



ΑΝΩΤΑΤΟ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ  
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΑΓ.ΝΙΚΟΛΑΟΥ

Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Ασφαλιστικής



ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ:  
**Στατιστική ανάλυση αποδόσεων  
αμοιβαίων κεφαλαίων  
στον ελλαδικό χώρο  
την περίοδο  
2005-2009**



**ΦΟΙΤΗΤΕΣ:**

**ΠΑΥΛΟΣ ΠΑΠΑΤΣΙΔΕΚΑΣ  
ΑΝΔΡΕΑΣ ΞΕΝΑΚΗΣ**

**ΑΜ. 437  
ΑΜ. 444**

Επιβλέπων Καθηγητής:  
**Δρ. Ιωάννης Δημοτίκαλης**

**Άγιος Νικόλαος 2010**

Θα θέλαμε να ευχαριστήσουμε  
εγκάρδια τον επιβλέπων καθηγητή μας Κο  
Δημοτίκαλη Ιωάννη για το χρόνο που μας  
αφιέρωσε και για την βοήθειά του η οποία  
ήταν πολύτιμη για την εκπόνηση της  
εργασίας μας

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1	ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ.....	7
1.1	Ορισμός αμοιβαίου κεφαλαίου.....	7
1.2	Φύση και περιεχόμενο .....	8
1.3	Παράγοντες ανάπτυξης των αμοιβαίων κεφαλαίων διεθνώς .....	9
1.4	Το ύψος των τοποθετήσεων .....	10
1.5	Περιορισμοί του αμοιβαίου κεφαλαίου.....	10
1.6	Πλεονεκτήματα - Μειονεκτήματα αμοιβαίων κεφαλαίων .....	11
1.6.1	Πλεονεκτήματα αμοιβαίων κεφαλαίων .....	11
1.6.2	Μειονεκτήματα αμοιβαίων κεφαλαίων .....	13
2	ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ .....	14
2.1	Κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων.....	14
2.2	Ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια (Bond Fund).....	15
2.2.1	Επενδυτικός κίνδυνος ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων.....	15
2.2.2	Προσδοκώμενη απόδοση ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων (Bond Fund) .....	15
2.3	Αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθέσιμων (Money Market Fund).....	16
2.3.1	Προσδοκώμενη απόδοση διαχείρισης διαθέσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων .....	16
2.4	Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια .....	17
2.4.1	Προσδοκώμενη απόδοση μικτών αμοιβαίων κεφαλαίων.....	17
2.5	Μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια .....	18
2.5.1	Επενδυτικός κίνδυνος μετοχικών .....	18
2.6	Κατηγορίες κινδύνων χαρτοφυλακίου .....	19
2.7	Θεσμικό πλαίσιο .....	20
2.7.1	Νομοθετική θωράκιση.....	20
2.7.2	Εποπτικό /διοικητικό σύστημα.....	22
2.7.3	Κατάσταση στην Ελλάδα .....	23
2.7.3.1	Βραδύτητα εναρμόνισης.....	23
2.7.3.2	Η Εξέλιξη των αμοιβαίων στην Ελλάδα .....	24
2.7.3.3	Η Νομοθεσία στην Ελλάδα .....	25
2.8	Πρόβλημα Επιλογής αμοιβαίων κεφαλαίων .....	26
2.9	Κριτήρια επιλογής Αμοιβαίων κεφαλαίων.....	27
2.10	Διαχειριστικές και ελεγκτικές αρχές αμοιβαίων κεφαλαίων.....	28
2.10.1	Θεματοφύλακας.....	28
2.10.2	Α.Ε.Δ.Α.Κ. ....	29
2.10.3	Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς .....	29
2.10.4	Ένωση Θεσμικών Επενδυτών .....	30
2.11	Διάθεση αμοιβαίων κεφαλαίων .....	31
2.11.1	Ενεργητικό αμοιβαίου κεφαλαίου .....	31
2.11.2	Καθαρό ενεργητικό αμοιβαίου κεφαλαίου.....	31
2.11.3	Μερίδια.....	31
2.11.4	Προσδιορισμός καθαρής τιμής μεριδίου αμοιβαίου κεφαλαίου .....	32
2.11.5	Προμήθειες .....	32
2.11.6	Διανομή μερισμάτων .....	32
2.12	Κανόνες διάθεσης.....	33
2.12.1	Τιμή διάθεσης των μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου .....	33
2.12.2	Τιμή εξαγοράς των μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου.....	34
2.13	Ενημερωτικά δελτία .....	35
2.13.1	Εξαμηνιαία έκθεση.....	35

2.13.2	Πλήρης ενημερωτικό δελτίο.....	36
2.13.3	Φορολογικό καθεστώς αμοιβαίων κεφαλαίων .....	37
3	ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2005-2009.....	38
3.1	Τα αμοιβαία Κεφάλαια του Δείγματος.....	38
3.2	Υπολογισμός αποδόσεων αμοιβαίων κεφαλαίων.....	39
3.3	Υπολογισμός αποδόσεων αμοιβαίων κεφαλαίων δείγματος.....	39
3.3.1	Τραπεζών.....	39
3.3.2	Συμπεράσματα αποδόσεων Τραπεζών .....	42
3.3.3	Συγκρίσεις αποδόσεων 5ετίας αμοιβαίων κεφαλαίων στον ασφαλιστικό τομέα	45
3.3.4	Συμπεράσματα αποδόσεων ασφαλιστικών οργανισμών.....	47
3.4	Σύγκριση μεταξύ Τραπεζών και Ασφαλιστικών Εταιρειών.....	51
3.5	Σύγκριση μεταξύ κατηγοριών αμοιβαίων κεφαλαίων χρηματοπιστωτικών οργανισμών.....	52
3.6	Σύγκριση της μέσης απόδοσης ανά κατηγορία αμοιβαίων την περίοδο 2001-2009	53
4	ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ MORNINGSTAR .....	55
4.1	Γενικά στοιχεία.....	55
4.2	Ιστορικά στοιχεία της Morningstar .....	56
4.3	Πελάτες της Morningstar.....	57
4.4	Προϊόντα και καινοτομίες .....	57
4.5	Μεθοδολογία Υπολογισμού .....	58
4.6	Σχετικές Αποδόσεις (RReti) και Σχετικοί Κίνδυνοι (RRiski).....	59
4.6.1	Απόδοση (Return).....	59
4.6.2	Σχετική Βάση Απόδοσης (Relative Return Base) .....	60
4.6.3	Κίνδυνος (Risk) .....	60
4.6.4	Σχετικός Κίνδυνος (Relative Risk).....	61
4.7	Χρήση Αστεριών .....	61
5	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	63
	ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α .....	66
	ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β.....	75

## ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Σκοπός της εργασίας μας είναι η διευκόλυνση της ολοκληρωμένης αντίληψης του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων, δίνοντας τη δυνατότητα στους αναγνώστες της να καταλάβουν την σημασία των αμοιβαίων κεφαλαίων μέσα από μια συνοπτική περιγραφή τους. Έτσι παρακάτω θα αναφερθούμε στα δομικά χαρακτηριστικά των αμοιβαίων κεφαλαίων και τις προϋποθέσεις ώστε οι επενδυτές που εμπιστεύονται σε αυτό το τμήμα την αποταμίευσή τους, να αξιοποιούν τα πλεονεκτήματά τους. Γι' αυτό το λόγο, γίνεται παρακάτω μια σύντομη ιστορική επισκόπηση των παραγόντων ανάπτυξής τους, που έχουν συντελέσει στην ταχεία επέκτασή τους σε διεθνές επίπεδο, με ειδικότερη αναφορά στην κατάσταση της χώρας μας, των περιορισμών που ισχύουν στο καθένα, τις κατηγορίες και τους επενδυτικούς σκοπούς του καθενός, καθώς και τους νόμους που διέπουν σε αυτά. Συγκεκριμένα, αναλύθηκαν για το διάστημα 2005-2009 οι αποδόσεις 38 αμοιβαίων κεφαλαίων στον ελλαδικό χώρο, από τα οποία τα 19 διαχειρίζονταν από ασφαλιστικούς οργανισμούς και τα υπόλοιπα 19 τραπεζικούς.

Πιο συγκεκριμένα, στο πρώτο κεφάλαιο παρουσιάζεται ο ορισμός του αμοιβαίου κεφαλαίου, οι παράγοντες ανάπτυξής του καθώς και τα μειονεκτήματα και τα πλεονεκτήματα που διακατέχουν μια επένδυση σε αυτά. Εν συνεχεία, παρουσιάζονται στο δεύτερο κεφάλαιο τα χαρακτηριστικά τους, όπως οι κατηγορίες τους, οι προσδοκώμενες αποδόσεις που τα διέπουν και στο κλείσιμο του κεφαλαίου γίνεται μια αναφορά στις εκθέσεις που είναι διαθέσιμες προς τους επενδυτές. Στο τρίτο κεφάλαιο της εργασίας μας αναφερόμαστε στον τρόπο υπολογισμού των αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων που επιλέξαμε την χρονική περίοδο 2005-2009 καθώς και στα συμπεράσματα τα οποία προέκυψαν από τους υπολογισμούς μας. Έπειτα, στο τέταρτο κεφάλαιο γίνεται αναφορά στην αξιολόγηση αμοιβαίων κεφαλαίων σύμφωνα με τη μεθοδολογία Morningstar και στην χρήση αστεριών που χρησιμοποιεί για την αξιολόγηση αυτών. Εν κατακλείδι παραθέτουμε τα γενικά συμπεράσματά μας και τις προσωπικές μας απόψεις από τις αναλύσεις τις οποίες διενεργήσαμε με το πέρας της εργασίας μας.

## **ABSTRACT**

Aim of our work is the facilitation of completed perception of institution of mutual funds, giving the possibility in her readers of occupying the importance of mutual funds through their concise description. For this reason, becomes below a short historical review of their factor of growth, that has contributed in their rapid extension in international level, with more special report in the situation of our country, the restrictions that are in effect in each one, the categories and the investment aims of each one, as well as the laws that they be governed in them. Initial we are reported in the way of calculation returns of mutual funds that we selected over the period 1/1/2005-31/12/2009 in the Greek market, as well as in the conclusions which resulted from our calculations. Afterwards becomes report in the evaluation of mutual funds according to the methodology Morningstar and in the use of star ratings that it uses for the evaluation of these.

# 1 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

## 1.1 Ορισμός αμοιβαίου κεφαλαίου

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

Όταν αναφερόμαστε στα αμοιβαία κεφάλαια εννοούμε μια κοινή περιουσία, η οποία σχηματίζεται από την επένδυση μεγάλου πλήθους αποταμιευτών. Η περιουσία αυτή αποτελεί το ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου το οποίο μεταβάλλεται και υπολογίζεται σε καθημερινή βάση και δημοσιεύεται στον τύπο. Οι επενδυτές (μεριδιούχοι) που καταβάλλουν τα χρήματά τους γίνονται συγκύριοι εξ αδιαιρέτου της περιουσίας που δημιουργείται αγοράζοντας τα λεγόμενα μερίδια. Η τιμή που προκύπτει από τη διαίρεση του συνόλου του ενεργητικού δια του συνόλου των κυκλοφορούντων μεριδίων των αμοιβαίων κεφαλαίων προσδιορίζει την καθαρή τιμή μεριδίου ισόποσα (Καραπιστόλης, 1999).

Το αμοιβαίο κεφάλαιο δεν είναι νομικό πρόσωπο, αλλά μία χρηματική δεξαμενή που συγκεντρώνει χρηματικά ποσά από ένα μεγάλο αριθμό επενδυτών και τα διαχειρίζεται μία εταιρεία επενδύσεων που ονομάζεται «Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων» (Α.Ε.Δ.Α.Κ.) Αυτή είναι μία αυτοτελής οικονομική μονάδα που δραστηριοποιείται στο χώρο διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, όπου οι εργασίες της αφορούν, εντολές εξαγορών και πωλήσεων των αξιόγραφων που διαθέτει το χαρτοφυλάκιο την κατάλληλη στιγμή με το να ικανοποιεί παλιούς μεριδιούχους αλλά και ταυτόχρονα να προσελκύει νέους. Σκοπός της είναι να πετύχει την υψηλότερη κατά το δυνατόν απόδοση των κεφαλαίων αυτών σε συνδυασμό με την ανάληψη του χαμηλότερου δυνατού επενδυτικού κινδύνου (Κιόχος κ.α., 2003).

## 1.2 Φύση και περιεχόμενο

Τα αμοιβαία κεφάλαια παρέχουν στους επενδυτές μία εναλλακτική δυνατότητα αγοράς έτοιμων χαρτοφυλακίων, αντί να προβαίνουν στη διαμόρφωση των ατομικών τους χαρτοφυλακίων οι ίδιοι. Η ραγδαία επέκταση των αμοιβαίων κεφαλαίων σημειώθηκε κατά τη διάρκεια της μεταπολεμικής περιόδου σε διεθνές επίπεδο, ώστε να αποτελέσουν στις ανεπτυγμένες χρηματιστηριακά χώρες του κόσμου βασικό άξονα των εξελίξεων. Οι επενδυτές παρείχαν εμπιστοσύνη στα αμοιβαία κεφάλαια, καθώς πρόσφεραν μία σειρά πλεονεκτημάτων ειδικότερα στους ατομικούς επενδυτές, λόγω οργάνωσης, τεχνοοικονομικής συγκρότησης και εμπειρίας, ώστε να επιτυγχάνονται αποδόσεις οι οποίες να είναι αποδεκτές για τους ίδιους. Στις μέρες μας τα αμοιβαία κεφάλαια ανταποκρίνονται και καλύπτουν οποιαδήποτε κατηγορία και είδος προτίμησης των επενδυτών, καθώς προσφέρουν μεγάλη ποικιλομορφία χαρτοφυλακίων.

Στην Ελλάδα η ανάπτυξη του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων ακολούθησε τη γενική καθυστέρηση προσαρμογής και τη μέχρι τότε παραμονή του Χ.Α.Α. στο περιθώριο του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα, με την αστάθεια που είχε γνωρίσει το Χ.Α.Α. την τετραετία (1998-2002) να έχει δημιουργηθεί ένα θολό τοπίο γύρω από τα αμοιβαία στη χώρα μας. Με αποτέλεσμα να ασκείται κριτική από τους ατομικούς μικροεπενδυτές, για το γεγονός ότι παρέμειναν εγκλωβισμένοι μετά την πτώση και καθήλωση για μία διετία του γενικού δείκτη του Χ.Α.Α. κάτω από το επίπεδο των 2.500 μονάδων με απώλειες του μεγαλύτερου μέρους του κεφαλαίου τους. Πρέπει να αναφέρουμε λοιπόν ότι τα αμοιβαία κεφάλαια, ως βασικοί θεσμικοί επενδυτές, έχουν αποστολή υπό κανονικές συνθήκες, τη διασφάλιση των αμοιβαίων συμφερόντων των μεριδιούχων τους που επί των πλείστων είναι μικροεπενδυτές. Σε περιπτώσεις όμως μη ομαλής λειτουργίας, γενικής πτωτικής φάσης και καθήλωσης του Χρηματιστηρίου, λογικό είναι και τα αμοιβαία κεφάλαια να μην μπορούν να αποφύγουν την παρουσίαση ζημιών που οφείλονται σε άλλους παράγοντες και όχι σ' αυτά. Το θέμα λοιπόν είναι η κατάλληλη επιλογή και δημιουργία επαρκών προϋποθέσεων εξυγίανσης και



ανάκαμψης του Χ.Α.Α., ώστε να ξαναβρούν την αποστολή τους για να παίξει και πάλι θετικό ρόλο ο θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων, όπως έχει συμβεί στις υπόλοιπες Χώρες-Μέλη της Ε.Ε. (Μαλινδρέτου, 2002).

### 1.3 Παράγοντες ανάπτυξης των αμοιβαίων κεφαλαίων διεθνώς

Οι κύριοι παράγοντες που συντέλεσαν στους εξαιρετικά ταχείς ρυθμούς ανάπτυξης των Α.Κ. σε διεθνές επίπεδο συνοψίζονται ως εξής:

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

6. Η περαιτέρω διεύρυνση των δυνατοτήτων επενδύσεων με την τάση για παγκοσμιοποίηση των αγορών και ειδικότερα της κεφαλαιαγοράς, μετά από την ειρηνική κατάρρευση του συστήματος συγκεντρωτικού σχεδιασμού της οικονομίας στ τέλη της δεκαετίας του 1980 (Μαλινδρέτου, 2002).

#### 1.4 Το ύψος των τοποθετήσεων

Σύμφωνα με τον *Θεοδωρόπουλο (2000)*, κατά την πραγματοποίηση μιας επένδυσης, απαγορεύεται η τοποθέτηση άνω του 10% της καθαρής αξίας του αμοιβαίου κεφαλαίου σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη και άνω του 40% της καθαρής αξίας του, σε κινητές αξίες εκδοτών, σε καθένα από τους οποίους έχει επενδύσει ποσοστό μεγαλύτερο του 5% της καθαρής αξίας του.

Επιτρέπεται η τοποθέτηση μέχρι του 50% της καθαρής αξίας του αμοιβαίου κεφαλαίου σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη, όταν οι κινητές αξίες έχουν εκδοθεί από το κράτος μέλος της Ε.Ο.Κ. ή από οργανισμό τοπικής αυτοδιοίκησης κράτους μέλους ή από δημόσιο διεθνή οργανισμό, στον οποίο συμμετέχει κράτος μέλος της Ε.Ο.Κ. καθώς και όταν οι κινητές αξίες τελούν υπό την εγγύηση των παραπάνω προσώπων.

#### 1.5 Περιορισμοί του αμοιβαίου κεφαλαίου

Το αμοιβαίο κεφάλαιο δεν επιτρέπεται να αποκτά μετοχές μιας εταιρείας, που αντιπροσωπεύουν ποσοστό μεγαλύτερο του 10% των μετοχών της τελευταίας. Τα αμοιβαία κεφάλαια, που διαχειρίζεται η ίδια Α.Ε. Διαχειρίσεως, δεν επιτρέπεται να αποκτούν μετοχές μιας εταιρείας, που αντιπροσωπεύουν ποσοστό μεγαλύτερο του 30% των ίδιων κεφαλαίων της τελευταίας.

Με την επιφύλαξη της προηγούμενης παραγράφου, το αμοιβαίο κεφάλαιο δεν επιτρέπεται να αποκτά ποσοστό μεγαλύτερο του 10%:

- Των μετοχών χωρίς δικαίωμα ψήφου του ίδιου του εκδότη.
- Του συνόλου των ανεξόφλητων, κατά το χρόνο κτήσεως από το αμοιβαίο κεφάλαιο ομολογιών του ίδιου εκδότη.
- Των κατά χρόνο κτήσεως κυκλοφορούντων μεριδίων ενός αμοιβαίου κεφαλαίου.
- Των μετοχών ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρίας του Ν. 1806/1988.
- Των μετοχών εταιριών συμβούλων επενδύσεων.
- Μετοχών της Α.Ε. Αποθετηρίων Τίτλων (Θεοδωρόπουλος, 2000).

## 1.6 Πλεονεκτήματα - Μειονεκτήματα αμοιβαίων κεφαλαίων

### 1.6.1 Πλεονεκτήματα αμοιβαίων κεφαλαίων

Τα κυριότερα πλεονεκτήματα των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι τα εξής:

1. **Η διαχείριση του χαρτοφυλακίου πραγματοποιείται από μία εξειδικευμένη εταιρεία την Α.Ε.Δ.Α.Κ.**, η οποία είναι άρτια εξοπλισμένη με σύγχρονο τεχνολογικό υλικό και αναλυτές προβαίνοντας στην παρακολούθηση των εξελίξεων και στη αξιοποίηση των επενδυτικών ευκαιριών που προκύπτουν την κατάλληλη στιγμή (Κιόχος κ.ά.,2003).
2. **Μεγαλύτερη διασπορά κεφαλαίων.** Η τοποθέτηση των χρημάτων γίνεται σε διάφορα χρηματιστηριακά προϊόντα και τράπεζες επιτυγχάνοντας διασπορά των κεφαλαίων και μείωση του επενδυτικού κινδύνου (Κιόχος κ.α.,2003).
3. **Διαφάνεια και ευελιξία.** Πλήρη διαφάνεια, αφού ο επενδυτής είναι σε θέση να έχει καθημερινά ενημέρωση για το τι κάνουν τα χρήματά του. Καθώς καθημερινά δημοσιεύονται στοιχεία όπως του καθαρού ενεργητικού, ο τυχόν νέος αριθμός μεριδίων, η καθαρή αξία του κάθε μεριδίου και τέλος η καθημερινή απόδοση ημέρας δίνοντας την δυνατότητα παρακολούθησης και σύγκρισης της πορείας των διαφόρων αμοιβαίων κεφαλαίων από τους επενδυτές. Και για ευελιξία δεδομένου ότι υπάρχουν πολλά προϊόντα, κάποιο

από τα οποία μπορεί να ταιριάζει με τον επενδυτικό προσανατολισμό και με τις ανάγκες του επενδυτή (Κιόχος κ.α.,2003).

4. **Δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης.** Η εταιρεία είναι υποχρεωμένη εκ του νόμου να εξαγοράσει και να προβαίνει στην άμεση ρευστοποίηση των μεριδίων ενός μεριδιούχου το πολύ μέσα σε 5 μέρες από την υποβολή της αίτησης του (Μαλινδρέτου,2002).
5. **Τα Α/Κ υπάγονται σε ευνοϊκό φορολογικό καθεστώς.** Ο μεριδιούχος δεν φορολογείται για τα κέρδη και τις υπεραξίες της επένδυσής του. Το ενεργητικό των Α/Κ επιβαρύνεται με ένα πολύ χαμηλό συντελεστή φόρου, αναλόγως της κατηγορίας του Α/Κ, που καταβάλλεται από την ΑΕΔΑΚ. Ο Νόμος 3296/2004, αποσκοπώντας στην ενίσχυση των Μετοχικών και Μικτών Α/Κ Εσωτερικού θεσμοθέτησε ένα επί πλέον σημαντικό φορολογικό κίνητρο για τους μεριδιούχους τους. Σύμφωνα με τον συγκεκριμένο Νόμο, σε περίπτωση διακράτησης μεριδίων, Μετοχικών ή Μικτών Α/Κ εσωτερικού επί μία τριετία, εκπίπτει από το φορολογητέο εισόδημα (μετά την παρέλευση της τριετίας) ποσοστό 20% της δαπάνης, που δεν μπορεί να υπερβαίνει τις 3.000 ευρώ. Η ρύθμιση αυτή ισχύει για αγορά Α/Κ που είχε πραγματοποιηθεί μέχρι και την 31η Δεκεμβρίου 2009 ([www.agii.gr](http://www.agii.gr)).
6. **Επανεπενδύσεις των κερδών από μερίδια σε νέα μερίδια, χωρίς καταβολή προμήθειας.** Δηλαδή τα κέρδη που αποκόμισε ένας επενδυτής από την αρχική του επένδυση σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο, μπορεί να τα τοποθετήσει για αγορά μεριδίων ενός καινούργιου χωρίς να πληρώσει την προμήθεια διάθεσης που πλήρωσε αρχικά στο πρώτο (Κιόχος κ.α.,2003).
7. **Ευρύ πεδίο επιλογών.** Η μεγάλη γκάμα αμοιβαίων κεφαλαίων που υπάρχει στην ελληνική αγορά όσο και διεθνώς, παρέχει την δυνατότητα στον υποψήφιο επενδυτή να ικανοποιήσει κάθε επιλογή του σε σχέση με τους επενδυτικούς του σκοπούς που επιθυμεί να καλύπτουν τα αμοιβαία κεφάλαια που επιλέγει (Κιόχος κ.α.,2003).

