κατηγοριοποίησής τους και των μεθόδων μέτρησης της απόδοσης και του κινδύνου. Επίσης, πραγματοποιείται αξιολόγηση και κατάταξη των ελληνικών funds of funds μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων.

Η παρούσα εργασία αποτελείται από πέντε κεφάλαια. Στο πρώτο κεφάλαιο αναλύεται η έννοια του θεσμού των Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ). Παρουσιάζονται τα βασικά τους χαρακτηριστικά, η κατηγοριοποίησή τους, οι επιτρεπόμενες επενδύσεις, καθώς και οι περιορισμοί που έχουν θεσπιστεί από την νομοθεσία αναφορικά με τις επενδυτικές τους δυνατότητες.

Στο δεύτερο κεφάλαιο αρχικά αναλύονται τα βασικά χαρακτηριστικά των αμοιβαίων κεφαλαίων και τα πλεονεκτηματά τους. Στη συνέχεια αναφέρονται οι

διάφορες κατηγορίες των αμοιβαίων κεφαλαίων και γίνεται μία περιγραφή των χαρακτηριστικών των Διαπραγματεύσιμων Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΔΑΚ).

Το τρίτο κεφάλαιο περιλαμβάνει σχετικά με την πορεία των αμοιβαίων κεφαλαίων στην διεθνή και στην ελληνική αγορά. Παρατίθεται μία σύντομη ιστορική αναδρομή για την εμφάνιση και την εξέλιξη του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων. Στην συνέχεια παρουσιάζεται η πορεία του συνολικού ενεργητικού, οι χώρες που συγκεντρώνουν τις περισσότερες επενδύσεις καθώς και τα μερίδια αγοράς ανά κατηγορία αμοιβαίου κεφαλαίου. Στη συνέχεια, γίνεται αναφορά στην πορεία της αξίας του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων στην χώρα μας, στην σύνθεση της συνολικής αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων ανά κατηγορία και στα μερίδια αγοράς των Ανωνύμων Εταιρειών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ) που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα. Στο τέλος του κεφαλαίου, αναφέρονται τα αμοιβαία κεφάλαια της κατηγορίας funds of funds μετοχικά καθώς και το μερίδιο αγοράς του κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου.

Στο τέταρτο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας, παρουσιάζονται οι τρόποι μέτρησης της απόδοσης και του κινδύνου των αμοιβαίων κεφαλαίων. Αναλύονται οι μέθοδοι αξιολόγησης της επίδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων Treynor, Sharpe και Jensen, οι οποίοι είναι οι πλέον διαδεδομένοι και προτιμώνται από τους περισσότερους ερευνητές.

Το πέμπτο και τελευταίο κεφάλαιο, περιλαμβάνει την εμπειρική μελέτη στα ελληνικά funds of funds μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια για την περίοδο 21/10/2013-18/10/2018. Υπολογίζεται η απόδοση και ο κίνδυνος των αμοιβαίων κεφαλαίων και της αγοράς για το εξεταζόμενο χρονικό διάστημα και κατατάσσονται τα αμοιβαία κεφάλαια σύμφωνα με τον συντελεστή μεταβλητότητάς τους. Στην συνέχεια γίνεται αξιολόγηση της επίδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων σύμφωνα με τους δείκτες Treynor και Sharpe, καθώς και κατάταξη με βάση τα αποτελέσματα των συγκεκριμένων δεικτών. Στο τέλος της εργασίας συνοψίζονται τα κύρια σημεία της και τα συμπεράσματα της μελέτης που διενεργήθηκε.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 : ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ ΣΥΛΛΟΓΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΚΙΝΗΤΕΣ ΑΞΙΕΣ (Ο.Σ.Ε.Κ.Α.)

## 1.1 Ορισμός

Οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ) αποτελούν σημαντικό παράγοντα ανάπτυξης της οικονομίας και των κεφαλαιαγορών. Πρόκειται για οργανισμούς που χαρακτηρίζονται από τη μεγάλη αξία της συλλογικής διαχείρισης των επενδύσεων μεγάλου αριθμού επενδυτών (Βασιλικού, 2015).

Ως ΟΣΕΚΑ ορίζεται ο οργανισμός α) ο οποίος έχει ως μοναδικό σκοπό να επενδύει συλλογικά τα κεφάλαια που συγκεντρώνει από το κοινό σε κινητές αξίες ή/και σε άλλα ευχερώς ρευστοποιήσιμα χρηματοπιστωτικά στοιχεία, του οποίου η λειτουργία βασίζεται στην αρχή της κατανομής των κινδύνων, και β) του οποίου τα μερίδια, ύστερα από αίτηση των μεριδιούχων, εξαγοράζονται ή εξοφλούνται, άμεσα ή έμμεσα, με στοιχεία του ενεργητικού του οργανισμού αυτού. Προς αυτές τις εξαγορές ή εξοφλήσεις εξομοιώνονται οι ενέργειες ενός ΟΣΕΚΑ που στοχεύουν στο να μην αποκλίνει αισθητά η χρηματιστηριακή τιμή των μεριδίων του από την καθαρή αξία του ενεργητικού του (Άρθρο 2, Ν. 4099/2012).

Μέσω των ΟΣΕΚΑ δίνεται η δυνατότητα σε έναν πολύ μεγάλο αριθμό επενδυτών να έχει πρόσβαση στη λειτουργία των αγορών χρήματος και κεφαλαίου και να συμμετέχει σε αυτές. Επίσης, παρέχοντας εξειδικευμένα προϊόντα οι ΟΣΕΚΑ συμβάλλουν στη διαχείριση των διαθεσίμων των φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης.

Ο νομοθέτης σε ευρωπαϊκό επίπεδο έχει επιλέξει μια σειρά ειδικών χαρακτηριστικών προκειμένου ο ΟΣΕΚΑ να αποτελεί ένα επενδυτικό προϊόν «ευρείας» κυκλοφορίας, και να έχει τα ίδια ακριβώς χαρακτηριστικά σε όλα τα κράτη-μέλη της ΕΕ. Στην Ελλάδα οι ΟΣΕΚΑ μπορούν να λάβουν καταστατική μορφή Ανώνυμης Εταιρίας Επενδύσεων Μεταβλητού Κεφαλαίου (ΑΕΕΜΚ), η οποία εκδίδει μετοχές, ή συμβατική μορφή αμοιβαίου κεφαλαίου που εκδίδει μερίδια τα οποία διαχειρίζεται η Ανώνυμη Εταιρία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ). Η σύσταση και λειτουργία της ΑΕΔΑΚ και του αμοιβαίου κεφαλαίου διέπονται από τον ν. 4099/2012, καθώς και από τις κανονιστικές αποφάσεις της Επιτροπής

Κεφαλαιαγοράς. Το αμοιβαίο κεφάλαιο είναι η συνήθης μορφή που λαμβάνει ο ΟΣΕΚΑ που αδειοδοτείται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

## **1.2 Κατηγορίες ΟΣΕΚΑ**

Οι ΟΣΕΚΑ διακρίνονται σε «ανοικτού τύπου» και «κλειστού τύπου». Οι ΟΣΕΚΑ «ανοικτού τύπου» μπορούν να λάβουν την μορφή είτε Αμοιβαίων Κεφαλαίων (τα οποία διαχειρίζονται οι ΑΕΔΑΚ), είτε Ανωνύμων Εταιριών Επενδύσεων Μεταβλητού Κεφαλαίου (ΑΕΕΜΚ). Οι ΟΣΕΚΑ «κλειστού τύπου» μπορούν να λάβουν την μορφή Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (ΕΕΧ).

### **1.2.1 Αμοιβαίο Κεφάλαιο**

Ο ΟΣΕΚΑ που έχει τη μορφή αμοιβαίου κεφαλαίου είναι μια ομάδα περιουσίας που αποτελείται από κινητές αξίες, μέσα χρηματαγοράς και μετρητά τα οποία ανήκουν εξ αδιαιρέτου σε περισσότερους του ενός μεριδιούχους. Το αμοιβαίο κεφάλαιο δεν αποτελεί νομικό πρόσωπο και οι μεριδιούχοι του εκπροσωπούνται από την εταιρία διαχείρισης, δηλαδή την ΑΕΔΑΚ. Η ΑΕΔΑΚ οφείλει να έχει αρχικό μετοχικό κεφάλαιο 500.000 ευρώ, αδειοδοτείται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σύμφωνα με τον ν. 4099/2012 και εποπτεύεται από αυτή.

Το αμοιβαίο κεφάλαιο συγκροτείται από μια ΑΕΔΑΚ, με καταβολή αρχικού ενεργητικού τουλάχιστον 300.000 ευρώ σε θεματοφύλακα στην Ελλάδα, και αφού λάβει άδεια λειτουργίας από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς διατίθεται στο κοινό μέσω δικτύου διανομής, το οποίο μπορεί να είναι τραπεζικό ή ασφαλιστικό.

Η επένδυση σε αμοιβαία κεφάλαια παρουσιάζει τα εξής χαρακτηριστικά (Βασιλικού, 2015):

- Διαφοροποίηση κινδύνου μέσω της διασποράς των τοποθετήσεων σε αγορές αξιογράφων διαφορετικού τύπου
- Δυνατότητα πρόσβασης σε αγορές και σε προϊόντα στα οποία η μεμονωμένη πρόσβαση είναι αδύνατη στον ιδιώτη επενδυτή
- Πρόσβαση στις αγορές της Ελλάδας και του εξωτερικού

- Επαγγελματική διαχείριση του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου που εξασφαλίζει την ορθολογική λήψη επενδυτικών αποφάσεων.
- Δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης της συμμετοχής του (εντός (5) πέντε ημερών)
- Διασφάλιση και διακριτή φύλαξη της περιουσίας του αμοιβαίου κεφαλαίου από τον θεματοφύλακα
- Ίση μεταχείριση επενδυτών (εξαγορά και διάθεση στην ίδια τιμή)
- Διαφάνεια στις επενδύσεις του αμοιβαίου (αναλυτικός πίνακας επενδύσεων διαθέσιμος στο κοινό ανά τρίμηνο) και στην ενημέρωση του επενδυτή μέσω της δυνατότητας καθημερινής παρακολούθησης της αξίας της επένδυσής του
- Διαφάνεια στο κόστος. Σύμφωνα με το νόμο η διαχείριση κάθε Αμοιβαίου Κεφαλαίου έχει έξοδα που επιβαρύνουν το ενεργητικό του (αμοιβή θεματοφύλακα, υποχρεωτικές δημοσιεύσεις, έξοδα χρηματιστηριακών συναλλαγών κ.λπ.), καθώς και την αμοιβή διαχείρισης της κοινής περιουσίας που χρεώνει η ΑΕΔΑΚ. Όλες οι πληροφορίες σχετικά με τις προμήθειες και τα έξοδα που επιβαρύνουν το κάθε Αμοιβαίο Κεφάλαιο βρίσκονται στο Ενημερωτικό του Δελτίο και στο έντυπο "Βασικές Πληροφορίες για τους Επενδυτές" το οποίο υποχρεωτικά παρέχεται.

### **1.2.2 Ανώνυμη Εταιρία Επενδύσεων Μεταβλητού Κεφαλαίου (ΑΕΕΜΚ)**

Ο ΟΣΕΚΑ που έχει τη μορφή ΑΕΕΜΚ, έχει ως αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση του δικού του χαρτοφυλακίου και δεν επιτρέπεται να αναλαμβάνει τη διαχείριση περιουσιακών στοιχείων για λογαριασμό τρίτου. Επιτρέπεται η σύσταση περισσότερων του ενός (1) επενδυτικών τμημάτων σε ΑΕΕΜΚ (Άρθρο 4, Ν. 4099/2012). Η ΑΕΕΜΚ μπορεί να είναι αυτοδιαχειριζόμενη ή να αναθέσει τη διαχείρισή της σε ΑΕΔΑΚ ελληνική ή άλλης χώρας της ΕΕ.

Η ΑΕΕΜΚ έχει αρχικό μετοχικό κεφάλαιο 300.000 ευρώ (ή 800.000 ευρώ αν είναι αυτοδιαχειριζόμενη). Η φύλαξη των στοιχείων του ενεργητικού της ανατίθεται σε θεματοφύλακα με τις ίδιες προϋποθέσεις που ισχύουν και για το αμοιβαίο κεφάλαιο. Η συγκεκριμένη μορφή ΟΣΕΚΑ είναι πολύ διαδεδομένη σε αρκετές χώρες

της ΕΕ με τις ονομασίες SiCAV (Société d'Investissement à Capital Variable) και FCP (Fonds Commun de Placement).

#### **1.2.2.1 SiCAV**

Η SiCAV είναι ανώνυμη εταιρία η οποία έχει ως κύριο αντικείμενό της την διαχείριση χαρτοφυλακίου κινητών αξιών. Το εταιρικό κεφάλαιο της είναι κυμαινόμενο ανάλογα με την είσοδο ή την έξοδο μετοχών και την αποτίμηση του χαρτοφυλακίου της. Η φύλαξη του χαρτοφυλακίου ανατίθεται σε τράπεζες, οι οποίες αποτελούν τον θεματοφύλακα και η διοίκηση της εταιρίας γίνεται από το διοικητικό της συμβούλιο.

#### **1.2.2.2 FCP**

Η συγκεκριμένη κατηγορία οργανισμών έχει ως χαρακτηριστικό την αναγνώριση υπέρ των μεριδιούχων δικαιώματος να διαδραματίζουν ενεργό ρόλο στην λειτουργία τους. Η σύνθεση του ενεργητικού τους καθορίζεται από ειδικούς κανόνες, οι οποίοι είναι άλλοτε πιο αυστηροί κι άλλοτε πιο ελαστικοί σε σχέση με αυτούς που ισχύουν για του οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων του κοινού δικαίου.

#### **1.2.3 Εταιρία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (ΕΕΧ)**

Η Εταιρία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου είναι ανώνυμη εταιρία που έχει ως αποκλειστικό σκοπό την διαχείριση του χαρτοφυλακίου της. Η νομική μορφή της ανώνυμης εταιρίας σημαίνει πως το κεφάλαιό της διατηρείται σταθερό (εκτός από την περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου) και για τον λόγο αυτό ονομάζεται «εταιρία επενδύσεων κλειστού τύπου». Αντλεί κεφάλαια μέσω του Χρηματιστηρίου, τα οποία στην συνέχεια τοποθετούνται ενδεικτικά σε κινητές αξίες διαπραγματεύσιμες στην ελληνική και στην διεθνή αγορά, σε μερίδια ΟΣΕΚΑ και σε παράγωγα.

Η ΑΕΕΧ έχει ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο 500.000 ευρώ, συστήνεται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και εισάγεται υποχρεωτικά στο Χρηματιστήριο Αθηνών με δημόσια προσφορά ύψους τουλάχιστον 10 εκατ. ευρώ. Ο

επενδυτής μπορεί να αποκτήσει μετοχές των ΑΕΕΧ κατά τη Δημόσια Εγγραφή και εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο ή στο πλαίσιο της καθημερινής τους διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Οι μετοχές των εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου αποτιμώνται καθημερινά μέσω του χρηματιστηρίου.

Η ΑΕΕΧ διανέμει κατά κανόνα κάθε χρόνο στους μετόχους της ένα μέρος των καθαρών κερδών της σύμφωνα με τις διατάξεις που ισχύουν για τις Ανώνυμες Εταιρίες. Το ύψος των κερδών μιας ΑΕΕΧ θα καθορίσει το μέρισμα που θα εισπραχθεί (Βασιλικού, 2015).

Οι ΑΕΕΧ φορολογούνται σύμφωνα με τις διατάξεις του ν. 3371/2005 και της παραγράφου 4 του άρθρου 15 του ν. 3522/2006 και υποχρεούνται σε καταβολή φόρου, ο συντελεστής του οποίου ορίζεται σε δέκα τοις εκατό (10%) επί του εκάστοτε ισχύοντος επιτοκίου παρέμβασης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (επιτοκίου αναφοράς) προσαυξανόμενου κατά μία (1) ποσοστιαία μονάδα. Ο φόρος υπολογίζεται επί του εξαμηνιαίου μέσου όρου των επενδύσεών τους, πλέον των διαθεσίμων σε τρέχουσες τιμές.

### **1.3 Χαρακτηριστικά ΟΣΕΚΑ**

Οι ΟΣΕΚΑ στην ελληνική αγορά παρουσιάζουν τα ακόλουθα χαρακτηριστικά (Ένωση Θερμικών Επενδυτών):

- Επαγγελματική διαχείριση του ενεργητικού του ΟΣΕΚΑ που εξασφαλίζει την ορθολογική λήψη επενδυτικών αποφάσεων.
- Διασπορά των επενδύσεων σε αγορές αξιογράφων διαφορετικού τύπου.
- Καθημερινή παρακολούθηση της αξίας της επενδύσεώς του από τις σχετικές στήλες του Τύπου στον οποίο υποχρεωτικά δημοσιεύεται η ημερήσια αποτίμηση του ενεργητικού του ΟΣΕΚΑ.
- Δυνατότητα αμέσου ρευστοποιήσεως της συμμετοχής του (εντός 5 ημερών).
- Πρόσβαση στις μεγαλύτερες αγορές της Ελλάδας και του εξωτερικού.
- Διαπραγματευτική δύναμη που παρέχει ο όγκος του ενεργητικού του ΟΣΕΚΑ.



- Διαφάνεια διαχειρίσεως για την οποία μεριμνά η σχετική νομοθεσία και οι έλεγχοι των επενδυτικών οργάνων.
- Διασφάλιση και φύλαξη της περιουσίας του ΟΣΕΚΑ από τον θεματοφύλακα.
- Κοινός λογαριασμός. Τα μερίδια μπορούν να εκδίδονται σε κοινό λογαριασμό δύο ή περισσότερων προσώπων.
- Κληρονομούνται, και μεταβιβάζονται μόνο μεταξύ συζύγων ή συγγενών πρώτου και δεύτερου βαθμού σε ευθεία γραμμή.
- Είναι δυνατή η ενεχυρίαση των μεριδίων για λήψη δανείου.
- Η φορολογική υποχρέωση του επενδυτή περιορίζεται μόνο στο φόρο που επιβάλλεται επί του ενεργητικού του ΟΣΕΚΑ.

#### **1.4 Επιτρεπόμενες επενδύσεις ΟΣΕΚΑ**

Οι επενδύσεις του ΟΣΕΚΑ επιτρέπεται να πραγματοποιούνται αποκλειστικά σε ένα ή περισσότερα από τα ακόλουθα στοιχεία (Ν.4099/2012):

- Κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς που γίνονται δεκτά ή αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη αγορά στην Ελλάδα ή σε άλλο κράτος-μέλος.
- Νεοεκδιδόμενες κινητές αξίες, υπό την προϋπόθεση ότι οι όροι έκδοσης περιλαμβάνουν την υποχρέωση υποβολής αίτησης για εισαγωγή σε χρηματιστήριο αξιών ή σε άλλη αγορά και η εισαγωγή αυτή πραγματοποιείται εντός ενός (1) έτους από την έκδοση.
- Μερίδια ΟΣΕΚΑ εγκεκριμένων βάσει του ν.4099/2012 ή της Οδηγίας 2009/65/ΕΚ, ή μερίδια άλλων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων, με την προϋπόθεση ότι πληρούνται οι προϋποθέσεις της ισχύουσας νομοθεσίας.
- 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 το πιστωτικό ίδρυμα έχει την καταστατική έδρα του σε τρίτο κράτος, εφόσον το πιστωτικό ίδρυμα υπόκειται σε καθεστώς προληπτικής εποπτείας

το οποίο θεωρείται τουλάχιστον ισοδύναμο με αυτό που προβλέπει η κοινοτική νομοθεσία.

- Παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα, συμπεριλαμβανομένων των εξομοιούμενων με αυτά μέσων που διακανονίζονται σε μετρητά, τα οποία αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη αγορά, ή παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα που αποτελούν αντικείμενο εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών (εξωχρηματιστηριακά παράγωγα), εφόσον πληρούνται οι προϋποθέσεις της σχετικής ισχύουσας νομοθεσίας.