8. **Δυνατότητα συμμετοχής μικρών αποταμιευτών-επενδυτών.** Λόγω της δυνατότητας αγοράς των μεριδίων, οι μικροεπενδυτές με σχετικά μικρό κεφάλαιο και χωρίς την κατάλληλη εμπειρία ή χρόνο για συνεχή παρακολούθηση των αγορών, μπορούν να συμμετάσχουν σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο και να αποκομίσουν τα πλεονεκτήματα που προσφέρουν (Μαλινδρέτου, 2002).
9. **Με την διευκόλυνση της ευρύτερης εισόδου μεγάλου αριθμού αποταμιευτών,** τα αμοιβαία κεφάλαια έχουν συντελέσει στην αύξηση του βάθους (depth) και του εύρους (width) των χρηματιστηρίων και των χρηματαγορών και των κεφαλαιαγορών, ενεργώντας σταθεροποιητικά στις εξελίξεις, στην ανάπτυξη και στην αποτελεσματικότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών (Μαλινδρέτου, 2002).
10. **Λόγω της πραγματοποίησης συνήθως μεγάλου όγκου συναλλαγών,** τα αμοιβαία κεφάλαια διαθέτουν αυξημένη διαπραγματευτική δύναμη και μέσω των λεγόμενων «οικονομιών κλίμακας», είναι σε θέση να επιτυγχάνουν καλύτερους όρους στις αγορές και πωλήσεις τίτλων από αυτούς που μπορεί να επιτύχει ένας μεμονωμένος επενδυτής και να επιβαρύνουν με μικρές προμήθειες τους μεριδιούχους τους (Μαλινδρέτου, 2002).

### 1.6.2 Μειονεκτήματα αμοιβαίων κεφαλαίων

Τα κύρια χαρακτηριστικά μειονεκτήματα των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι:

1. Ότι δεν έχουν εγγυημένη απόδοση. Δηλαδή οι προηγούμενες αποδόσεις δεν εξασφαλίζουν τις μελλοντικές (ενημερωτικό δελτίο ALPHA Α.Ε.Δ.Α.Κ.).
2. Τα αμοιβαία κεφάλαια γενικώς μπορεί να είναι δαπανηρά και να περιλαμβάνουν σημαντικό κόστος συναλλαγής. Όπως επιβάρυνση με προμήθεια και έξοδα που απαιτούν τα αμοιβαία κεφάλαια (Gitman J. Lawrence, 2001).
3. Επιπλέον, επιβάλλεται ετησίως αμοιβή διαχείρισης για τις επαγγελματικές υπηρεσίες που παρέχονται και αφαιρείται άσχετα με ο εάν το κεφάλαιο είχε καλή ή κακή χρονιά (Gitman J. Lawrence, 2001).

4. Όταν κάποιος επενδυτής έχει πολύ εξειδικευμένους στόχους, τότε ενδεχομένως δεν μπορεί να εξυπηρετήσει τους στόχους του από τα υπάρχοντα αμοιβαία κεφάλαια σε μια συγκεκριμένη αγορά (Κιόχος κ.ά., 2003).
5. Η ανοιχτή δομή των αμοιβαίων κεφαλαίων εγκυμονεί προβλήματα στις εταιρείες ειδικά σε περιόδους οικονομικών διακυμάνσεων, ιδιαίτερα αυτή την περίοδο της ύφεσης που επικρατεί στην παγκόσμια αγορά (Κιόχος κ.ά., 2003).
6. Οι εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων καθότι δεν είναι όλες αποτελεσματικές πρέπει να αξιολογούνται και να ελέγχονται από ορκωτούς ελεγκτές ανά τακτά χρονικά διαστήματα (Κιόχος κ.α., 2003).

## 2 ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

### 2.1 Κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων

Τα αμοιβαία κεφάλαια ανάλογα με την σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους διακρίνονται σε 5 κατηγορίες. Οι κατηγορίες αυτές είναι οι εξής:

1. **Ομολογιακά** (εσωτερικού, εξωτερικού, διεθνή). Το ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων αποτελείται από τίτλους σταθερής απόδοσης.
2. **Διαχείριση διαθέσιμων** (εσωτερικού, εξωτερικού, διεθνή). Το ενεργητικό τους αποτελείται χρηματιστηριακά προϊόντα, από τίτλους σταθερής απόδοσης και από μετοχές το ποσοστό των οποίων δεν υπερβαίνει το 10%.
3. **Μικτά** (εσωτερικού, εξωτερικού, διεθνή). Το ενεργητικό τους περιλαμβάνει χρεόγραφα σταθερής απόδοσης και κυμαινόμενης.
4. **Μετοχικά** (εσωτερικού, εξωτερικού, διεθνή). Το ενεργητικό τους των αμοιβαίων κεφαλαίων επενδύεται σε μετοχές τουλάχιστον κατά 65% του χαρτοφυλακίου.
5. **Ειδικού τύπου** (εσωτερικού, εξωτερικού, διεθνή, **funds of funds**). Αποτελούν σχετικά νέα κατηγορία Αμοιβαίων Κεφαλαίων, πολύ διαδεδομένη στο εξωτερικό, της οποίας το ενεργητικό επενδύεται σε μερίδια Αμοιβαίων Κεφαλαίων εσωτερικού ή εξωτερικού, της ίδιας ή άλλων Α.Ε.Δ.Α.Κ. (σύμφωνα με Κιόχο κ.α., 2003).

## 2.2 Ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια (Bond Fund)

Τα Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια ή Αμοιβαία Κεφάλαια Σταθερού Εισοδήματος, επενδύουν το μεγαλύτερο μέρος του ενεργητικού τους άνω του 65% σε μακροχρόνιους ομολογιακούς τίτλους, ενώ το υπόλοιπο 35% του χαρτοφυλακίου τους είναι τοποθετημένο σε τίτλους σταθερού εισοδήματος με χρονική διάρκεια μικρότερη του έτους (π.χ. έντοκα γραμμάτια Δημοσίου, προθεσμιακές καταθέσεις) καθώς και σε άλλα αμοιβαία κεφάλαια ή ακόμα και σε μετοχές, αρκεί το ποσοστό επένδυσης σε μετοχές να μην υπερβαίνει το 10% του ενεργητικού. Τα Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια χωρίζονται σε Εσωτερικού, εάν αυτά επενδύουν πάνω από το 65% του ενεργητικού τους σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου και σε Εξωτερικού, εάν έχουν τοποθετήσει πάνω από το 65% του ενεργητικού τους σε ομόλογα άλλων χωρών (Κιόχος κ.ά., 2003).

### 2.2.1 Επενδυτικός κίνδυνος ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων

Πρόκειται για τα αμοιβαία κεφάλαια με τον μικρότερο επενδυτικό κίνδυνο σε σχέση με τα άλλα είδη αμοιβαίων κεφαλαίων αφού επί των πλείστον, επενδύουν σε τίτλους σταθερού εισοδήματος. Για αυτό το λόγο τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια απευθύνονται σε συντηρητικούς επενδυτές, οι οποίοι δεν είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν μεγάλο κίνδυνο, αλλά την ίδια στιγμή επιθυμούν μια καλή και σταθερή απόδοση (Κιόχος κ.ά., 2003).

### 2.2.2 Προσδοκώμενη απόδοση ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων (Bond Fund)

Η προσδοκώμενη απόδοση των ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων είναι υψηλότερη από την απόδοση των ετήσιας διάρκειας εντόκων γραμματίων του Δημοσίου. Ο λόγος είναι ότι επενδύουν κυρίως σε μακροπρόθεσμους τίτλους που αποφέρουν υψηλότερη απόδοση από αυτή των εντόκων γραμματίων του Δημοσίου. Επίσης μέρος του ενεργητικού τους επενδύεται και σε μετοχές με αποτέλεσμα η προσδοκώμενη απόδοση αυτών να είναι μεγαλύτερη από την απόδοση των εντόκων γραμματίων του Δημοσίου (Κιόχος κ.ά., 2003).

## 2.3 Αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθέσιμων (Money Market Fund)

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισης Διαθεσίμων επενδύουν τουλάχιστον το 65% του ενεργητικού τους κυρίως σε βραχυπρόθεσμους τίτλους σταθερού εισοδήματος, όπως πχ. έντοκα γραμμάτια Δημοσίου, προθεσμιακές καταθέσεις καθώς και σε ομολογίες που λήγουν σε διάστημα μικρότερο του ενός έτους. Ενώ αντίθετα, μικρότερα ποσοστά του ενεργητικού τους μπορεί να είναι τοποθετημένα σε μακροπρόθεσμης διάρκειας τίτλους όπως ομόλογα και μετοχές. Τέλος τα Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισης Διαθεσίμων, όπως και όλες οι κατηγορίες, διακρίνονται σε εσωτερικού και εξωτερικού ανάλογα με το αν εστιάζουν το επενδυτικό ενδιαφέρον σε ελληνικούς βραχυπρόθεσμους διάρκειας τίτλους ή σε αντίστοιχους τίτλους εξωτερικού (Κιόχος κ.ά., 2003).

### 2.3.1 Προσδοκώμενη απόδοση διαχείρισης διαθέσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων

Η προσδοκώμενη απόδοση της κατηγορίας αυτής των αμοιβαίων κεφαλαίων συνήθως είναι υψηλότερη από την απόδοση διάφορων ευέλικτων λογαριασμών των τραπεζών (λογαριασμοί ταμειυτηρίου που προσφέρουν επιτόκιο ανάλογα με το ύψος του υπόλοιπου λογαριασμού).

Και αυτό γιατί, λόγω του πολύ μεγάλου μεγέθους των κεφαλαίων που διαχειρίζονται τα αμοιβαία κεφάλαια αυτής της κατηγορίας, επιτυγχάνουν καλύτερες αποδόσεις σε σχέση με τις αποδόσεις ενός μεμονωμένου επενδυτή.

Επιπλέον ευνοείται σε περιόδους συναλλαγματικών και λοιπών κρίσεων, καθώς εκμεταλλεύεται τα πολύ υψηλά τρέχοντα επιτόκια που επικρατούν συνήθως κατά τη διάρκεια των κρίσεων. Συνεπώς τα αμοιβαία κεφάλαια αυτής της κατηγορίας απευθύνονται κυρίως στους μικροεπενδυτές με βραχυχρόνιο χρονικό ορίζοντα, που δεν επιθυμούν να δεσμεύσουν τα χρήματά τους σε μέσο-μακροπρόθεσμες επενδύσεις και ταυτόχρονα επιδιώκουν μια σχετικά ικανοποιητική απόδοση (Κιόχος κ.ά., 2003).



## 2.4 Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια

Τα μικτά αμοιβαία κεφάλαια ακολουθούν μία ενδιάμεση πολιτική διαχείρισης χαρτοφυλακίου, καθώς κατανέμουν τις επενδύσεις του χαρτοφυλακίου τους κατά τέτοιο τρόπο, έτσι ώστε να μην εντάσσονται σε οποιαδήποτε άλλη κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων. Επενδύουν κατά ελάχιστο ποσοστό 10% του ενεργητικού τους σε μετοχές και κατά ελάχιστο ποσοστό 10% σε ομολογίες. Συνήθως, ακολουθεί μία πολιτική διαχείρισης που να επενδύει σε μετοχές ένα ποσοστό του χαρτοφυλακίου του αρκετά μεγάλο, αλλά μικρότερο σε σχέση με τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια. Το υπόλοιπο μέρος του χαρτοφυλακίου τους το επενδύουν σε προθεσμιακές καταθέσεις, τίτλους σταθερής απόδοσης (ομόλογα κλπ.), το οποίο δεν πρέπει να υπερβαίνει ποσοστό της τάξης του 65% (Κιόχος κ.ά., 2003).

### 2.4.1 Προσδοκώμενη απόδοση μικτών αμοιβαίων κεφαλαίων

Η προσδοκώμενη απόδοση της κατηγορίας αυτής των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι μεγαλύτερη της απόδοσης των διαθεσίμων και των ομολογιακών και χαμηλότερη των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων. Κι αυτό γιατί τα μικτά αμοιβαία κεφάλαια θεωρούνται αμοιβαία μέσου επενδυτικού κινδύνου, αφού οι σταθεροί τίτλοι που περιέχονται στο χαρτοφυλάκιό τους εγγυώνται μια σταθερή απόδοση, το τελικό ύψος της οποίας διαμορφώνεται ανάλογα με τις αποδόσεις των μετοχών. Οι επενδυτές που επιλέγουν τα μικτά αμοιβαία κεφάλαια επιδιώκουν να εκμεταλλευτούν τις ευκαιρίες που προσφέρουν οι κεφαλαιαγορές σε μέσο-μακροπρόθεσμο διάστημα, πλην όμως επιθυμούν να αναλάβουν χαμηλότερο κίνδυνο σε σχέση με την επένδυση σε μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια. Τα αμοιβαία κεφάλαια αυτής της κατηγορίας, όπως αναφέραμε ακολουθούν επενδυτική τακτική παραπλήσια αυτής των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων, φροντίζοντας όμως για μεγάλη διασπορά του επενδυτικού κινδύνου (Κιόχος κ.ά., 2003).

## 2.5 Μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια

Επενδύουν το μεγαλύτερο μέρος του ενεργητικού τους, άνω του 65% σε μετοχές, ενώ το υπόλοιπο μέρος του ενεργητικού τους το επενδύουν σε ομόλογα, σε προθεσμιακές καταθέσεις κ.λ.π..

Τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια διακρίνονται σε εσωτερικού και εξωτερικού. Συγκεκριμένα σε μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια εσωτερικού, εάν επενδύουν πάνω από 65% του ενεργητικού τους σε μετοχές εισηγμένες στο ελληνικό χρηματιστήριο και σε μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια εξωτερικού, εάν έχουν τοποθετήσει πάνω από 65% του χαρτοφυλακίου τους σε μετοχές ξένων χαρτοφυλακίων. Επίσης τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια διακρίνονται και σε δύο άλλες υποκατηγορίες. Εάν εστιάζουν το επενδυτικό τους ενδιαφέρον σε μετοχές ενός κλάδου ή περισσότερων, τότε ανήκουν στην κατηγορία των Κλαδικών αμοιβαίων κεφαλαίων και σε εκείνη την κατηγορία σύμφωνα με την οποία ανήκουν τα αμοιβαία κεφάλαια που η απόδοση τους είναι συνυφασμένη με την πορεία ενός χρηματιστηριακού δείκτη (Κιόχος κ.ά., 2003).

### 2.5.1 Επενδυτικός κίνδυνος μετοχικών

Τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια, επενδύοντας το μεγαλύτερο μέρος του ενεργητικού τους σε μετοχές, θεωρούνται ως «τα αμοιβαία με το υψηλότερο επενδυτικό ρίσκο» αλλά και αυτά που μπορούν να επιτύχουν τις υψηλότερες αποδόσεις.

Παρ' όλ' αυτά οι διαχειριστές των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων, με μια ορθολογική διαχείριση του χαρτοφυλακίου τους μπορούν να εκμεταλλευτούν σε μεγαλύτερο βαθμό τις ευκαιρίες που παρουσιάζει η εγχώρια και διεθνής χρηματιστηριακή αγορά και έτσι να επιτύχουν αποδόσεις ή ακόμη υψηλότερες σε σχέση με την πορεία του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου. Τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια απευθύνονται, σαν μια μακροχρόνια επένδυση, σε όλους όσους επιθυμούν να έχουν τη δυνατότητα μέγιστης αύξησης του κεφαλαίου τους. Αλλά μπορεί επίσης και σε αυτούς που επιδιώκουν αναλαμβάνοντας παράλληλα και το σχετικό επενδυτικό κίνδυνο, υψηλότερες αποδόσεις βραχυχρόνια σε σχέση με άλλες κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων (Κιόχος κ.ά., 2003).

## 2.6 Κατηγορίες κινδύνων χαρτοφυλακίου

Κίνδυνοι χαρτοφυλακίου αμοιβαίων κεφαλαίων όπως ορίζονται στα ενημερωτικά δελτία (βλέπε Παράρτημα Α που παρουσιάζεται το εξαμηνιαίο ενημερωτικό δελτίο της ALPHA Α.Ε.Δ.Α.Κ.).

**Α) Κίνδυνος αγοράς:** ο κίνδυνος υποχωρήσεως του επιπέδου των τιμών της αγοράς, συνολικά ή ορισμένης κατηγορίας στοιχείων του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου και ο επακόλουθος επηρεασμός της τιμής των μεριδίων του.

**Β) Πιστωτικός κίνδυνος:** ο κίνδυνος αδυναμίας εκπληρώσεως υποχρεώσεων εκ μέρους ενός εκδότη κινητών αξιών, στις οποίες έχει επενδύσει το αμοιβαίο κεφάλαιο ή ενός αντισυμβαλλομένου κατά τη διενέργεια συναλλαγών για λογαριασμό του αμοιβαίου κεφαλαίου.

**Γ) Κίνδυνος διακανονισμού:** ο κίνδυνος να μην ολοκληρωθεί ομαλά ο διακανονισμός συναλλαγών επί χρηματοπιστωτικών μέσων, ειδικά εάν ο αντισυμβαλλόμενος δεν καταβάλλει χρήματα ή δεν παραδίδει τίτλους έγκαιρα σε εκπλήρωση της υποχρεώσεώς του για την εκκαθάριση συναλλαγών.

**Δ) Κίνδυνος ρευστότητας:** ο κίνδυνος αδυναμίας ρευστοποίησης στοιχείων του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου έγκαιρα και σε εύλογη τιμή.

**Ε) Συναλλαγματικός κίνδυνος:** αρκετά από τα αμοιβαία κεφάλαια επενδύουν σε τίτλους που διαπραγματεύονται σε διαφορετικά νομίσματα από το Νόμισμα Αναφοράς (Ευρώ). Αλλαγές στις συναλλαγματικές ισοτιμίες των ξένων νομισμάτων επηρεάζουν την αξία των μεριδίων, που κατέχουν αυτά τα αμοιβαία κεφάλαια.

**Στ) Κίνδυνος θεματοφυλακής:** ο κίνδυνος απώλειας στοιχείων του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου, λόγω πράξεων ή παραλήψεων θεματοφύλακα ή ακόμα λόγω απάτης σε περίπτωση που ο θεματοφύλακας ή κάθε τρίτο πρόσωπο στο οποίο έχει ανατεθεί η φύλαξη επιμέρους στοιχείων του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου, καταστεί αφερέγγυος.

**Ζ) Κίνδυνος διασποράς:** ο κίνδυνος που απορρέει από την περιορισμένη διασπορά των στοιχείων του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου.

**Η) Κίνδυνος αποδόσεως:** ο κίνδυνος που σχετίζεται με τη διακύμανση της αποδόσεως των στοιχείων του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου, σε συνδυασμό με την τυχόν παροχή εγγυήσεως επί του συνόλου ή μέρους του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου από πιστωτικό ίδρυμα.

**Θ) Κίνδυνος μείωσης ενεργητικού:** ο κίνδυνος που σχετίζεται με τη μείωση του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου είτε λόγω εξαγοράς ή ακυρώσεως μεριδίων του, είτε λόγω της διανομής μεριδίων του, η αξία των οποίων είναι μεγαλύτερη από τα επιτευχθέντα κέρδη του κατά τη διάρκεια της διαχειριστικής χρήσεως.

**Ι) Κίνδυνος πληθωρισμού:** ο κίνδυνος που σχετίζεται με τη μείωση της αποδόσεως του αμοιβαίου κεφαλαίου σε σταθερές τιμές λόγω της ανόδου του γενικού δείκτη τιμών καταναλωτή.

**ΙΑ) Κίνδυνος κράτους:** ο κίνδυνος που σχετίζεται με το θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο του κράτους στο οποίο επενδύονται στοιχεία του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου.

## 2.7 Θεσμικό πλαίσιο

### 2.7.1 Νομοθετική θωράκιση

Σύμφωνα με την βιβλιογραφία της Μαλινδρέτου (2002), η ταχεία ανάπτυξη των αμοιβαίων κεφαλαίων σε διεθνές επίπεδο εντάσσεται στο θεσμικό πλαίσιο ανάπτυξης των κεφαλαιαγορών και στην επικράτηση του λεγόμενου «συστήματος αυτορρύθμισης». Τα αμοιβαία κεφάλαια διέπονται από ειδική νομοθεσία, η οποία έχει διευκολύνει την ανάπτυξη τους σε διεθνές επίπεδο.

Στις Η.Π.Α, η σύγχρονη νομοθεσία για αμοιβαία κεφάλαια έχει αφετηρία την νομοθεσία για την εξυγίανση της χρηματιστηριακής αγοράς από το 1933, θεσπίστηκε το 1939, με το «Νόμο των Έμπιστων Συμβάσεων». Ο νόμος αυτός έδωσε το δικαίωμα ελέγχου για την διασφάλιση ότι οι θεματοφύλακες κατόχων ομολογιών θα πρέπει να είναι απαλλαγμένοι από «ασυμβίβαστα συμφέροντα». Εν συνεχεία ο «Νόμος Προστασίας των δικαιωμάτων Τίτλων των Επενδυτών» το 1970, πρόβλεψε την ίδρυση Εταιρείας Συνεγγυητικού Κεφαλαίου

Προστασίας των Επενδυτών, με σκοπό την αποζημίωση των επενδυτών σε περίπτωση αποτυχίας των χρηματιστηριακών φορέων.

Με το Νόμο των Καταθετικών Φορέων το 1982 ενισχύθηκε ο ανταγωνισμός μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Πρόκειται για μια σαφή τάση επικράτησης των αρχών του υγιούς ανταγωνισμού στην Ε.Ε.. Ειδικότερα, σε σχέση με τα αμοιβαία κεφάλαια αναφέρεται η οδηγία 611/1985/ΕΟΚ και η τροποποίησή της το 2002, που προέβλεπε τη διεύρυνση των επενδυτικών υπηρεσιών των αμοιβαίων κεφαλαίων και την περαιτέρω ομογενοποίησή τους στις χώρες-μέλη, με μια σειρά από νέες δυνατότητες:

1. Δικαίωμα των Α.Ε.Δ.Α.Κ. για κατ' ανάθεση διαχείριση χαρτοφυλακίων των μεριδιούχων, φυσικών ή νομικών προσώπων.
2. Δυνατότητα σε αμοιβαία κεφάλαια ειδικού τύπου να παρακολουθούν δείκτες και να διατηρούν σε μια μετοχή μέχρι 10% του ενεργητικού τους. Κατ' εξαίρεση σε ειδικά Κεφάλαια Δεικτών (index funds) το ποσοστό αυτό μπορεί να φτάσει κατ' ανώτατο όριο στο 35%.
3. Θεσμοθέτηση των Κεφαλαίων των Κεφαλαίων (funds of funds), με δυνατότητες των αμοιβαίων κεφαλαίων να επενδύουν σε μερίδια άλλων αμοιβαίων κεφαλαίων.
4. Δυνατότητα να προβαίνουν σε τοποθετήσεις ακόμη και σε μη εισηγμένες στο Χ.Α. μετοχές (που υπάγονταν στο περιορισμό των άρθρων 32 και 43 του Νόμου 1969 /1991).
5. Τοποθετήσεις χωρίς όρια πλέον και σε παράγωγα από ειδικά αμοιβαία κεφάλαια, που θα πληροφορούν με πλήρη διαφάνεια τους επενδυτές γι' αυτό.
6. Δικαίωμα ίδρυσης υποκαταστημάτων σε όλα τα Κράτη-Μέλη της Ε.Ε, που περιοριζόταν, μέχρι τη συγκεκριμένη τότε περίοδο, στις τράπεζες.
7. Εκχώρηση μέρους του ενεργητικού τους (10-15%) σε **Σύμβουλους Διαχείρισης**.

## 2.7.2 Εποπτικό /διοικητικό σύστημα

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

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

1. Υπαγωγή των αμοιβαίων κεφαλαίων στην ανώτατη εποπτική αρχή (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς), η οποία έχει ουσιαστική ανεξαρτησία από παρεμβάσεις της Δημόσιας Διοίκησης και του Κράτους.
2. Διασφάλιση αυστηρότητας εφαρμογής της επενδυτικής νομοθεσίας, με αυτοματοποιημένο σύστημα, στην επιβεβαίωση καταγγελιών σε βάρος αμοιβαίων κεφαλαίων και άμεση επιβολή αυστηρών διοικητικών, αστικών και ποινικών κυρώσεων.
3. Νομιμότητα λειτουργίας των αμοιβαίων κεφαλαίων και εκπροσώπηση και αυτοτέλεια των συλλογικών θεσμικών φορέων των αμοιβαίων κεφαλαίων.
4. Διασφάλιση ουσιαστικής διοικητικής ανεξαρτησίας του Χρηματιστηρίου αξιών, σε τρόπον ώστε να διασφαλίζεται η λειτουργία του με αυστηρότερη εφαρμογή της χρηματιστηριακής νομοθεσίας.
5. Συλλογική θέσπιση και εφαρμογή από τους συλλογικούς θεσμικούς φορείς ειδικών Κωδίκων Δεοντολογίας, οι οποίοι έχουν ισχύ διοικητικών αποφάσεων δημόσιου χαρακτήρα για τα μέλη τους (Μαλινδρέτου, 2002).

## 2.7.3 Κατάσταση στην Ελλάδα

### 2.7.3.1 Βραδύτητα εναρμόνισης

Στην περίπτωση της Χώρας μας η παρουσία των αμοιβαίων κεφαλαίων έγινε ουσιαστικά με καθυστέρηση μιας 50ετίας. Αν και η πρώτη φορά που εισήχθη Νόμος ήταν το 1970, έμεινε ουσιαστικά ανενεργός μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1990. Η καθυστέρηση αυτή οφείλεται στα γενικότερα πλαίσια διατήρησης της ελληνικής κεφαλαιαγοράς στο περιθώριο των παγκόσμιων εξελίξεων, που αποδίδονται ως επενδυτική και χρηματοοικονομική επανάσταση στον υπόλοιπο χώρο της Ε.Ε.. Η αδράνεια αυτή εντάσσεται στα πλαίσια της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής, που διευκόλυνε για μια 50ετία την κάλυψη μεγάλων δημοσιονομικών ελλειμμάτων και όχι την επίτευξη οικονομικής σταθερότητας, επιχειρηματικής ανάπτυξης και οικονομικής προόδου σε διεθνή ανταγωνιστικά πλαίσια.

Στη διάρκεια της δεκαετίας του 1990 τα αμοιβαία κεφάλαια άρχισαν να αναπτύσσονται λόγω της απελευθέρωσης των αγορών, στη συνέχεια με την ίδρυση της ΟΝΕ και τέλος με την κάθετη ενεργοποίηση της οικονομικής πολιτικής για πλήρη σύγκλιση της ελληνικής οικονομίας με την ΟΝΕ. Έπειτα από αυτά τα γεγονότα ακολούθησε μία περίοδος με απότομη μείωση του πληθωρισμού και των επιτοκίων, με αποτέλεσμα οι αποταμιευτές να στραφούν μαζικά προς το Χρηματιστήριο. Αυτό είχε σαν συνέπεια την αλματώδη άνοδο του δείκτη Χ.Α.Α. πάνω από τις 6.000 μονάδες, που όμως δεν κράτησε για πολύ καθώς υπήρξε μια συνεχής κάθετη μείωση και διατήρηση του δείκτη κάτω από τις 2.500 μονάδες. Εξαιτίας αυτού του γεγονότος, προκλήθηκαν μεγάλες ζημιές στα κεφάλαια των επενδυτών περιλαμβανομένων και των αμοιβαίων κεφαλαίων τα οποία δεν κατάφεραν να αποφύγουν την μεγάλη πτώση των τιμών των μετοχών και του γενικού δείκτη (Μαλινδρέτου, 2002).

### 2.7.3.2 Η Εξέλιξη των αμοιβαίων στην Ελλάδα

Η εξέλιξη των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Χώρα μας, στα πλαίσια των νέων εξελίξεων και προοπτικών, ήταν ραγδαία στη διάρκεια της δεκαετίας του '90. Συγκεκριμένα, το 1993 οι επενδύσεις σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων εκπροσωπούσαν μόνο το 6% των ιδιωτικών αποταμιεύσεων, το 1997 το ποσοστό αυτό προσέγγισε το 21%, για να υπερδιπλασιαστεί στη διάρκεια της επόμενης τριετίας. Τα διαχειριζόμενα αμοιβαία κεφάλαια στο τέλος του 1999 έφτασαν τα 12 τρις δρχ. καλύπτοντας το 50% περίπου των καταθέσεων των ιδιωτών και 30% του Α.Ε.Π.. Στο τέλος του 2000 η αξία τους μειώθηκε κατά 12% λόγω της πτώσης των κυκλοφορούντων μεριδίων. Τη συγκεκριμένη αυτή περίοδο οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. περιορίστηκαν σε 27 από 30 που ήταν το 1999 λόγω συγχώνευσης τεσσάρων σε μία νέα. Έτσι το 2000 ιδρύθηκαν 61 αμοιβαία κεφάλαια (45 μετοχικά, 7 διαθεσίμων, 8 μικτών και 1 ομολογιακό). Σύμφωνα με αυτά ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων ανήλθε σε 269 στο τέλος του 2000 από 212 το 1999 και 181 το 1998 όπως φαίνεται στον παρακάτω πίνακα (Μαλινδρέτου, 2002).

#### ΕΞΕΛΙΞΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

	<u>Αριθμός</u>	<u>Σύνολο</u>	<u>Σταθερού</u> <u>Εισοδήματος</u>	<u>Διαχείρισης</u> <u>Διαθεσίμων</u>	<u>Μετοχικά</u>	<u>Διεθνή</u>
1993	71	886	274	359	129	124
1994	94	1.344	668	398	149	129
1995	115	2.454	968	1.258	141	87
1996	148	3.873	1.430	2.286	130	27
1997	162	7.325	2.006	4.399	591	91
1998	181	9.073	1.658	5.967	1.244	204
1999	212	11.996	1.339	4.571	5.913	173
2000	269	10.556	1.574	5.225	3.588	169
2001	272	9.141	1.802	3.289	3.837	213

Πίνακας 1.

Αξία σε δισ. Δραχμές

(Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του διοικητή, διάφορες εκδόσεις.)



Σύμφωνα με τα στοιχεία (πίνακας 1) η συνολική αξία των επενδύσεων σε αμοιβαία από έντονη αυξητική που παρουσιαζόταν την περίοδο 1993-1999, εμφάνισε πτωτική τάση στη διετία 2000-2001. Στη μείωση του ενεργητικού του συνόλου των αμοιβαίων κατά 13,4% συνέβαλε η μεγάλη πτώση των τιμών των μετοχών του Χ.Α.Α. και η αλλαγή του ενδιαφέροντος των επενδυτών ανά κατηγορία. Όπως φαίνεται και στον πίνακα αυξήθηκαν οι επενδύσεις σε σταθερού εισοδήματος, μετοχικά και διεθνή κατά 14,5%, 6,9% και 26% αντίστοιχα. Αντίθετα μεγάλη μείωση 37% παρουσίασαν τα αμοιβαία της κατηγορίας διαχείρισης διαθεσίμων.

### 2.7.3.3 Η Νομοθεσία στην Ελλάδα

Σύμφωνα με τα στοιχεία τα οποία συλλέξαμε από την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών ([www.agii.gr](http://www.agii.gr)), στην περίπτωση της Χώρας μας, θεσπίστηκε για πρώτη φορά νομοθεσία που αφορά τα αμοιβαία κεφάλαια το 1970 (Ν.Δ. 608/1970), αλλά αναθεωρήθηκε και ενεργοποιήθηκε τη δεκαετία του '90 (Ν. 1969/1991). Σύμφωνα με αυτόν:

1. Το αμοιβαίο κεφάλαιο είναι μία ομάδα περιουσίας, που αποτελείται από κινητές αξίες και μετρητά, της οποίας τα επιμέρους στοιχεία ανήκουν εξ αδιαιρέτου σε περισσότερα πρόσωπα.
2. Καθίσταται, ύστερα από άδεια συστάσεως που χορηγείται με απόφαση της επιτροπής κεφαλαιαγοράς, αντικείμενο διαχειρίσεως Ανωνύμου Εταιρείας Διαχειρίσεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων (άρθρο 17).
3. Το αμοιβαίο κεφάλαιο δεν αποτελεί νομικό πρόσωπο. Οι μεριδιούχοι εκπροσωπούνται δικαστικώς και εξωδίκως από την Α.Ε. Διαχειρίσεως, ως προς τις έννομες σχέσεις από τη διαχείριση του αμοιβαίου κεφαλαίου και τα δικαιώματά τους επί του ενεργητικού του (άρθρο 18).

4. Η Α.Ε. Διαχειρίσεως παραδίδει δωρεάν σ' αυτόν που επιθυμεί να καταστεί μεριδιούχος πριν από τη σύναψη της σύμβασης για την απόκτηση του μεριδίου ενημερωτικό δελτίο για το αμοιβαίο κεφάλαιο.
5. Σύμφωνα με το άρθρο 25, η εξαγορά των μεριδίων είναι υποχρεωτική όταν το ζητήσει ο επενδυτής και για να γίνει αυτό ο μεριδιούχος υποβάλλει γραπτή αίτηση τους τίτλους μεριδίων προς ακύρωση. Από την πλευρά της η Α.Ε.Δ.Α.Κ. πρέπει να ρευστοποιήσει την αξία των μεριδίων το πολύ μέσα σε 5 ημέρες από την υποβολή της αίτησης εξαγοράς.
6. Το ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων κατατίθεται προς φύλαξη σε τράπεζα, η οποία ασκεί καθήκοντα θεματοφύλακα (άρθρο 30).

## 2.8 Πρόβλημα Επιλογής αμοιβαίων κεφαλαίων

Ο επενδυτής αναμένει από τα αμοιβαία κεφάλαια σχετικά υψηλές αποδόσεις και παράλληλα χαμηλό κίνδυνο από την διαμόρφωση χαρτοφυλακίων και την διάθεση μεριδίων. Θα πρέπει επίσης να έχει υπόψη του τα συναλλακτικά έξοδα και τη συμμετοχή του στα διοικητικά έξοδα του αμοιβαίου κεφαλαίου, στο οποίο συμμετέχει. Διότι, έχει παρατηρηθεί ότι τα αμοιβαία κεφάλαια δεν διαφοροποιούνται μόνο ως προς τις αποδόσεις, όσο και ως προς τις επιβαρύνσεις για την προμήθεια και διάθεση μεριδίων, βάσει των διοικητικών τους εξόδων.

Γι' αυτό το λόγο οι επενδυτές θα πρέπει να εξετάζουν για ένα αμοιβαίο κεφάλαιο τη διάρκεια και εμπειρία του μάνατζμεντ, τις επιδόσεις του στο παρελθόν, τις πρακτικές του και τις διαχειριστικές του δαπάνες, τις προμήθειες, από το ενημερωτικό δελτίο που εκδίδουν όλα τα αμοιβαία κεφάλαια και από άλλες πηγές. Το ενημερωτικό δελτίο ενός αμοιβαίου κεφαλαίου περιέχει κατά τον νόμο επαρκείς πληροφορίες στο δυνητικό επενδύτη, σε ότι αφορά τους στόχους, τις πολιτικές που εφαρμόζει, τη διοίκηση του, τους κινδύνους του χαρτοφυλακίου του (Μαλινδρέτου, 2002).

## 2.9 Κριτήρια επιλογής Αμοιβαίων κεφαλαίων

Σύμφωνα και με άρθρο το οποίο δημοσιεύτηκε στις 28/01/2002 στην ιστοσελίδα [www.euro2day.gr](http://www.euro2day.gr), η ύπαρξη πολλών αμοιβαίων κεφαλαίων στο χαρτοφυλάκιο ενός επενδυτή δεν του εξασφαλίζει ότι έχει καταφέρει να κατανείμει αποτελεσματικά το κεφάλαιό του.

Οι επενδυτές θα πρέπει να είναι ιδιαίτερα προσεκτικοί εφόσον επιθυμούν τα τοποθετήσουν τα χρήματά τους σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων καθώς παρατηρούνται σημαντικές διαφοροποιήσεις από εταιρεία σε εταιρεία διαχείρισης. Για τη σωστή επιλογή ενός αμοιβαίου κεφαλαίου ή περισσότερων τα κριτήρια είναι τα εξής:

- **Η διασπορά.** Ο πιο αποτελεσματικός τρόπος διασποράς είναι η επιλογή ικανού αριθμού αμοιβαίων κεφαλαίων, τα οποία καλύπτουν όλους τους τομείς των χρηματαγορών και κεφαλαιαγορών και κατ' επέκταση, όλες τις βαθμίδες επενδυτικού κινδύνου. Με αυτό τον τρόπο μειώνεται σημαντικά ο συνολικός επενδυτικός κίνδυνος, ενώ ταυτόχρονα δημιουργούνται οι κατάλληλες προϋποθέσεις για την πραγματοποίηση σημαντικών κερδών μακροπρόθεσμα.
- **Η διαχρονική απόδοση.** Πρέπει να λαμβάνονται υπ' όψιν οι ιστορικές αποδόσεις σε βάθος χρόνου, σε σύγκριση με το σημείο αναφοράς του, το επίπεδο του επενδυτικού κινδύνου του αμοιβαίου κεφαλαίου, καθώς και η ποιότητα των υπηρεσιών τις οποίες προσφέρει η διαχειρίστρια εταιρία.
- **Η σταθερή επενδυτική στρατηγική.** Η εμπειρία έχει δείξει ότι όσοι επενδυτές προσπαθούν με συνεχείς μεταφορές να παρακολουθήσουν σε βραχυχρόνια βάση τις διακυμάνσεις των αγορών, στο τέλος βγαίνουν χαμένοι, σε αντίθεση με αυτούς που μένουν σταθεροί στις επιλογές τους. Η μεταφορά σε ένα άλλο αμοιβαίο κεφάλαιο πρέπει να πραγματοποιείται μόνο στις περιπτώσεις όπου υπάρχει η πεποίθηση ότι θα υπάρξουν ουσιαστικές αλλαγές στο επενδυτικό περιβάλλον μακροπρόθεσμα ή όταν μεταβάλλεται σημαντικά ο στόχος της επένδυσής τους.

- **Ο πληθωρισμός**, ο οποίος μειώνει την αγοραστική δύναμη του διαθέσιμου εισοδήματός του κάθε επενδυτή, ακόμη και αν αυξάνει με χαμηλό ρυθμό. Για τον λόγο αυτό, είναι σημαντικό να λαμβάνεται υπ' όψιν η πραγματική απόδοση της επένδυσης, δηλαδή το ποσοστό που προκύπτει αν από τη συνολική ονομαστική απόδοση αφαιρεθεί ο ρυθμός αύξησης του πληθωρισμού. Μια επένδυση που αποτυγχάνει να παρακολουθήσει το τρέχον επίπεδο του πληθωρισμού οδηγεί στη μείωση της πραγματικής αξίας του κεφαλαίου.
- **Η ρευστότητα** του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η ικανοποιητική ρευστότητα μπορεί να αποτελέσει σημαντικό κριτήριο επιλογής, καθώς προστατεύει το χαρτοφυλάκιο σε περιόδους πτωτικών τάσεων των αγορών.

## 2.10 Διαχειριστικές και ελεγκτικές αρχές αμοιβαίων κεφαλαίων

### 2.10.1 Θεματοφύλακας

Σύμφωνα με το άρθρο 8 παρ.1 και 2 Ν. 3283/2004, η φύλαξη των στοιχείων του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου ανατίθεται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ., κατόπιν αδείας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, σε ένα θεματοφύλακα. Ο νόμος προβλέπει ότι Θεματοφύλακας μπορεί να είναι μια τράπεζα του εσωτερικού ή του εξωτερικού που έχει έδρα στην Ελλάδα ή σε χώρα μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ο θεματοφύλακας έχει την ευθύνη της εξασφάλισης των περιουσιακών στοιχείων για λογαριασμό των μεριδιούχων. Ο ρόλος του θεματοφύλακα είναι ιδιαίτερα σημαντικός για το λόγο ότι εγγυάται την ασφάλεια των χρημάτων των επενδυτών και περιφρουρεί τα συμφέροντα τους από τυχόν κακή διαχείριση της εταιρείας διαχείρισης, μέσω αυστηρών ελέγχων που διενεργεί. Έτσι αναλαμβάνει την ευθύνη είσπραξης τόκων και μερισμάτων καθώς και τις χρηματοροές από πωλήσεις μετοχών ή άλλων αξιόγραφων ενώ πραγματοποιεί τις πληρωμές για αγορά κινητών αξιών. Γενικά ο θεματοφύλακας αναλαμβάνει καθήκοντα ταμεία και ευθύνεται απέναντι στην Α.Ε.Δ.Α.Κ. και τους μεριδιούχους για κάθε αμέλεια ως προς την εκπλήρωση των υποχρεώσεών του. Η ευθύνη του δεν μετατίθεται σε περίπτωση ανάθεσης φύλαξης κινητών αξιών

σε άλλη τράπεζα ή ίδρυμα. Ο θεματοφύλακας υποχρεούται να εκτελεί τις εντολές της Α.Ε.Δ.Α.Κ. εκτός εάν είναι παράνομες ή αντιβαίνουν τον κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου. Παράλληλα, η Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι υποχρεωμένη να παρακολουθεί το θεματοφύλακα για την ορθή εκτέλεση των εντολών της. Με τις υποχρεώσεις αυτές που έχουν εκατέρωθεν, ο θεματοφύλακας και η Α.Ε.Δ.Α.Κ. οφείλουν να ενεργούν ανεξάρτητα μεταξύ τους και με γνώμονα το συμφέρον των μεριδιούχων ([www.agii.gr](http://www.agii.gr)).

### 2.10.2 Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Η Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων αποτελεί εταιρεία αποκλειστικού σκοπού. Βάσει του νόμου πρέπει να είναι μια Ανώνυμη Εταιρεία με ονομαστικές μετοχές που αποκλειστικό σκοπό έχει τη σύσταση και διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι μια αυτοτελής μονάδα που εκπροσωπεί δικαστικώς και εξωδίκως τους μεριδιούχους ενώ έχει και την ευθύνη της παρακολούθησης του θεματοφύλακα σε ότι αφορά τη τήρηση των υποχρεώσεων του όπως αυτές απορρέουν και προβλέπονται από το κανονισμό του Α/Κ και το Θεσμικό Πλαίσιο. Για να λειτουργήσει μια Α.Ε.Δ.Α.Κ. απαιτείται η έγκριση της από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ([www.agii.gr](http://www.agii.gr)).

### 2.10.3 Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

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

Στόχος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αποτελεί η διασφάλιση της ακεραιότητας της αγοράς, ο περιορισμός του συστηματικού κινδύνου, και η προστασία του επενδυτικού κοινού με την προώθηση της διαφάνειας. Στους εποπτευόμενους

φορείς από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς περιλαμβάνονται οι Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρίες και οι Ανώνυμες Εταιρίες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών, οι Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων, οι Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, οι Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας και οι Ανώνυμες Εταιρίες Επενδυτικής Διαμεσολάβησης. Οι εισηγμένες εταιρίες στο Χρηματιστήριο Αθηνών εποπτεύονται επίσης από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως προς τη τήρηση της χρηματιστηριακής νομοθεσίας αναφορικά με τα θέματα νομιμότητας των πράξεων που συνδέονται με την προστασία των επενδυτών ([www.insuranceworld.gr](http://www.insuranceworld.gr)).

#### 2.10.4 Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

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

- Ανώνυμες εταιρείες των οποίων καταστατικός σκοπός είναι η διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων και οι οποίες υπάγονται στο πεδίο εφαρμογής των Νόμων 3283/2004 (Α.Ε. Διαχειρίσεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων) και 2778/1999 (Α.Ε. Διαχειρίσεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων σε ακίνητη περιουσία).
- Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων οι οποίες υπάγονται στο πεδίο εφαρμογής των νόμων 3371/2005 (Α.Ε. Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου) και 2778/1999 (Α.Ε. Επενδύσεων σε Ακίνητη περιουσία).
- Εταιρεία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών του νόμου 3606/2007 που παρέχουν την επενδυτική υπηρεσία της διαχείρισης επενδυτικών χαρτοφυλακίων πελατών τους ([www.agii.gr](http://www.agii.gr)).

## 2.11 Διάθεση αμοιβαίων κεφαλαίων

### 2.11.1 Ενεργητικό αμοιβαίου κεφαλαίου

Ονομάζεται η συνολική περιουσία του αμοιβαίου κεφαλαίου σε τρέχουσες τιμές. Δηλαδή καθημερινά υπολογίζονται οι τιμές των ομολόγων, οι τόκοι, τα μετρητά, οι μετοχές, το συνάλλαγμα κλπ. και αθροίζονται για να προκύψει το ενεργητικό. Η αξία του ενεργητικού μεταβάλλεται τόσο από την διακύμανση της αξίας των επενδύσεων όσο και από τις συμμετοχές και εξαγορές της κάθε ημέρας ([www.agii.gr](http://www.agii.gr)).

### 2.11.2 Καθαρό ενεργητικό αμοιβαίου κεφαλαίου

Το καθαρό ενεργητικό ενός αμοιβαίου κεφαλαίου είναι η συνολική αξία των κινητών αξιών στις οποίες είναι επενδυμένη η κοινή περιουσία των μεριδιούχων, συν τις απαιτήσεις (προκαταβολές, δεδουλευμένοι τόκοι, κ.λ.π.) μείον τις υποχρεώσεις όπως αμοιβές θεματοφύλακα, χρηματιστηριακών εταιρειών, δάνεια, έξοδα, κ.λ.π. (Κιόχος κ.ά., 2003).

### 2.11.3 Μερίδια

Τα μερίδια δεν είναι τίποτε άλλο από την περιουσία του αμοιβαίου κεφαλαίου σε ποσοστά τα οποία ανήκουν σε ένα ή και περισσότερους δικαιούχους ή αλλιώς μεριδιούχους. Το συνολικό ποσό που έχει συγκεντρωθεί στο αμοιβαίο κεφάλαιο χωρίζεται σε μερίδια ίσης αξίας ή κλάσματα μεριδίου. Κάθε επενδυτής τοποθετεί ένα ποσό χρημάτων και αγοράζει το κομμάτι που του αναλογεί. Οι αποταμιευτές που καταθέτουν τα χρήματά τους σε αμοιβαία κεφάλαια γίνονται αυτόματα συμμετοχοί της κοινής περιουσίας και παίρνουν αντίστοιχους τίτλους στους οποίους τα μερίδια του αμοιβαίου κεφαλαίου ονομαζόμενοι μεριδιούχοι. Οι τίτλοι μεριδίου, που είναι πάντοτε ονομαστικοί, μπορεί να εκδίδονται για ένα ή περισσότερα μερίδια ή κλάσματα μεριδίου. Η συμβατική μεταβίβαση των μεριδίων είναι απολύτως άκυρη, με εξαίρεση τη μεταβίβαση μεταξύ συζύγων ή συγγενών πρώτου και δευτέρου βαθμού (Κιόχος κ.ά., 2003).

#### 2.11.4 Προσδιορισμός καθαρής τιμής μεριδίου αμοιβαίου κεφαλαίου

Η καθαρή τιμή προκύπτει από την διαίρεση της αξίας του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου κάθε ημέρας με το συνολικό αριθμό μεριδίων εκείνης της ημέρας. Η καθαρή τιμή (που αναγράφεται στις εφημερίδες καθημερινά) χρησιμοποιείται για να υπολογιστεί η απόδοση των επενδύσεων αλλά και οι τιμές διάθεσης και εξαγοράς ([www.agii.gr](http://www.agii.gr)).