### **1.5 Επενδυτικές δυνατότητες και περιορισμοί ΟΣΕΚΑ**

Βάση της τρέχουσας νομοθεσίας, υπάρχουν συγκεκριμένοι περιορισμοί αναφορικά με τις επενδυτικές δυνατότητες των ΟΣΕΚΑ. Οι κυριότεροι περιορισμοί είναι οι ακόλουθοι (Ν.4099/2012):

- Επιτρέπεται η τοποθέτηση έως και δέκα τοις εκατό (10%) του καθαρού ενεργητικού του ΟΣΕΚΑ, σε κινητές αξίες ή/και μέσα χρηματαγοράς του ίδιου εκδότη. Το παραπάνω ποσοστό αυτό, μπορεί να αυξηθεί έως και τριάντα πέντε τοις εκατό (35%) του καθαρού ενεργητικού, όταν οι κινητές αξίες ή τα μέσα χρηματαγοράς έχουν εκδοθεί ή είναι εγγυημένα από κράτος μέλος ή από τρίτα κράτη, όπως αυτά ορίζονται σε σχετική απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ή από δημόσιο διεθνή οργανισμό στον οποίο συμμετέχουν ένα ή περισσότερα κράτη-μέλη.
- Επιτρέπεται η επένδυση μέχρι σαράντα τοις εκατό (40%) του καθαρού ενεργητικού του ΟΣΕΚΑ σε κινητές αξίες ή/και μέσα χρηματαγοράς εκδοτών σε καθέναν από τους οποίους έχει επενδύσει ποσοστό μεγαλύτερο του πέντε τοις εκατό (5%) του καθαρού ενεργητικού του. Ο περιορισμός του παρόντος στοιχείου δεν ισχύει για τις καταθέσεις, καθώς και για τις πράξεις εξωχρηματιστηριακών παραγωγών.
- Ο ΟΣΕΚΑ δεν επιτρέπεται να τοποθετεί άνω του είκοσι τοις εκατό (20%) του καθαρού ενεργητικού του σε καταθέσεις στο ίδιο πιστωτικό ίδρυμα.

- Επιτρέπεται η τοποθέτηση μέχρι είκοσι πέντε τοις εκατό (25%) του καθαρού ενεργητικού του ΟΣΕΚΑ 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 για την προστασία των ομολογιούχων. Οι επενδύσεις του ΟΣΕΚΑ σε ομολογίες της παρούσας περίπτωσης που ανά εκδότη είναι άνω του πέντε τοις εκατό (5%), δεν επιτρέπεται αθροιζόμενες να υπερβαίνουν το 80% του καθαρού ενεργητικού του ΟΣΕΚΑ, τηρουμένου του ορίου του 25% ανά εκδότη.
- Η έκθεση κινδύνου ως προς έναν αντισυμβαλλόμενο στον οποίο εκτίθεται ο ΟΣΕΚΑ κατά τη διενέργεια πράξης εξωχρηματοπιστηριακού παραγώγου δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει: α) το δέκα τοις εκατό (10%) του καθαρού ενεργητικού του ΟΣΕΚΑ, όταν ο αντισυμβαλλόμενος είναι πιστωτικό ίδρυμα, ή β) το πέντε τοις εκατό (5%) του καθαρού ενεργητικού του ΟΣΕΚΑ σε όλες τις άλλες περιπτώσεις.
- Ο ΟΣΕΚΑ δύναται να επενδύει αθροιστικά ποσοστό έως είκοσι τοις εκατό (20%) του καθαρού ενεργητικού του σε κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς των εταιρειών του ίδιου ομίλου.

## 1.6 Κατηγορίες ΟΣΕΚΑ με βάση την επενδυτική τους πολιτική

Οι ΟΣΕΚΑ σύμφωνα με την επενδυτική τους πολιτική ταξινομούνται σε τρεις κατηγορίες (Νούλας, 2016):

- **ΟΣΕΚΑ Απόλυτης Απόδοσης (Absolute Return):** Περιλαμβάνει ΟΣΕΚΑ των οποίων η επενδυτική πολιτική ή η στρατηγική τους, στοχεύει στην κατανομή του ενεργητικού τους σε ποικίλες κατηγορίες στοιχείων του ενεργητικού, υπό τον περιορισμό ενός προκαθορισμένου επιπέδου κινδύνου.
- **ΟΣΕΚΑ Ολικής Απόδοσης (Total Return):** Περιλαμβάνει ΟΣΕΚΑ των οποίων η επενδυτική πολιτική προσβλέπει την κατανομή του ενεργητικού τους σε διάφορες κατηγορίες στοιχείων ενεργητικού προκειμένου να επιτευχθεί δεδομένο επίπεδο απόδοσης.

- **ΟΣΕΚΑ Κύκλου Ζωής (Life Cycle):** Περιλαμβάνει ΟΣΕΚΑ των οποίων οι επενδυτική πολιτική προβλέπει τη διαχρονική αλλαγή της κατανομής των στοιχείων ενεργητικού του χαρτοφυλακίου τους, από μετοχές σε κινητές αξίες σταθερού εισοδήματος, βάσει προκαθορισμένων κανόνων, κυρίως όταν πλησιάζει η ημερομηνία λήξης που έχει οριστεί.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

### 2.1 Ορισμός

Το αμοιβαίο κεφάλαιο είναι μία περιουσία που αποτελείται από κινητές αξίες, μέσα της χρηματαγοράς και μετρητά, της οποίας τα επιμέρους στοιχεία ανήκουν εξ αδιαιρέτου σε περισσότερους από έναν επενδυτές, οι οποίοι ονομάζονται μεριδιούχοι. Η περιουσία αυτή δημιουργείται από τα χρήματα που εισφέρουν οι επενδυτές σε μία εταιρεία, τα οποία στη συνέχεια επενδύονται σε διάφορα χρηματοοικονομικά προϊόντα (Νούλας, 2016).

### 2.2 Βασικές έννοιες

#### **Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.)**

Η εταιρεία η οποία διαχειρίζεται την περιουσία του αμοιβαίου κεφαλαίου ονομάζεται Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.). Το αμοιβαίο κεφάλαιο δεν αποτελεί νομικό πρόσωπο και οι μεριδιούχοι του εκπροσωπούνται από την εταιρία διαχείρισης, δηλαδή την ΑΕΔΑΚ. Η ΑΕΔΑΚ οφείλει να έχει αρχικό μετοχικό κεφάλαιο 500.000 ευρώ, αδειοδοτείται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σύμφωνα με τον ν. 4099/2012 και εποπτεύεται από αυτή.

Η ΑΕΔΑΚ έχει ως αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων η οποία περιλαμβάνει τις παρακάτω λειτουργίες (Νούλας, 2016):

- τη διαχείριση επενδύσεων,
- τη διοίκηση του αμοιβαίου κεφαλαίου,
- τη διαφήμιση του αμοιβαίου κεφαλαίου και την προώθηση των μεριδίων του.

Κατόπιν άδειας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η ΑΕΔΑΚ μπορεί επιπλέον να προσφέρει τις ακόλουθες υπηρεσίες:

- διαχείριση χαρτοφυλακίου επενδύσεων για κάθε πελάτη χωριστά,
- επενδυτικές συμβουλές,

- φύλαξη και διοικητική διαχείριση μεριδίων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων

Το αμοιβαίο κεφάλαιο συγκροτείται από μια ΑΕΔΑΚ, με καταβολή αρχικού ενεργητικού τουλάχιστον 300.000 ευρώ σε θεματοφύλακα στην Ελλάδα, και αφού λάβει άδεια λειτουργίας από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, διατίθεται στο κοινό μέσω δικτύου διανομής, το οποίο μπορεί να είναι τραπεζικό ή ασφαλιστικό (Βασιλικού, 2015).

### **Ενεργητικό**

Το ενεργητικό είναι η συνολική αξία της περιουσίας του αμοιβαίου κεφαλαίου σε μία συγκεκριμένη χρονική στιγμή. Το ενεργητικό αποτιμάται σε καθημερινή βάση, καθώς μεταβάλλεται ανάλογα με την πορεία των κινητών αξιών στις οποίες έχει επενδύσει το αμοιβαίο κεφάλαιο, αλλά και των εισροών και εκροών που έχουν πραγματοποιηθεί.

### **Μερίδια**

Το ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου διαιρείται σε μερίδια ίσης αξίας τα οποία ανήκουν στους επενδυτές (μεριδιούχους). Τα μερίδια ενδέχεται να διακρίνονται σε διαφορετικές κατηγορίες, οι οποίες παρέχουν διαφορετικά δικαιώματα, σχετικά με θέματα όπως οι προμήθειες διάθεσης και εξαγοράς, η κατηγορία των επενδυτών στους οποίους απευθύνονται και η αμοιβή της εταιρείας διαχείρισης. Τα μερίδια της ίδιας κατηγορίας παρέχουν ίδια δικαιώματα στους μεριδιούχους τους. Η τιμή του μεριδίου υπολογίζεται ξεχωριστά για κάθε κατηγορία μεριδίων.

### **Καθαρή τιμή**

Είναι η τιμή που προκύπτει από την διαίρεση του συνόλου του ενεργητικού με τον αριθμό των μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου (Νούλας, 2016).

### **Τιμή διάθεσης**

Είναι η τιμή στην οποία το αμοιβαίο κεφάλαιο διαθέτει τα μερίδια στους επενδυτές. Η τιμή διάθεσης είναι ίση με το άθροισμα της καθαρής τιμής και της προμήθειας

διάθεσης του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η προμήθεια διάθεσης υπολογίζεται ποσοστιαία επί της καθαρής τιμής (Νούλας, 2016).

### **Τιμή εξαγοράς**

Είναι η τιμή στην οποία το αμοιβαίο κεφάλαιο εξαγοράζει τα μερίδια από τους επενδυτές (μεριδιούχους) όταν αυτοί προβαίνουν σε πώληση των μεριδίων τους. Η τιμή εξαγοράς είναι ίση ή μικρότερη της καθαρής τιμής του αμοιβαίου κεφαλαίου, ανάλογα με την επιβολή ή μη προμήθειας εξαγοράς. Η προμήθεια εξαγοράς υπολογίζεται ποσοστιαία επί της καθαρής τιμής (Νούλας, 2016).

### **Θεματοφύλακας**

Τα περιουσιακά στοιχεία των αμοιβαίων κεφαλαίων φυλάσσονται σε τράπεζες οι οποίες παίζουν τον ρόλο του θεματοφύλακα και εκτελούν χρέη ταμία συμβάλλοντας στη διάθεση και εξαγορά των μεριδίων. Προκειμένου να ενεργεί μία τράπεζα ως θεματοφύλακας ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, θα πρέπει να έχει λάβει σχετική έγκριση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Ο θεματοφύλακας φέρει ευθύνη για την παρακολούθηση των ταμειακών ροών και την διαχείριση των στοιχείων του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων. Παράλληλα, η εταιρία διαχείρισης του αμοιβαίου κεφαλαίου οφείλει να ελέγχει την σωστή εφαρμογή των οδηγιών της από τον θεματοφύλακα. Ο θεματοφύλακας αυτός μπορεί να έχει την καταστατική του έδρα σε άλλος κράτος μέλος, εκτός Ελλάδας, αρκεί να ασκεί δραστηριότητες μέσω υποκαταστήματος στην Ελλάδα.

### **Κανονισμός**

Αποτελεί το σύνολο των διατάξεων οι οποίες καθορίζουν την λειτουργία του αμοιβαίου κεφαλαίου. Ο κανονισμός του αμοιβαίου κεφαλαίου υπογράφεται από την ΑΕΔΑΚ και τον θεματοφύλακα και εγκρίνεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Ο κανονισμός του ΑΚ, θα πρέπει να περιλαμβάνει, τουλάχιστον, τα εξής (Νούλας, 2016):

- Την ονομασία του ΑΚ, της επωνυμία της ΑΕΔΑΚ και του θεματοφύλακα.

- Τον επενδυτικό σκοπό, την επενδυτική πολιτική του ΑΚ και τα χαρακτηριστικά του μέσου επενδυτή, στον οποίο απευθύνεται το συγκεκριμένο ΑΚ.
- Το είδος των επενδύσεων που μπορεί να επενδύει το ΑΚ.
- Την τιμή των μεριδίων του ΑΚ κατά τον χρόνο της σύστασής του.
- Τις προμήθειες κατά την διάθεση και εξαγορά των μεριδίων του ΑΚ.
- Τις αμοιβές που καταβάλλει το ΑΚ στην ΑΕΔΑΚ και στον θεματοφύλακα.
- Τον χρόνο και την διαδικασία διανομής των κερδών στους μεριδιούχους.
- Τους όρους διάθεσης και εξαγοράς των μεριδίων του ΑΚ.

### **2.3 Πλεονεκτήματα αμοιβαίων κεφαλαίων**

Η ανάπτυξη και η επιτυχία των αμοιβαίων κεφαλαίων οφείλεται σε μια σειρά από πλεονεκτήματα όπως (Νούλας, 2016):

#### **Επαγγελματική διαχείριση από εξειδικευμένη εταιρεία**

Το αμοιβαίο κεφαλαίο συνήθως το διαχειρίζεται ένα επιτελείο εξειδικευμένων και έμπειρων διαχειριστών καθότι οι περισσότεροι επενδυτές δεν έχουν τις γνώσεις ή τον απαιτούμενο χρόνο για να χειριστούν κατάλληλα την επένδυση. Οι διαχειριστές, με τη βοήθεια προηγμένου εξοπλισμού, παρακολουθούν και αναλύουν σε βάθος τις χρηματιστηριακές αγορές, τις αγορές ομολόγων και χρηματαγορών, έτσι ώστε να ανακαλύπτουν και να εκμεταλλεύονται τις επενδυτικές ευκαιρίες με τον καλύτερο τρόπο.

#### **Μείωση του κινδύνου**

Επειδή τα ΑΚ επενδύουν σε ένα ευρύ φάσμα χρηματοοικονομικών προϊόντων επιτυγχάνουν καλύτερη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου η οποία επιτρέπει την μείωση του κινδύνου. Έτσι η απώλεια από ένα χρηματοοικονομικό προϊόν μπορεί να εξισορροπηθεί από το κέρδος κάποιου άλλου προϊόντος.

#### **Άμεση ρευστότητα**

Η ρευστότητα ορίζεται ως η ταχύτητα με την οποία μπορούμε να μετατρέψουμε ένα χρηματοοικονομικό προϊόν σε ρευστό χωρίς την απώλεια μέρους της αξίας του. Οι επενδυτές των ΑΚ μπορούν να ρευστοποιήσουν τα μερίδιά τους ανά πάσα στιγμή και



να λάβουν το αντίτιμο αυτών εντός πέντε ημερών. Η ρευστότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι μεγαλύτερη αυτής των μεμονωμένων μετοχών ιδιαίτερα σε περιόδους που η χρηματιστηριακή αγορά χαρακτηρίζεται από νευρικότητα και αβεβαιότητα. Σε τέτοιες περιόδους οι τιμές των μετοχών μειώνονται και αυτοί που είναι αναγκασμένοι να ρευστοποιήσουν τις θέσεις τους, επειδή χρειάζονται τα χρήματα, πωλούν σε τιμές χαμηλότερες από ότι θα προτιμούσαν. Τα αμοιβαία κεφάλαια επειδή πάντοτε έχουν ένα ποσοστό του ενεργητικού τους σε βραχυπρόθεσμα χρηματοοικονομικά προϊόντα, έχουν τη δυνατότητα να κάνουν άμεση ρευστοποίηση χωρίς απώλειες, δεδομένου βέβαια ότι οι επενδυτές των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν πανικοβάλλονται αρχίζοντας να κάνουν μαζικές ρευστοποιήσεις.

### **Ευελιξία ποσού**

Το ποσό χρημάτων που δύναται να επενδύει κάποιος σε ένα ΑΚ μπορεί να ποικίλει. Το ελάχιστο ποσό που συνήθως απαιτείται για μια αρχική επένδυση σε αμοιβαία κεφάλαια κυμαίνεται γύρω στα 10.000 ευρώ.

### **Δυνατότητα συμμετοχής στο χρηματιστήριο από μικρούς επενδυτές**

Επειδή τα ΑΚ δεν απαιτούν μεγάλα ποσά για την αγορά μεριδίων και περιορίζουν τον κίνδυνο λόγω διαφοροποίησης, παρέχουν την δυνατότητα στους μικρούς επενδυτές να επενδύσουν στο χρηματιστήριο και να πραγματοποιήσουν μεσομακροπρόθεσμα μεγαλύτερες αποδόσεις από ότι στους τραπεζικούς λογαριασμούς. Επίσης μέσω των αμοιβαίων κεφαλαίων, οι επενδυτές μπορούν να έχουν πρόσβαση σε υψηλή τεχνογνωσία και επαγγελματική διαχείριση (Φίλιππας, 2010).

### **Διαφάνεια και δημοσιότητα**

Η διαφάνεια αφορά την ακριβή λειτουργία των ΑΚ, τον τρόπο με τον οποίο λαμβάνονται οι επενδυτικές αποφάσεις, την πλήρη ενημέρωση των επενδυτών αναφορικά με τις προμήθειες, τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας. Καθημερινά τα ΑΚ δημοσιεύουν το ενεργητικό και τις τιμές τους μέσω των οποίων

δίνεται η δυνατότητα στον επενδυτή να παρακολουθεί και να συγκρίνει την πορεία των διαφόρων ΑΚ.

### **Φορολογικά κίνητρα**

Τα αμοιβαία κεφάλαια υπάγονται σε ειδικό φορολογικό καθεστώς, όπου ο μεριδιούχος δεν φορολογείται επί κερδών και υπεραξιών της επένδυσής του. Το ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου επιβαρύνεται με συντελεστή φόρου, διαφορετικό για κάθε κατηγορία αμοιβαίου κεφαλαίου. Το φορολογικό καθεστώς του αμοιβαίου κεφαλαίου καθορίζεται ουσιαστικά από το άρθρο 103 του νόμου 4099/2012.

Ο φόρος του αμοιβαίου κεφαλαίου καταβάλλεται από την ΑΕΔΑΚ στο όνομα και για λογαριασμό του αμοιβαίου κεφαλαίου ως εξής:

α) συντελεστής 10% επί του εκάστοτε ισχύοντος επιτοκίου παρέμβασης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (επιτοκίου αναφοράς), και

β) προσαύξηση ανά κατηγορία:

- για Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισης Διαθεσίμων, χωρίς προσαύξηση,
- για Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια, κατά 0,25%,
- για Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια, κατά 0,5%,
- για Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια, κατά 1%.

Ο φόρος υπολογίζεται καθημερινά επί του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου και καταβάλλεται στις 30/6 και 31/12 κάθε έτους.

## **2.4 Κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων**

Τα αμοιβαία κεφάλαια ταξινομούνται σε δύο κατηγορίες την γεωγραφική και την επενδυτική.

### **2.4.1 Γεωγραφική κατηγοριοποίηση**

Τα αμοιβαία κεφάλαια στην Ελλάδα διακρίνονται σε δύο κατηγορίες ανάλογα με την

γεωγραφική κατανομή του ενεργητικού τους (Νούλας, 2016):

**Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού:** Πρόκειται για τα αμοιβαία κεφάλαια τα οποία επενδύουν τουλάχιστον 65% του καθαρού ενεργητικού τους σε διάφορα χρηματοοικονομικά προϊόντα τα οποία εκδίδονται από εκδότη που έχει την καταστατική του έδρα στην Ελλάδα.

**Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού:** Σε αυτή την κατηγορία ανήκουν τα αμοιβαία κεφάλαια τα οποία επενδύουν τουλάχιστον το 65% του καθαρού ενεργητικούς τους σε διάφορα χρηματοοικονομικά προϊόντα τα οποία εκδίδονται από εκδότη που έχει την καταστατική του έδρα εκτός Ελλάδας.

#### **2.4.2 Επενδυτική κατηγοριοποίηση**

Τα αμοιβαία κεφάλαια στην Ελλάδα διακρίνονται σε κατηγορίες ανάλογα με το είδος των χρηματοπιστωτικών μέσων στα οποία επενδύουν το ενεργητικό τους. Η κατηγοριοποίηση αυτή αποβλέπει στη σωστή πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού αναφορικά με τους στόχους του κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου (Νούλας, 2016). Οι κατηγορίες των ΑΚ είναι οι ακόλουθες:

##### **Διαχείρισης Διαθεσίμων**

Τα συγκεκριμένα ΑΚ επενδύουν κυρίως σε καταθέσεις και προϊόντα της χρηματαγοράς (π.χ. έντοκα γραμμάτια του ελληνικού δημοσίου, repos). Δεν επιτρέπεται να επενδύουν σε μετοχές. Τα ΑΚ διαχείρισης διαθεσίμων μπορεί να είναι είτε εσωτερικού είτε εξωτερικού.

Η απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων της κατηγορίας αυτής εξαρτώνται ουσιαστικά από τα επιτόκια που ισχύουν στην αγορά. Μπορούν να ρευστοποιηθούν με ελάχιστο κόστος και είναι τα πλέον ασφαλή από όλες τις κατηγορίες των αμοιβαίων κεφαλαίων. Τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων προσφέρονται για εκείνους τους επενδυτές των οποίων ο επενδυτικός ορίζοντας είναι βραχυπρόθεσμος.

## **Ομολογιακά**

Τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια επενδύουν τουλάχιστον 65% του ενεργητικού τους σε τίτλους σταθερού εισοδήματος – έντοκα γραμμάτια του ελληνικού δημοσίου, ομόλογα του δημοσίου και άλλων εταιρειών. Το ποσοστό των μετοχών δεν μπορεί να ξεπερνά το 10%. Απευθύνονται και αυτά σε συντηρητικούς επενδυτές που ενδιαφέρονται περισσότερο για ένα σταθερό εισόδημα χωρίς μεγάλο κίνδυνο. Διακρίνονται σε εσωτερικού και εξωτερικού.

Η απόδοσή τους εξαρτάται κυρίως από την πορεία των επιτοκίων. Σε περιόδους κατά τις οποίες τα επιτόκια στην αγορά μειώνονται οι τιμές των ομολόγων αυξάνονται. Όταν όμως τα επιτόκια αυξάνονται η απόδοση των συγκεκριμένων ΑΚ μειώνεται. Αν σε τέτοιες περιόδους οι επενδυτές αρχίσουν να ρευστοποιούν και το ΑΚ δεν έχει την απαιτούμενη ρευστότητα, τότε θα αναγκασθεί να πουλήσει σε χαμηλότερες τιμές επιδεινώνοντας την κατάσταση.

## **Μεικτά**

Τα μεικτά ΑΚ επενδύουν κατ' ελάχιστο ποσοστό 10% του καθαρού τους ενεργητικού σε μετοχές και κατ' ελάχιστο ποσοστό 10% του καθαρού τους ενεργητικού σε ομολογίες. Το μέγιστο ποσοστό επένδυσης σε μετοχές ή σε ομολογίες ή σε καταθέσεις και μέσα της χρηματαγοράς δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει το 65% του καθαρού ενεργητικού τους.

Η κατηγορία αυτή των ΑΚ είναι κατάλληλη για επενδυτές οι οποίοι δεν θέλουν να αναλάβουν τον κίνδυνο των μετοχικών ΑΚ αλλά και συγχρόνως επιθυμούν να επωφεληθούν από την μεγαλύτερη απόδοση των μετοχών σε περίπτωση που η πορεία του χρηματιστηρίου είναι θετική. Σε περίπτωση που η πορεία του χρηματιστηρίου είναι αρνητική οι απώλειες των μεικτών ΑΚ είναι γενικά μικρότερες από αυτές των μετοχικών ΑΚ.

## **Μετοχικά**

Τα μετοχικά ΑΚ επενδύουν τουλάχιστον 65% του ενεργητικού τους σε μετοχές. Τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια έχουν τον μεγαλύτερο κίνδυνο από όλες τις κατηγορίες,

αλλά και την μεγαλύτερη αναμενόμενη απόδοση. Απευθύνονται στους πλέον ριψοκίνδυνους επενδυτές.

Μια ειδική κατηγορία των μετοχικών ΑΚ αποτελούν τα Μετοχικά Δεικτών (Index Funds) τα οποία αναπαράγουν την σύνθεση κάποιου χρηματιστηριακού δείκτη. Τα συγκεκριμένα ΑΚ υποχρεούνται να επενδύουν ποσοστό τουλάχιστον 95% επί του καθαρού τους ενεργητικού σε μετοχές που απαρτίζουν τον συγκεκριμένο χρηματιστηριακό δείκτη ή σε παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα με υποκείμενη αξία τον δείκτη αυτόν, ή άλλους δείκτες που έχουν υψηλό συντελεστή συσχέτισης με τον συγκεκριμένο δείκτη. Στόχος του είναι να έχουν την ίδια περίπου απόδοση με τον δείκτη στον οποίο επενδύουν. Τα αμοιβαία κεφάλαια αυτού του είδους προτιμώνται ιδιαίτερα από μεγάλους θεσμικούς φορείς του εξωτερικού, όπως για παράδειγμα ασφαλιστικούς οργανισμούς, οι οποίοι προτιμούν να επενδύουν στις αναπτυξιακές προοπτικές μιας αγοράς παρά στις ικανότητες των διαχειριστών.

### **Σύνθετα**

Τα σύνθετα αμοιβαία κεφάλαια επιτρέπεται να επενδύουν σε οποιοδήποτε χρηματοπιστωτικό μέσο. Τα Σύνθετα Αμοιβαία Κεφάλαια εφαρμόζουν διαχείριση που αποσκοπεί, βάσει μαθηματικού τύπου, στην επίτευξη προκαθορισμένης απόδοσης κατά τη λήξη τους, διακρατώντας σε όλη τη διάρκειά τους τα στοιχεία του ενεργητικού που απαιτούνται για την επίτευξη του στόχου τους

### **Funds of Funds**

Τα συγκεκριμένα αμοιβαία κεφάλαια επενδύουν σε άλλα αμοιβαία κεφάλαια του εσωτερικού ή του εξωτερικού, της ίδιας ή άλλων ΑΕΔΑΚ. Η επένδυση σε κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο δεν μπορεί να υπερβαίνει το 20% του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Τα αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν σε άλλα αμοιβαία κεφάλαια κατηγοριοποιούνται αντιστοίχως, όπως και τα αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν σε χρηματοπιστωτικά μέσα, σε:

α. Ομολογιακά, εφόσον επενδύουν κυρίως σε ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια ή και σε μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια μέχρι ποσοστό 10% του καθαρού ενεργητικού τους.

β. Μικτά, εφόσον επενδύουν κατ' ελάχιστο ποσοστό 10% του καθαρού ενεργητικού τους σε μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια και κατ' ελάχιστο ποσοστό 10% του καθαρού ενεργητικού τους σε ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια. Το μέγιστο ποσοστό επένδυσης σε μετοχές ή σε ομολογίες ή σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει το 65% του καθαρού ενεργητικού τους.

γ. Μετοχικά, εφόσον επενδύουν κυρίως σε μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια.

## **2.5 Διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια (ΔΑΚ)**

Τα Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια (ΔΑΚ), τα οποία είναι διεθνώς γνωστά με την ονομασία Exchange Traded Funds (ETFs), είναι μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων τα οποία εκδίδονται από ΑΕΔΑΚ και εισάγονται προς διαπραγμάτευση στο χρηματιστήριο. Τα ΔΑΚ αγοράζονται και πωλούνται κατά τη διάρκεια των επίσημων ωρών διαπραγμάτευσης του χρηματιστηρίου, μέσω των μελών του, όπως ακριβώς οι μετοχές. Ένα ΔΑΚ δίνει τη δυνατότητα στον επενδυτή να πραγματοποιήσει διασπορά του κινδύνου της επένδυσής του μέσω της έκθεσης σε διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών, ενώ έχει ως κύριο επενδυτικό στόχο την αναπαραγωγή της απόδοσης ενός συγκεκριμένου δείκτη (Βασιλικού, 2015).

Άλλα χαρακτηριστικά των ΔΑΚ αφορούν στα εξής:

- Διαφάνεια. Το Χρηματιστήριο Αθηνών διαχέει σε πραγματικό χρόνο πληροφορίες που αφορούν στις τιμές των μεριδίων ΔΑΚ, στην τιμή του δείκτη που αυτό παρακολουθεί, στην καθαρή αξία ενεργητικού ανά μερίδιο, καθώς επίσης και στη σύνθεση του ΔΑΚ ώστε οι επενδυτές να έχουν ανά πάσα στιγμή εικόνα της κατάστασης των επενδύσεών τους.
- Ρευστότητα. Στην αγορά μεριδίων ΔΑΚ υποχρεωτική είναι η παρουσία ενός τουλάχιστον Ειδικού Διαπραγματευτή, ο οποίος παρέχει ζεύγη εντολών αγοράς και πώλησης (quotes) συνεχώς κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης, διευκολύνοντας με αυτόν τον τρόπο τη διαπραγμάτευση επί μεριδίων ΔΑΚ και παράλληλα φροντίζοντας για τη συνεχή ύπαρξη ρευστότητας.
- Διασπορά κινδύνου μέσω διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου. Όταν ένας επενδυτής αγοράζει μερίδια ΔΑΚ, πραγματοποιεί διασπορά κινδύνου εφόσον

επενδύει έμμεσα στο καλάθι των μετοχών που συνθέτουν τον δείκτη που παρακολουθεί το ΔΑΚ, επιτυγχάνοντας διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου, χωρίς στην πράξη να χρειάζεται να αγοράσει μεμονωμένα την κάθε μετοχή του δείκτη.

- Ευελιξία. Οι επενδυτές μπορούν να αγοράσουν ή να πουλήσουν μερίδια ΔΑΚ μέσω των χρηματιστηριακών εταιριών, οποιαδήποτε στιγμή κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης, εκμεταλλευόμενοι τις συγκυρίες της αγοράς, με τον ίδιο τρόπο που αγοράζουν ή πωλούν μετοχές.

Η λειτουργία της αγοράς των ΔΑΚ αφορά σε δύο επίπεδα:

- **Πρωτογενής αγορά:** Η κύρια δραστηριότητα η οποία λαμβάνει χώρα σε αυτό το επίπεδο είναι η δημιουργία και η εξαγορά μεριδίων ΔΑΚ και οι φορείς που εμπλέκονται στη διαδικασία είναι οι Ειδικοί Διαπραγματευτές, οι Θεσμικοί Επενδυτές και ο εκδότης του ΔΑΚ. Τα μερίδια ΔΑΚ δημιουργούνται /εξαγοράζονται από τον εκδότη ο οποίος ως αντάλλαγμα λαμβάνει το καλάθι μετοχών οι οποίες συνθέτουν τον υποκείμενο δείκτη (μερίδια ΔΑΚ) ή μετρητά. Η δημιουργία/εξαγορά μεριδίων ΔΑΚ πραγματοποιείται σε μεγάλα πακέτα και πολλαπλάσια αυτών γνωστά ως Creation Units (συνήθως 1 Creation Unit = 50.000 μερίδια ΔΑΚ), ενώ η συχνότητα της συγκεκριμένης διαδικασίας εξαρτάται από τη ζήτηση μεριδίων στην αγορά.
- **Δευτερογενής αγορά:** Η κύρια δραστηριότητα η οποία λαμβάνει χώρα σε αυτό το επίπεδο είναι η διαπραγμάτευση μεριδίων ΔΑΚ και οι φορείς που εμπλέκονται στη διαδικασία είναι το χρηματιστήριο, τα Μέλη, οι Ειδικοί Διαπραγματευτές και οι επενδυτές. Οι συναλλαγές σε μερίδια ΔΑΚ πραγματοποιούνται μέσω του ηλεκτρονικού συστήματος συναλλαγών του χρηματιστηρίου και η εξασφάλιση ύπαρξης συνεχούς ρευστότητας επιτυγχάνεται μέσω της παρουσίας τουλάχιστον ενός Ειδικού Διαπραγματευτή.

Οι προϋποθέσεις εισαγωγής ενός Διαπραγματεύσιμου Αμοιβαίου Κεφαλαίου στην Αγορά ΔΑΚ του Χρηματιστηρίου Αθηνών είναι οι παρακάτω:

- Η λήψη άδειας σύστασης και λειτουργίας του ΔΑΚ καθώς και της εκδότριας ΔΑΚ από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.
- Το ενεργητικό του ΔΑΚ πρέπει να ανέρχεται τουλάχιστον σε 3.000.000 ευρώ.
- Τα μερίδια του ΔΑΚ πρέπει να είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμα.
- Απαιτείται ο διορισμός ενός τουλάχιστον Ειδικού Διαπραγματευτή.
- Η δημιουργία και η εξαγορά μεριδίων πρέπει να γίνεται σύμφωνα με τα οριζόμενα στο Ενημερωτικό Δελτίο του ΔΑΚ με εισφορές σε είδος (υποκείμενων κινητών αξιών του δείκτη που παρακολουθεί το ΔΑΚ) ή και μετρητών σύμφωνα με την νομοθεσία της χώρας καταγωγής.
- Η λήψη έγκρισης για το Ενημερωτικό Δελτίο εισαγωγής από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.
- Η χορήγηση προς την εκδότρια ΔΑΚ νόμιμης άδειας χρήσης του υποκείμενου δείκτη στην επωνυμία του από τον πάροχο του δείκτη.
- Η αρχική τιμή διαπραγμάτευσης κάθε μεριδίου ΔΑΚ αντιπροσωπεύει κλάσμα (1/10 ή 1/100 ή πολλαπλάσιο τους) του δείκτη τον οποίο αναπαραγάγει το ΔΑΚ σύμφωνα με τα προβλεπόμενα στο Ενημερωτικό Δελτίο εισαγωγής.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : ΠΟΡΕΙΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

### 3.1 Ιστορική Αναδρομή

Τα αμοιβαία κεφάλαια εμφανίζονται για πρώτη φορά στην αρχαία Αθήνα τον 5ο π.χ. αιώνα. Συγκεκριμένα, η πρώτη μορφή συλλογικής περιουσίας υπό κοινή διοίκηση εμφανίζεται στην Αθηναϊκή συμμαχία, για πολεμικούς λόγους, και λειτούργησε στην Δήλο. Αντίστοιχη προσπάθεια έχουμε και στην Δελφική αμφικτιονία, όπου συγκεντρώθηκε κοινή περιουσία, για θρησκευτικούς λόγους, υπό την διαχείριση των ιερέων. Όμως και στις δύο περιπτώσεις παρατηρήθηκαν φαινόμενα παραβίασης του κανονισμού και ατασθαλιών.

Στην σύγχρονη εποχή, το πρώτο αμοιβαίο κεφάλαιο έχει τις ρίζες του στην Ολλανδία. Συγκροτήθηκε το 1774 από τον Ολλανδό έμπορο και χρηματιστή Abraham van Ketwich και ονομάστηκε «Eendragt Maakt Magt». Αντίστοιχα, η αρχή των αμοιβαίων κεφαλαίων στις Αγγλοσαξονικές χώρες έγινε το 1868, όταν δημιουργήθηκε στο Λονδίνο ένα καταπίστευμα αποικιακής κυβέρνησης. Τα κεφάλαια που συγκεντρώνονταν την εποχή εκείνη επενδύονταν κυρίως σε συμβόλαια επιβίωσης και δάνεια φυτειών.

Το πρώτο σχετικά οργανωμένο αμοιβαίο κεφάλαιο ιδρύθηκε το 1924 στις Η.Π.Α από την εταιρεία Massachusetts Investors Trust. Στις αρχές του 20ού αιώνα η αγορά των Η.Π.Α. χαρακτηρίστηκε από ιδιαίτερα έντονες ανοδικές τάσεις και πλήθος επενδυτών έσπευσαν να επενδύσουν τα κεφάλαιά τους στο χρηματιστήριο. Επειδή ο συγκεκριμένος τύπος αμοιβαίου κεφαλαίου επιτρεπόταν να εκδίδει και τα εξαγοράζει μετοχές, και υπήρχε η δυνατότητα αποχώρησης των συμμετεχόντων όποτε εκείνοι το επιθυμούσαν, τα αμοιβαία κεφάλαια ανοιχτού τύπου έγιναν ιδιαίτερα δημοφιλή στους επενδυτές. Όμως, δεν υπήρχε ακόμη σαφές νομοθετικό και κανονιστικό πλαίσιο για την προστασία των επενδυτών. Μετά την κατάρρευση του χρηματιστηρίου των Η.Π.Α. το 1929 έλαβαν χώρα σημαντικές νομοθετικές πράξεις για τον θεσμό και την λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων (Φίλιππας, 2010). Το 1940 το Αμερικανικό Κογκρέσο ενέκρινε τον νόμο σταθμό, διεθνώς, για τον θεσμό των αμοιβαίων κεφαλαίων, οποίος είναι γνωστός και ως «Investment Company Act» (Περράκης, 2007).

Τα αμοιβαία κεφάλαια στην σύγχρονη Ελλάδα εμφανίστηκαν αρκετά αργότερα. Το 1970 με την θέσπιση του Νομοθετικού Διατάγματος 608/70 καθιερώθηκε ο θεσμός του αμοιβαίου κεφαλαίου στην Ελλάδα και την εποχή εκείνη ιδρύονται οι πρώτες ΑΕΔΑΚ. Τα δύο πρώτα αμοιβαία κεφάλαια είναι το «Ερμής Δυναμικό» της Εμπορικής Τράπεζας (1972) και το «Δήλος Μικτό» της Εθνικής Τράπεζας (1973). Αυτά ήταν και τα μοναδικά αμοιβαία κεφάλαια για τα επόμενα 15 έτη, καθώς την περίοδο εκείνη δεν εισήχθησαν άλλα αμοιβαία κεφάλαια στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά.

Στα τέλη της δεκαετίας του 1980 και στις αρχές της δεκαετίας του 1990, εξαιτίας των θεσμικών αλλαγών που υιοθετήθηκαν στην κεφαλαιαγορά και των εξελίξεων στην οικονομία, παρατηρείται ιδιαίτερη ανάπτυξη την αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων. Ιδρύεται σημαντικός αριθμός ΑΕΔΑΚ από τράπεζας και ασφαλιστικές επιχειρήσεις και εμφανίζονται νέες κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων, τα ομολογιακά και τα διαχείρισης διαθεσίμων.

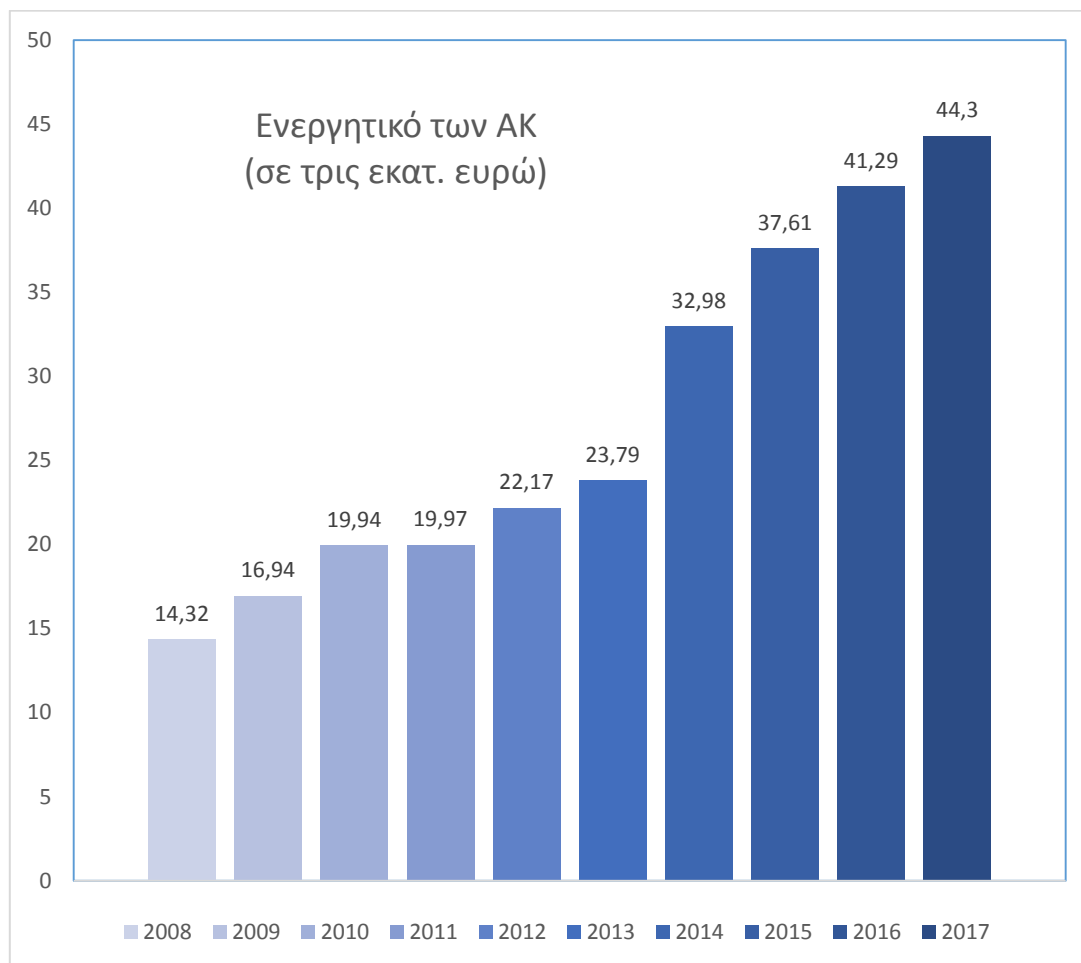
Το 1991 εκσυγχρονίζεται το νομοθετικό πλαίσιο του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων με τον νόμο 1969/91, ο οποίος ευθυγραμμίζει την ελληνική νομοθεσία του με τους κοινοτικούς κανόνες. Το 1996 η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ορίζει πέντε κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων.