#### 2.11.5 Προμήθειες

Όλα τα αμοιβαία κεφάλαια παρακρατούν ένα ποσοστό όταν ο επενδυτής αγοράζει μερίδια και άλλο ένα ποσοστό όταν ρευστοποιεί. Η παρακράτηση αυτή ονομάζεται προμήθεια διάθεσης και εξαγοράς και κυμαίνονται διαφορετικά από εταιρεία Διαχείρισης σε εταιρεία. Η μεγαλύτερη προμήθεια συναντάται στα αναπτυξιακά και στα μικτά αμοιβαία κεφάλαια αλλά συνήθως, η προμήθεια διάθεσης κυμαίνεται από 0% έως 5% ενώ η προμήθεια εξαγοράς μεταξύ 0,5% και 1% (Κιόχος κ.ά., 2003).

#### 2.11.6 Διανομή μερισμάτων

Τα ελληνικά αμοιβαία κεφάλαια διανέμουν κατά κανόνα στο τέλος του χρόνου στους μεριδιούχους τους ένα ποσό που εκπροσωπεί τα καθαρά κέρδη του Αμοιβαίου (τόκοι, μερίσματα) αθροίζοντας όλα τα εισοδήματα και αφαιρώντας τις αμοιβές διαχείρισης και τυχόν κεφαλαιακές ζημιές. Το καθαρό ποσό που βγαίνει διαιρείται διά το σύνολο των μεριδίων και προκύπτει το μέρισμα που δικαιούται κάθε μεριδιούχος. Το μέρισμα διανέμεται μέσα στο πρώτο τρίμηνο του επόμενου έτους και γίνεται είτε με πίστωση του λογαριασμού των μεριδιούχων είτε με επανεπένδυση εφόσον ζητηθεί. Στην ευχέρεια του μεριδιούχου είναι αντί να εισπράξει το μέρισμά του να κάνει επανεπένδυση και να αποκτήσει νέα μερίδια στη καθαρή τους τιμή χωρίς να πληρώσει μερίδια διάθεσης ξανά (Μαλινδρέτου, 2002).



## 2.12 Κανόνες διάθεσης

1. **Δίκτυο Διάθεσης.** Η εταιρεία μπορεί να διαθέτει τα μερίδια του Α.Κ. και μέσω αντιπροσώπων. Ως αντιπρόσωποι δύνανται να ενεργούν μόνο τα πιστωτικά ιδρύματα, οι Α.Ε.Δ.Α.Κ., οι ασφαλιστικές εταιρίες και επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών.
2. **Απόκτηση Μεριδίων.** Για την απόκτηση μεριδίων Α.Κ. απαιτούνται: α) υποβολή γραπτής αίτησης απόκτησης μεριδίων Α.Κ. προς την Εταιρία, β) αποδοχή του κανονισμού του Α.Κ., γ) ολοσχερής καταβολή στο θεματοφύλακα της αξίας των μεριδίων σε μετρητά ή και κινητές αξίες κατά την έννοια των στοιχείων α και β της παραγράφου 1 του άρθρου 3 του Ν. 3283/2004, που είναι εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά κατά την έννοια της παραγράφου 14 του άρθρου 2 του Ν. 2396/1996, εφόσον η Εταιρεία δεχτεί της τελευταίες. Ως υποβολή γραπτής αίτησης απόκτησης μεριδίων προς την Εταιρία λογίζεται και η υποβολή αυτής προς τους εκάστοτε αντιπροσώπους της. Η αποδοχή της αιτήσεως αποφασίζεται από την Εταιρία, σύμφωνα με τους όρους του παρόντος κανονισμού. Κατά την διάθεση των μεριδίων απαγορεύεται η σε βάρος του αμοιβαίου κεφαλαίου χορήγησης πιστώσεως από την Εταιρία ή το θεματοφύλακα.
3. **Δωρεάν Διάθεση Μεριδίων.** Η εταιρία δύναται να διανείμει στους μεριδιούχους του αμοιβαίου κεφαλαίου δωρεάν τα μερίδια του, ύστερα από άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ([www.agii.gr](http://www.agii.gr)).

### 2.12.1 Τιμή διάθεσης των μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου

Η τιμή διάθεσης των μεριδίων των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι η τιμή εκείνη στην οποία, η εταιρεία που διαχειρίζεται το αμοιβαίο κεφάλαιο διαθέτει τα μερίδιά του σε κάποια συγκεκριμένη μέρα. Η τιμή διάθεσης του μεριδίου προσδιορίζεται από την καθαρή τιμή του μεριδίου με την πρόσθεση σε αυτήν της προμήθειας διάθεσης του μεριδίου (εάν υπάρχει). (Κιόχος κ.ά., 2003).

### 2.12.2 Τιμή εξαγοράς των μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου

Η τιμή εξαγοράς των μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι η τιμή εκείνη στην οποία οι μεριδιούχοι μπορούν να ρευστοποιήσουν τα μερίδιά τους. Η τιμή αυτή προσδιορίζεται από την καθαρή τιμή του μεριδίου, αφαιρώντας την προμήθεια εξαγοράς. Για την εξαγορά των μεριδίων οι επενδυτές θα πρέπει να γνωρίζουν:

- Η εξαγορά των μεριδίων είναι υποχρεωτική όταν το ζητήσει ο μεριδιούχος.
- Ο μεριδιούχος υποβάλλει γραπτή αίτηση και παραδίδει στην Α.Ε. Διαχειρίσεως προς ακύρωση τους τίτλους των μεριδίων που εξαγοράζονται.
- Η αξία των μεριδίων που εξαγοράζονται καταβάλλεται σε μετρητά μέσα σε πέντε ημέρες από την ημέρα υποβολής της αιτήσεως για την εξαγορά των μεριδίων.
- Σε περιπτώσεις ανωτέρας βίας επιτρέπεται η αναστολή εξαγοράς των μεριδίων για χρονικό διάστημα μέχρι τριών μηνών, το οποίο έχει τη δυνατότητα να παραταθεί για άλλους τρεις μήνες κατ' ανώτατο όριο, όπως ορίζεται ειδικότερα στον Κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η αναστολή της εξαγοράς και η λήξη ή η ανάκλησή της δημοσιεύονται σε μια ημερήσια πολιτική και σε μια ημερήσια οικονομική εφημερίδα των Αθηνών. Στην ανακοίνωση της αναστολής της εξαγοράς προσδιορίζεται, αμέσως ή εμμέσως, και το χρονικό σημείο της λήξης της. Κατά τη διάρκεια της αναστολής της εξαγοράς των μεριδίων δεν γίνεται δεκτή η υποβολή αιτήσεων από μεριδιούχους αιτήσεων εξαγοράς.
- Ως περίπτωση ανωτέρας βίας θεωρείται και η μη λειτουργία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Τα μερίδια εξαγοράζονται στην τιμή εξαγοράς των μεριδίων της ημέρας υποβολής της αίτησης του μεριδιούχου για την εξαγορά. Η τιμή αυτή προσδιορίζεται με βάση την αξία του μεριδίου της ίδιας ημέρας. Σε περιπτώσεις ανωτέρας βίας επιτρέπεται η αναστολή εξαγοράς των μεριδίων ([www.gge.gr](http://www.gge.gr)).

## 2.13 Ενημερωτικά δελτία

Κάθε θεματοφύλακας, πρέπει να ενημερώνει τους επενδυτές για την πορεία των αμοιβαίων κεφαλαίων από την αρχή της επένδυσης. Αυτό γίνεται με τα ενημερωτικά δελτία στα οποία εμπεριέχονται σημαντικές πληροφορίες προς τους επενδυτές όπως εξαμηνιαίες και ετήσιες εκθέσεις, κανονισμούς που αφορούν τα αμοιβαία κεφάλαια, πίνακες επενδύσεων, η ποσοστιαία σύνθεση του ενεργητικού και τέλος απλοποιημένα ή πλήρη ενημερωτικά δελτία. ([www.alphamutual.gr](http://www.alphamutual.gr)).

### 2.13.1 Εξαμηνιαία έκθεση

Η εξαμηνιαία έκθεση παρουσιάζει την αναλυτική περιουσιακή κατάσταση του Α.Κ μέσω ενός ισολογισμού, ο οποίος αποτιμά τα κέρδη και τις ζημίες που δηλώνει η πορεία του Α.Κ. (βλέπε παράρτημα Α).

Έπειτα αναφέρεται η κατάσταση εισροών-εκροών των μεριδίων η οποία μας δείχνει τη διαφορά των αποτιμήσεων των επενδύσεων του εξαμήνου για την ενημέρωση του επενδυτή τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Επίσης παρουσιάζεται η σχέση διακυμάνσεως-αποδόσεως σύμφωνα με το άρθρο 9 παρ.7 του κώδικα δεοντολογίας. Ακόμα παρουσιάζεται ο δείκτης εξόδων της ετήσιας περιόδου σύμφωνα με την ΕΚ 8/335/06.04.2005 αρ.4.

Τέλος, αναφέρεται η έκθεση έλεγχου ανεξάρτητου ορκωτού λογιστή προς τους μεριδιούχους και τη διοίκηση του αμοιβαίου κεφαλαίου όπου καταγράφει την ευθύνη του. Δηλαδή να διενεργήσει τον έλεγχο των αμοιβαίων σύμφωνα με τα διεθνή λογιστικά πρότυπα ελέγχου όπου ο έλεγχος περιλαμβάνει την διενέργεια διαδικασιών για την απόκτηση ελεγκτικών τεκμηρίων σχετικά με τα ποσά και της γνωστοποιήσεις στις οικονομικές καταστάσεις. Τέλος εκφέρει την γνώμη του για τις οικονομικές καταστάσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου την συγκεκριμένη περίοδο που έγινε ο έλεγχος ([www.alphamutual.gr](http://www.alphamutual.gr)).

### 2.13.2 Πλήρης ενημερωτικό δελτίο

Τα πλήρη ή απλοποιημένα ενημερωτικά δελτία περιέχουν οικονομικές πληροφορίες όπως, προμήθειες αμοιβών και λοιπά έξοδα που επιβαρύνουν το ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου. Αυτές είναι:

1. Η προμήθειες διαχείρισεως, στην οποία περιλαμβάνεται η αμοιβή της Α.Ε.Δ.Α.Κ., η αμοιβή του συμβούλου επενδύσεων ή και του διαχειριστή του αμοιβαίου κεφαλαίου, που τους έχουν τυχόν ανατεθεί τα αντίστοιχα καθήκοντα.
2. Η προμήθεια της θεματοφυλακής, στην οποία περιλαμβάνεται η αμοιβή του θεματοφύλακα και η αμοιβή κάθε τρίτου προσώπου, που έχει στην φύλαξη του το σύνολο ή μέρος των στοιχείων του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου.
3. Η αμοιβή των ορκωτών ελεγκτών, οι οποίοι ελέγχουν τις εκθέσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 28 του Ν. 3283/2004.
4. Τα έξοδα και οι προμήθειες συναλλαγών που πραγματοποιούνται για λογαριασμό του αμοιβαίου κεφαλαίου.
5. Τα έξοδα των προβλεπόμενων δημοσιεύσεων από το Ν. 3283/2004 που πραγματοποιούνται για λογαριασμό του αμοιβαίου κεφαλαίου.
6. Τα έξοδα που αφορούν την υποχρεωτική από την κείμενη νομοθεσία ενημέρωση των μεριδιούχων του αμοιβαίου κεφαλαίου.
7. Οι εισροές που καταβάλλονται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ή και σε οποιαδήποτε άλλη κατά νόμο αρμόδια αρχή για λογαριασμό του αμοιβαίου κεφαλαίου ([www.alphamutual.gr](http://www.alphamutual.gr)).

### 2.13.3 Φορολογικό καθεστώς αμοιβαίων κεφαλαίων

Η πράξη συστάσεως αμοιβαίου κεφαλαίου, η διάθεση και η εξαγορά των μεριδίων του απαλλάσσονται από κάθε φόρο, τέλος, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, δικαίωμα ή οποιαδήποτε άλλη επιβάρυνση υπέρ του Δημοσίου, νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου και γενικώς τρίτων. Κατά την είσπραξη των τόκων και των μερισμάτων στο όνομα και για λογαριασμό του αμοιβαίου κεφαλαίου ενεργείται από τον καταβάλλοντα παρακράτηση φόρου εισοδήματος σύμφωνα με τα προβλεπόμενα από τα άρθρα 12 και 54 του Ν. 2238/1994 (ΦΕΚ 151 Α), όπως ισχύει κατά περίπτωση. Με την παρακράτηση αυτή εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση των μεριδιούχων του αμοιβαίου κεφαλαίου για τα εισοδήματα αυτά.

Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. υποχρεούται σε καταβολή φόρου ο οποίος εκάστοτε ορίζεται από την σχετική διάταξη νόμου, στο όνομα και για λογαριασμό του αμοιβαίου κεφαλαίου, ο οποίος υπολογίζεται επί του εξαμηνιαίου μέσου όρου του καθαρού ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου. Με την καταβολή του φόρου εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση του αμοιβαίου κεφαλαίου και των μεριδιούχων του, επιφυλασσόμενων διατάξεων της προηγούμενης παραγράφου.

Η πρόσθετη αξία που προκύπτει, επ' ωφελεία των μεριδιούχων, από την εξαγορά μεριδίων σε τιμή ανώτερη της τιμής κτήσεως, απαλλάσσεται από κάθε φόρο, τέλος, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, δικαίωμα ή οποιαδήποτε άλλη επιβάρυνση υπέρ του Δημοσίου, νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου και γενικώς τρίτων, εκτός αν άλλος νεότερος νόμος ορίζει.

Η φορολόγηση του εισοδήματος ή της υπεραξίας που αποκτούν οι επενδυτές εξαρτάται από την φορολογική νομοθεσία, στην οποία υπόκεινται κάθε επενδυτής. Οι επενδυτές στην περίπτωση που έχουν αμφιβολίες ως προς την φορολογική νομοθεσία, στην οποία υπόκεινται, οφείλουν να ζητούν συμβουλές ή και πληροφορίες από το νομικό ή φορολογικό τους σύμβουλο.

Τέλος τα ενημερωτικά δελτία αναφέρουν σημαντικές εμπορικές πληροφορίες, σκοπός των οποίων είναι να ενημερώνουν τον ενδιαφερόμενο επενδυτή για την απόκτηση μεριδίων, για την εξαγορά αυτών, τη μεταφορά επένδυσης από ένα αμοιβαίο κεφάλαιο σε άλλο, για την είσπραξη κερδών κ.ά. ([www.alphamutual.gr](http://www.alphamutual.gr), βλέπε Παράρτημα Α).

### 3 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2005-2009

#### 3.1 Τα αμοιβαία Κεφάλαια του Δείγματος

Το δείγμα μας αποτελείται από 38 αμοιβαία κεφάλαια, 19 που υπάρχουν σε εταιρείες τραπεζών και 19 που υπάρχουν σε ασφαλιστικούς οργανισμούς. Πιο αναλυτικά εξετάσαμε 4 μεγάλες τράπεζες, οι τρεις εκ των οποίων διέθεταν 5 αμοιβαία και η μία 4 (βλέπε πίνακα 2).

Τράπεζα	ALPHA BANK	ΑΤΕ	HSBC	ΕΘΝΙΚΗ
1	Μετοχικό Εξωτερικού	Ομόλογο Εξωτερικού	Μικτό Εσωτερικού	Ομόλογο Εσωτερικού
2	Ομόλογο Εσωτερικού	Ομόλογο Εσωτερικού	Ομολογιών Εξωτερικού	Μετοχικό Εσωτερικού
3	Μικτό Εσωτερικού	Μικτό Εξωτερικού	Μετοχικό Εσωτερικού	Ομόλογο Εξωτερικού
4	Ομόλογο Εξωτερικού	Μετοχικό Εσωτερικού	Μετοχικό Εξωτερικού	Μικτό Εσωτερικού
5	Μετοχικό Εσωτερικού	Μετοχικό Εξωτερικού		Μετοχικό Εξωτερικού

Πίνακας 2.

Το ίδιο συνέβαινε και στις ασφαλιστικές που εξετάστηκαν, δηλαδή τέσσερις ασφαλιστικές, από τις οποίες οι τρεις διέθεταν 5 αμοιβαία και μια 4 αμοιβαία κεφάλαια στις περιόδους που μας ενδιέφεραν(βλέπε πίνακα 3).

Ασφαλιστικές	ALICO	ALLIANZ	INTERNATIONAL LIFE	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ
1	Μετοχικό Εξωτερικού	Ομόλογο Εσωτερικού	Μικτό Εσωτερικού	Ομόλογο Εσωτερικού
2	Ομόλογο Εσωτερικού	Μικτό Εσωτερικού	Μικτό Εξωτερικού	Ομόλογο Εξωτερικού
3	Μικτό Εσωτερικού	Μετοχικό Εσωτερικού	Ομόλογο Εξωτερικού	Μετοχικό Εσωτερικού
4	Ομόλογο Εξωτερικού	Μετοχικό Εξωτερικού	Ομόλογο Εσωτερικού	Μικτό Εσωτερικού
5	Μετοχικό Εσωτερικού	Διαχείριση Διαθεσίμων	Μετοχικό Εσωτερικού	

Πίνακας 3. Για όλα τα Αμοιβαία χρησιμοποιήθηκαν τα δεδομένα από 1/1/2005 έως 31/12/2009, πηγή των δεδομένων ήταν η ιστοσελίδα της Ναυτεμπορικής ([www.naftemporiki.gr](http://www.naftemporiki.gr)).

### 3.2 Υπολογισμός αποδόσεων αμοιβαίων κεφαλαίων

Όπως αναφέρεται στη βιβλιογραφία (Κιόχος κ.ά., 2003) για την καλύτερη διαμόρφωση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου είναι προτιμότερο να δημιουργηθεί ένα χαρτοφυλάκιο με χαρακτηριστικά, που να αντισταθμίζει την σχέση μεταξύ απόδοσης και κινδύνου.

Μεγάλη σημασίας χαρακτηριστικά για την επίτευξη ενός τέτοιου χαρτοφυλακίου έχουν, η ρευστότητα, η πιθανότητα απόδοσης, η φορολογική μεταχείριση, η διάρκεια που λήγει το αξιόγραφο και η σχέση κινδύνου και απόδοσης. Επίσης η τελική διαμόρφωση του χαρτοφυλακίου εξαρτάται από το προφίλ του επενδυτή δηλαδή αν είναι επιθετικός ή συντηρητικός ως προς τον κίνδυνο.

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

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it}} \quad (1)$$

Όπου  $R_{it}$  : η απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου στη χρονική στιγμή  $t$ .

$P_{it}$  : καθαρή τιμή μεριδίου τη χρονική στιγμή  $t$ .

$P_{it-1}$  : καθαρή τιμή μεριδίου τη χρονική στιγμή  $t-1$ .

### 3.3 Υπολογισμός αποδόσεων αμοιβαίων κεφαλαίων δείγματος

#### 3.3.1 Τραπεζών

Οι κατηγορίες που απασχολούν το δείγμα μας είναι κυρίως αυτές του ομόλογου εσωτερικού και εξωτερικού, του μικτού εσωτερικού καθώς και του μετοχικού εσωτερικού-εξωτερικού. Επιλέξαμε να κινηθούμε σ' αυτές τις κατηγορίες αμοιβαίων καθώς, όπως θα διαπιστώσουμε και παρακάτω, είναι κοινές σε τράπεζες και ασφάλειες ούτως ώστε να υπάρχει μια ομοιογένεια στη σύγκριση

μεταξύ τους. Υπολογίσαμε αποδόσεις από τη χρονική περίοδο 2005-2009 για να έχουμε όσο το δυνατόν καλύτερη και εμπειριστατωμένη άποψη. Η εργασία μας δεν μας επέτρεψε να εμφανίσουμε στους παρακάτω πίνακες τις ετήσιες, 2ετείς, 3ετείς και 4ετείς αποδόσεις λόγω έλλειψης χώρου και προκειμένου να μην δυσχεραίνουμε τον κάθε αναγνώστη, παρουσιάζουμε τις 5ετείς αποδόσεις των αμοιβαίων για την καλύτερη εμφάνιση της εργασίας μας. Οι αποδόσεις αυτές είναι συνολικές και εξίσου σημαντικές καθώς μας βοήθησαν στα συμπεράσματά μας όπως αναφέρουμε παρακάτω. Βέβαια δεν έλλειψε η αναφορά και στις προηγούμενες αποδόσεις για τα έτη που εξετάσαμε έστω κι αν δεν τα παρουσιάσαμε στους πίνακές μας.

Στον παρακάτω πίνακα κατατάσσονται τα αμοιβαία κεφάλαια στον τραπεζικό τομέα με φθίνουσα σειρά αποδόσεων πενταετίας:

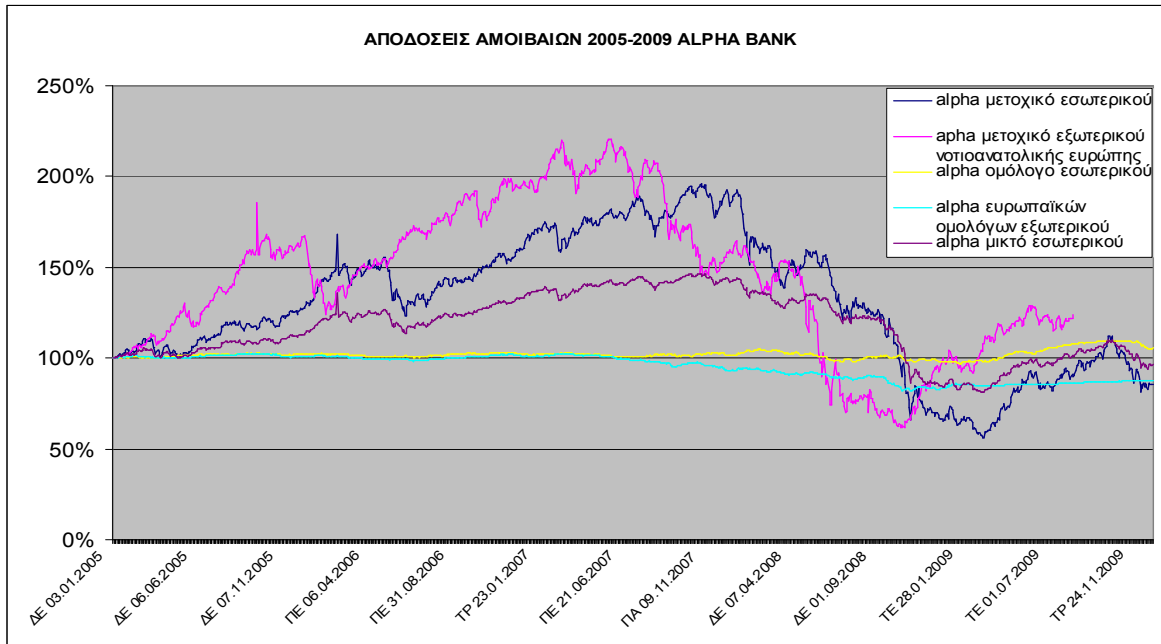
ΘΕΣΗ	ALPHA BANK		ΑΤΕ		HSBC		ΕΘΝΙΚΗ	
	απόδοση	Κατηγορία	απόδοση	Κατηγορία	απόδοση	Κατηγορία	απόδοση	Κατηγορία
1ο	23,73%	Μετοχικό Εξωτερικού	15,08%	Ομόλογο Εξωτερικού	22,39%	Μικτό Εσωτερικού	1,48%	Ομόλογο Εσωτερικού
2ο	5,58%	Ομόλογο Εσωτερικού	6,35%	Ομόλογο Εσωτερικού	-0,89%	Ομόλογο Εξωτερικού	0,34%	Μετοχικό Εσωτερικού
3ο	-3,59%	Μικτό Εσωτερικού	-1,02%	Μικτό Εξωτερικού	-8,68%	Μετοχικό Εσωτερικού	-5,60%	Ομόλογο Εξωτερικού
4ο	-12,66%	Ομόλογο Εξωτερικού	-13,63%	Μετοχικό Εσωτερικού	-13,06%	Μετοχικό Εξωτερικού	-10,15%	Μικτό Εσωτερικού
5ο	-14,71%	Μετοχικό Εσωτερικού	-16,47%	Μετοχικό Εξωτερικού			-11,95%	Μετοχικό Εξωτερικού

Πίνακας 4.

Για την ALPHA A.E.Δ.Α.Κ. παρατηρούμε ότι την 1η θέση καταλαμβάνει με απόδοση 23,73% το μετοχικό εξωτερικού της. Στη 2η θέση εμφανίζεται το ομόλογο εσωτερικού με απόδοση της τάξεως 5,58%. Στις τρεις τελευταίες θέσεις και με αρνητικές αποδόσεις βρίσκονται το μικτό εσωτερικού, το ομόλογο εσωτερικού και το μετοχικό εσωτερικού με αποδόσεις -3,59%, -12,66%, -14,71% αντίστοιχα.

Οι αποδόσεις παρουσιάζονται στο Γράφημα Β 1.





**Γράφημα Γ1.**

Για την ΑΤΕ, βλέπουμε ότι στην 1η θέση βρίσκεται το ομόλογο εξωτερικού με 15,08%. Τη 2η θέση και με επίσης θετική απόδοση 6,35% καταλαμβάνει το ομόλογο εσωτερικού ενώ αντίθετα στις τρεις τελευταίες θέσεις και με αρνητικές αποδόσεις κατά φθίνουσα σειρά έχουμε το μικτό εξωτερικού με -1,02%, το μετοχικό εσωτερικού με -13,63% και το μετοχικό εξωτερικού με -16,47%.

Για την HSBC το μόνο θετικό και με αρκετά υψηλή απόδοση 22,39% είναι το μικτό εσωτερικού, ενώ 2ο στην κατάταξη έρχεται με ελάχιστες απώλειες το ομόλογο εξωτερικού με -0,89% και ακολουθούν το μετοχικό εσωτερικού με απόδοση -8,68% και το μετοχικό εξωτερικού με -13,06%.

Τέλος όσον αφορά την ΕΘΝΙΚΗ., στην 1η θέση λαμβάνει χώρα το ομόλογο εσωτερικού με 1,48% και στη 2η θέση το μετοχικό εσωτερικού με 0,34%. Στη συνέχεια παρατηρούμε ότι το ομόλογο εξωτερικού καταλαμβάνει την 3η θέση με ποσοστό απόδοσης -5,60% και την 4η θέση με -10,15% το μικτό εσωτερικού. Στην τελευταία θέση της κατάταξης της συγκεκριμένης εταιρείας παίρνει μέρος το μετοχικό εξωτερικού με -11,95%.

### 3.3.2 Συμπεράσματα αποδόσεων Τραπεζών

Το αξιοσημείωτο αυτού του πίνακα που πρέπει να αναφέρουμε είναι, ότι την 1η θέση σε κάθε εταιρεία Α.Ε.Δ.Α.Κ. την καταλαμβάνει και διαφορετικό είδος αμοιβαίου κεφαλαίου. Η κατηγορία των ομολόγων βρίσκεται στη 1η θέση στις δύο από τις τέσσερις εταιρείες και αυτό πρόκειται λόγω του περιορισμένου επενδυτικού κινδύνου, αφού επενδύει σε σταθερούς τίτλους (ομολόγα) αλλά και σε χρηματικά διαθέσιμα δίνοντας μια μικρή αλλά σίγουρη απόδοση. Ενώ αντίθετα, τις τελευταίες θέσεις με αρνητικές αποδόσεις και στις τέσσερις εταιρείες καταλαμβάνουν τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια, και αυτό γιατί θεωρούνται τα αμοιβαία κεφάλαια με το υψηλότερο επενδυτικό ρίσκο ειδικά σε δύσκολες περιόδους της οικονομίας, αλλά και αυτά που μπορούν να επιτύχουν τις υψηλότερες αποδόσεις σε μια περίοδο άνθησης του χρηματιστηρίου όπως π.χ. την περίοδο του 2007 το μετοχικό της ALPHA (βλέπε παράρτημα Β).

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει τις κατηγορίες των αμοιβαίων κεφαλαίων ανά τράπεζα με φθίνουσα σειρά αποδόσεων

ΘΕΣΗ	Ομόλογο Εξωτερικού	Ομόλογο Εσωτερικού	Μετοχικό Εξωτερικού	Μετοχικό Εσωτερικού	Μικτό Εσωτερικού
	απόδοση Τράπεζα	απόδοση Τράπεζα	απόδοση Τράπεζα	απόδοση Τράπεζα	απόδοση Τράπεζα
1ο	15,08% ΑΤΕ	6,35% ΑΤΕ	23,73% ALPHA BANK	0,34% ΕΘΝΙΚΗ	22,39% HSBC
2ο	-0,89% HSBC	5,58% ALPHA BANK	-11,95% ΕΘΝΙΚΗ	-8,68% HSBC	-3,59% ALPHA BANK
3ο	-5,60% ΕΘΝΙΚΗ	1,48% ΕΘΝΙΚΗ	-13,06% HSBC	-13,63% ΑΤΕ	-10,15% ΕΘΝΙΚΗ
4ο	-12,66% ALPHA BANK	- HSBC	-16,47% ΑΤΕ	-14,71% ALPHA BANK	- ΑΤΕ

Πίνακας 5.

Για την κατηγορία ομολόγων εξωτερικού την 1<sup>η</sup> θέση κατέχει η ΑΤΕ με ποσοστό 15,08% που είναι και η υψηλότερη απόδοση που έχει πετύχει μέσα στη χρονική περίοδο 2005-2009, όσον αφορά το συγκεκριμένο αμοιβαίο. Σε αντίθεση με την ΑΤΕ οι υπόλοιπες ανταγωνίστριες εταιρείες εμφάνισαν αρνητικά αποτελέσματα στην απόδοση 5ετίας τους με χαρακτηριστικό παράδειγμα την ALPHA BANK η οποία κατατάσσεται στην τελευταία θέση

αυτή της κατηγορίας με ποσοστό -12,66%. Αξιοσημείωτο μπορεί να θεωρηθεί το γεγονός ότι η ΑΤΕ ήταν η μόνη εταιρεία η οποία κατάφερε να έχει καθ' όλη την περίοδο που εξετάσαμε θετικές αποδόσεις στο ενεργητικό της, ακόμη και στο δύσκολο οικονομικά έτος του 2008. Επίσης σημαντικό για αναφορά είναι το ομόλογο εξωτερικού της ΕΘΝΙΚΗΣ το οποίο στο τέλος του 2008 είχε απώλειες -18,56% και κατάφερε να τις ελαχιστοποιήσει κατά τρεις φορές και να κλείσει τελικά στην απόδοση πενταετίας με ποσοστό - 5,60%.

Όσον αφορά την κατηγορία ομολόγων εσωτερικού παρατηρούμε ότι η ΑΤΕ καταλαμβάνει και πάλι την 1<sup>η</sup> θέση με ποσοστό 6,35%, ακολουθεί η ALPHA και έπειτα η ΕΘΝΙΚΗ με 5,58% και 1,48% αντίστοιχα. Το σημαντικό που πρέπει να τονίσουμε σ' αυτή την κατηγορία είναι ότι και οι τρεις εταιρείες με εξαίρεση την HSBC, για την οποία δεν είχαμε τα ιστορικά στοιχεία που απαιτούνται για τις περιόδους που εξετάζουμε, έκλεισαν θετικά την απόδοση 5ετίας τους. Η ΑΤΕ και πάλι, στην κατηγορία των ομολόγων τα πηγαίνει περίφημα, καταφέροντας να μην παρουσιάσει απώλειες στο ενεργητικό της καθ' όλη την περίοδο 2005-2009, αντίθετα με τις άλλες δυο που επηρεάστηκαν εμφανώς στην απόδοση 4ετίας παρουσιάζοντας μικρές απώλειες της τάξεως 2,09% για την ALPHA και 4,50% για την ΕΘΝΙΚΗ.

Στην κατηγορία μετοχικό εξωτερικού, στην 1<sup>η</sup> θέση και με μοναδική θετική απόδοση μέσα στην πενταετία εμφανίζεται και με διαφορά από τις άλλες τρεις ανταγωνιστικές εταιρείες, η ALPHA Α.Ε.Δ.Α.Κ. με ποσοστό απόδοσης 23,73%. Ακολουθούν η ΕΘΝΙΚΗ με -11,95%, η HSBC με -13,06% και η ΑΤΕ με -16,47%. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα τα οποία προέκυψαν από τη μελέτη μας, όλες οι εταιρείες άγγιξαν υψηλές αποδόσεις την περίοδο 2005-2007 με ιδιαίτερο ενδιαφέρον να παρουσιάζει η ALPHA, η οποία σε αυτή την συγκεκριμένη περίοδο έκλεισε την απόδοση του 2005 με ποσοστό 40,61%, ανεβαίνοντας σταδιακά στο 77,38% για την 2ετή απόδοση το 2006, για να κλείσει στην 3ετία με απόδοση 107,25%. Παρ' όλα αυτά θα πρέπει να αναφέρουμε τις ζημιές που παρουσιάστηκαν σε όλες τις εταιρείες στις αποδόσεις 4ετίας των αμοιβαίων, λόγω της οικονομικής κρίσης, με αποκορύφωμα τις απώλειες της ΕΘΝΙΚΗΣ με

-26,22%, αλλά και της ALPHA με -21,37%. Ασχολίαστη δεν πρέπει να αφήσουμε βέβαια την πτωτική πορεία της ALPHA, που βρέθηκε να χάνει το 62,25% του ενεργητικού της στην ετήσια απόδοση 2007-2008 σε σχέση με τα μεγάλα κέρδη που είχε παρουσιάσει, δείχνοντας την νευρικότητα που επικρατούσε στις παγκόσμιες αγορές εκείνη την περίοδο, αλλά και συνεχίζει να επικρατεί μέχρι και σήμερα.

Σχετικά με το μετοχικό εσωτερικού, η εικόνα του παραπάνω πίνακα δεν αντικατοπτρίζει την πορεία που ακολούθησαν τα αμοιβαία κεφάλαια αυτής της κατηγορίας από την αρχή της ανάλυσης. Αυτό προκύπτει από το γεγονός ότι όλες οι εταιρείες ξεκίνησαν με σημαντικά κέρδη, με αποκορύφωμα την ΕΘΝΙΚΗ όπου στην απόδοση 3ετίας βρέθηκε να έχει απόδοση 116,97% δείχνοντας το καλό κλίμα που επικρατούσε εκείνη την συγκεκριμένη περίοδο στην ελληνική αγορά. Παρόλα αυτά, το τέλος του 2008 βρήκε τις εταιρείες να έχουν σημαντικές απώλειες χάνοντας ένα σημαντικό ποσοστό του ενεργητικού τους με πρωτοπόρο την ALPHA η οποία είχε μείωση της τάξεως του 31,37% στην απόδοση 3ετίας, αλλά και -64,38% στην ετήσια απόδοση του 2008 δείχνοντας την έκταση της ζημιάς που υπέστη το συγκεκριμένο έτος. Εξίσου μεγάλες απώλειες 3ετίας παρουσίασαν η ΑΤΕ με 25,97%, η HSBC με 19,84%, αλλά και η ΕΘΝΙΚΗ με 17,74% τονίζοντας τις πιέσεις που δέχονταν οι ελληνικές μετοχές από την παγκόσμια ύφεση. Παρόλο που οι εταιρείες προσπάθησαν να ανταπεξέλθουν ελαχιστοποιώντας τις ζημιές τους, η μόνη εταιρεία η οποία τα κατάφερε ήταν η ΕΘΝΙΚΗ αφού μπόρεσε να κλείσει με θετικό πρόσημο αν και μηδαμινό της τάξεως του 0,34%.

Αναφορικά με τα αμοιβαία κεφάλαια μικτού εσωτερικού έχουμε διαπιστώσει ότι για ακόμα μία φορά και οι τρεις εταιρείες, εκτός της ΑΤΕ (έχουμε ελλιπή στοιχεία όσον αφορά την πενταετία), ξεκίνησαν με αρκετά υψηλές αποδόσεις με αποκορύφωμα τις αποδόσεις 3ετίας, όπου η ALPHA είχε κέρδη 43,52% στο ενεργητικό της ακολούθησε η HSBC με 37,15%, και έπειτα η ΕΘΝΙΚΗ με 33,58%. Μετά το άλμα των αποδόσεων της 3ετίας, το τέλος του 2008 δεν επιφύλασσε το ίδιο στις εταιρείες καθώς η ΕΘΝΙΚΗ και η ALPHA

παρασυρθήκαν από το θολό τοπίο που επικρατούσε παγκοσμίως παρουσιάζοντας μεγάλες ζημιές 18,45% και 14,22% αντίστοιχα. Η μόνη η οποία βγήκε αλώβητη, απλώς συμπιέζοντας τα κέρδη της από 37,15% σε 14,67% εμφανίστηκε η HSBC. Όσον αφορά στις αποδόσεις της 5ετίας, φαίνεται και από τον πίνακα 3, ότι η HSBC κατάφερε να συνεχίσει την θετική της πορεία καθ' όλη τη διάρκεια των ετών που εξετάζουμε, αντίθετα με τις άλλες που απλώς κατάφεραν να ελαχιστοποιούν τις ζημιές τους σε 10,15% για την ΕΘΝΙΚΗ και 3,59% για την ALPHA.

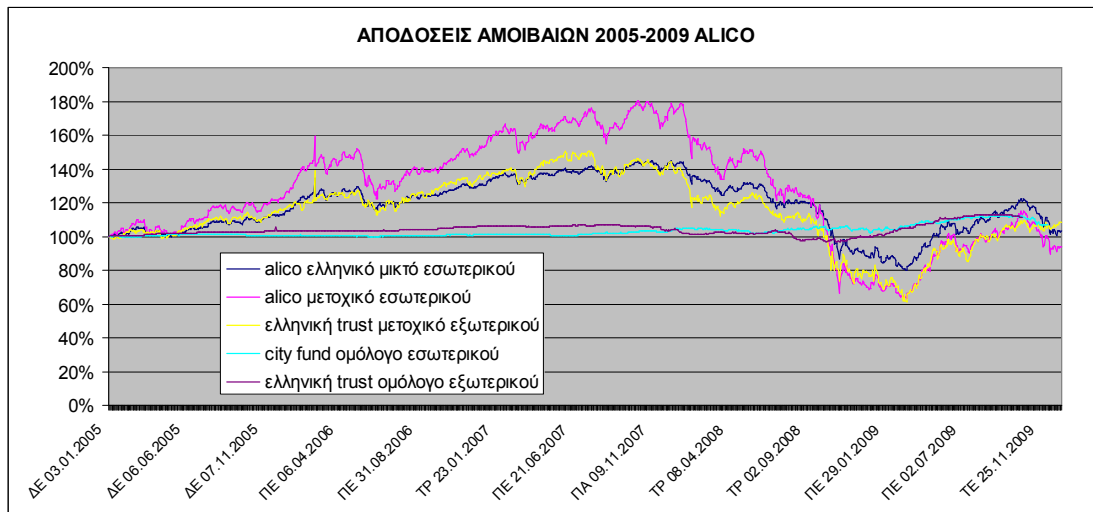
### 3.3.3 Συγκρίσεις αποδόσεων 5ετίας αμοιβαίων κεφαλαίων στον ασφαλιστικό τομέα

#### Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων με φθίνουσα σειρά αποδόσεων

ΘΕΣΗ	ALICO		ALLIANZ		INTERNATIONAL LIFE		ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ	
	απόδοση	Κατηγορία	απόδοση	Κατηγορία	απόδοση	Κατηγορία	απόδοση	Κατηγορία
1ο	11,52%	ομόλογο εξωτερικού	55,69%	Μετοχικό εξωτερικού	19,17%	μικτό εξωτερικού	-0,44%	ομόλογο εσωτερικού
2ο	8,44%	μετοχικό εξωτερικού	12,02%	Ομόλογο εσωτερικού	18,94%	διαχείριση διαθεσίμων	-5,23%	μικτό εσωτερικού
3ο	7,23%	ομόλογο εσωτερικού	8,55%	διαχείριση διαθεσίμων εσωτερικού	-1,84%	ομόλογο εσωτερικού	-15,82%	μετοχικό εσωτερικού
4ο	3,26%	μικτό εσωτερικού	3,42%	Μετοχικό εσωτερικού	-10,70%	μετοχικό εσωτερικού	-31,26%	ομόλογο εξωτερικού
5ο	-6,25%	μετοχικό εσωτερικού	-1,48%	Μικτό εσωτερικού	-27,58%	μικτό εσωτερικού		

Πίνακας 6.

Για την ALICO A.E.Δ.Α.Κ. παρατηρούμε ότι στην 1<sup>η</sup> θέση και με αρκετά καλή απόδοση 11,52% βρίσκεται το ομόλογο εξωτερικού. Στην 2<sup>η</sup> θέση εμφανίζεται το μετοχικό εξωτερικού με απόδοση 8,44%. Στην 3<sup>η</sup> και 4<sup>η</sup> θέση έχουμε το ομόλογο εσωτερικού και το μικτό εσωτερικού με 7,23% και 3,26% αντίστοιχα. Ενώ στην 5<sup>η</sup> θέση, που είναι και το μόνο με αρνητική απόδοση στα αμοιβαία κεφάλαια της ALICO, βρίσκεται το μετοχικό εσωτερικού με 6,25% (οι αποδόσεις παρουσιάζονται στο Γράφημα Β2).



**Γράφημα Γ 2.**

Όσον αφορά την ALLIANZ., την 1η θέση με πολύ υψηλή απόδοση 55,69% και με διαφορά από τα άλλα είδη των αμοιβαίων κεφαλαίων, καταλαμβάνει το μετοχικό εξωτερικού. Την 2η θέση κατέχει το ομόλογο εσωτερικού με κέρδη 12,02%. Την 3η και 4η θέση και με μεγάλη διαφορά στις αποδόσεις τους σε σχέση με το πρώτο βρίσκονται το ομόλογο εσωτερικού με 8,55% και το μετοχικό εσωτερικού με 3,42%. Στην τελευταία θέση με αρνητική απόδοση 1,48% παρατηρείται το μικτό εσωτερικού.

Για την INTERNATIONAL LIFE, την 1η και 2η θέση με κοντινές αποδόσεις 19,17% και 18,94% βρίσκονται το μικτό εξωτερικού και το αμοιβαίο κεφάλαιο της διαχείρισης διαθέσιμων αντίστοιχα, που είναι και τα μόνα αμοιβαία της εταιρείας με θετικές αποδόσεις. Αντίθετα στις τρεις τελευταίες θέσεις και με ζημιές στο ενεργητικό τους παρατηρείται το ομόλογο εσωτερικού με -1,84%, το μετοχικό εσωτερικού με -10,70% και στην τελευταία θέση το μικτό εσωτερικού με -27,58%.

Τέλος, η ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ήταν η μόνη εταιρεία που δεν κατάφερε να έχει έστω και ένα αμοιβαίο κεφάλαιο με θετική απόδοση. Έτσι στη 1η θέση λαμβάνει χώρα το ομόλογο εσωτερικού με μικρές απώλειες -0,44% ενώ στην 2η ακολουθεί το μικτό εσωτερικού με -5,23%. Τέλος στην 3η και 4η θέση βλέπουμε το μετοχικό εσωτερικού και το ομόλογο εξωτερικού με αρκετά μεγάλες απώλειες τις τάξεως του -15,82% και -31,26% αντίστοιχα.

### 3.3.4 Συμπεράσματα αποδόσεων ασφαλιστικών οργανισμών

Όπως στα αμοιβαία κεφάλαια των τραπεζών, έτσι και στις ασφαλιστικές εταιρείες την 1<sup>η</sup> θέση την καταλαμβάνουν τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια σε δύο περιπτώσεις εταιρειών για τους λόγους που είχαμε προαναφέρει και στις τράπεζες, δηλαδή λόγω του μικρού επενδυτικού κινδύνου που έχουν. Η αντίθεση βέβαια με τα μετοχικά αμοιβαία των τραπεζών που βρίσκονταν στις τελευταίες θέσεις, είναι ότι για τους ασφαλιστικούς οργανισμούς βρίσκονται 2 μικτά εσωτερικού 1 μετοχικό εσωτερικού και 1 ομόλογο εξωτερικού (σύμφωνα με Πίνακα 6.). Αυτό που πρέπει να προσέξει κάποιος είναι ότι στις πρώτες θέσεις βρίσκονται κατηγορίες ομόλογων που δραστηριοποιούνται στο εξωτερικό αντίθετα με τις τελευταίες θέσεις που παρατηρούμε αμοιβαία κεφάλαια επενδυμένα στην ελληνική αγορά. Κατευθείαν καταλαβαίνουμε την δυσπραγία που προκάλεσε η οικονομική κρίση στην χώρα μας. Όμως εκείνο που μας προκάλεσε μεγάλη έκπληξη είναι το ομόλογο εξωτερικού της ΕΥΡΩΠΑΙΚΗΣ ΠΙΣΤΗΣ που είχε πολύ μεγάλες απώλειες της τάξεως του - 31,26%. Κατά την προσωπική μας άποψη αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η εταιρεία αποσκοπούσε σε μεγάλες αποδόσεις, αφού η επένδυση έγινε πάνω σε ομόλογα τα οποία εκδόθηκαν από χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς και εταιρείες τα οποία δίνουν μεγαλύτερο επιτόκιο σε σχέση με ομόλογα έκδοσης κρατικών φορέων.

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει τις κατηγορίες των αμοιβαίων κεφαλαίων ανά ασφαλιστική εταιρεία με φθίνουσα σειρά αποδόσεων:

ΘΕΣΗ	Μετοχικό Εσωτερικού		Μετοχικό Εξωτερικού		Ομόλογο Εσωτερικού		Ομόλογο Εξωτερικού		Μικτό Εσωτερικού		Διαχείριση Διαθεσίμων	
	απόδοση	Ασφαλιστική	απόδοση	Ασφαλιστική	απόδοση	Ασφαλιστική	απόδοση	Ασφαλιστική	απόδοση	Ασφαλιστική	απόδοση	Ασφαλιστική
<b>1ο</b>	3,42%	ALLIANZ	55,69%	ALLIANZ	12,02%	ALLIANZ	11,52%	ALICO	3,26%	ALICO	18,94%	INTERNATIONAL LIFE
<b>2ο</b>	-6,25%	ALICO	8,44%	ALICO	7,23%	ALICO	-31,26%	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ	-1,48%	ALLIANZ	8,55%	ALLIANZ
<b>3ο</b>	-10,70%	INTERNATIONAL LIFE		ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ	-0,44%	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ		INTERNATIONAL LIFE	-5,23%	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ		ALICO
<b>4ο</b>	-15,82%	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ		INTERNATIONAL LIFE	-1,84%	INTERNATIONAL LIFE		ALLIANZ	-27,58%	INTERNATIONAL LIFE		ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ

Πίνακας 7.

Αρχικά πρέπει να αναφέρουμε ότι τέσσερις ασφαλιστικές εταιρείες έχουν κοινά αμοιβαία, το μικτό εσωτερικού, το μετοχικό εσωτερικού και το ομόλογο εσωτερικού και έτσι η σύγκριση θα επικεντρωθεί πάνω σ' αυτές κυρίως τις κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων.