### **3.2 Εξέλιξη των αμοιβαίων κεφαλαίων διεθνώς**

Τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν βασικά προϊόντα της χρηματοοικονομικής αγοράς και είναι ιδιαίτερος δημοφιλείς επιλογές για το επενδυτικό κοινό σε παγκόσμιο επίπεδο. Αυτό συνάγεται και από το συνολικό ύψος των επενδύσεων παγκοσμίως σε αμοιβαία κεφάλαια, το οποίο ανήλθε για β' τρίμηνο του 2018 σε 45,65 τρισεκατομμύρια ευρώ, σημειώνοντας αύξηση της τάξεως του 4,4% συγκριτικά με το προηγούμενο τρίμηνο.

Στον πίνακα που ακολουθεί βλέπουμε την πορεία του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων την περίοδο 2008-2017 σε παγκόσμιο επίπεδο. Όπως μπορούμε να παρατηρήσουμε το συνολικό ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων βαίνει συνεχώς αυξανόμενο από έτος σε έτος και φτάνει στο τέλος του 2017 να

ανέρχεται σε 44,3 τρισεκατομμύρια ευρώ από 14,32 τρισεκατομμύρια ευρώ στο τέλος του 2008.

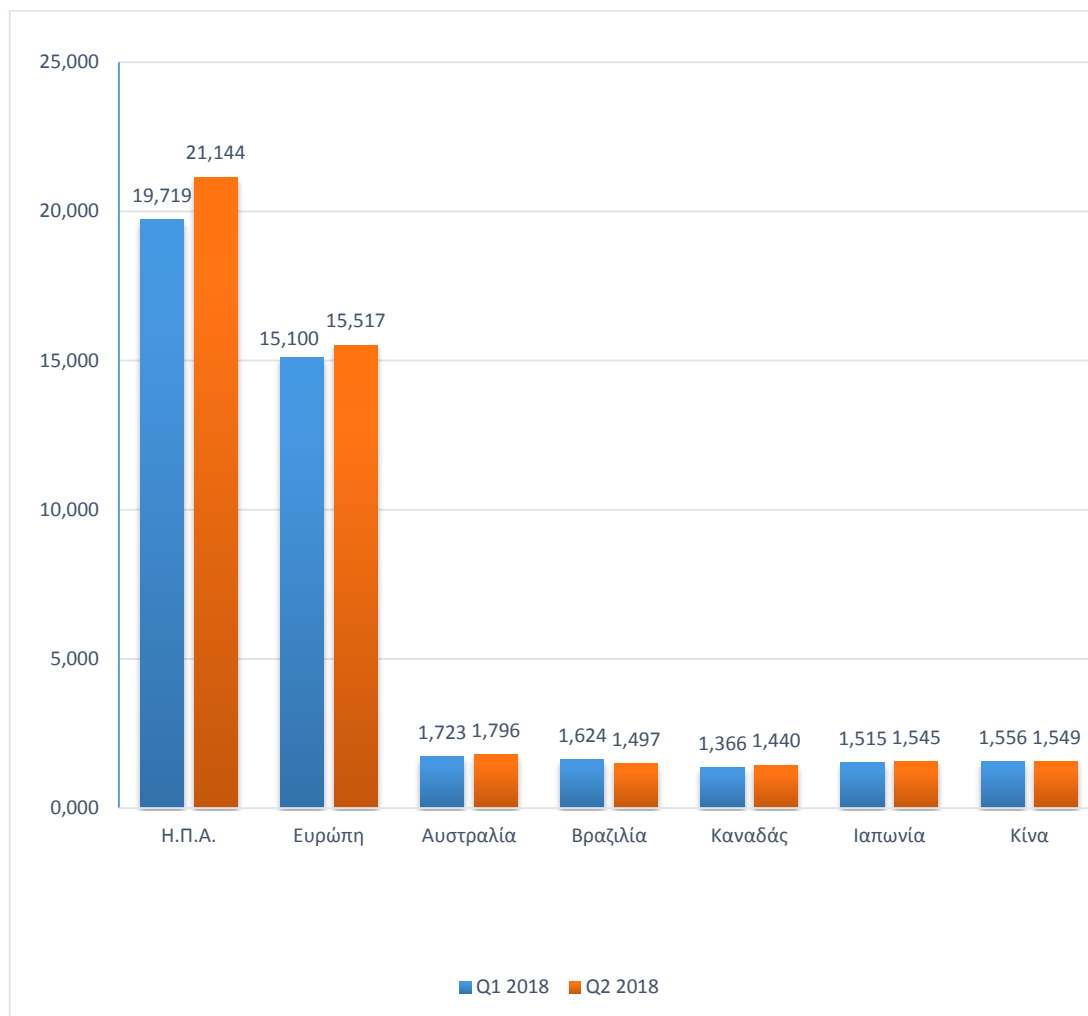


Διάγραμμα 3-1: Η παγκόσμια πορεία των αμοιβαίων κεφαλαίων την περίοδο 2008-2017

Πηγή: EFAMA

Στο διάγραμμα 3.2 που ακολουθεί μπορούμε να δούμε την γεωγραφική εξέλιξη του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων για το πρώτο και το δεύτερο τρίμηνο του 2018 στις κυριότερες αγορές. Παρατηρείται πως κυρίαρχη θέση στην αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων έχουν οι ΗΠΑ με συνολικό ενεργητικό 21,144 τρισεκατομμύρια ευρώ για το β' τρίμηνο του 2018. Στην δεύτερη θέση βρίσκεται η Ευρώπη με συνολικό ενεργητικό 15,517 τρισεκατομμύρια ευρώ για το ίδιο χρονικό διάστημα. Το ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων αυξάνεται κατά το δεύτερο τρίμηνο του 2018 στις περισσότερες γεωγραφικές περιοχές του δείγματος, με

εξαίρεση την Βραζιλία και την Κίνα όπου παρατηρούμε πτώση της αξίας του ενεργητικού από το πρώτο στο δεύτερο τρίμηνο του 2018.



Διάγραμμα 3-2: Γεωγραφικές τάσεις στο ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων (σε τρισ. ευρώ)

Πηγή: EFAMA

Στον πίνακα 3.1 βλέπουμε την αξία του ενεργητικού των αμοιβαίων ανά χώρα, καθώς και το ποσοστό το οποίο αντιστοιχεί για κάθε χώρα στο ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων ανά ήπειρο. Όπως παρατηρούμε το ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων στις ΗΠΑ αποτελεί το 86,41% της αξίας του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Αμερική.

Στην Ευρώπη δεν υπάρχει τόσο μεγάλη συγκέντρωση, ωστόσο μεγαλύτερα ποσοστά βλέπουμε στο Λουξεμβούργο (27,42%), στην Ιρλανδία (15,80%), στην

Γερμανία (13,39%), στην Γαλλία (12,72%) και στο Ηνωμένο Βασίλειο (10,85%). Οι υπόλοιπες χώρες ακολουθούν με μικρότερα ποσοστά.

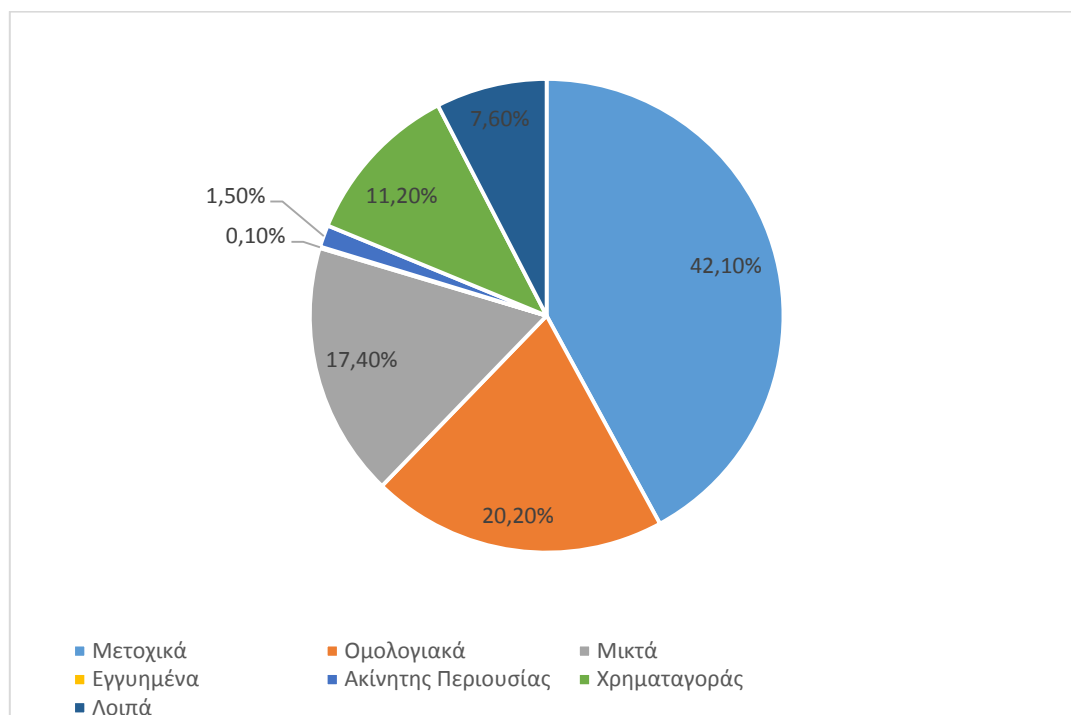
Στην περιοχή της Ασίας και του Ειρηνικού, το μεγαλύτερο μέρος του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων βρίσκεται στην Αυστραλία (32,85%), στην Ιαπωνία (26,98%) και στην Κίνα (25,9%). Τέλος, στην Αφρική βλέπουμε πως η Νότια Αφρική συγκεντρώνει στο σύνολο των κεφαλαίων της αφρικανικής ηπείρου.

Πίνακας 3-1: Συνολική αξία ενεργητικού αμοιβαίων κεφαλαίων ανά χώρα (ποσά σε εκατομμύρια ευρώ)

	Αξία Ενεργητικού	Ποσοστό ανά χώρα
<b>Συνολικά Κεφάλαια</b>	<b>44.295.635</b>	<b>-</b>
<b>Αμερική</b>	<b>23.509.883</b>	<b>100%</b>
Αργεντινή	24.358	0,10%
Βραζιλία	1.604.166	6,82%
Καναδάς	1.415.974	6,02%
Χιλή	45.647	0,19%
Κόστα Ρίκα	2.042	0,01%
Μεξικό	96.815	0,41%
Τρινιτάντ & Τομπάκο	6.192	0,03%
Ηνωμένες Πολιτείες	20.314.689	86,41%
<b>Ευρώπη</b>	<b>15.168.670</b>	<b>100%</b>
Αυστρία	182.882	1,21%
Βέλγιο	149.672	0,99%
Βουλγαρία	645.000	4,25%
Κροατία	2.487	0,02%
Κύπρος	1.318	0,01%
Τσεχία	11.674	0,08%
Δανία	128.949	0,85%
Φιλανδία	116.254	0,77%
Γαλλία	1.929.115	12,72%
Γερμανία	2.031.674	13,39%
Ελλάδα	4.928	0,03%
Ουγγαρία	18.137	0,12%
Ιρλανδία	2.396.089	15,80%
Ιταλία	259.265	1,71%
Λίχτενσταϊν	46.396	0,31%
Λουξεμβούργο	4.159.614	27,42%
Μάλτα	2.875	0,02%
Ολλανδία	769.840	5,08%
Νορβηγία	115.682	0,76%
Πολωνία	35.993	0,24%
Πορτογαλία	23.086	0,15%
Ρουμανία	4.858	0,03%
Σλοβακία	6.578	0,04%
Σλοβενία	2.658	0,02%
Ισπανία	292.927	1,93%
Σουηδία	335.422	2,21%
Ελβετία	482.601	3,18%
Τουρκία	10.994	0,07%
Ηνωμένο Βασίλειο	1.646.058	10,85%
<b>Ασία και Ειρηνικός</b>	<b>5.438.446</b>	<b>100%</b>
Αυστραλία	1.787.753	32,87%
Κίνα	1.408.305	25,90%
Κινέζικη Ταϊπέι	65.020	1,20%
Ινδία	257.194	4,73%
Ιαπωνία	1.467.063	26,98%
Κορέα	395.998	7,28%
Νέα Ζηλανδία	47.896	0,88%
Πακιστάν	4.279	0,08%
Φιλιππίνες	4.938	0,09%
<b>Αφρική</b>	<b>178.636</b>	<b>100%</b>
Νότια Αφρική	178.636	100%

Πηγή: EFAMA

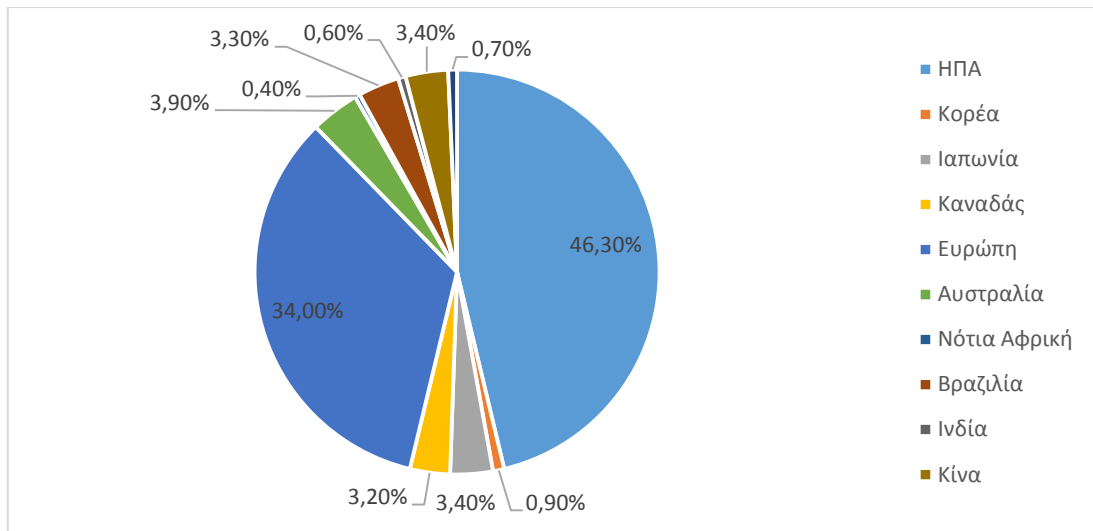
Αναφορικά με την διάρθρωση των αμοιβαίων κεφαλαίων διεθνώς για το β' τρίμηνο του 2018, όπως φαίνεται στο διάγραμμα 3.3 που ακολουθεί, στην συντριπτική τους πλειοψηφία πρόκειται για μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια σε ποσοστό 42,10%. Ακολουθούν τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια με ποσοστό 20,20%, τα μικτά με ποσοστό 17,40%, τα χρηματαγοράς με ποσοστό 11,20% και οι υπόλοιπες κατηγορίες με μικρότερα ποσοστά. Μπορούμε να συμπεράνουμε πως τα μακροπρόθεσμα αμοιβαία κεφάλαια (μετοχικά, ομολογιακά μικτά), σύμφωνα με τον επενδυτικό τους ορίζοντα, έχουν σημαντικά μεγαλύτερα ποσοστά έναντι των αμοιβαίων κεφαλαίων χρηματαγοράς, τα οποία χαρακτηρίζονται από βραχυπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα.



Διάγραμμα 3-3: Παγκόσμια αξία ενεργητικού ανά κατηγορία αμοιβαίου κεφαλαίου (Q2 2018)

Πηγή: EFAMA

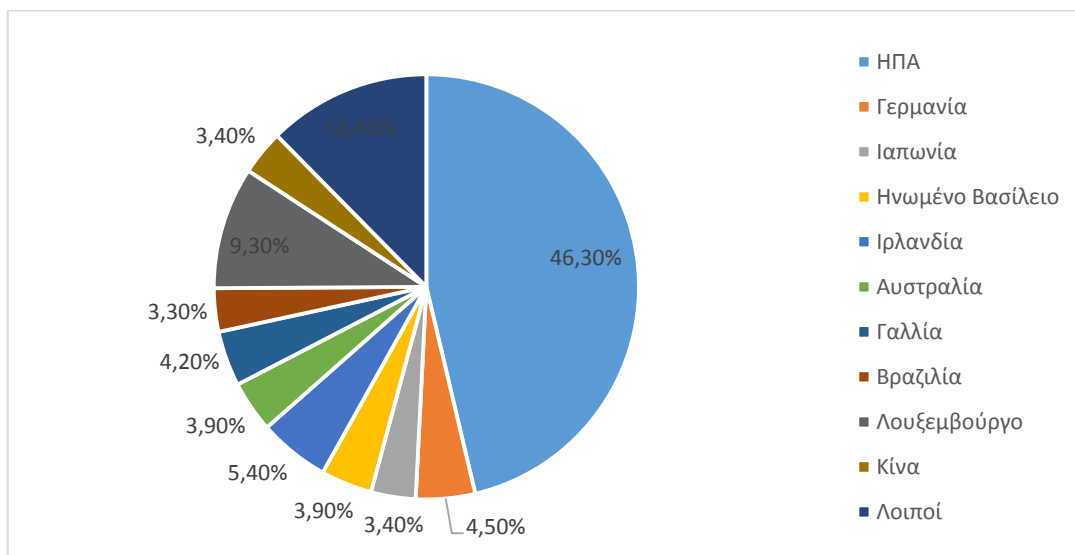
Εξετάζοντας την παγκόσμια κατανομή της αξίας των αμοιβαίων κεφαλαίων για το β' τρίμηνο του 2018 στο διάγραμμα 3.4, παρατηρούμε πως οι ΗΠΑ και η Ευρώπη συγκεντρώνουν τα μεγαλύτερα ποσοστά στην παγκόσμια αγορά με 46,3% και 34% αντίστοιχα. Ακολουθούν, με σημαντικά μικρότερα ποσοστά, η Αυστραλία με 3,90%, η Κίνα με 3,4%, η Ιαπωνία, επίσης με 3,4%, η Βραζιλία με 3,3%, ο Καναδάς με 3,2% και οι υπόλοιπες χώρες με μικρότερα ποσοστά.



Διάγραμμα 3-4: Χώρες με τις μεγαλύτερες επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια (Q2 2018)

Πηγή: EFAMA

Όπως μπορούμε να παρατηρήσουμε και στο διάγραμμα 3.4, συνολικά 5 ευρωπαϊκές χώρες συγκαταλέγονται ανάμεσα στις 10 πρώτες θέσεις της παγκόσμιας κατάταξης στις επενδύσεις αμοιβαίων κεφαλαίων. Πρόκειται για την Λουξεμβούργο με 9,3%, την Ιρλανδία με 5,4%, την Γερμανία με 4,5%, την Γαλλία με 4,2% και το Ηνωμένο Βασίλειο με 3,9%. Και σε αυτό το διάγραμμα γίνεται αισθητή η κυρίαρχη θέση των ΗΠΑ στην αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων με ποσοστό 46,3%.