Παρατηρούμε λοιπόν, όσον αφορά το μετοχικό εσωτερικού, ότι όλες οι ασφαλιστικές εταιρείες ξεκίνησαν τις αποδόσεις των αμοιβαίων τους με αρκετά υψηλά κέρδη, καθώς στην ετήσια απόδοση του 2005 όλες παρουσίασαν αποδόσεις κοντά στο 30% του ενεργητικού και περίπου της τάξεως του 60% στην απόδοση 2005-2006 που σταδιακά αυξανόταν. Ειδικά στις αποδόσεις 3ετίας η ALLIANZ είχε 96,42%. Έπειτα ακολούθησαν η INTERNATIONAL LIFE με 88,51%, η ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ με 78,85%, και με μικρή διαφορά από αυτή, η ALICO με 77,95%. Στις αποδόσεις 5ετίας η μόνη η οποία κατάφερε να ανταπεξέλθει σε αυτή τη δύσκολη οικονομικά εποχή και να κλείσει με θετικό πρόσημο ήταν η ALLIANZ με 3,42%. Στον αντίποδα οι άλλες εταιρείες παρουσίασαν σημαντικές απώλειες στο ενεργητικό τους χωρίς να μπορέσουν να συγκρατήσουν τις υψηλές αποδόσεις που είχαν πετύχει, παρασυρόμενοι από τις οικονομικές συγκυρίες κλείνοντας με -6,25% για την ALICO, -10,70% για την INTERNATIONAL LIFE και τέλος με αποκορύφωμα το μετοχικό εσωτερικού της ΕΥΡΩΠΑΙΚΗΣ ΠΙΣΤΗΣ με -15,82%.

Όσον αφορά το μετοχικό εξωτερικού, δεν μπορέσαμε να βρούμε ίδια ιστορικά στοιχεία για όλες τις εταιρείες. Για αυτό το λόγο η σύγκριση θα γίνει μόνο μεταξύ της ALLIANZ και της ALICO που ταυτίζονται τα στοιχεία που χρησιμοποιήσαμε. Σ' αυτή την κατηγορία, και οι δύο εταιρείες παρουσιάζουν θετικές αποδόσεις στο ενεργητικό τους με αποκορύφωμα αυτή της ALLIANZ στην απόδοση 5ετίας με 55,69%, ακολουθώντας σαφώς με πολύ μικρότερη η ALICO με 8,44%. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι αποδόσεις της πρώτης παρουσίασαν σημαντική σταδιακή αύξηση από 41,89% στο τέλος του 2005, σε 78,7% στην 2ετία 2005-2006, για να πετύχει την μεγαλύτερη, 119,52% στην απόδοση 3ετίας. Αυτό σημαίνει ότι η αξία του ενεργητικού αυξήθηκε περίπου κατά 1,2 φορές, Δηλαδή, αν ένας επενδυτής είχε αγοράσει μερίδια αξίας 100.000 € το 2005, στο τέλος του 2007 αυτά θα άξιζαν 220.000 € περίπου.

Η ALLIANZ, όπως και στην προηγούμενη κατηγορία που παραθέσαμε τα συμπεράσματά μας, έτσι και στην κατηγορία ομολόγων εσωτερικού βρίσκεται στην 1η θέση στην 5ετή απόδοση με 8,55%, ακολουθώντας την η ALICO με μικρή διαφορά στο 7,23% χωρίς να παρουσιάζουν σημαντικές διακυμάνσεις στις τιμές των αποδόσεων τους προκειμένου να γίνει κάποιος σχολιασμός πάνω σε αυτό. Αυτό που πρέπει να τονιστεί είναι ότι και οι δυο εταιρείες δεν παρουσίασαν αρνητικές αποδόσεις καθ' όλη την διάρκεια της ανάλυσης, σε αντίθεση με τις INTERNATIONAL LIFE και ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ με -1,84% και -0,44% αντίστοιχα, οι οποίες την διάρκεια της περιόδου 2005-2009 είχαν μηδαμινά αλλά αρνητικά επίπεδα αποδόσεως.

Στην κατηγορία ομολόγων εξωτερικού τα ιστορικά στοιχεία που συγκεντρώσαμε μας ικανοποιούν μόνο στην ALICO και στη ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ, συνεπώς η σύγκριση θα γίνει μόνο μεταξύ αυτών των δύο. Βλέπουμε και από τα αποτελέσματα του Πίνακα 7 ότι την 1η θέση και με αρκετά μεγάλη διαφορά την κατέχει η ALICO με απόδοση 5ετίας 11,52% που είναι και η καλύτερη που έχει επιτευχθεί σε όλη την περίοδο 2005-2009 παρά την αρνητική απόδοση -1,83% στο τέλος του 2008. Όσον αφορά για την ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ η θετική απόδοση της 2ετίας της τάξεως του 1,21% δεν ήταν αρκετή, με αποτέλεσμα στις επόμενες αποδόσεις να ακολουθήσει μια συνεχής αρνητική πορεία με αποκορύφωμα το κλείσιμο του έτους 2008 που είχε απώλειες 38,85% στο ενεργητικό της, και τελικώς την 5ετία με 31,26%.

Αναφορικά με την κατηγορία των μικτών εσωτερικού, η απόδοση 3,26% είναι αρκετή για να χαρίσει και πάλι την 1η θέση στην ALICO αν και κατά την περίοδο 2005-2007 είχε μικρότερες αποδόσεις σε σχέση με την ALLIANZ. Η τελευταία, ήταν πρωτοπόρος στις αποδόσεις με 17,16% για την απόδοση του 2005, 38,10% για την περίοδο 2005-2006 και 52,95% για την 3ετή απόδοση, ενώ η ALICO είχε 16,85%, 30,40% και 43,79% τις αντίστοιχες περιόδους. Παρά τα ικανοποιητικά κέρδη που παρουσίαζαν όλες οι εταιρείες στις αρχικές αποδόσεις τους, το 2008 ήταν κρίσιμο για αυτές καθώς όλες παρουσίασαν ζημιές. Ενδεικτικά το μικό της INTERNATIONAL LIFE με -28,83% που

ήταν και η μεγαλύτερη απώλεια που παρουσίασε εταιρεία αυτού του αμοιβαίου κεφαλαίου την συγκεκριμένη χρονική στιγμή που αναφερόμαστε. Παρά το αρνητικό έδαφος που επικρατούσε στις χρηματαγορές, η μόνη η οποία κατάφερε να παρουσιάσει θετικό πρόσημο στην 5ετία ήταν η ALICO, με τελευταία και χωρίς να μπορεί να ανταπεξέλθει την INTERNATIONAL LIFE, με ελαφρώς μειωμένες απώλειες σε σχέση με το 2008 της τάξεως του - 27,58%.

Τελευταία κατηγορία προς ανάλυση είναι τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθέσιμων. Κατά την γνώμη μας είναι η πιο ασφαλής επένδυση καθώς το μεγαλύτερο μέρος του ποσού της επένδυσης γίνεται σε προθεσμιακές καταθέσεις. Αυτά τα αμοιβαία κεφάλαια δεν δίνουν μεγάλη απόδοση σε περιόδους ευημερίας καθώς τότε τα επιτόκια καταθέσεων βρίσκονται σε χαμηλά επίπεδα χωρίς να προσδίδουν μεγάλα κέρδη. Όπως φαίνεται και στο Πίνακα 7 οι αποδόσεις της 5ετίας είναι αρκετά ικανοποιητικές με 1η στην κατάταξη να είναι η INTERNATIONAL LIFE με 18,94% και να την ακολουθεί η ALLIANZ με 12,02%. Αρχικά οι αποδόσεις των αμοιβαίων της διαχείρισης διαθέσιμων μέχρι και το έτος 2008 ήταν σχετικά χαμηλές από 2% το 2005 μέχρι και 4,5% το 2007, καθώς τα επιτόκια των καταθέσεων είναι αντιστρόφως ανάλογα με τα επιτόκια των ομόλογων που τότε έδιναν σημαντικά επιτόκια. Έτσι με το άκουσμα της κρίσης οι τράπεζες, θέλοντας να αυξήσουν την κεφαλαιακή τους επάρκεια για να ανταπεξέλθουν στις υποχρεώσεις τους έδιναν αρκετά καλά επιτόκια καταθέσεων με αποτέλεσμα τις καλές αποδόσεις στα αμοιβαία της κατηγορίας αυτής.

### **3.4 Σύγκριση μεταξύ Τραπεζών και Ασφαλιστικών Εταιρειών**

Αρχικά, σύμφωνα με τα αποτελέσματα τα οποία διεξήχθησαν με το πέρας της μελέτης μας και οι 2 κλάδοι το έτος 2005 παρουσίασαν ετήσιες θετικές αποδόσεις, οι μεν τραπεζικοί οργανισμοί ανέρχονταν στο 13,3% και οι δε ασφαλιστικοί στο 12,10%. Το ευνοϊκό κλίμα στην εγχώρια αγορά συνεχίστηκε και για τα επόμενα 2 έτη όπου οι 3ετείς αποδόσεις την περίοδο 2005-2007 σχεδόν τριπλασιάστηκαν φτάνοντας στο 36,6% για τις ασφαλιστικές εταιρείες και στο 30,8% στον τραπεζικό τομέα. Η

χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 επηρέασε τις παγκόσμιες αγορές και συνεπώς την ελληνική, με αποτέλεσμα οι αποδόσεις 4ετίας των αμοιβαίων κεφαλαίων την περίοδο 2005-2008 που εξετάσαμε, έφτασαν στο ναδίρ και κυμάνθηκαν στο -13,11% για τις τράπεζες και στο -11,15% για τους ασφαλιστικούς οργανισμούς. Εν συνεχεία, το κλείσιμο της 5ετίας των αποδόσεων του 2009 βρήκε τους ασφαλιστικούς οργανισμούς να ανταπεξέρχονται και να καταφέρνουν να κλείσουν με θετικό πρόσημο 2,5% σε αντίθεση με τις τράπεζες οι οποίες παρουσίασαν ζημίες της τάξεως του -2%. Σύμφωνα με όλα όσα έχουμε αναφέρει μέχρι τώρα και λαμβάνοντας υπόψη τις αποδόσεις 5ετίας των αμοιβαίων κεφαλαίων που εξετάσαμε και στους 2 κλάδους, καταλήξαμε στο συμπέρασμα ότι για μια μεσομακροπρόθεσμη επένδυση πιο συμφέρουσα επιλογή θα ήταν αυτή των αμοιβαίων των ασφαλιστικών οργανισμών (οι υπολογισμοί των αποδόσεων εμφανίζονται στο παράρτημα Β).

### **3.5 Σύγκριση μεταξύ κατηγοριών αμοιβαίων κεφαλαίων χρηματοπιστωτικών οργανισμών**

Όσον αφορά το ποια κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων θα ήταν περισσότερο συμφέρουσα για επένδυση σε διάστημα μιας 5ετίας, από τα αποτελέσματα τα οποία βγάλαμε, καταλήξαμε στο συμπέρασμα ότι η κατηγορία του ομολόγου εσωτερικού θα ήταν η καλύτερη επιλογή. Οι απόψεις βέβαια δίστανται, καθώς κάποιος με επιθετικό επενδυτικό χαρακτήρα θα μπορούσε να διαλέξει σαν ποιο συμφέρουσα επιλογή την κατηγορία του μετοχικού εξωτερικού, αφού είχε πολύ υψηλές αποδόσεις σε σχέση με άλλες κατηγορίες (μέση απόδοση αυτής της κατηγορίας 7,73%, βλέπε παράρτημα Β). Συνεχίζουμε και επιμένουμε στην αρχική μας σκέψη για τα ομόλογα εσωτερικού για το λόγο ότι δεν δίνουμε βάση στις πιο μεγάλες αποδόσεις που επετεύχθησαν, αλλά στο ποσοστό εκείνο των αμοιβαίων που θα επέφερε στο τέλος της περιόδου 2005-2009 κέρδος σε σχέση με το αρχικό κεφάλαιο της επένδυσης. Έτσι παρόλο που τα μετοχικά εξωτερικού 3ων εταιρειών παρουσίασαν υψηλές αποδόσεις από 8,44% έως και 55,69%, οι υπόλοιπες τρεις επέδειξαν αρκετά μεγάλες ζημίες έως και -16,47%. Έτσι από το δείγμα των 6 εταιρειών που έχουμε καταλήξαμε ότι μόνο το 50% (3 εταιρείες στις 6 παρουσίασαν κέρδη, άρα

50% ποσοστό επιτυχίας) των αμοιβαίων θα μπορούσε να είχε επιτύχει στο τέλος υψηλά κέρδη. Αντιθέτως, στα ομόλογα εσωτερικού σε δείγμα 7 εταιρειών οι 5 από αυτές παρουσίασαν κέρδη της τάξεως του 1,48% έως και 8,55% (μέση απόδοση αυτής της κατηγορίας 3,84%, βλέπε παράρτημα β), ενώ μόνο 2 παρουσίασαν από ελάχιστες ως μηδαμινές ζημιές με αποδόσεις που αγγίζουν το -1,84%. Άρα μπορεί αυτή η κατηγορία να παρουσίασε μικρότερη απόδοση, το σίγουρο όμως είναι ότι το 71% (5 εταιρείες από τις 7 παρουσίασαν κέρδη άρα 71% ποσοστό επιτυχίας) των αμοιβαίων επέφερε κέρδη στους επενδυτές που επένδυσαν τα κεφάλαια τους σε αυτή σε αντίθεση με το 50% των αμοιβαίων που επενδύθηκαν στο μετοχικό εξωτερικό.

### **3.6 Σύγκριση της μέσης απόδοσης ανά κατηγορία αμοιβαίων την περίοδο 2001-2009**

Σύμφωνα με τα στοιχεία που προκύπτουν από τη βάση δεδομένων της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών, αρχικά παρατηρούμε για το έτος 2001 (βλέπε παράρτημα Β, Πίνακας 11) οι αποδόσεις των ομολογιακών και των διαχείρισης διαθέσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων, κλείνουν με θετικό πρόσημο στο ενεργητικό τους. Αντίθετα, τα μετοχικά και τα μικτά παρουσίασαν μεγάλες απώλειες, που αυτό κυρίως οφειλόταν στην κατάρρευση των δίδυμων πύργων (Σεπτέμβριος 2001) στην Αμερική προκαλώντας σύγχυση στις διεθνείς αγορές και δημιουργώντας αναπροσανατολισμό των επενδυτών σε συντηρητικότερες μορφές αμοιβαίων κεφαλαίων. Οι παρατηρηθείς κατά το έτος 2001 αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων χαρακτηρίζουν και το έτος 2002, δεδομένου ότι οι αποδόσεις των διεθνών αγορών παρουσιάζονται αρνητικές, παρασύροντας και τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Με το τέλος του 2003, οι αγορές άρχισαν να σταθεροποιούν το αρνητικό κλίμα των προηγούμενων ετών και να εμφανίζουν σταθερή ανοδική πορεία. Για την χώρα μας, στις κατηγορίες των μετοχικών και μικτών παρουσιάστηκαν πολύ υψηλές αποδόσεις σε αντίθεση με τις αρνητικές των περασμένων ετών, που αυτό οφειλόταν κυρίως στην άνοδο του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α..

Τέλος σε ετήσια βάση για το 2004 οι αποδόσεις των αμοιβαίων παρουσίασαν και πάλι θετικές αποδόσεις με αποκορύφωμα την κατηγορία των μετοχικών και των μικτών ειδικά στην εσωτερική αγορά να κλέβουν την παράσταση (βλέπε παράρτημα Β, Πίνακας 11).

Όσον αφορά την περίοδο 2005-2009, παρατηρούμε ότι όλες οι κατηγορίες των αμοιβαίων κεφαλαίων παρουσίαζαν θετικές αποδόσεις από την αρχή του 2005 μέχρι και το τέλος του 2007. Τα μεγαλύτερα κέρδη επέτυχαν, όπως είναι λογικό, τα μετοχικά και τα μικτά λόγω της καλής οικονομικής κατάστασης που επικρατούσε και συγχρόνως της ανόδου του χρηματιστηρίου. Έπειτα ακολούθησαν τα μικρότερου επενδυτικού κίνδυνου αμοιβαία, των ομόλογων και των διαχείρισης διαθέσιμων, με σαφώς μικρότερες αποδόσεις αλλά εξίσου σημαντικές για τις συγκεκριμένες κατηγορίες. Ωστόσο, η παγκόσμια ύφεση που προκλήθηκε στην μέση της περιόδου του 2008 ταρακούνησε τις αγορές προκαλώντας αβεβαιότητα στους επενδυτές, με αποτέλεσμα όλες οι κατηγορίες να υποστούν τεράστιες ζημιές στο ενεργητικό τους για το συγκεκριμένο έτος.

Τέλος, σύμφωνα και με άρθρο το οποίο αναρτήθηκε στην ιστοσελίδα της [www.express.gr](http://www.express.gr), στις 08/02/2010, το 2009 ήταν καταπληκτικό έτος για όλες τις κατηγορίες των αμοιβαίων παγκοσμίως, συγχρόνως και στην χώρα μας, καθώς μπόρεσαν να ξεπεράσουν την κρίση του χρηματοπιστωτικού συστήματος κατά την διάρκεια του προηγούμενου έτους όπως φαίνεται και στα αποτελέσματα των αποδόσεων των ελληνικών αμοιβαίων (βλέπε παράρτημα Β, Πίνακας 12).

Όσον αφορά για τις προβλέψεις των αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων για το έτος 2010 που διανύουμε, ο πρόεδρος της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών Άρης Ξενοφός σε άρθρο που αναρτήθηκε στην [www.naftemporiki.gr](http://www.naftemporiki.gr), εξέφρασε την γνώμη ότι, η αγορά των αμοιβαίων βρίσκεται σε επίπεδα που δεν μπορούν να υποχωρήσουν περαιτέρω, περιμένοντας να αντιστραφεί το αρνητικό κλίμα που επικράτησε το πρώτο εξάμηνο του έτους.

## 4 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ MORNINGSTAR

### 4.1 Γενικά στοιχεία

Η αποδοτικότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι το σημαντικότερο στοιχείο μέτρησης της ικανότητας των διαχειριστών να επιλέγουν τις πλέον κατάλληλες επενδύσεις και να επιφέρουν τις απαιτούμενες αλλαγές στη σύνθεση του χαρτοφυλακίου ώστε οι όποιες μεταβολές στις αγορές να αντιμετωπίζονται άμεσα και με επιτυχία. Η επιτυχία αυτή συνοψίζεται σε μια χαρακτηριστική μεταβλητή, την απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η απόδοση αυτή είναι συγκρίσιμη με τις αποδόσεις των άλλων αμοιβαίων κεφαλαίων στην ίδια κατηγορία και οδηγεί σε μια σειρά κατάταξης που αποτελεί την έσχατη αξιολόγηση των διαχειριστών. Από την πλευρά του επενδυτή, η σειρά κατάταξης είναι σημαντική για να διαπιστώσει εάν οι διαχειριστές του αμοιβαίου κεφαλαίου που έχει επιλέξει ενδείκνυνται καλής ή κακής διαχείρισης. Ακόμη πιο σημαντικό όμως είναι το μέγεθος της απόδοσης καθώς αυτή είναι που ενδιαφέρει έναν επενδυτή.

Βέβαια για να γίνει η σύγκριση σωστά θα πρέπει πέραν της απόδοσης να υπολογισθεί και μια δεύτερη παράμετρος, αυτή του κινδύνου της απόδοσης. Δεν είναι αρκετό να γνωρίζει κανείς το μέγεθος της απόδοσης, εάν δεν γνωρίζει σε ποιο κίνδυνο ήταν εκτεθειμένη η απόδοση. Επειδή κατά τη βασική αρχή της χρηματοοικονομικής, επενδύσεις που έχουν μεγάλο κίνδυνο πρέπει να προσφέρουν μεγαλύτερες αποδόσεις από επενδύσεις με μικρότερο κίνδυνο ώστε να γίνουν ελκυστικές, η μέτρηση του κινδύνου είναι απαραίτητο να συνοδεύει την απόδοση επί της οποίας υπολογίζεται ώστε να αξιολογηθεί η επιτυχία της ανάλογα ([www.morningstar.com](http://www.morningstar.com)).

## 4.2 Ιστορικά στοιχεία της Morningstar

Η Morningstar αποτελεί σήμερα τη μεγαλύτερη εταιρεία διαχείρισης αξιολόγησης και αναλύσεων αμοιβαίων κεφαλαίων, μετοχών αλλά και ασφαλιστικών προϊόντων. Θεωρείται μία ανεξάρτητη εταιρεία η οποία δεν έχει συμφέρον σε κάποιο αμοιβαίο κεφάλαιο, μετοχή ή ασφαλιστικό προϊόν. Συνεπώς οι σχολιασμοί, η παροχή πληροφοριών και οι οποιεσδήποτε αναλύσεις διενεργούνται βασιζόμενες πάνω στην αντικειμενική άποψη των εκάστοτε αναλυτών.

Η Morningstar ιδρύθηκε το 1984 από τον Joe Mansueto. Η ίδρυση της Morningstar και η έκδοση του «Mutual Fund Sourcebook» από τον Mansueto πραγματοποιήθηκαν όταν η αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων αναπτυσσόταν με πρωτοφανείς ρυθμούς. Την περίοδο αυτή, οι επενδυτές δεν μπορούσαν να έχουν πρόσβαση σε πληροφορίες για τις αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων είτε επειδή αυτές δεν υπήρχαν, είτε επειδή η πρόσβαση ήταν πολύ ακριβή. Έτσι, η πλειοψηφία των επενδυτών δεν διέθετε τα απαραίτητα εργαλεία για να επιλέξει, να αναλύσει και να επενδύσει σε αποτελεσματικά αμοιβαία κεφάλαια.

Ο Joe Mansueto πίστευε ότι αυτές οι πληροφορίες θα έπρεπε να είναι διαθέσιμες στο ευρύ επενδυτικό κοινό, κυρίως επειδή τα αμοιβαία κεφάλαια δημιουργήθηκαν ακριβώς για να παρέχουν στον απλό επενδυτή οφέλη που μέχρι τότε καρπώνονταν επενδυτές με μεγάλο διαθέσιμο κεφάλαιο (επαγγελματική διαχείριση του κεφαλαίου τους, τοποθέτηση σε ευρεία βάση περιουσιακών στοιχείων και κατ' επέκταση διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου). Η φιλοσοφία αυτή οδήγησε την Morningstar στη δημιουργία ευρείας κλίμακας προϊόντων και υπηρεσιών, πέραν από τα αμοιβαία κεφάλαια, με μοναδικό σκοπό τον «εκδημοκρατισμό» των επενδυτικών πληροφοριών. Η εταιρεία σήμερα έχει κερδίσει, αντάξια, την φήμη της πιο αξιόπιστης πηγής επενδυτικών πληροφοριών και αναλύσεων. Με προσωπικό το οποίο ξεπερνάει τους 800 εξειδικευμένους επαγγελματίες, προσφέρει δεδομένα για έναν σημαντικό αριθμό αμοιβαίων κεφαλαίων, μετοχές και ασφαλιστικά προϊόντα διεθνώς και με αρκετά υψηλά μεγέθη εσόδων ετησίως ([www.morningstar.com](http://www.morningstar.com)).



### 4.3 Πελάτες της Morningstar

Πολλοί θεσμικοί επενδυτές, αλλά και ιδιώτες έχουν σαν πρώτη τους επιλογή την Morningstar για την πρόσβαση σε ολοκληρωμένες και αντικειμενικές επενδυτικές πληροφορίες και αναλύσεις. Ειδικότερα, οι ιδιώτες επενδυτές χρησιμοποιούν τις υπηρεσίες της με σκοπό να λάβουν σωστές επενδυτικές αποφάσεις, βασιζόμενοι στην αμεροληψία των παρεχόμενων αναλύσεων και των σχετικών πληροφοριών για τις επενδυτικές τους επιλογές

Θεσμικοί επενδυτές, όπως εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, χρηματιστηριακές αλλά και ασφαλιστικές εταιρείες χρησιμοποιούν πολλά από τα εργαλεία της Morningstar προκειμένου να αναλύσουν, να παρουσιάσουν και να υποστηρίξουν τις επενδυτικές τους επιλογές. Καθώς τα ειδικά και σχεδιασμένα προϊόντα και υπηρεσίες της βοηθούν στην βελτίωση και των δικών τους προϊόντων.

Πέρα από τους θεσμικούς και τους ιδιώτες επενδυτές, οικονομικές εφημερίδες, περιοδικά αλλά και ιστοσελίδες οικονομικού περιεχομένου όπως π.χ. (η New York Times, the Wall Street Journal αλλά και το Yahoo), δημοσιεύουν σχολιασμούς των αναλυτών της Morningstar για αμοιβαία κεφάλαια και μετοχές ([www.morningstar.com](http://www.morningstar.com)).

### 4.4 Προϊόντα και καινοτομίες

Η Morningstar προσφέρει αναλύσεις και σχολιασμούς τόσο για έντυπες εκδόσεις, σε μέσα ενημέρωσης και για υπηρεσίες on-line. Έχει διαθέσιμα σε έντυπο υλικό αλλά και στην σελίδα της στο διαδίκτυο ([www.morningstar.com](http://www.morningstar.com)) πληροφορίες και στοιχεία για συνολικά περίπου 100.000 επενδύσεις διεθνώς, όπως για αμοιβαία κεφάλαια, μετοχές και για διάφορα επενδυτικά ασφαλιστικά προϊόντα. Η συγκεκριμένη εταιρεία έχει καινοτομήσει ήδη στο χώρο των αμοιβαίων κεφαλαίων με την μέθοδο αξιολόγησης με την χρήση των αστεριών, το investment style box και τα μέτρα σύγκρισης ενός αμοιβαίου σε σχέση με την επενδυτική του κατηγορία. Εξίσου σημαντικό για αναφορά είναι, ότι ήταν η 1η εταιρεία που αξιολόγησε τις διαχειριστικές εταιρείες των αμοιβαίων κεφαλαίων, ανάλυσε τις μετοχές

που περιλαμβάνονταν σε αυτά και υπολόγισε τους λόγους P/E και P/BV για αμοιβαία κεφάλαια. Και τέλος ήταν αυτή η οποία χώρισε σε κατηγορίες τα αμοιβαία κεφάλαια, σύμφωνα με την πραγματική διάρθρωση των χαρτοφυλακίων τους.

#### 4.5 Μεθοδολογία Υπολογισμού

Στην Ελλάδα, η αξιολόγηση της επίδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι μάλλον περιορισμένη και αφορά εναλλακτικές επιστημονικές προσεγγίσεις και όχι αυτές που το επενδυτικό κοινό μπορεί εύκολα να αξιολογήσει. Ιδιαίτερα σημαντικό γεγονός για την Ελληνική αγορά διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων αποτελεί η αξιολόγηση από 30/4/2009 της κατηγορίας των Ελληνικών Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εσωτερικού όπου η ALPHA TRUST A.E.Δ.Α.Κ. πρωταγωνιστεί έχοντας λάβει υψηλότερες διακρίσεις. Οι διακρίσεις αυτές βασίζονται:

- στη συστηματική μέτρηση της σχέσης απόδοσης / κινδύνου του κάθε Α/Κ σε μηνιαία βάση
- στη σύγκριση του αποτελέσματος αυτού με τα αντίστοιχα Α/Κ της κατηγορίας του σε πανευρωπαϊκό επίπεδο

Σύμφωνα με τη μεθοδολογία της Morningstar, πραγματοποιείται σε μηνιαία βάση αξιολόγηση των Α/Κ που διαθέτουν ιστορικότητα στοιχείων τουλάχιστον 3 ετών. Ανάλογα με το αποτέλεσμα της αξιολόγησης, το κάθε Α/Κ επιβραβεύεται και με τα ανάλογα «αστέρια» (star rating από 1 έως 5 αστέρια). Τα Α/Κ με την υψηλότερη βαθμολόγηση κατατάσσονται στην πρώτη κατηγορία λαμβάνοντας «5 αστέρια». Στην κατηγορία αυτή εντάσσεται μόλις το 10% των Αμοιβαίων Κεφαλαίων που αξιολογούνται ([www.alphatrust.gr](http://www.alphatrust.gr)).

Η αξιολόγηση προσαρμοσμένη στον κίνδυνο (Risk adjusted Rating ή αλλιώς RAR) για ένα αμοιβαίο υπολογίζεται από την αφαίρεση ενός σχετικού μέτρου κινδύνου του αμοιβαίου κεφαλαίου από ένα μέτρο της σχετικής απόδοσης του αμοιβαίου αυτού (Relative Return, RRisk). Δηλαδή:

$$RAR_i = RRet_i - RRisk_i \quad (2)$$

#### 4.6 Σχετικές Αποδόσεις (RRet<sub>i</sub>) και Σχετικοί Κίνδυνοι (RRisk<sub>i</sub>)

Καθένα από τα σχετικά μέτρα για ένα αμοιβαίο υπολογίζεται διαιρώντας το αντίστοιχο μέτρο του αμοιβαίου από ένα παρανομαστή που χρησιμοποιείται για όλα τα αμοιβαία σε μια συγκεκριμένη ομάδα. Το μέγεθος g<sub>i</sub> αντιπροσωπεύει μια ομάδα στην οποία το αμοιβαίο i αποδίδεται (σύμφωνα με την ηλεκτρονική διεύθυνση [www.stanford.edu](http://www.stanford.edu)):

$$RRet_i = Ret_i / BRet_{g(i)} \quad (3)$$

$$RRisk_i = Risk_i / BRisk_{g(i)} \quad (4)$$

Όπου BRet<sub>g(i)</sub> και BRisk<sub>g(i)</sub> δείχνουν τις βάσεις που χρησιμοποιούνται για την Σχετική Απόδοση και τον Σχετικό Κίνδυνο όλων των αμοιβαίων κεφαλαίων της εν λόγω ομάδας.

##### 4.6.1 Απόδοση (Return)

Σύμφωνα με τη μελέτη του William F. Sharpe του Πανεπιστημίου του Stanford (Ιανουάριος, 1998), το μέτρο της απόδοσης Morningstar μιας απόδοσης αμοιβαίου κεφαλαίου είναι η διαφορά μεταξύ της σωρευτικής αξίας που λαμβάνεται αν επενδυθεί 1 \$ (€) σε έντοκα γραμμάτια:

$$Ret_i = VR_i - VR_b \quad (5)$$

Έτσι αν 1 \$ επενδύεται σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο θα αυξηθεί σε VR<sub>i</sub> =1,50\$ π.χ. σε 36 μήνες, με την παραδοχή επανεπένδυσης, ενώ το 1\$ που επενδύεται σε έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου θα αυξηθεί στο VR<sub>b</sub> =1,20\$, με επανεπένδυση στο ίδιο διάστημα. Για παράδειγμα:

$$Ret_i = 1,50 - 1,20 = 0,30, \text{ ή } 30\%$$

#### 4.6.2 Σχετική Βάση Απόδοσης (Relative Return Base)

Τα βήματα τα οποία απαιτούνται για τον υπολογισμό της βάσης που πρέπει να χρησιμοποιηθεί για τον υπολογισμό των σχετικών αποδόσεων για όλα τα αμοιβαία μιας κατηγορίας είναι 2.

1. Αρχικά υπολογίζεται ο Μέσος Όρος των αποδόσεων όλων των αμοιβαίων κεφαλαίων. Αν το αποτέλεσμα είναι μεγαλύτερο (καλύτερο) από την απόδοση που θα είχε επιτευχθεί με επένδυση στα γραμμάτια Δημοσίου, τότε χρησιμοποιείται ο Μέσος Όρος της κατηγορίας (με την προϋπόθεση ότι

$$\text{μέσος}_{i \in g(i)} (VR_i - 1) \geq 2 * (VR_b - 1) \quad (6)$$

(η μέση απόδοση του  $i$  να είναι διπλάσια από των εντόκων γραμματίων δημοσίου)

2. Σε αντίθετη περίπτωση χρησιμοποιείται η απόδοση των έντοκων γραμματίων. Δηλαδή χρησιμοποιείται η παρακάτω σχέση για υπολογισμό της βάσης απόδοσης ομάδας:

$$Bret_{g(i)} = \max (\text{μέσος}_{i \in g(i)} [Ret_i], VR_b - 1) \quad (7)$$

(William F. Sharpe Πανεπιστήμιο του Stanford, Ιανουάριος 1998)

#### 4.6.3 Κίνδυνος (Risk)

Για την μέτρηση του κινδύνου ενός αμοιβαίου, η Morningstar υπολογίζει την υπερβάλλουσα απόδοση για κάθε μήνα αφαιρώντας την απόδοση ενός βραχυπρόθεσμου κρατικού ομολόγου από την απόδοση του αμοιβαίου. Έπειτα όλες οι θετικές μηνιαίες αποδόσεις μετατρέπονται σε μηδενικές. Τέλος ο απλός μέσος όρος χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό «μηνιαίων απωλειών» και τότε το πρόσημο αντιστρέφεται για να δώσει θετικό αριθμό. Έτσι έχουμε:

$$Risk_i = - \text{μέσος} (\min_t [ER_{it}, 0]) \quad (8)$$

Το αποτέλεσμα ορίζεται ως ένα μέτρο του αμοιβαίου με το όνομα «μέση μηνιαία απώλεια». Η μέση μηνιαία απώλεια είναι ένα μέτρο της «ζημίας

ευκαιρίας» (opportunity loss), όπου η χαμένη ευκαιρία είναι η επένδυση σε έντοκα γραμμάτια Δημοσίου (με μηδενικό κίνδυνο) όταν τα έντοκα γραμμάτια δημοσίου έχουν μεγαλύτερη απόδοση, σε σχέση με τις περιόδους όπου υπήρξε κέρδος ευκαιρίας (opportunity gain) να θεωρούνται σαν περιόδοι μηδενικής ζημίας ευκαιρίας επειδή το αμοιβαίο είχε μεγαλύτερη απόδοση ([www.stanford.edu](http://www.stanford.edu)).

#### 4.6.4 Σχετικός Κίνδυνος (Relative Risk)

Η βάση που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό των σχετικών αποδόσεων για όλα τα αμοιβαία κεφάλαια σε μια κατηγορία, είναι απλά ο μέσος όρος του συνόλου των μέτρων του κινδύνου για τα αμοιβαία κεφάλαια σε εκείνη την ομάδα. Δηλαδή:

$$BRisk_{g(i)} = \text{μέσος}_{i \text{ in } g(i)} [Risk_i] \quad (9)$$

Έτσι ο σχετικός κίνδυνος κατά Morningstar του αμοιβαίου κεφαλαίου  $i$  θα προκύπτει από το πηλίκο του  $Risk_i$  του εν λόγω αμοιβαίου ως προς το μέσο μηνιαίο κίνδυνο της κατηγορίας του  $BRisk_{g(i)}$ , όπως φαίνεται στη σχέση (4) ([www.stanford.edu](http://www.stanford.edu)).

#### 4.7 Χρήση Αστεριών

Η διαδικασία του Morningstar Star Rating ξεκινάει με τον διαχωρισμό του συνόλου των αμοιβαίων κεφαλαίων σε τέσσερις ευρείες κατηγορίες:

1. τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια εσωτερικού
2. τα διεθνή μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια
3. τα φορολογήσιμα αμοιβαία κεφάλαια σταθερού εισοδήματος
4. τα δημοτικά, ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια που εκπίπτουν της φορολογίας (tax-free municipal bond mutual funds).

Για να περιληφθεί κάποιο αμοιβαίο κεφάλαιο σε μία από τις παραπάνω κατηγορίες πρέπει να λειτουργεί για 3 τουλάχιστον συνεχόμενα έτη. Τα RAR υπολογίζονται για περιόδους 3, 5 και 10 ετών ξεχωριστά και στη συνέχεια συνδυάζονται και σταθμίζονται ώστε να προκύψει μία τελική βαθμολογία (βλέπε παρακάτω Πίνακα 8).

Ηλικία αμοιβαίου κεφαλαίου	Συνολικός (σταθμισμένος) Βαθμός Αστεριών
Περισσότερο από 3 χρόνια, λιγότερο από 5	100% ο βαθμός της 3ετους περιόδου.
Περισσότερο από 5 χρόνια, λιγότερο από 10	60% ο βαθμός της 5ετους περιόδου. 40% ο βαθμός της 3ετους περιόδου.
Περισσότερο από 10 χρόνια	50% ο βαθμός της 10ετους περιόδου. 30% ο βαθμός της 5ετους περιόδου. 20% ο βαθμός της 3ετους περιόδου.

Πίνακας 8.

Ενώ η Morningstar αναφέρεται σε σχετικές αποδόσεις, σχετικούς κινδύνους και Risk-adjusted Ratings, το μεγαλύτερο μέρος της προσοχής επικεντρώνεται στα «αστέρια» (stars) και στις «αξιολογήσεις κατηγοριών» (category ratings) που προέρχονται από τιμές RARs. Για να αποδοθούν αυτά τα μέτρα, οι τιμές RARs κατηγοριοποιούνται ως εξής: τα αμοιβαία κεφάλαια που εμπίπτουν στο 10% της προκύπτουσας κατανομής βαθμολογούνται με 5 αστέρια (ή βαθμολογική κατηγορία No.5), το επόμενο 22,5% παίρνει 4 αστέρια, το 35% 3, το επόμενο 22,5% 2 και στο κατώτατο σημείο το 10% με 1 αστέρι (Πίνακας 9).



Πίνακας 9.([www.morningstar.com](http://www.morningstar.com)).

## 5 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Σε αυτό το κεφάλαιο παρατίθενται τα ποιο ουσιαστικά συμπεράσματα που μπορούν να εξαχθούν με το πέρας της εμπειρικής μελέτης μας. Στην εργασία αυτή ασχοληθήκαμε με τα επενδυτικά προϊόντα των αμοιβαίων κεφαλαίων, τα οποία παρέχουν στους επενδυτές, θεσμικούς ή ατομικούς, μια εναλλακτική δυνατότητα αγοράς έτοιμων χαρτοφυλακίων λόγω μιας σειράς πλεονεκτημάτων που προσφέρουν. Καθότι, καλύπτουν οποιαδήποτε κατηγορία και είδος προτίμησης επενδυτών εξαιτίας της μεγάλης ποικιλομορφίας που διαθέτουν.

Αρχικά, αναφέραμε τους παράγοντες ανάπτυξης τους διεθνώς αλλά ακόμα εκτενέστερα αναφερθήκαμε στην περίπτωση της χώρας μας. Διατυπώσαμε τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα που προκύπτουν από την επένδυση σε αυτά που πρέπει να δώσει βάρος κάποιος επενδυτής. Επίσης κάναμε αναφορά, στις διάφορες κατηγορίες που υπάρχουν λόγω της διαφορετικής διαμόρφωσης των χαρτοφυλακίων τους αλλά και της επενδυτικής πολιτικής του καθενός.

Στην παρούσα εργασία ασχοληθήκαμε με τα αμοιβαία κεφάλαια τα οποία διαχειρίζονται Α.Ε.Δ.Α.Κ. που δραστηριοποιούνται στον ελλαδικό χώρο. Συγκεκριμένα, παρουσιάσαμε 38 αμοιβαία κεφάλαια εκ των οποίων τα 19 αφορούσαν 4 εταιρείες τραπεζών και τα υπόλοιπα 19 διαχειρίζονταν 4 ασφαλιστικοί οργανισμοί. Εν συνεχεία, υπολογίσαμε τις αποδόσεις των αμοιβαίων του δείγματος μας για την περίοδο από 01/01/2005 έως 31/12/2009 προκειμένου να τις συγκρίνουμε μεταξύ των τραπεζικών και ασφαλιστικών οργανισμών αλλά και των κατηγοριών των αμοιβαίων μεταξύ τους. Από τις συγκρίσεις που πραγματοποιήσαμε καταλήξαμε στο συμπέρασμα ότι όλοι οι οργανισμοί ξεκίνησαν με τους καλύτερους οiwονούς καθώς σημείωσαν υψηλές 3ετείς αποδόσεις κατά την περίοδο 2005-2007.

Όμως το οικονομικό έτος του 2008 λόγω της οικονομικής κρίσης δεν προμηνυόταν το ίδιο κερδοφόρο, αφού οι πιέσεις που δέχονταν οι αγορές, το θόλο τοπίο που επικρατούσε στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και η συνεχής πτωτική πορεία του γενικού δείκτη χρηματιστήριου, προκάλεσε ζημιές σε όλα τα αμοιβαία κεφάλαια με εξαίρεση την κατηγορία της διαχείρισης διαθέσιμων. Αυτό είναι εύλογο, γιατί αυτή η κατηγορία το μεγαλύτερο μέρος του ενεργητικού της επενδύεται σε καταθέσεις τραπεζών που την συγκεκριμένη εκείνη περίοδο παρείχαν υψηλά επιτόκια.

Με το τέλος της περιόδου 2005-2009 που εξετάσαμε καταλήξαμε ότι, ποιο συμφέρουσα επιλογή για κάποιο επενδύτη όσον αφορά τον κλάδο θα ήταν αυτή των ασφαλιστικών οργανισμών καθώς ο μέσος όρος των 5ετών αποδόσεών τους εμφάνισε θετικό πρόσημο στο ενεργητικό τους σε αντίθεση με των τραπεζών που ο μέσος όρος ήταν αρνητικός. Όσον αφορά την πιο συμφέρουσα κατηγορία,, θα προτεινάμε στους επενδυτές να επενδύσουν τα κεφάλαια τους στη κατηγορία του ομολόγου εσωτερικού για το λόγο ότι από τα 7 αμοιβαία τα 5 παρουσίασαν κέρδη στο τέλος του 2009, αυξάνοντας τις πιθανότητες για κέρδος με την επένδυση αυτή, όπως έχουμε παραθέσει την άποψη μας σε προηγούμενο κεφάλαιο.

Με το κλείσιμο της εργασίας μας, ενημερώνουμε τον αναγνώστη για την Morningstar, η οποία είναι μια εταιρεία αξιολόγησης και διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων. Του δίνουμε τη δυνατότητα να πληροφορηθεί ότι η Morningstar είναι μια εταιρεία που αξιολογεί τα αμοιβαία κεφάλαια στηριζόμενη στην αντικειμενική άποψη των αναλυτών της αλλά παράλληλα να κατανοήσει τη μέθοδο αξιολόγησης που χρησιμοποιεί με τη χρήση αστεριών.



## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Gitman Lawrence J. και Michael D. Joehnk, «Fundamentals of Investing, 6<sup>th</sup> edition 1998 by Pearson Education. Για την ελληνική γλώσσα σε όλο τον κόσμο: Εκδόσεις “ΕΛΛΗΝ” Γ. Παρίκος & ΣΙΑ Ε.Ε (2001).
- Θεοδωρόπουλος Ε. Θεόδωρος, «Επενδυτική στρατηγική και χρηματιστήριο», εκδόσεις Αθανάσιος Σταμούλης, Αθήνα 2000
- Καραπιστόλης Ν. Δημήτριος, «Διαχείριση χαρτοφυλακίων και αξιολόγηση αμοιβαίων κεφαλαίων», εκδόσεις Ανικούλα 1999
- Κιόχος Πέτρος Α., Δρ Γεώργιος Δ. Παπανικολάου, Απόστολος Π. Κιόχος M.Sc, «Διαχείριση χαρτοφυλακίων και χρηματοοικονομικών κινδύνων», Σύγχρονη εκδοτική, Αθήνα 2003.
- Μαλινδρέτου Βασιλική Π., «σύγχρονα χρηματοοικονομικά προϊόντα», εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα 2002.

## ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ

[www.naftemporiki.gr](http://www.naftemporiki.gr)

[www.express.gr](http://www.express.gr)

[www.euro2day.gr](http://www.euro2day.gr)

[www.agii.gr](http://www.agii.gr)

[www.alphatruster.gr](http://www.alphatruster.gr)

[www.alphamutual.gr](http://www.alphamutual.gr)

[www.gge.gr](http://www.gge.gr)

[www.insuranceworld.gr](http://www.insuranceworld.gr)

[www.morningstar.com](http://www.morningstar.com)

[www.stanford.edu](http://www.stanford.edu)

## **ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α**

### **Ενημερωτικό Δελτίο**

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β

**Αποδόσεις αμοιβαίων κεφαλαίων στους τραπεζικούς και ασφαλιστικούς οργανισμούς για την 5ετία.**

### Ασφαλιστικοί οργανισμοί

ΘΕΣΗ	Μετοχικό Εσωτερικού		Μετοχικό Εξωτερικού		Ομόλογο Εσωτερικού		Ομόλογο Εξωτερικού		Μικτό Εσωτερικού		Διαχείριση Διαθεσίμων	
	απόδοση	Ασφαλιστική	απόδοση	Ασφαλιστική	απόδοση	Ασφαλιστική	απόδοση	Ασφαλιστική	απόδοση	Ασφαλιστική	απόδοση	Ασφαλιστική
<b>1ο</b>	3,42%	ALLIANZ	55,69%	ALLIANZ	12,02%	ALLIANZ	11,52%	ALICO	3,26%	ALICO	18,94%	INTERNATIO NAL LIFE
<b>2ο</b>	-6,25%	ALICO	8,44%	ALICO	7,23%	ALICO	-31,26%	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ	-1,48%	ALLIANZ	8,55%	ALLIANZ
<b>3ο</b>	-10,70%	INTERNATIO NAL LIFE		ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ	-0,44%	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ		INTERNATIO NAL LIFE	-5,23%	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ		ALICO
<b>4ο</b>	-15,82%	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ		INTERNATIO NAL LIFE	-1,84%	INTERNATIO NAL LIFE		ALLIANZ	-27,58%	INTERNATIO NAL LIFE		ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ

**Πίνακας 7.**

## Τραπεζικοί οργανισμοί

ΘΕΣΗ	Ομόλογο Εξωτερικού		Ομόλογο Εσωτερικού		Μετοχικό Εξωτερικού		Μετοχικό Εσωτερικού		Μικτό Εσωτερικού	
	απόδοση	Τράπεζα	απόδοση	Τράπεζα	απόδοση	Τράπεζα	απόδοση	Τράπεζα	απόδοση	Τράπεζα
<b>1ο</b>	15,08%	ΑΤΕ	6,35%	ΑΤΕ	23,73%	ALPHA BANK	0,34%	ΕΘΝΙΚΗ	22,39%	HSBC
<b>2ο</b>	-0,89%	HSBC	5,58%	ALPHA BANK	-11,95%	ΕΘΝΙΚΗ	-8,68%	HSBC	-3,59%	ALPHA BANK
<b>3ο</b>	-5,60%	ΕΘΝΙΚΗ	1,48%	ΕΘΝΙΚΗ	-13,06%	HSBC	-13,63%	ΑΤΕ	-10,15%	ΕΘΝΙΚΗ
<b>4ο</b>	-12,66%	ALPHA BANK	-	HSBC	-16,47%	ΑΤΕ	-14,71%	ALPHA BANK	-	ΑΤΕ

**Πίνακας 5**

Για να βρούμε τη μέση ετήσια απόδοση ανά κλάδο προσθέτουμε όλες τις ετήσιες αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων (π.χ. παράρτημα Β, Πίνακας Β1) και τις διαιρούμε δια το πλήθος των αμοιβαίων. Το ίδιο και για τις 3ετής και τις 4ετής αποδόσεις.