Διάγραμμα 3-5: Χώρες με τις υψηλότερες επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια – Κατάταξη Ευρωπαϊκών χωρών (Q2 2018)

Πηγή: EFAMA

### 3.3 Εξέλιξη των αμοιβαίων κεφαλαίων την Ελλάδα

Τα τελευταία δέκα έτη τα αμοιβαία κεφάλαια στην Ελλάδα βιώνουν μία παρατεταμένη περίοδο απαξίωσης και ύφεσης, απόρροια της πορείας του χρηματιστηρίου αλλά και των γενικότερων συνθηκών στην ελληνική οικονομία. Σε αντίθεση με την παγκόσμια τάση αύξησης του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων, στην Ελλάδα παρατηρείται γενικά μείωση του ενεργητικού.

Όπως βλέπουμε στον πίνακα 3.2, το ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα μειώνεται συνεχώς από το 2007 έως και το 2011, όπου φτάνει στο χαμηλότερο σημείο της περιόδου και ανέρχεται σε 5,214 δισεκατομμύρια ευρώ. Στην συνέχεια εισέρχεται σε μία περίοδο μικρότερων διακυμάνσεων παρουσιάζοντας και κάποιες ανοδικές τάσεις μέχρι το 2015, χρονιά κατά την οποία η συνολική αξία του ενεργητικού είναι 7,238 δισεκατομμύρια ευρώ. Στην συνέχεια μειώνεται και πάλι φτάνοντας το 2017 στα 6,656 δισεκατομμύρια ευρώ.

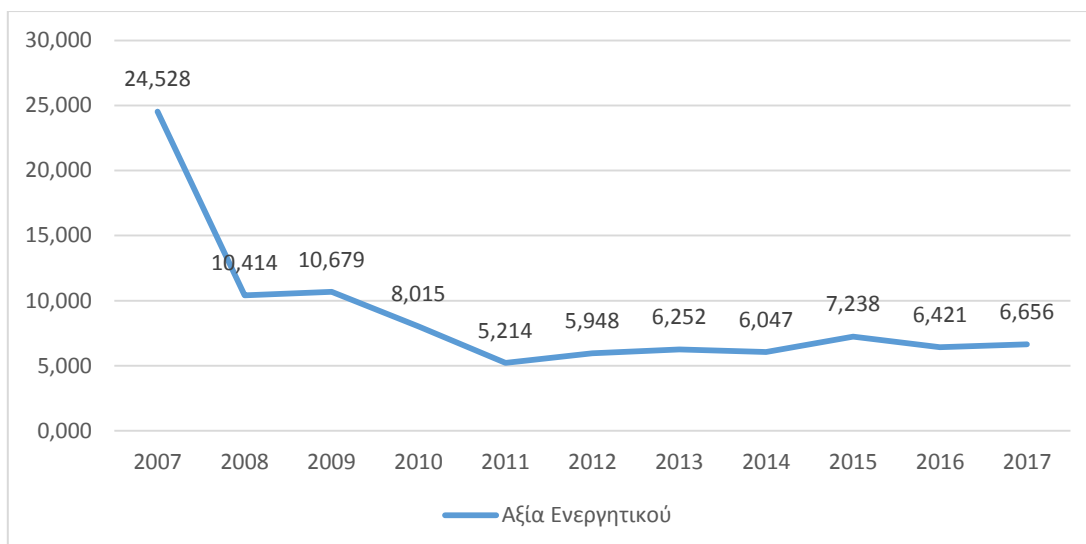
Στο διάγραμμα 3.6 φαίνεται ξεκάθαρα η πτωτική πορεία της αξίας του ενεργητικού την περίοδο 2007-2011. Από το 2012 παρουσιάζει ανοδικές τάσεις και μικρότερες μεταβολές από χρήση σε χρήση.

Πίνακας 3-2: Αξία ενεργητικού ΑΚ σε δις. Ευρώ

Έτος	Αξία Ενεργητικού
2007	24,528
2008	10,414
2009	10,679
2010	8,015
2011	5,214
2012	5,948
2013	6,252
2014	6,047
2015	7,238
2016	6,421
2017	6,656

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

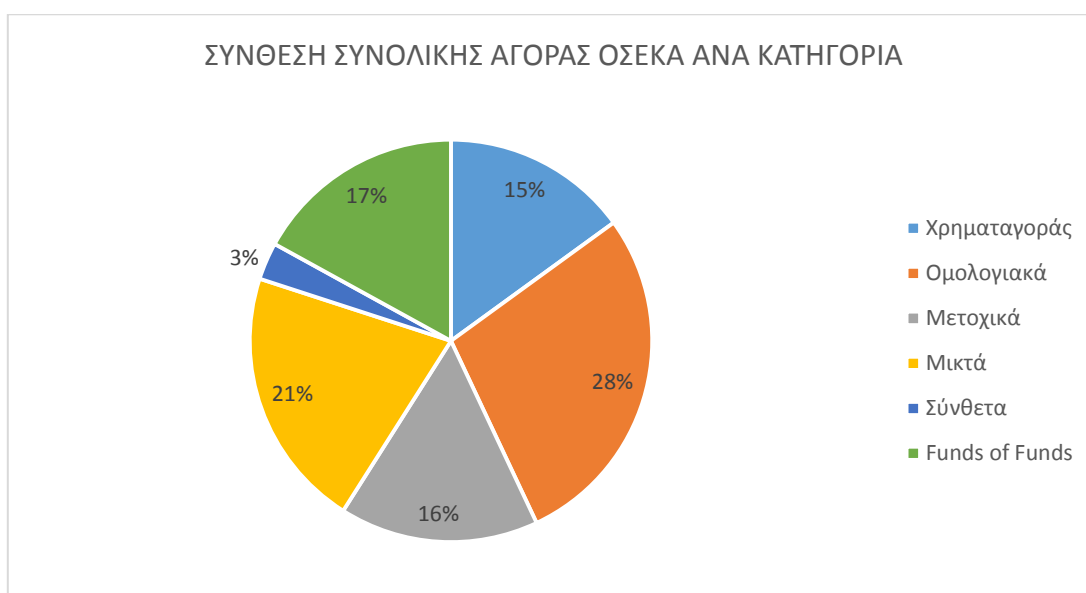




Διάγραμμα 3-6: Διαχρονική πορεία ενεργητικού ΑΚ σε δισ. ευρώ

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Σε αντίθεση με την Ευρώπη και τις ΗΠΑ όπου κυριαρχούν τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια, στην Ελλάδα περισσότερο δημοφιλή είναι τα ομολογιακά και τα μικτά. Όπως βλέπουμε στο διάγραμμα 3.7, το οποίο απεικονίζει την διάρθρωση των αμοιβαίων κεφαλαίων ανά κατηγορία, τα ομολογιακά έχουν μερίδιο αγοράς 28%, ακολουθούν τα μικτά με 21%, τα Funds of Funds με 17%, τα μετοχικά με 16%, τα χρηματαγοράς με 15% και τα σύνθετα με 3%.



Διάγραμμα 3-7: Σύθεση συνολικής αγοράς ΟΣΕΚΑ ανά κατηγορία την 30/09/2018

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Ενδεικτική της αποδυνάμωσης του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα είναι και η εικόνα των ΑΕΔΑΚ οι οποίες δραστηριοποιούνται στην χώρα μας. Όπως βλέπουμε στον πίνακα 3.3 στην Ελλάδα, στο τέλος του γ' τριμήνου του 2018, δραστηριοποιούνται μόλις 15 ΑΕΔΑΚ. Πρόκειται για κλάδο στον οποίο παρατηρείται ιδιαίτερα υψηλή συγκέντρωση, εξαιτίας του περιορισμένου αριθμού των συμμετεχόντων αλλά και του υψηλού μεριδίου αγοράς που συγκεντρώνουν οι 5 μεγαλύτερες εταιρείες (87,56%).

Αδιαμφισβήτητα, μεγαλύτερος παίκτης στην συγκεκριμένη αγορά είναι η EUROBANK ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ με μερίδιο 30,01%, ακολουθεί η ALPHA ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ. με μερίδιο 18,83%, η Α.Ε.Δ.Α.Κ. ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ με μερίδιο 17,06%, η ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ. με μερίδιο 13,20% και οι υπόλοιπες ΑΕΔΑΚ με μικρότερα ποσοστά (κάτω του 10%).

Πίνακας 3-3: Συνολικός αριθμός αμοιβαίων κεφαλαίων και ενεργητικού ανά εταιρεία στις 28/09/2018

A/A	A.Ε.Δ.Α.Κ.	ΑΚ	ΣΥΝ. ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΜΕΡΙΔΙΟ ΑΓΟΡΑΣ
1	EUROBANK ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	109	1.924.320.161,15	30,01%
2	ALPHA ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.	46	1.207.225.169,96	18,83%
3	Α.Ε.Δ.Α.Κ. ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ	2	1.094.253.477,88	17,06%
4	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.	26	846.535.024,64	13,20%
5	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.	53	542.856.483,82	8,47%
6	ALPHA TRUST	13	218.218.166,38	3,40%
7	TRITON ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.	6	143.030.424,43	2,23%
8	MetLife Α.Ε.Δ.Α.Κ.	13	137.316.533,04	2,14%
9	ALLIAZ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	7	76.821.087,58	1,20%
10	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.	6	71.132.156,01	1,11%
11	3K INVESTMENT PARTNERS Α.Ε.Δ.Α.Κ.	9	69.432.987,60	1,08%
12	ΑΤΤΙΚΑ WEALTH MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.	5	37.303.832,50	0,58%
13	CPB ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.	4	31.394.225,57	0,49%
14	THETIS Α.Ε.Δ.Α.Κ.	4	8.771.595,60	0,14%
15	ATHOS ASSET MANAGEMENT	8	4.264.314,15	0,07%
	ΣΥΝΟΛΟ	311	6.412.875.640,31	100,00%

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Αναφορικά με την κατηγορία των αμοιβαίων κεφαλαίων Funds of Funds, παρατηρούμε πως διαθέτουν μεγαλύτερη συγκέντρωση, συγκριτικά με την συνολική

αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων. Στην συγκεκριμένη κατηγορία δραστηριοποιούνται μόλις 8 εταιρείες, με 78 αμοιβαία κεφάλαια, και οι 4 πρώτες συγκεντρώνουν μερίδιο αγοράς 94,29%.

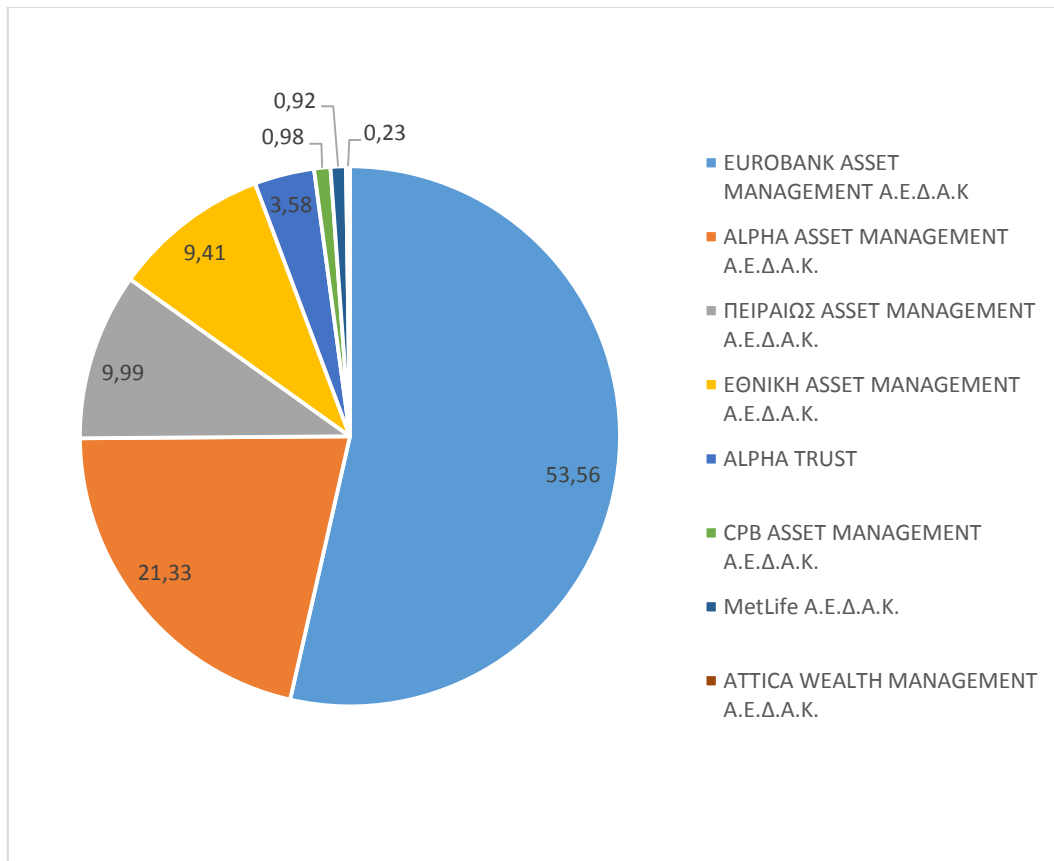
Και στην κατηγορία των Funds of Funds το υψηλότερο μερίδιο διατηρεί η EUROBANK ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ με 53,56%, και ακολουθούν, η ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ. με μερίδιο 21,33%, η ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ. με μερίδιο 9,99% και η ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ. με μερίδιο 9,41%. Οι υπόλοιπες ΑΕΔΑΚ της που δραστηριοποιούνται στην συγκεκριμένη κατηγορία έχουν μερίδια αγοράς μικρότερα του 5%.

Το συνολικό ενεργητικό της κατηγορίας των Funds of Funds στις 28/09/2018 ήταν 1.060.694.857,34 ευρώ, αυξημένο κατά 11,36% σε σχέση με την αρχή του 2018 όπου ήταν 952.482.997,31 ευρώ. Στον πίνακα 3.4 βλέπουμε αναλυτικά το σύνολο των ΑΕΔΑΚ που συμμετέχουν στην κατηγορία των Funds of Funds, τον αριθμό των αμοιβαίων κεφαλαίων της κάθε ΑΕΔΑΚ για την κατηγορία αυτή και το μερίδιο αγοράς της κάθε εταιρείας. Στο διάγραμμα 3.8 εικονίζονται τα μερίδια αγοράς των ΑΕΔΑΚ για την κατηγορία των Funds of Funds.

Πίνακας 3-4: Ενεργητικό και μερίδια αγοράς Funds of Funds στις 28/09/2018

A/A	A.E.Δ.Α.Κ.	ΑΚ	ΣΥΝ. ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΜΕΡΙΔΙΟ ΑΓΟΡΑΣ
1	EUROBANK ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ	40	568.083.564,51	53,56
2	ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ.	14	226.218.050,09	21,33
3	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ.	13	105.964.424,84	9,99
4	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ.	3	99.834.033,26	9,41
5	ALPHA TRUST	3	38.012.680,02	3,58
6	CPB ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ.	2	10.371.366,13	0,98
7	MetLife A.E.Δ.Α.Κ.	2	9.741.157,53	0,92
8	ATTICA WEALTH MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ.	1	2.469.580,96	0,23
	ΣΥΝΟΛΟ	78	1.060.694.857,34	100,00

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών



Διάγραμμα 3-8: Μερίδια αγοράς Funds of Funds στις 28/09/2018

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Η κατηγορία των αμοιβαίων κεφαλαίων Funds of Funds Μετοχικά, η οποία αποτελεί και το αντικείμενο μελέτης της παρούσας εργασίας, περιλαμβάνει συνολικά 33 αμοιβαία κεφάλαια. Ο πίνακας 3.5 περιλαμβάνει τα αμοιβαία κεφάλαια της κατηγορίας αυτής, την αξία του ενεργητικού του κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου, καθώς και το μερίδιο αγοράς του κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου στο συνολικό ενεργητικό της κατηγορίας με ημερομηνία αναφοράς 28/09/2018.

Πίνακας 3-5: Funds of Funds Μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια 28/09/2018

A/A	FUNDS OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΜΕΡΙΔΙΟ ΑΓΟΡΑΣ
1	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS USA ΜΕΤΟΧΙΚΟ INSTITUTIONAL	11.239.319,74	3,89%
2	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS USA ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	35.111.749,78	12,15%

3	EUROBANK I (LF) FUND OF FUNDS EQUITY BLEND	48.264,31	0,02%
4	PRIVATE BANKING USD (LF) FOF EQUITY BLEND	103.710,15	0,04%
5	EUROBANK (LF) FUND OF FUNDS EQUITY BLEND	29.742.651,59	10,30%
6	PRIVATE BANKING CLASS (LF) FUND OF FUNDS EQUITY BLEND	1.016.767,13	0,35%
7	EUROBANK (USD) (LF) FUND OF FUNDS EQUITY BLEND	1.461.229,39	0,51%
8	EUROBANK GF EQUITY BLEND FUND OF FUNDS METOXIKO	18.804.613,35	6,51%
9	ALPHA (LUX) GLOBAL EQUITY EUR I	7.299.466,72	2,53%
10	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED FUND OF FUNDS METOXIKO	8.348.515,57	2,89%
11	CPB PREMIUM SELECTION FUND OF FUNDS METOXIKO	5.239.197,18	1,81%
12	ALPHA (LUX) GLOBAL EQUITY EUR	1.536.562,04	0,53%
13	S&B ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΟ GLOBAL FUND OF FUNDS METOXIKO	13.498.316,09	4,67%
14	ΠΕΙΡΑΙΩΣ FUND OF FUNDS METOXIKO (R)	16.288.179,74	5,64%
15	INTERAMERICAN (LF) FUND OF FUNDS REAL ESTATE	1.090.285,60	0,38%
16	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS COMMODITIES METOXIKO INSTITUTIONAL	1.866.139,08	0,65%
17	EUROBANK (LF) FUND OF FUNDS REAL ESTATE \$	690.606,34	0,24%
18	EUROBANK (LF) FUND OF FUNDS REAL ESTATE	944.702,60	0,33%
19	METLIFE FUND OF FUNDS ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ METOXIKO	9.309.707,38	3,22%
20	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS COMMODITIES METOXIKO CLASSIC	5.574.477,53	1,93%

21	METLIFE FUND OF FUNDS ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΙΚΩΝ ΑΞΙΩΝ	431.450,15	0,15%
22	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS EUROPE ΜΕΤΟΧΙΚΟ INSTITUTIONAL	4.101.533,94	1,42%
23	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS EUROPE ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	40.562.204,91	14,04%
24	EUROBANK I (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS	8.213,74	0,00%
25	EUROBANK (USD) (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS	346.457,54	0,12%
26	PRIVATE BANKING (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS	16.735,69	0,01%
27	EUROBANK (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS	7.206.770,62	2,49%
28	INTERAMERICAN (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS	9.763.496,00	3,38%
29	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS SILK ROUTE ASIA ΜΕΤΟΧΙΚΟ INSTITUTIONAL	3.509.932,47	1,22%
30	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS SILK ROUTE ASIA ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	50.923.825,82	17,63%
31	ΠΕΙΡΑΙΩΣ FUND OF FUNDS ΑΝΑΔΥΟΜΕΝΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ (R)	2.384.098,32	0,83%
32	ΠΕΙΡΑΙΩΣ FUND OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΟ (I)	215.438,20	0,075%
33	ΠΕΙΡΑΙΩΣ FUND OF FUNDS ΑΝΑΔΥΟΜΕΝΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ (I)	194.251,89	0,07%
	ΣΥΝΟΛΟ	288.878.870,60	100,00%

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

### 4.1 Απόδοση και κίνδυνος αμοιβαίων κεφαλαίων

#### 4.1.1 Μέτρηση της απόδοσης

Η καθαρή απόδοση την οποία επιτυγχάνει ο μεριδιούχος ενός αμοιβαίου κεφαλαίου εξαρτάται από τους ακόλουθους παράγοντες (Νούλας, 2016):

- Τα μερίσματα τα οποία απονέμει το αμοιβαίο κεφάλαιο.
- Την υπεραξία ή τη ζημιά που προέρχεται από τη μεταβολή της καθαρής τιμής του μεριδίου.
- Την καταβολή προμήθειας για την αγορά και πώληση του μεριδίου.

Εάν το μερίδιο αγοράστηκε τη χρονική στιγμή  $t$  (αρχή του χρόνου) και πωλήθηκε την χρονική στιγμή  $t+1$  (τέλος του χρόνου), η καθαρή απόδοση ( $R$ ) υπολογίζεται ως εξής:

$$R = \frac{KT_{t+1} - KT_t + M_{t+1} - \Pi\Delta_t - \Pi E_{t+1}}{KT_t + \Pi\Delta_t}$$

ή

$$R = \frac{TE_{t+1} - T\Delta_t + M_{t+1}}{T\Delta_t}$$

Όπου,

$R_{t+1}$ : η καθαρή απόδοση στο τέλος του έτους

$KT_{t+1}$ : η καθαρή τιμή στο τέλος του έτους

$KT_t$ : η καθαρή τιμή στην αρχή του έτους

$TE_{t+1}$ : η τιμή εξαγοράς στο τέλος του έτους

$T\Delta_t$ : η τιμή διάθεσης στην αρχή του έτους

$\Pi\Delta_t$ : το ποσό της προμήθειας διάθεσης στην αρχή του έτους

$ΠE_{t+1}$ : το ποσό της προμήθειας εξαγοράς στο τέλος του έτους

$M_{t+1}$ : το ποσό του μερίσματος στο τέλος του έτους

Αντίστοιχα, η μέση μηνιαία απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου υπολογίζεται σύμφωνα με τον ακόλουθο τύπο:

$$\bar{R}_{jt} = \frac{\sum R_{jt}}{N}$$

Όπου,

$R_{jt}$ : η μηνιαία απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου  $j$  την χρονική στιγμή  $t$

$N$ : ο αριθμός των μηνιαίων παρατηρήσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου  $j$

Η απόδοση αποτελεί το πιο κοινό μέτρο αξιολόγησης επενδύσεων. Πρόκειται για μία μεθοδολογία, εύκολη στον υπολογισμό αλλά και στην κατανόηση από τους επενδυτές. Επιτρέπει την σύγκριση μεταξύ διαφόρων αμοιβαίων κεφαλαίων και την κατάταξη αυτών.

Όμως, στα αμοιβαία κεφάλαια δεν υπάρχουν εγγυημένες αποδόσεις και οι προηγούμενες αποδόσεις δεν διασφαλίζουν τις μελλοντικές. Για μία σφαιρικότερη ανάλυση των ΑΚ θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη και ο κίνδυνος τον οποίο αναλαμβάνει ο επενδυτής αγοράζοντας μερίδια ενός αμοιβαίου κεφαλαίου.

#### **4.1.2 Μέτρηση κινδύνου**

Από χρηματοοικονομικής άποψης, ο κίνδυνος συνδέεται με την πιθανότητα πρόκλησης οικονομικής ζημιάς, εξαιτίας ενός μη αναμενόμενου γεγονότος (Σαπουντζόγλου & Πεντότης, 2009). Στην περίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων μπορούμε να πούμε πως ο κίνδυνος ορίζεται ως η απόκλιση των αποδόσεων μιας επένδυσης από την μέση απόδοση (Φίλιππας, 2010).



Υπάρχουν διάφοροι τρόποι μέσω των οποίων μπορεί κανείς να υπολογίσει τον κίνδυνο διαφόρων επενδύσεων. Στις επόμενες παραγράφους παρουσιάζονται κάποιοι τρόποι μέτρησης του κινδύνου.

**Τυπική απόκλιση ( $\sigma$ ):** Μετρά την απόκλιση των αποδόσεων μιας επένδυσης γύρω από τη μέση τιμή. Όσο μεγαλύτερη είναι η τυπική απόκλιση τόσο μεγαλύτερος και ο κίνδυνος της επένδυσης. Η τυπική απόκλιση υπολογίζει την μεταβλητότητα μιας επένδυσης σε απόλυτους όρους. Για δύο αμοιβαία κεφάλαια τα οποία έχουν την ίδια μέση απόδοση αλλά διαφορετική τυπική απόκλιση, θα επιλέξουμε αυτό με τη μικρότερη τυπική απόκλιση. Με την βοήθεια της τυπικής απόκλισης μπορεί να γίνει άμεση σύγκριση του κινδύνου αμοιβαίων κεφαλαίων. Ωστόσο, η σύγκριση του κινδύνου χρησιμοποιώντας την τυπική απόκλιση γίνεται προβληματική όταν δύο επενδύσεις έχουν διαφορετική απόδοση. Στην περίπτωση αυτή χρησιμοποιείται ο συντελεστής μεταβλητότητας.

Η τυπική απόκλιση υπολογίζεται με τον ακόλουθο τύπο:

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

Όπου,

$\bar{R}_{jt}$ : η μέση απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου

N: ο αριθμός των παρατηρήσεων

**Συντελεστής μεταβλητότητας (CV):** Είναι το αποτέλεσμα της διαίρεσης μεταξύ της τυπικής απόκλισης και της μέσης απόδοσης. Ο συντελεστής μεταβλητότητας συνεπώς μετρά τον κίνδυνο ανά μονάδα απόδοσης. Όσο μεγαλύτερος είναι ο συντελεστής μεταβλητότητας, τόσο μεγαλύτερος είναι κι ο κίνδυνος του αμοιβαίου κεφαλαίου (Νούλας, 2016).

Ο συντελεστής μεταβλητότητας υπολογίζεται σύμφωνα με τον ακόλουθο τύπο:

$$CV = \frac{\sigma}{\bar{R}_{jt}}$$

Όπου,

$\bar{R}_j$ : η μέση απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου

$\sigma$ : η τυπική απόκλιση του αμοιβαίου κεφαλαίου

**Συντελεστής Βήτα ( $\beta$ ):** Εκφράζει τον συστηματικό κίνδυνο μιας επένδυσης. Μετρά την ευαισθησία της απόδοσης ενός ΑΚ στις μεταβολές της αγοράς όπως αυτές δίνονται από κάποιο δείκτη του χρηματιστηρίου. Εάν ο συντελεστής βήτα είναι μεγαλύτερος της μονάδας, σημαίνει ότι η απόδοση του ΑΚ μεταβάλλεται περισσότερο από την απόδοση του δείκτη. Αντίστοιχα, αν ο συντελεστής βήτα είναι μικρότερος της μονάδας, τότε η απόδοση του ΑΚ μεταβάλλεται λιγότερο από την απόδοση του δείκτη. Επομένως, όσο μεγαλύτερος είναι ο συντελεστής  $\beta$ , τόσο μεγαλύτερος είναι και ο κίνδυνος του ΑΚ (Νούλας, 2016).

Ο συντελεστής  $\beta$  υπολογίζεται σύμφωνα με τον ακόλουθο τύπο:

$$\beta = \frac{COV_{jm}}{\sigma_m^2}$$

Όπου,

$COV_{jm}$ : η συνδιακύμανση του αμοιβαίου κεφαλαίου  $j$  με την αγορά

$\sigma_m^2$ : η διακύμανση της αγοράς

## 4.2 Μέθοδοι αξιολόγησης αμοιβαίων κεφαλαίων

### 4.2.1 Ο δείκτης Treynor

Ο Treynor (1965) παρουσίασε τον δείκτη «απόδοση προς μεταβλητότητα» (reward to volatility), ο οποίος στηρίζεται στην γραμμή χρεογράφων (Security Market Line – SML). Ο δείκτης Treynor, όπως ονομάστηκε, ήταν ο πρώτος δείκτης αξιολόγησης αμοιβαίων κεφαλαίων. Ο συγκεκριμένος δείκτης παρουσιάζει την απόδοση του εξεταζόμενου αμοιβαίου κεφαλαίου ανά μονάδα σχετικού κινδύνου.

Η μέθοδος Treynor υποθέτει ότι τα χαρτοφυλάκια είναι διαφοροποιημένα και ο μόνος κίνδυνος που υπάρχει είναι ο συστηματικός, καθώς θεωρεί πως ο μη συστηματικός κίνδυνος έχει εξαλειφθεί μέσω της διαφοροποίησης (Νούλας, 2016). Η αξιολόγηση ενός χαρτοφυλακίου γίνεται χρησιμοποιώντας τον ακόλουθο τύπο.

$$T_j = \frac{R_j - R_f}{\beta}$$

Όπου,

$R_j$ : η μέση απόδοση του χαρτοφυλακίου/αμοιβαίου κεφαλαίου  $j$

$R_f$ : το ακίνδυνο επιτόκιο

$\beta$ : ο συντελεστής  $\beta$  του αμοιβαίου κεφαλαίου, δηλαδή ο σχετικός κίνδυνος του κάθε χαρτοφυλακίου/αμοιβαίου κεφαλαίου σε σχέση με τον κίνδυνο της αγοράς

Ο δείκτης Treynor εκφράζεται ως το κλάσμα της υπερβάλλουσας απόδοσης ενός χαρτοφυλακίου σε σχέση με το χρεόγραφο μηδενικού κινδύνου, προς τον συντελεστή  $\beta$  του χαρτοφυλακίου/αμοιβαίου κεφαλαίου. Ο συντελεστής  $\beta$  αποτελεί την μέτρηση του συστηματικού κινδύνου. Επομένως, ο δείκτης Treynor δίνει την απόδοση ανά μονάδα κινδύνου. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης Treynor, τόσο καλύτερο είναι το χαρτοφυλάκιο σε σχέση με άλλο χαρτοφυλάκιο (Νούλας, 2016).

Θετικές τιμές του δείκτη Treynor μπορεί να οφείλονται σε συνδυασμός είτε υπεραπόδοσης του χαρτοφυλακίου σε σχέση με το χρεόγραφο μηδενικού κινδύνου και ύπαρξης θετικού συντελεστή  $\beta$ , είτε σε υποαπόδοση του χαρτοφυλακίου και αρνητικό συντελεστή  $\beta$ . Αντίστοιχα, αρνητικές τιμές του δείκτη Treynor μπορεί να οφείλονται είτε σε υποαπόδοση του χαρτοφυλακίου σε σχέση με το χρεόγραφο μηδενικού κινδύνου, είτε σε αρνητικό συντελεστή  $\beta$ .

Ο δείκτης Treynor χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση και κατάταξη χαρτοφυλακίων και αμοιβαίων κεφαλαίων αλλά δεν δίνει στοιχεία σε όρους απόδοσης σε ποιο βαθμό ένα χαρτοφυλάκιο ή ένα αμοιβαίο κεφάλαιο υπερέχει σε σχέση με κάποιο άλλο. Αποτελεί συγκριτικό δείκτη και όχι μέτρο προσαρμοσμένο στον κίνδυνο.

#### 4.2.2 Ο δείκτης Sharpe

Ο δείκτης Sharpe (1966) αποτελεί ένα σύνθετο μέτρο για την αξιολόγηση της απόδοσης. Λαμβάνει υπόψη πόσο καλή ήταν η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Εκφράζεται ως το κλάσμα της υπερβάλλουσας απόδοσης του αξιολογούμενου χαρτοφυλακίου/αμοιβαίου κεφαλαίου σε σχέση με το χρεόγραφο μηδενικού κινδύνου προς την τυπική απόκλιση της απόδοσης του χαρτοφυλακίου.

Άρα, η αξιολόγηση του χαρτοφυλακίου σύμφωνα με τον δείκτη Sharpe γίνεται χρησιμοποιώντας τον ακόλουθο τύπο:

$$S_j = \frac{R_j - R_f}{\sigma_j}$$

Όπου,

$R_j$ : η μέση απόδοση του χαρτοφυλακίου/αμοιβαίου κεφαλαίου

$R_f$ : το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο

$\sigma_j$ : η τυπική απόκλιση της απόδοσης του χαρτοφυλακίου/αμοιβαίου κεφαλαίου

Μέσω του δείκτη Sharpe μπορούμε να αξιολογήσουμε και να κατατάξουμε χαρτοφυλάκια και αμοιβαία κεφάλαια αλλά δεν μπορούμε να αντλήσουμε πληροφόρηση αναφορικά με το αν κάποιο χαρτοφυλάκιο υπερέχει έναντι κάποιου άλλου σε όρους απόδοσης. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης, τόσο καλύτερο είναι και το εξεταζόμενο χαρτοφυλάκιο/αμοιβαίο κεφάλαιο.

Ο δείκτης Sharpe σε αντίθεση με τον δείκτη Treynor δεν υποθέτει πως το χαρτοφυλάκιο είναι τελείως διαφοροποιημένο, αλλά λαμβάνει υπόψη τον συνολικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου. Εάν το χαρτοφυλάκιο είναι τελείως διαφοροποιημένο, τότε οι δύο μέθοδοι θα δώσουν τα ίδια αποτελέσματα. Αντιθέτως, εάν το χαρτοφυλάκιο δεν είναι διαφοροποιημένο ο δείκτης Treynor θα είναι υψηλότερος

από τον δείκτη Sharpe. Συνεπώς, η διαφορά την οποία παρουσιάζουν οι δύο μέθοδοι, οφείλεται στην έλλειψη διαφοροποίησης.

### 4.2.3 Ο δείκτης Jensen

Η μέθοδος Jensen (1968) αποτελεί παρόμοια μέθοδο αξιολόγησης αμοιβαίων κεφαλαίων με τις μεθόδους Treynor και Sharpe, καθώς στηρίζεται κι αυτή στο Μοντέλο Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (CAPM). Παρουσιάζει όμως και διαφορές σε σχέση με τους προηγούμενους δείκτες καθώς η συγκεκριμένη μέθοδος αξιολόγησης χρησιμοποιεί ιστορικές παρατηρήσεις χρηματοοικονομικών μεγεθών (επιτόκια και χρηματιστηριακοί δείκτες) και όχι αποκλειστικά μέσα μεγέθη.

Πρόκειται για ένα δείκτη ο οποίος συγκρίνει την πραγματική απόδοση ενός χαρτοφυλακίου/αμοιβαίου κεφαλαίου με την κανονική απόδοση βάσει CAPM. Δηλαδή, μετρά την υπερβάλλουσα της κανονικής κατά CAPM απόδοσης.

Για την αξιολόγηση ενός χαρτοφυλακίου/αμοιβαίου κεφαλαίου μέσω του δείκτη Jensen παράγεται ο συντελεστής  $a$  (συντελεστής Jensen) μέσω της ακόλουθης παλινδρόμησης:

$$R_{jt} - R_{ft} = a_j + b_j(R_{mt} - R_{ft}) + u_{jt}$$

Όπου,

$R_{jt}$ : η μέση απόδοση του χαρτοφυλακίου  $j$  κατά την χρονική στιγμή  $t$

$R_{mt}$ : η μέση απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς

$R_{ft}$ : το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο την περίοδο  $t$

$a_j$ : δείκτης Jensen, ο οποίος προκύπτει μέσω της παλινδρόμησης

$b_j$ : ο συντελεστής  $\beta$  του χαρτοφυλακίου  $j$

$u_{jt}$ : το τυχαίο λάθος

Σύμφωνα με την παραπάνω εξίσωση, ο συντελεστής  $a$  του Jensen είναι η διαφορά μεταξύ της απόδοσης του χαρτοφυλακίου/αμοιβαίου κεφαλαίου και της αναμενόμενης απόδοσης που προκύπτει μέσω του CAPM.

Για την ολοκλήρωση της αξιολόγησης και κατάταξης των αμοιβαίων κεφαλαίων σύμφωνα με την μέθοδο Jensen, πρέπει να γίνει προσεκτική εξέταση της τιμής του συντελεστή  $\alpha$ . Έτσι, έχουμε τις ακόλουθες υποθέσεις (Νούλας, 2016):

- Εάν το  $\alpha$  είναι θετικό και στατιστικά σημαντικό, η απόδοση του χαρτοφυλακίου/αμοιβαίου κεφαλαίου είναι μεγαλύτερη του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Άρα, η διοίκηση του ΑΚ έχει την ικανότητα να επιλέγει υποτιμημένες μετοχές ή να προσβλέπει τις στροφές της αγοράς.
- Εάν το  $\alpha$  είναι αρνητικό και στατιστικά σημαντικό, η απόδοση του χαρτοφυλακίου/αμοιβαίου κεφαλαίου υπολείπεται της απόδοσης της αγοράς.
- Εάν το  $\alpha$  δεν είναι στατιστικά σημαντικό (δηλαδή στατιστικά δεν είναι διαφορετικό του μηδενός), η απόδοση του χαρτοφυλακίου/αμοιβαίου κεφαλαίου είναι ίδια με την απόδοση της αγοράς.

Αξίζει να σημειωθεί πως για την εκτίμηση του δείκτη Jensen γίνεται η υπόθεση πως το επίπεδο κινδύνου το οποίο ενσωματώνει ένα χαρτοφυλάκιο είναι σταθερό στον χρόνο και δεν λαμβάνει υπόψη του την ικανότητα συγχρονισμού των διαχειριστών (Πενταράκη & Ζοπουνίδης, 2003). Ο δείκτης Jensen, όπως και ο δείκτης Treynor, υποθέτει πως το χαρτοφυλάκιο είναι πλήρως διαφοροποιημένο και ο μοναδικός κίνδυνος είναι ο κίνδυνος της αγοράς.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 : ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ

### 5.1 Στόχος μελέτης

Η ανοδική πορεία των αμοιβαίων κεφαλαίων διεθνώς και ο ρόλος τους στις παγκόσμιες αγορές ήταν η βασικότερη αιτία για την εκπόνηση της συγκεκριμένης μελέτης. Τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν από τις πλέον δημοφιλείς επιλογές του επενδυτικού κοινού. Όμως πρέπει να χρησιμοποιούνται οι κατάλληλες μέθοδοι αξιολόγησης και κατάταξης των αμοιβαίων κεφαλαίων, προκειμένου οι επενδυτές να μπορούν να δομήσουν τα χαρτοφυλάκιά τους σύμφωνα με το επενδυτικό τους προφίλ και την συμπεριφορά τους έναντι του κινδύνου. Στόχος της παρούσας μελέτης είναι η αξιολόγηση της επίδοσης των ελληνικών funds of funds μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων σύμφωνα με τους δείκτες και τις μεθοδολογίες που αναπτύχθηκαν στα προηγούμενα κεφάλαια.

### 5.2 Περιγραφή δείγματος

Για την παρούσα μελέτη χρησιμοποιούμε τα funds of funds μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια τα οποία διαπραγματεύονται στο ελληνικό χρηματιστήριο. Συγκεκριμένα πρόκειται για 21 αμοιβαία κεφάλαια τα οποία διαπραγματεύονται καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου 21/10/2013-18/10/2018.

Στην κατηγορία funds of funds μετοχικά διαπραγματεύονται σήμερα στο χρηματιστήριο 33 αμοιβαία κεφάλαια,. Όμως στην συγκεκριμένη μελέτη εξετάζουμε 21 αμοιβαία κεφάλαια καθώς τα υπόλοιπα ξεκίνησαν την διαπραγμάτευση μετά την 21/10/2013. Για την ανάλυση χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα ημερήσιων τιμών κλεισίματος των αμοιβαίων κεφαλαίων για την ανωτέρω εξεταζόμενη περίοδο τα οποία αντλήθηκαν από τον διαδικτυακό τόπο [www.naftemporiki.gr](http://www.naftemporiki.gr).

Επιπλέον, αντλήθηκαν δεδομένα που αφορούν την ημερήσια τιμή κλεισίματος του Γενικού Δείκτη (ΓΔ) του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) για την ίδια εξεταζόμενη περίοδο. Πρέπει να σημειωθεί πως κατά την περίοδο 27/06/2015-02/08/2015 δεν υπήρχαν δεδομένα σχετικά με την τιμή κλεισίματος του Γενικού Δείκτη και εξαιτίας του γεγονότος αυτού έχει εξαιρεθεί το συγκεκριμένο χρονικό

διάστημα από την παρούσα μελέτη. Στον πίνακα 5.1 παρατίθεται τα υπό εξέταση αμοιβαία κεφάλαια.

Πίνακας 5-1: Εξεταζόμενα Funds of Funds Μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια

A/A	FUNDS OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ
1	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS COMMODITIES ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC
2	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS EUROPE ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC
3	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS SILK ROUTE ASIA ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC
4	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS USA ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC
5	CPB PREMIUM SELECTION FUND OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΟ
6	EUROBANK (LF) FUND OF FUNDS EQUITY BLEND
7	EUROBANK (LF) FUND OF FUNDS REAL ESTATE
8	EUROBANK (LF) FUND OF FUNDS REAL ESTATE \$
9	EUROBANK (USD) (LF) FUND OF FUNDS EQUITY BLEND
10	EUROBANK (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS
11	EUROBANK GF EQUITY BLEND FUND OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΟ
12	EUROBANK (USD) (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS
13	EUROBANK I (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS
14	EUROBANK I (LF) FUND OF FUNDS EQUITY BLEND
15	INTERAMERICAN (LF) FUND OF FUNDS REAL ESTATE
16	METLIFE FUND OF FUNDS ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΙΚΩΝ ΑΕΙΩΝ
17	METLIFE FUND OF FUNDS ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ
18	S&B ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΟ GLOBAL FUND OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΟ
19	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED FUND OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΟ
20	ΠΕΙΡΑΙΩΣ FUND OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΟ (R)
21	INTERAMERICAN (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS

### 5.3 Μεθοδολογία μελέτης

Στο πρώτο στάδιο της μελέτης γίνεται υπολογισμός της απόδοσης και του κινδύνου των εξεταζόμενων αμοιβαίων κεφαλαίων. Οι υπολογισμοί γίνονται σύμφωνα με τους τύπους που αναλύθηκαν στο κεφάλαιο 3 της παρούσας εργασίας.



Για τον υπολογισμό της απόδοσης, χρησιμοποιείται η μηνιαία απόδοση του κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου. Συνολικά προκύπτουν 60 παρατηρήσεις για τα πέντε έτη της εξεταζόμενης περιόδου. Επίσης, υπολογίζεται η μέση μηνιαία απόδοση του κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου, η οποία ουσιαστικά είναι ο μέσος όρος των 60 μηνιαίων αποδόσεων.

Ο υπολογισμός του συνολικού κινδύνου γίνεται μέσω της τυπικής απόκλισης των μηνιαίων αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων. Ενώ ο υπολογισμός του συστηματικού κινδύνου γίνεται μέσω του συντελεστή  $\beta$  των αμοιβαίων κεφαλαίων. Ως χαρτοφυλάκιο αγοράς χρησιμοποιήθηκαν οι αποδόσεις του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών κατά την ίδια περίοδο.

Στην συνέχεια, υπολογίζουμε τον συντελεστή μεταβλητότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων. Για τον υπολογισμό του συγκεκριμένου συντελεστή χρησιμοποιούμε την μέση μηνιαία απόδοση και την τυπική απόκλιση που υπολογίστηκαν προηγουμένως.

Στο δεύτερο στάδιο της μελέτης γίνεται ο υπολογισμός των δεικτών αξιολόγησης των αμοιβαίων κεφαλαίων. Συγκεκριμένα, υπολογίζονται οι δείκτες Treynor και Sharpe, και στην συνέχεια κατατάσσονται τα αμοιβαία κεφάλαια ανάλογα με την επίδοσή τους στον κάθε δείκτη. Ως χαρτοφυλάκιο αγοράς χρησιμοποιείται ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών και ειδικότερα οι τιμές κλεισίματος του Γενικού Δείκτη για την ίδια χρονική διάρκεια.

Η ετήσια απόδοση του χαρτοφυλακίου μηδενικού κινδύνου ορίστηκε σε 2%, επομένως η μηνιαία απόδοση θα ισούται με  $2\%/12=0,17\%$ .

#### **5.4 Αποτελέσματα μελέτης**

Στις επόμενες ενότητες παρατίθενται τα αποτελέσματα τα οποία προέκυψαν από την εφαρμογή των μεθοδολογιών για την αξιολόγηση της απόδοσης και του κινδύνου των αμοιβαίων κεφαλαίων, και γίνεται σύγκριση με τα αντίστοιχα μεγέθη του χαρτοφυλακίου αγοράς. Στην συνέχεια, πραγματοποιείται κατάταξη των

εξεταζόμενων αμοιβαίων κεφαλαίων σύμφωνα με την επίδοσή τους στους δείκτες Treynor και Sharpe.

#### 5.4.1 Απόδοση αμοιβαίων κεφαλαίων

Στον πίνακα 5.2 παρουσιάζονται οι μέσες μηνιαίες αποδόσεις των εξεταζόμενων αμοιβαίων κεφαλαίων καθώς και η μέση μηνιαία απόδοση του γενικού δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών, τον οποίο χρησιμοποιούμε ως χαρτοφυλάκιο αγοράς. Παρατηρούμε πως η απόδοση του γενικού δείκτη για την εξεταζόμενη πενταετία είναι -1,00%. Τα αμοιβαία κεφάλαια της μελέτης, στο σύνολό τους, είχαν καλύτερη μέση απόδοση από το χαρτοφυλάκιο αναφοράς.

Τα περισσότερα από τα αμοιβαία κεφάλαια παρουσιάζουν θετική μέση απόδοση. Συγκεκριμένα, 19 από τα 21 αμοιβαία κεφάλαια του δείγματος έχουν θετικές αποδόσεις και μόλις 2 αρνητικές, και πάλι όμως μεγαλύτερες αποδόσεις από το χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Τα συγκεκριμένα χαρτοφυλάκια είναι και τα μοναδικά τα οποία έχουν μικρότερη απόδοση από το την απόδοση του χαρτοφυλακίου μηδενικού κινδύνου η οποία ορίστηκε σε 0,17%.

Η μεγαλύτερη απόδοση του δείγματός μας ανέρχεται σε 0,90% και η μικρότερη σε -0,28%. Επομένως, το εύρος των αποδόσεων είναι 1,18%. Η μέση τιμή των αποδόσεων κινείται κοντά στο 0,45%.

Πίνακας 5-2: Μέση μηνιαία απόδοση αμοιβαίων κεφαλαίων

A/A	FUNDS OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΑΠΟΔΟΣΗ
1	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS COMMODITIES ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	-0,28%
2	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS EUROPE ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	0,39%
3	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS SILK ROUTE ASIA ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	0,58%
4	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS USA ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	0,90%
5	CPB PREMIUM SELECTION FUND OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,54%
6	EUROBANK (LF) FUND OF FUNDS EQUITY BLEND	0,75%
7	EUROBANK (LF) FUND OF FUNDS REAL ESTATE	0,37%
8	EUROBANK (LF) FUND OF FUNDS REAL ESTATE \$	0,37%
9	EUROBANK (USD) (LF) FUND OF FUNDS EQUITY BLEND	0,76%

10	EUROBANK (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS	0,27%
11	EUROBANK GF EQUITY BLEND FUND OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,71%
12	EUROBANK (USD) (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS	0,25%
13	EUROBANK I (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS	0,40%
14	EUROBANK I (LF) FUND OF FUNDS EQUITY BLEND	0,81%
15	INTERAMERICAN (LF) FUND OF FUNDS REAL ESTATE	0,38%
16	METLIFE FUND OF FUNDS ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΙΚΩΝ ΑΞΙΩΝ	-0,20%
17	METLIFE FUND OF FUNDS ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,41%
18	S&B ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΟ GLOBAL FUND OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,68%
19	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED FUND OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,68%
20	ΠΕΙΡΑΙΩΣ FUND OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΟ (R)	0,56%
21	INTERAMERICAN (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS	0,27%
	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ	-1,00%

#### 5.4.2 Κίνδυνος αμοιβαίων κεφαλαίων

Στον πίνακα 5.3 παρουσιάζεται ο κίνδυνος, ο οποίος υπολογίζεται μέσω της τυπικής απόκλισης, των αμοιβαίων κεφαλαίων και του χαρτοφυλακίου αγοράς (γενικός δείκτης χρηματιστηρίου). Παρατηρούμε πως το χαρτοφυλάκιο αναφοράς έχει σημαντικά μεγαλύτερη τυπική απόκλιση, άρα υψηλότερο κίνδυνο, από όλα τα αμοιβαία κεφάλαια του δείγματος. Συγκεκριμένα, η τυπική απόκλιση του γενικού δείκτη ανέρχεται σε 7,30%, υψηλότερη από όλα τα εξεταζόμενα αμοιβαία κεφάλαια.

Η υψηλότερη τιμή της τυπικής απόκλισης ανέρχεται σε 3,45% και η χαμηλότερη σε 2,56%. Επομένως, παρατηρείται εύρος ύψους 0,90%. Η μέση τυπική απόκλιση του συνόλου των αμοιβαίων κεφαλαίων το δείγματος ανέρχεται σε 3,09%.

Πίνακας 5-3: Τυπική απόκλιση αμοιβαίων κεφαλαίων και χαρτοφυλακίου αναφοράς

A/A	FUNDS OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ
1	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS COMMODITIES ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	2,93%
2	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS EUROPE ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	3,07%
3	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS SILK ROUTE ASIA ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	3,45%
4	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS USA ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	3,17%
5	CPB PREMIUM SELECTION FUND OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΟ	2,99%
6	EUROBANK (LF) FUND OF FUNDS EQUITY BLEND	3,00%
7	EUROBANK (LF) FUND OF FUNDS REAL ESTATE	3,31%
8	EUROBANK (LF) FUND OF FUNDS REAL ESTATE \$	3,30%
9	EUROBANK (USD) (LF) FUND OF FUNDS EQUITY BLEND	3,00%

10	EUROBANK (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS	3,33%
11	EUROBANK GF EQUITY BLEND FUND OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΟ	3,00%
12	EUROBANK (USD) (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS	3,31%
13	EUROBANK I (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS	3,37%
14	EUROBANK I (LF) FUND OF FUNDS EQUITY BLEND	3,02%
15	INTERAMERICAN (LF) FUND OF FUNDS REAL ESTATE	3,31%
16	METLIFE FUND OF FUNDS ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΙΚΩΝ ΑΞΙΩΝ	2,92%
17	METLIFE FUND OF FUNDS ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	2,96%
18	S&B ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΟ GLOBAL FUND OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΟ	2,88%
19	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED FUND OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΟ	2,75%
20	ΠΕΙΡΑΙΩΣ FUND OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΟ (R)	2,56%
21	INTERAMERICAN (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS	3,33%
	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ	7,30%

#### 5.4.3 Συντελεστής μεταβλητότητας αμοιβαίων κεφαλαίων

Στον πίνακα 5.4 γίνεται μία συγκεντρωτική απεικόνιση της μέσης απόδοσης, της τυπικής απόκλισης και του συντελεστή μεταβλητότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων του δείγματος και του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου. Ο γενικός δείκτης και δύο αμοιβαία κεφάλαια παρουσιάζουν αρνητικό συντελεστή μεταβλητότητας καθώς έχουν αρνητική απόδοση. Όλα τα υπόλοιπα αμοιβαία κεφάλαια έχουν συντελεστή μεταβλητότητας από 3,54 έως 13,49. Αν και παρατηρούμε ένα σημαντικό εύρος στο συντελεστή μεταβλητότητας, ωστόσο οι ακραίες παρατηρήσεις (με τιμή μεγαλύτερη του 10) είναι μόλις τρεις, και ο μέσος όρος του εξεταζόμενου δείγματος κινείται κοντά στο 5.

Πίνακας 5-4: Μέση απόδοση, τυπική απόκλιση και συντελεστής μεταβλητότητας αμοιβαίων κεφαλαίων και γενικού δείκτη

A/A	FUNDS OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	R	Σ	CV
1	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS COMMODITIES ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	-0,28%	2,93%	-10,31
2	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS EUROPE ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	0,39%	3,07%	7,96
3	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS SILK ROUTE ASIA ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	0,58%	3,45%	5,92
4	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS USA ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	0,90%	3,17%	3,54
5	CPB PREMIUM SELECTION FUND OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,54%	2,99%	5,49
6	EUROBANK (LF) FUND OF FUNDS EQUITY BLEND	0,75%	3,00%	4,01
7	EUROBANK (LF) FUND OF FUNDS REAL ESTATE	0,37%	3,31%	8,85
8	EUROBANK (LF) FUND OF FUNDS REAL ESTATE \$	0,37%	3,30%	8,96

9	EUROBANK (USD) (LF) FUND OF FUNDS EQUITY BLEND	0,76%	3,00%	3,95
10	EUROBANK (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS	0,27%	3,33%	12,42
11	EUROBANK GF EQUITY BLEND FUND OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,71%	3,00%	4,22
12	EUROBANK (USD) (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS	0,25%	3,31%	13,49
13	EUROBANK I (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS	0,40%	3,37%	8,36
14	EUROBANK I (LF) FUND OF FUNDS EQUITY BLEND	0,81%	3,02%	3,75
15	INTERAMERICAN (LF) FUND OF FUNDS REAL ESTATE	0,38%	3,31%	8,64
16	METLIFE FUND OF FUNDS ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΙΚΩΝ ΑΞΙΩΝ	-0,20%	2,92%	-14,80
17	METLIFE FUND OF FUNDS ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,41%	2,96%	7,25
18	S&B ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΟ GLOBAL FUND OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,68%	2,88%	4,27
19	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED FUND OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,68%	2,75%	4,04
20	ΠΕΙΡΑΙΩΣ FUND OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΟ (R)	0,56%	2,56%	4,57
21	INTERAMERICAN (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS	0,27%	3,33%	12,42
	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ	-1,00%	7,30%	-7,32

Στον πίνακα 5.5 κατατάσσουμε τα αμοιβαία κεφάλαια του δείγματος σύμφωνα με τον συντελεστή μεταβλητότητα, ο οποίος αποτελεί δείκτη επικινδυνότητας των επενδύσεων. Τα δύο πρώτα αμοιβαία κεφάλαια έχουν αρνητικό συντελεστή μεταβλητότητας καθώς έχουν αρνητική μέση απόδοση.

Η κατάταξη έχει γίνει σύμφωνα με τον κίνδυνο του κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου. Όσο μεγαλύτερος είναι ο συντελεστής μεταβλητότητας, τόσο μεγαλύτερο κίνδυνο ανά μονάδα απόδοσης αναλαμβάνει ο επενδυτής. Επομένως, όσο μεγαλύτερος ο συντελεστής μεταβλητότητας ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, τόσο μεγαλύτερος και ο κίνδυνος της συγκεκριμένης επένδυσης.

Πίνακας 5-5: Συντελεστής μεταβλητότητας αμοιβαίων κεφαλαίων

A/A	FUNDS OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	CV
1	METLIFE FUND OF FUNDS ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΙΚΩΝ ΑΞΙΩΝ	-14,80
2	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS COMMODITIES ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	-10,31
3	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS USA ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	3,54
4	EUROBANK I (LF) FUND OF FUNDS EQUITY BLEND	3,75
5	EUROBANK (USD) (LF) FUND OF FUNDS EQUITY BLEND	3,95
6	EUROBANK (LF) FUND OF FUNDS EQUITY BLEND	4,01
7	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED FUND OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΟ	4,04

8	EUROBANK GF EQUITY BLEND FUND OF FUNDS METOXIKO	4,22
9	S&B ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΟ GLOBAL FUND OF FUNDS METOXIKO	4,27
10	ΠΕΙΡΑΙΩΣ FUND OF FUNDS METOXIKO (R)	4,57
11	CPB PREMIUM SELECTION FUND OF FUNDS METOXIKO	5,49
12	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS SILK ROUTE ASIA METOXIKO CLASSIC	5,92
13	METLIFE FUND OF FUNDS ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ METOXIKO	7,25
14	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS EUROPE METOXIKO CLASSIC	7,96
15	EUROBANK I (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS	8,36
16	INTERAMERICAN (LF) FUND OF FUNDS REAL ESTATE	8,64
17	EUROBANK (LF) FUND OF FUNDS REAL ESTATE	8,85
18	EUROBANK (LF) FUND OF FUNDS REAL ESTATE \$	8,96
19	EUROBANK (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS	12,42
20	INTERAMERICAN (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS	12,42
21	EUROBANK (USD) (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS	13,49

#### 5.4.4 Συστηματικός κίνδυνος αμοιβαίων κεφαλαίων

Στον πίνακα 5.5 παραθέτουμε τον συστηματικό κίνδυνο των αμοιβαίων κεφαλαίων του δείγματος, ο οποίος υπολογίζεται μέσω του συντελεστή β. Σαν χαρτοφυλάκιο αγοράς χρησιμοποιείται ο γενικός δείκτης του ελληνικού χρηματιστηρίου.

Μελετώντας τον παρακάτω πίνακα, παρατηρούμε πως τρία αμοιβαία κεφάλαια έχουν αρνητικό συντελεστή β. Άρα, τα συγκεκριμένα αμοιβαία κεφάλαια έχουν αρνητική συσχέτιση των αποδόσεων, δηλαδή η απόδοσή τους κινείται αντίθετα από την απόδοση της αγοράς.

Επίσης, τρία αμοιβαία κεφάλαια έχουν συντελεστή β μεγαλύτερο της μονάδας. Η απόδοση των συγκεκριμένων αμοιβαίων παρουσιάζει μεγαλύτερη μεταβλητότητα από την αγορά. Είναι στενά συνδεδεμένα με την αγορά και επηρεάζονται έντονα από την πορεία της.

Τα υπόλοιπα εξεταζόμενα αμοιβαία κεφάλαια έχουν συντελεστή β θετικό και μικρότερο της μονάδας. Δηλαδή, τα αμοιβαία κεφάλαια έχουν μικρότερη μεταβλητότητα από ότι ο γενικός δείκτης του χρηματιστηρίου. Η μεγαλύτερη τιμή του συντελεστή β που παρατηρείται είναι 1,30 και η μικρότερη -0,26. Επομένως, το εύρος του συντελεστή ισούται με 1,56. Η μέση τιμή των συντελεστών του δείγματος ισούται με 0,65.

Πίνακας 5-6: Συστηματικός κίνδυνος αμοιβαίων κεφαλαίων

A/A	FUNDS OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	B
1	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS COMMODITIES ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	0,43
2	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS EUROPE ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	1,05
3	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS SILK ROUTE ASIA ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	0,52
4	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS USA ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	0,52
5	CPB PREMIUM SELECTION FUND OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,82
6	EUROBANK (LF) FUND OF FUNDS EQUITY BLEND	0,82
7	EUROBANK (LF) FUND OF FUNDS REAL ESTATE	-0,26
8	EUROBANK (LF) FUND OF FUNDS REAL ESTATE \$	-0,26
9	EUROBANK (USD) (LF) FUND OF FUNDS EQUITY BLEND	0,83
10	EUROBANK (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS	0,66
11	EUROBANK GF EQUITY BLEND FUND OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,86
12	EUROBANK (USD) (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS	0,64
13	EUROBANK I (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS	0,63
14	EUROBANK I (LF) FUND OF FUNDS EQUITY BLEND	0,84
15	INTERAMERICAN (LF) FUND OF FUNDS REAL ESTATE	-0,26
16	METLIFE FUND OF FUNDS ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΙΚΩΝ ΑΞΙΩΝ	0,85
17	METLIFE FUND OF FUNDS ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	1,01
18	S&B ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΟ GLOBAL FUND OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,96
19	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED FUND OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,94
20	ΠΕΙΡΑΙΩΣ FUND OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΟ (R)	1,30
21	INTERAMERICAN (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS	0,66

#### 5.4.5 Δείκτης αξιολόγησης Treynor

Στον πίνακα 5.6 κατατάσσονται τα αμοιβαία κεφάλαια σύμφωνα με τον δείκτη Treynor. Η τιμή του δείκτη Treynor για το χαρτοφυλάκιο αγοράς (γενικό δείκτη) ισούται με -1,17. Σύμφωνα με τον δείκτη Treynor όλα τα αμοιβαία κεφάλαια παρουσιάζουν καλύτερη επίδοση από το χαρτοφυλάκιο της αγοράς.

Την καλύτερη επίδοση έχει το αμοιβαίο κεφάλαιο ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS USA ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC με δείκτη Treynor 1,40. Αντίστοιχα, την χειρότερη επίδοση μεταξύ των αμοιβαίων κεφαλαίων του δείγματος έχει το ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS COMMODITIES ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC με -1,05. Η μέση τιμή του δείκτη Treynor για το εξεταζόμενο δείγμα ανέρχεται σε 0,20.

Από τα 21 αμοιβαία κεφάλαια του δείγματος, πέντε (5) έχουν αρνητικό δείκτη Treynor και όλα τα υπόλοιπα έχουν θετικές τιμές. Οι αρνητικές τιμές στα αμοιβαία κεφάλαια EUROBANK (LF) FUND OF FUNDS REAL ESTATE \$, EUROBANK (LF) FUND OF FUNDS REAL ESTATE, INTERAMERICAN (LF) FUND OF FUNDS REAL ESTATE οφείλονται στο αρνητικό πρόσημο του συντελεστή β, ενώ αντίστοιχα οι αρνητικές τιμές στα αμοιβαία κεφάλαια METLIFE FUND OF FUNDS ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΙΚΩΝ ΑΞΙΩΝ και ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS COMMODITIES ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC οφείλονται στην υποαπόδοση σε σχέση με το ακίνδυνο χρεόγραφο.

Πίνακας 5-7: Κατάταξη αμοιβαίων κεφαλαίων σύμφωνα με τον δείκτη Treynor

A/A	FUNDS OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	TREYNOR
1	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS USA ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	1,40
2	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS SILK ROUTE ASIA ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	0,79
3	EUROBANK I (LF) FUND OF FUNDS EQUITY BLEND	0,76
4	EUROBANK (USD) (LF) FUND OF FUNDS EQUITY BLEND	0,71
5	EUROBANK (LF) FUND OF FUNDS EQUITY BLEND	0,70
6	EUROBANK GF EQUITY BLEND FUND OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,63
7	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED FUND OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,54
8	S&B ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΟ GLOBAL FUND OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,53
9	CPB PREMIUM SELECTION FUND OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,45
10	EUROBANK I (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS	0,37
11	ΠΕΙΡΑΙΩΣ FUND OF FUNDS ΜΕΤΟΧΙΚΟ (R)	0,30
12	METLIFE FUND OF FUNDS ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,24
13	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS EUROPE ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	0,21
14	EUROBANK (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS	0,15
15	INTERAMERICAN (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS	0,15
16	EUROBANK (USD) (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS	0,12
17	METLIFE FUND OF FUNDS ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΙΚΩΝ ΑΞΙΩΝ	-0,43
18	EUROBANK (LF) FUND OF FUNDS REAL ESTATE \$	-0,77
19	EUROBANK (LF) FUND OF FUNDS REAL ESTATE	-0,78
20	INTERAMERICAN (LF) FUND OF FUNDS REAL ESTATE	-0,83
21	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS COMMODITIES ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	-1,05
	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ	-1,17



#### 5.4.6 Δείκτης αξιολόγησης Sharpe

Στον πίνακα 5.7 κατατάσσουμε τα αμοιβαία κεφάλαια σύμφωνα με την επίδοσή τους στον δείκτη Sharpe. Η τιμή του συγκεκριμένου δείκτη για το χαρτοφυλάκιο της αγοράς (γενικός δείκτης χρηματιστηρίου) είναι -0,16. Η αρνητική τιμή του δείκτη για το χαρτοφυλάκιο αγοράς οφείλεται στην υποαπόδοση που είχε ο γενικός δείκτης σε σχέση με το ακίνδυνο χρεόγραφο.

Τα αμοιβαία κεφάλαια του δείγματος είχαν καλύτερη επίδοση στον δείκτη Sharpe από ότι ο γενικός δείκτης, με εξαίρεση το ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS COMMODITIES METOXIKO CLASSIC, το οποίο είχε ακριβώς την ίδια τιμή με το χαρτοφυλάκιο αγοράς (-0,16) και την χαμηλότερη τιμή από το σύνολο των αμοιβαίων κεφαλαίων του δείγματος. Την μεγαλύτερη τιμή στον συγκεκριμένο δείκτη είχε το αμοιβαίο κεφάλαιο ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS USA METOXIKO CLASSIC (0,23). Η μέση τιμή του δείκτη SHARPE για τα αμοιβαία κεφάλαια του δείγματος είναι 0,09.

Από τα 21 αμοιβαία κεφάλαια του δείγματος, μόλις δύο (2) έχουν αρνητικές τιμές στον δείκτη SHARPE. Πρόκειται για τα αμοιβαία κεφάλαια ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS COMMODITIES METOXIKO CLASSIC (-0,16) και METLIFE FUND OF FUNDS ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΙΚΩΝ ΑΞΙΩΝ (-0,13), οι αρνητικές τιμές των οποίων οφείλονται σε υποαπόδοση σε σχέση με το ακίνδυνο χρεόγραφο.

Πίνακας 5-8: Κατάταξη αμοιβαίων κεφαλαίων σύμφωνα με τον δείκτη SHARPE

A/A	FUNDS OF FUNDS METOXIKA AMOIBAIA KEΦAΛAIA	SHARPE
1	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS USA METOXIKO CLASSIC	0,23
2	EUROBANK I (LF) FUND OF FUNDS EQUITY BLEND	0,21
3	EUROBANK (USD) (LF) FUND OF FUNDS EQUITY BLEND	0,20
4	EUROBANK (LF) FUND OF FUNDS EQUITY BLEND	0,19
5	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED FUND OF FUNDS METOXIKO	0,19
6	EUROBANK GF EQUITY BLEND FUND OF FUNDS METOXIKO	0,18
7	S&B ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΟ GLOBAL FUND OF FUNDS METOXIKO	0,18
8	ΠΕΙΡΑΙΩΣ FUND OF FUNDS METOXIKO (R)	0,15
9	CPB PREMIUM SELECTION FUND OF FUNDS METOXIKO	0,13
10	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS SILK ROUTE ASIA METOXIKO CLASSIC	0,12
11	METLIFE FUND OF FUNDS ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ METOXIKO	0,08

12	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS EUROPE METOXIKO CLASSIC	0,07
13	EUROBANK I (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS	0,07
14	INTERAMERICAN (LF) FUND OF FUNDS REAL ESTATE	0,06
15	EUROBANK (LF) FUND OF FUNDS REAL ESTATE	0,06
16	EUROBANK (LF) FUND OF FUNDS REAL ESTATE \$	0,06
17	EUROBANK (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS	0,03
18	INTERAMERICAN (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS	0,03
19	EUROBANK (USD) (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS	0,02
20	METLIFE FUND OF FUNDS ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΙΚΩΝ ΑΞΙΩΝ	-0,13
21	ALPHA FUND OF FUNDS COSMOS STARS COMMODITIES METOXIKO CLASSIC	-0,16
	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ	-0,16

## Συμπεράσματα

Τα αμοιβαία κεφάλαια έχουν αναπτυχθεί ραγδαία τις τελευταίες δεκαετίες παγκοσμίως και αποτελούν πλέον αρκετά δημοφιλή επενδυτικά προϊόντα. Εξαιτίας των χαρακτηριστικών και των πλεονεκτημάτων τους επιλέγονται από πληθώρα επενδυτών οι οποίοι επιθυμούν περιορισμό του κινδύνου και διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων τους. Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς δημιουργούν σημαντικές διαφοροποιήσεις στην πορεία των αμοιβαίων κεφαλαίων και στην επίδοσή τους, σε σχέση με την διεθνή αγορά.

Στην παρούσα εργασία αναλύθηκαν τα αμοιβαία κεφάλαια τόσο σε θεωρητικό όσο και σε εμπειρικό επίπεδο. Αρχικά, αναλύθηκε ο θεσμός των Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ) και των αμοιβαίων κεφαλαίων. Παρουσιάστηκαν τα βασικά τους χαρακτηριστικά, η κατηγοριοποίησή τους, τα πλεονεκτήματά τους, καθώς και οι περιορισμοί που έχουν θεσπιστεί από την νομοθεσία αναφορικά με τις επενδυτικές τους δυνατότητες. Στην συνέχεια παρουσιάστηκε η εξέλιξη και η πορεία των αμοιβαίων κεφαλαίων σε διεθνές και εγχώριο επίπεδο. Αναλύθηκαν οι τάσεις στις διεθνείς αγορές, ερευνήθηκε η εξέλιξη του ενεργητικού και η σύνθεση της κατανομής ανά κατηγορία αμοιβαίου κεφαλαίου. Για την ελληνική αγορά, παρουσιάστηκε η εξέλιξη του ενεργητικού, ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων και τα μερίδια αγοράς των Ανωνύμων Εταιρειών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ) που δραστηριοποιούνται στην χώρα μας.

Στη συνέχεια αναφέρθηκαν οι τρόποι μέτρησης του κινδύνου και της απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων και αναλύθηκαν οι κυριότερες μέθοδοι αξιολόγησης και κατάταξης αμοιβαίων κεφαλαίων. Με βάση τις συγκεκριμένες μεθοδολογίες διεξήχθη η εμπειρική μελέτη της παρούσας εργασίας, η οποία οδήγησε σε αξιολογα συμπεράσματα.

Από την μελέτη της πορείας των αμοιβαίων κεφαλαίων, παρατηρούμε μία συνεχή αύξηση της αξίας του ενεργητικού σε παγκόσμια κλίμακα. Το συνολικό ύψος των επενδύσεων σε αμοιβαία κεφάλαια ανήλθε το β' τρίμηνο του 2018 σε 45,65 τρισεκατομμύρια ευρώ, σημειώνοντας αύξηση της τάξεως του 4,4% συγκριτικά με το προηγούμενο τρίμηνο. Ενδεικτικό της ραγδαίας ανάπτυξης των αμοιβαίων

κεφαλαίων τα τελευταία έτη είναι το γεγονός πως στο τέλος του 2008 η αξία του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων ήταν 14,32 τρισεκατομμύρια ευρώ. Κυρίαρχη θέση στην αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων έχουν οι ΗΠΑ με συνολικό ενεργητικό 21,144 τρισεκατομμύρια ευρώ για το β' τρίμηνο του 2018. Στην δεύτερη θέση βρίσκεται η Ευρώπη με συνολικό ενεργητικό 15,517 τρισεκατομμύρια ευρώ για το ίδιο χρονικό διάστημα.

Αναφορικά με την διάρθρωση των αμοιβαίων κεφαλαίων διεθνώς, σύμφωνα με στοιχεία από το β' τρίμηνο του 2018, στην συντριπτική τους πλειοψηφία πρόκειται για μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια σε ποσοστό 42,10%. Ακολουθούν τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια με ποσοστό 20,20%, τα μικτά με ποσοστό 17,40% και τα χρηματαγοράς με ποσοστό 11,20%. Μία βασική διαφορά της διεθνούς με την ελληνική αγορά, είναι πως στην χώρα μας περισσότερο δημοφιλή είναι τα ομολογιακά και τα μικτά αμοιβαία κεφάλαια, τα οποία διατηρούν μερίδια αγοράς 28% και 21% αντίστοιχα. Τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια στην Ελλάδα έχουν μερίδιο αγοράς 16%.

Στην ελληνική αγορά, οι επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια, σε αντίθεση με την παγκόσμια τάση, χαρακτηρίζονται από μείωση της αξίας του ενεργητικού, εξαιτίας της πορείας του χρηματιστηρίου και της γενικότερης οικονομικής κατάστασης. Η αξία του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα από 24,528 δισεκατομμύρια ευρώ στο τέλος του 2007, φτάνει να ανέρχεται σε 6,421 δισεκατομμύρια ευρώ στο τέλος του 2016. Ωστόσο, κατά το 2017 παρατηρείται αύξηση του ενεργητικού, το οποίο στο τέλος του έτους ανέρχεται σε 6,656 δισεκατομμύρια ευρώ.

Η κατηγορία των αμοιβαίων κεφαλαίων Funds of Funds Μετοχικά, η οποία αποτελεί και το αντικείμενο εμπειρικής μελέτης της παρούσας εργασίας, περιλαμβάνει συνολικά 33 αμοιβαία κεφάλαια. Το συνολικό ενεργητικό της συγκεκριμένης κατηγορίας στις 28/09/2018 ήταν 1.060.694.857,34 ευρώ, αυξημένο κατά 11,36% σε σχέση με την αρχή του 2018 όπου ήταν 952.482.997,31 ευρώ.

Στην εμπειρική μελέτη της παρούσας εργασίας διαπιστώνεται ότι τα εξεταζόμενα αμοιβαία κεφάλαια, στο σύνολό τους, είχαν καλύτερη μέση απόδοση

από το χαρτοφυλάκιο της αγοράς, δηλαδή την γενικό δείκτη του χρηματιστηρίου. Επίσης, 19 από τα 21 αμοιβαία κεφάλαια του δείγματος έχουν θετικές αποδόσεις και μόλις δύο (2) είχαν αρνητικές, και πάλι όμως μεγαλύτερες αποδόσεις από το χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Αναφορικά με τον κίνδυνο των αμοιβαίων κεφαλαίων του δείγματος, παρατηρήσαμε πως το χαρτοφυλάκιο αγοράς έχει σημαντικά μεγαλύτερη τυπική απόκλιση, άρα υψηλότερο κίνδυνο, από όλα τα αμοιβαία κεφάλαια του δείγματος.

Σχετικά με τον συστηματικό κίνδυνο των αμοιβαίων κεφαλαίων, παρατηρήσαμε πως τρία αμοιβαία κεφάλαια έχουν αρνητικό συντελεστή  $\beta$ . Άρα, τα συγκεκριμένα αμοιβαία κεφάλαια έχουν αρνητική συσχέτιση των αποδόσεων. Άλλα τρία αμοιβαία κεφάλαια έχουν συντελεστή  $\beta$  μεγαλύτερο της μονάδας. Η απόδοση των συγκεκριμένων αμοιβαίων παρουσιάζει μεγαλύτερη μεταβλητότητα από την αγορά. Τα υπόλοιπα εξεταζόμενα αμοιβαία κεφάλαια έχουν συντελεστή  $\beta$  θετικό και μικρότερο της μονάδας. Δηλαδή, τα αμοιβαία κεφάλαια έχουν μικρότερη μεταβλητότητα από ότι ο γενικός δείκτης του χρηματιστηρίου. Η μέση τιμή των συντελεστών του δείγματος ισούται με 0,65.

Σύμφωνα με τον δείκτη Treynor όλα τα αμοιβαία κεφάλαια παρουσιάζουν καλύτερη επίδοση από το χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Από τα 21 αμοιβαία κεφάλαια του δείγματος, πέντε (5) έχουν αρνητικό δείκτη Treynor και όλα τα υπόλοιπα έχουν θετικές τιμές. Οι αρνητικές τιμές σε τρία από τα πέντε αμοιβαία κεφάλαια οφείλονται στο αρνητικό πρόσημο του συντελεστή  $\beta$ , ενώ αντίστοιχα οι αρνητικές τιμές υπόλοιπα αμοιβαία κεφάλαια οφείλονται στην υποαπόδοση σε σχέση με το ακίνδυνο χρεόγραφο.

Τα αμοιβαία κεφάλαια του δείγματος είχαν καλύτερη επίδοση στον δείκτη Sharpe από ότι ο γενικός δείκτης, με εξαίρεση ένα αμοιβαίο κεφάλαιο, το οποίο είχε ακριβώς την ίδια τιμή με το χαρτοφυλάκιο αγοράς και την χαμηλότερη τιμή από το σύνολο των αμοιβαίων κεφαλαίων του δείγματος. Από τα 21 αμοιβαία κεφάλαια, μόλις δύο (2) είχαν αρνητικές τιμές στον δείκτη SHARPE οι οποίες οφείλονται σε υποαπόδοση σε σχέση με το ακίνδυνο χρεόγραφο.

Συγκεντρωτικά, παρατηρούμε πως η κατάταξη για την πρώτη και την τελευταία θέση είναι ίδια και με τις δύο μεθόδους. Σε πολλές από τις υπόλοιπες ενδιάμεσες θέσεις παρατηρούμε διαφοροποιήσεις στις δύο μεθόδους, αλλά στις περισσότερες περιπτώσεις δεν υπάρχει μεγάλη απόκλιση στην κατάταξη.

Σχετικά με τους περιορισμούς της παρούσας μελέτης, θα μπορούσαμε να αναφέρουμε την έλλειψη τιμών για τις αποδόσεις του γενικού δείκτη την περίοδο του Ιουλίου 2015, η οποία οδήγησε και σε παράλειψη των αντίστοιχων αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων. Ενδεχομένως, το συγκεκριμένο γεγονός να επηρέασε τα τελικά αποτελέσματα. Επίσης, η επιλογή του γενικού δείκτη ως χαρτοφυλακίου αναφοράς έγινε χωρίς να πραγματοποιηθεί κάποιος έλεγχος αντιπροσωπευτικότητας του συγκεκριμένου δείκτη.

Τέλος, θεωρείται σκόπιμο να επισημάνουμε πως η μελέτη θα μπορούσε να επεκταθεί και σε άλλες κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων από την Ελλάδα ή από το εξωτερικό για την διαμόρφωση πληρέστερης εικόνας της αγοράς των αμοιβαίων κεφαλαίων και την διεξαγωγή συγκρίσεων. Ωφέλιμη θα ήταν και η εφαρμογή επιπλέον μεθόδων αξιολόγησης και κατάταξης αμοιβαίων κεφαλαίων από την διεθνή βιβλιογραφία.

## Βιβλιογραφία

### Ελληνική

- Βασιλείου, Δ. και Ηρειώτης Ν. (2009), Ανάλυση επενδύσεων και διαχείριση χαρτοφυλακίου, Εκδοτικός οίκος Rosili, Αθήνα.
- Βασιλικού, Μ. (2015), Βασικές Γνώσεις Επενδυτικής Τραπεζικής, Λήψη, Διαβίβαση και Εκτέλεση Εντολών, Προσάρτημα επικαιροποίησης στο εγχειρίδιο του ΕΤΙ, Ε' έκδοση.
- Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, (2011), Κατηγοριοποίηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων, Απόφαση 6/587/2.6.2011.
- Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, (2018), Η αγορά των Συλλογικών Επενδύσεων στο τρίτο τρίμηνο 2018.
- Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, (2018), Διάρθρωση Συνόλου Αγοράς ανά ΑΕΔΑΚ & ΟΕΕ.
- Εφημερίς της κυβερνήσεως, (2012), ΝΟΜΟΣ ΥΠ' ΑΡΙΘ. 4099 Οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες και ανώνυμες εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων.
- Ζοπουνίδης, Κ. και Λεμονάκης Χ. (2009), Διαχείριση Πιστωτικού Κινδύνου, Εκδόσεις Κλειδάριθμος.
- Νούλας, Α. (2015), Χρήμα και Τράπεζες, Θεσσαλονίκη.
- Νούλας, Α. (2016), Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου, Θεσσαλονίκη.
- Πενταράκη, Κ. και Ζοπουνίκης Κ. (2003), Αξιολόγηση και Διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων: Θεωρητική και Εμπειρική Προσέγγιση, Αθήνα.
- Περράτης, Π. (2007), Αμοιβαία κεφάλαια, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα
- Σαπουντζόγλου, Γ.Γ., Πεντότης, Χ.Ν. (2009), Τραπεζική Οικονομική, Εκδόσεις Γ. Μπένου, Αθήνα.

- Φιλίππας, Ν. (2010), Αμοιβαία Κεφάλαια η Ελληνική Πραγματικότητα και οι Σύγχρονες Διεθνείς Εξελίξεις, Ελευθερουδάκης, Αθήνα.

## Ξενόγλωσση

- European Fund and Asset Management Association, (2018), “Worldwide Regulated Open-ended Fund Assets and Flows Trends in the Second Quarter of 2018”.
- European Fund and Asset Management Association, (2018), “Invested Fund Industry Fact Sheet”, August 2018.
- European Fund and Asset Management Association, (2018), “Worldwide Regulated Open-ended Fund Assets and Flows Trends in the Fourth Quarter of 2017”.
- European Fund and Asset Management Association, (2018), “Asset Management in Europe”, 10<sup>th</sup> Edition facts and figures, August 2018.
- Jensen. M. (1968), ‘The Performance of Mutual Funds in the period 1945-1964’, Journal of Finance
- Sharpe, W. (1966), “Mutual Fund Performance”, The Journal of Business
- Treynor J. and Mazuy K. (1966), “Can Mutual Funds Outguess the Markets”, Harvard Business Review

## Διαδικτυακοί τόποι

- [www.bankofgreece.gr](http://www.bankofgreece.gr)
- [www.hba.gr](http://www.hba.gr)
- [www.naftemporiki.gr](http://www.naftemporiki.gr)
- [www.hcmc.gr](http://www.hcmc.gr)
- [www.ethe.org.gr](http://www.ethe.org.gr)



- [www.efama.org](http://www.efama.org)
- [www.e-forologia.gr](http://www.e-forologia.gr)
- [www.taxheaven.gr](http://www.taxheaven.gr)
- [www.helex.gr](http://www.helex.gr)
- [www.capital.gr](http://www.capital.gr)