**Μέση ετήσια απόδοση (τραπεζών)** = 32% + 40,61% + 2,36% + 1,03% + 15,91% + 1,02% + 24,47% + 11,70% + 3% + 7,53 + 13,38% + 25,01% + 10,21% + 6,69% + 13,49% + 1,16% + 32,79% + 8,48% + 1,71% = **13,30%**

**Μέση ετήσια απόδοση (ασφαλιστικών)** = 16,85% + 28,87% + 17,20% + 0,28% + 2,67% + 17,16% + 30,51% + 41,89% + 2,63% + 1,30% + 1,43% + 24,48% + 4,23% + 5,89% + 8,48% + 31,02% + (- 2,23% - 0,15% - 1,31%) = **12,10%**

**Μέση 3ετής απόδοση (τραπεζών)** = 91,27% + 107,25% + 1,42% + 43,52% + 4,74% + 59,58% + 9,19% + 3,47% + 12,51% + 5,56% + 54,19% + 37,15% + 33,58% + 1,15% + 116,97% + 21,18% + (- 6,65% - 6,74% - 3,98%) = **30,80%**

**Μέση 3ετής απόδοση (ασφαλιστικών)** = 43,79% + 77,95% + 40,54% + 2,68% + 6,21% + 52,95% + 96,42% + 119,52% + 7,39% + 6,56% + 6,65% + 88,51% + 16,08% + 14,67% + 0,64% + 37,99% + 78,85% + (-0,92% - 1,49%) = **36,60%**

**Μέση 4ετής απόδοση (τραπεζών)** = (-31,87% - 21,77% - 2,09% - 15,81% - 14,22% - 25,97% - 22,51% - 11,10% - 25,78% - 19,84% - 18,54% - 4,50% - 17,14% - 26,22% - 18,56%) + 3,92% + 5,42% + 14,67% + 2,79% = **- 13,11%**

**Μέση 4ετής απόδοση (ασφαλιστικών)** = (- 10,53% - 28,03% - 22,64% - 1,83% - 10,14% - 19,20% - 9,91% - 22,54% - 28,83% - 5,50% - 2,34% - 14,04% - 31,48% - 38,85%) + 4,34% + 3,50% + 5,07% + 8,71% + 12,29% = **- 11,15%**

Για να βρούμε την μέση 5ετή απόδοση ανά κατηγορία αμοιβαίου, προσθέτουμε όλες τις αποδόσεις των τραπεζικών και ασφαλιστικών οργανισμών (σύμφωνα με τον πίνακα 5 και πίνακα 7) και διαιρούμε με τον αριθμό των εταιρειών που δραστηριοποιούνται στο αμοιβαίο κεφάλαιο.

Έτσι :

**Μετοχικό Εσωτερικού** = 0,34% + (- 8,68% -13,63% -14,71%) + 3,42% + (-6,25% - 10,70% -15,82%) / 8 => **- 8,25%**

**Μετοχικό Εξωτερικού** = (55,69% + 8,44% + 23,73%) + (-11,95% -13,06% - 16,47%) / 6 => **7,73%**

**Ομόλογο Εσωτερικού** = (8,55% + 7,23%) + (-0,44% -1,84% + 6,35%) + 5,58% + 1,48% / 7 => 3,84%

**Ομόλογο Εξωτερικού** = (11,52% -31,26% + 15,08%) + (-0,89% -5,60% -12,66%) / 6 => - 3,97%

**Μικτό Εσωτερικού** = (3,26% -1,48% -5,23% -27,58%) + (22,39% -3,59% -10,15%) / 7 = - 3,20%

Άρα βλέπουμε και από τις πράξεις ότι τις καλύτερες και τις μόνες θετικές αποδόσεις τις έχουν το ομόλογο εσωτερικού με 3,84% και το μετοχικό εξωτερικού με 7,73%.

Για να βρούμε την μέση απόδοση ανά κλάδο αμοιβαίου, προσθέτουμε όλες τις αποδόσεις των τραπεζικών και ασφαλιστικών οργανισμών (σύμφωνα με τον πίνακα 4 και πίνακα 6) και διαιρούμε με τον αριθμό των εταιρειών που δραστηριοποιούνται στο αμοιβαίο κεφάλαιο. Έτσι :

ΘΕΣΗ	ALPHA BANK		ΑΤΕ		HSBC		ΕΘΝΙΚΗ	
	Απόδοση	Κατηγορία	απόδοση	Κατηγορία	απόδοση	Κατηγορία	απόδοση	Κατηγορία
1ο	23,73%	μετοχικό εξωτερικού	15,08%	Ομόλογο εξωτερικού	22,39%	μικτό εσωτερικού	1,48%	ομόλογο εσωτερικού
2ο	5,58%	ομόλογο εσωτερικού	6,35%	Ομόλογο εσωτερικού	-0,89%	ομολογιών εξωτερικού	0,34%	μετοχικό εσωτερικού
3ο	-3,59%	μικτό εσωτερικού	-1,02%	Μικτό εξωτερικού	-8,68%	μετοχικό εσωτερικού	-5,60%	ομόλογο εξωτερικού
4ο	-12,66%	ομόλογο εξωτερικού	-13,63%	μετοχικό εσωτερικού	-13,06%	μετοχικό εξωτερικού	-10,15%	μικτό εσωτερικού
5ο	-14,71%	μετοχικό εσωτερικού	-16,47%	μετοχικό εξωτερικού			-11,95%	μετοχικό εξωτερικού

Πίνακας 4.

ΘΕΣΗ	ALICO		ALLIANZ		INTERNATIONAL LIFE		ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ	
	απόδοση	Κατηγορία	απόδοση	Κατηγορία	απόδοση	Κατηγορία	απόδοση	Κατηγορία
1ο	11,52%	ομόλογο εξωτερικού	55,69%	μετοχικό εξωτερικού	19,17%	μικτό εξωτερικού	-0,44%	ομόλογο εσωτερικού
2ο	8,44%	μετοχικό εξωτερικού	12,02%	ομόλογο εσωτερικού	18,94%	διαχείριση διαθεσίμων	-5,23%	μικτό εσωτερικού
3ο	7,23%	ομόλογο εσωτερικού	8,55%	διαχείριση διαθεσίμων εσωτερικού	-1,84%	ομόλογο εσωτερικού	-15,82%	μετοχικό εσωτερικού
4ο	3,26%	μικτό εσωτερικού	3,42%	μετοχικό εσωτερικού	-10,70%	μετοχικό εσωτερικού	-31,26%	ομόλογο εξωτερικού
5ο	-6,25%	μετοχικό εσωτερικού	-1,48%	μικτό εσωτερικού	-27,58%	μικτό εσωτερικού		

Πίνακας 6.

### Υπολογισμός 5ετούς απόδοσης (τραπεζών)

$\{23,73\% + 5,58\% + (-3,59\% - 12,66\% - 14,71\%)\} + \{15,08\% + 6,35\% + (-1,02\% - 13,63\% - 16,47\%)\} + \{22,39\% + (-0,89\% - 8,68\% - 13,06\%)\} + \{1,48\% + 0,34\% + (-5,60\% - 10,15\% - 11,95\%)\} = -37,46\% / 19 = -2\% \text{ περίπου}$

### Υπολογισμός 5ετούς απόδοσης ασφαλιστικών οργανισμών

$\{11,52\% + 8,44\% + 7,23\% + 3,26\% - 6,25\%\} + \{55,69\% + 12,02\% + 8,55\% + 3,42\% - 1,48\%\} + \{19,17\% + 18,94\% + (-1,84\% - 10,7\% - 27,58\%)\} + \{(-0,44\% - 5,23\% - 15,82\% - 31,26\%)\} = 47,64\% / 19 = 2,50\%$

### ΠΙΝΑΚΑΣ ΜΕΣΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 2001-2004

2001	ΟΜΟΛΟΓΩΝ	ΔΙΑΧ. ΔΙΑΘ.	ΜΙΚΤΑ	ΜΕΤΟΧΙΚΑ
ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	4,11%	3,70%	-11,78%	-23,97%
ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	4,85%		-6,46%	-17,66%
2002	ΟΜΟΛΟΓΩΝ	ΔΙΑΧ. ΔΙΑΘ.	ΜΙΚΤΑ	ΜΕΤΟΧΙΚΑ
ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	3,5%	2%	-12,97%	-25,97%
ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,39%		-18,67%	-25,79%
2003	ΟΜΟΛΟΓΩΝ	ΔΙΑΧ. ΔΙΑΘ.	ΜΙΚΤΑ	ΜΕΤΟΧΙΚΑ
ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	2,41%	2,18%	12,67%	23,4%
ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	-1,87%		3,98%	11,03%
2004	ΟΜΟΛΟΓΩΝ	ΔΙΑΧ. ΔΙΑΘ.	ΜΙΚΤΑ	ΜΕΤΟΧΙΚΑ
ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	2,53%	1,77%	8,64%	10,23%
ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	3,32%		0,41%	2,67%

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Πινάκας 11.

**ΠΙΝΑΚΑΣ ΜΕΣΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΠΕΡΙΟΔΟΥ  
2005-2009**

2005	ΟΜΟΛΟΓΩΝ	ΔΙΑΧ. ΔΙΑΘ.	ΜΙΚΤΑ	ΜΕΤΟΧΙΚΑ
<b>ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	0,89%	7,45%	14,03%	29,48%
<b>ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	4,63%		7,82%	19,79%
2006	ΟΜΟΛΟΓΩΝ	ΔΙΑΧ. ΔΙΑΘ.	ΜΙΚΤΑ	ΜΕΤΟΧΙΚΑ
<b>ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	0,57%	1,92%	11,19%	26,54%
<b>ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	-0,90%		4,25%	11,14%
2007	ΟΜΟΛΟΓΩΝ	ΔΙΑΧ. ΔΙΑΘ.	ΜΙΚΤΑ	ΜΕΤΟΧΙΚΑ
<b>ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	1,58%	2,87%	7,72%	15,76%
<b>ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	-1,93%		1,14%	4,03%
2008	ΟΜΟΛΟΓΩΝ	ΔΙΑΧ. ΔΙΑΘ.	ΜΙΚΤΑ	ΜΕΤΟΧΙΚΑ
<b>ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	-1,68%	2,62%	-20,30%	-45,96%
<b>ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	-7,09%			
2009	ΟΜΟΛΟΓΩΝ	ΔΙΑΧ. ΔΙΑΘ.	ΜΙΚΤΑ	ΜΕΤΟΧΙΚΑ
<b>ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	3,66%	2,55%	9,66%	21,64%
<b>ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	6,58%		24,61%	22,06%

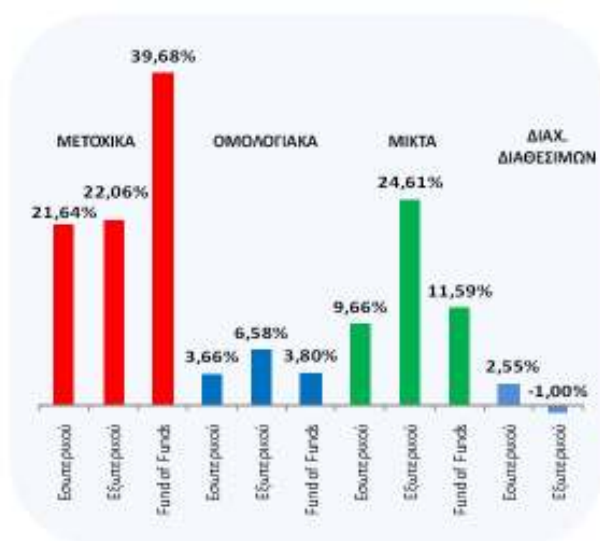
Πηγή: Ένωση θεσμικών επενδυτών

Πινάκας 12.

\* (Για τα μικτά και τα μετοχικά του έτους 2008 οι τιμές αφορούν τη μέση απόδοση των funds of funds)

**Γράφημα μέσης απόδοσης αμοιβαίων το έτος 2009**

**Κατηγορίες Α/Κ – Μέση Απόδοση 2009**



**Συνολικό Ενεργητικό**



Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών



## ΠΙΝΑΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ 2005-2009



ALPHA ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

ΘΕΜΑΤΟΦΥΛΑΚΑΣ: ALPHA BANK Α.Ε.

### *B1. ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ*

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβλητικότητα
2004	9,5573	100%								
2005	12,619	132%	32%					10,801	0,835116	7,73%
2006	15,344	161%	21,59%	60,54%				13,825	0,821352	5,94%
2007	18,28	191%	19,14%	44,86%	91,27%			17,097	0,831467	4,86%
2008	6,5117	68%	-64,38%	-57,56%	-48,40%	-31,87%		12,196	3,169431	25,99%
2009	8,1511	85%	25,18%	-55,41%	-46,88%	-35,41%	-14,71%	8,0468	1,391914	17,30%

### *B2. ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ΝΟΤΙΟΑΝΑΤΟΛΙΚΗΣ ΕΥΡΩΠΗΣ*

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβλητικότητα
2004	9,9993	100%								
2005	14,06	141%	40,61%					11,784	1,241653	10,54%
2006	17,737	177%	26,15%	77,38%				15,522	1,264114	8,14%
2007	20,723	207%	16,84%	47,39%	107,25%			19,845	1,153103	5,81%
2008	7,8226	78%	-62,25%	-55,90%	-44,36%	-21,77%		13,776	3,394664	24,64%
2009	12,372	124%	58,15%	-40,30%	-30,25%	-12,01%	23,73%	9,9979	2,082148	20,83%

**Β3. ΟΜΟΛΟΓΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ**

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβλητικότητα
2004	8,5613	100%								
2005	8,7635	102%	2,36%					8,6924	0,067521	0,78%
2006	8,7298	102%	-0,38%	1,97%				8,7101	0,062115	0,71%
2007	8,6831	101%	-0,53%	-0,92%	1,42%			8,7143	0,053217	0,61%
2008	8,382	98%	-3,47%	-3,98%	-4,35%	-2,09%		8,6391	0,175764	2,03%
2009	9,0389	106%	7,66%	4,12%	3,28%	2,99%	5,58%	8,9302	0,359932	4,03%

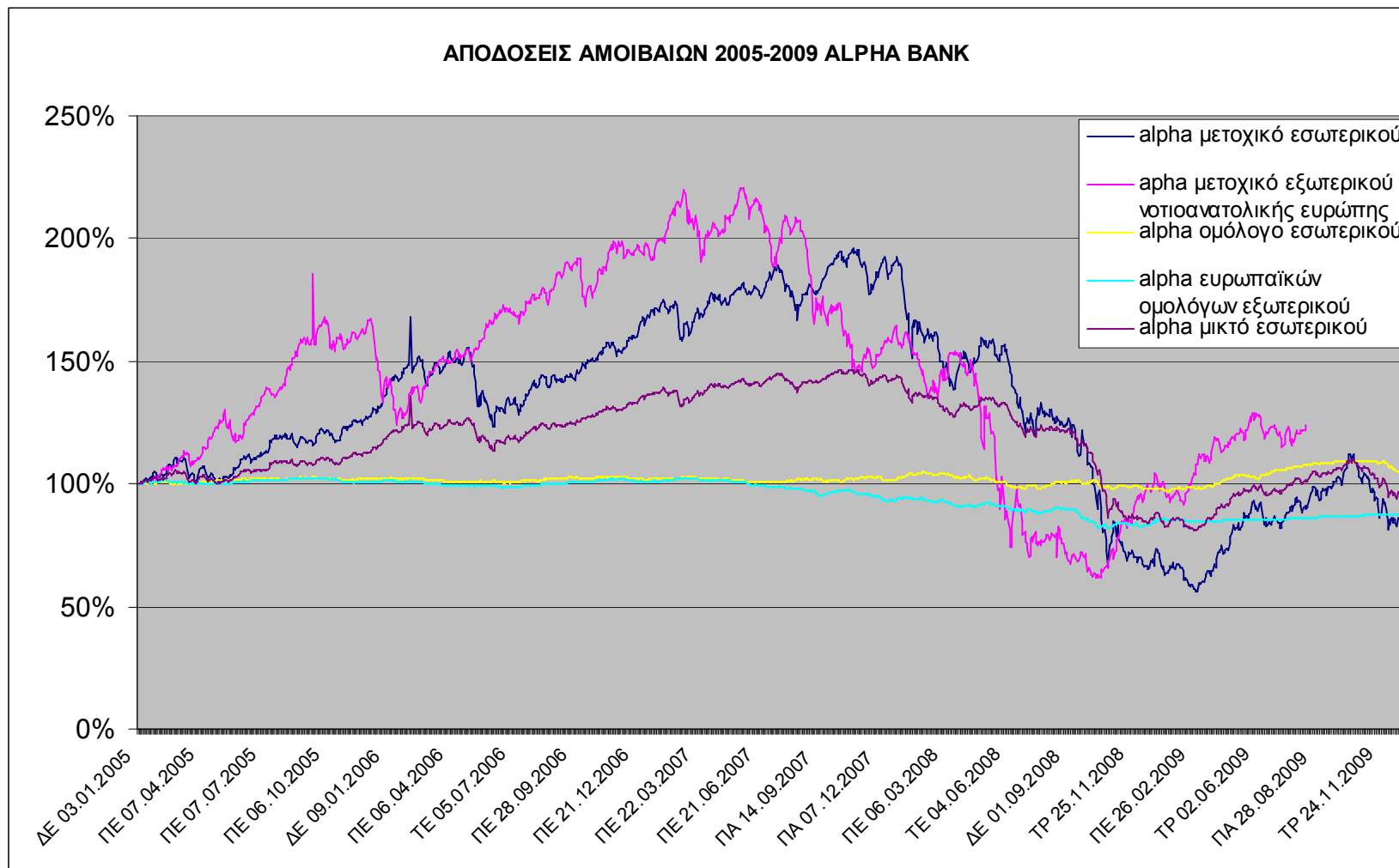
**Β4. ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ**

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβλητικότητα
2004	5,1573	100%								
2005	5,2102	101%	1,03%					5,2133	0,036091	0,69%
2006	5,2026	101%	-0,15%	0,88%				5,1707	0,05022	0,97%
2007	4,8143	93%	-7,46%	-7,60%	-6,65%			5,0988	0,136532	2,68%
2008	4,3419	84%	-9,81%	-16,54%	-16,67%	-15,81%		4,5917	0,194922	4,25%
2009	4,5045	87%	4,94%	-6,38%	-13,72%	-13,96%	-12,66%	4,4344	0,047428	1,07%

**Β5. ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ**

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβλητικότητα
2004	9,4826	100%								
2005	10,991	116%	15,91%					10,075	0,393904	3,91%
2006	12,613	133%	14,75%	33,01%				11,74	0,425812	3,63%
2007	13,609	144%	7,90%	23,82%	43,52%			13,345	0,319305	2,39%
2008	8,1343	86%	-40,23%	-35,51%	-25,99%	-14,22%		11,342	1,659501	14,63%
2009	9,1424	96%	14,39%	-32,25%	-27,27%	-19,58%	-3,59%	9,127	0,777244	8,52%

## ΓΡΑΦΙΚΗ ΑΠΕΙΚΟΝΙΣΗ ΤΗΣ 5ΕΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΤΗΣ ALPHA (B6)



***B7. ΟΜΟΛΟΓΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ***

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβλητικότητα
2004	8,4856	100%								
2005	8,5719	101%	1,02%					8,547356	0,033083	0,39%
2006	8,6854	102%	1,32%	2,35%				8,619731	0,039382	0,46%
2007	8,8879	105%	2,33%	3,69%	4,74%			8,787057	0,062296	0,71%
2008	8,8179	104%	-0,79%	1,53%	2,87%	3,92%		8,903428	0,051808	0,58%
2009	9,0243	106%	2,34%	1,53%	3,90%	5,28%	6,35%	9,033485	0,173221	1,92%

***B8. ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ***

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβλητικότητα
2004	6,5161	100%								
2005	8,1107	124%	24,47%					7,212793	0,462908	6,42%
2006	9,3299	143%	15,03%	43,18%				8,748387	0,402162	4,60%
2007	10,3986	160%	11,45%	28,21%	59,58%			9,94791	0,306439	3,08%
2008	4,8236	74%	-53,61%	-48,30%	-40,53%	-25,97%		7,638202	1,530701	20,04%
2009	5,6281	86%	16,68%	-45,88%	-39,68%	-30,61%	-13,63%	5,44218	0,667604	12,27%

**B9. US ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ**

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβλητικότητα
2004	5,7591	100%								
2005	6,4327	112%	11,70%					6,045638	0,244554	4,05%
2006	6,6078	115%	2,72%	14,74%				6,398063	0,203264	3,18%
2007	6,2884	109%	-4,83%	-2,24%	9,19%			6,6696	0,216184	3,24%
2008	4,4628	77%	-29,03%	-32,46%	-30,62%	-22,51%		5,30221	0,453117	8,55%
2009	4,8107	84%	7,80%	-23,50%	-27,20%	-25,21%	-16,47%	4,417516	0,200976	4,55%

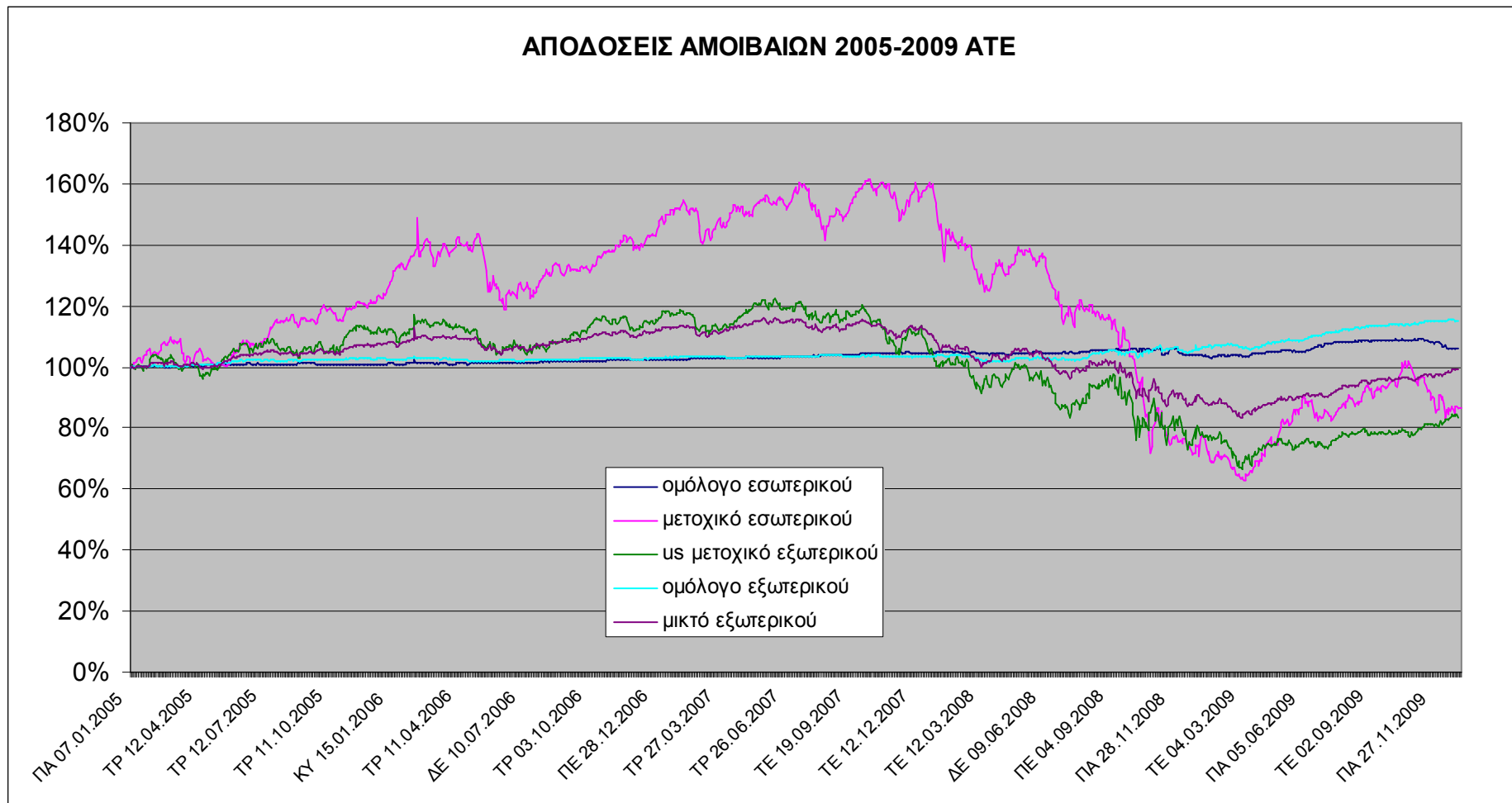
**B10. ΟΜΟΛΟΓΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ**

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβλητικότητα
2004	5,919	100%								
2005	6,0867	103%	3%					6,016133	0,056627	0,94%
2006	6,0807	103%	-0,10%	2,73%				6,067945	0,01923	0,32%
2007	6,1246	103%	0,72%	0,62%	3,47%			6,123456	0,014495	0,24%
2008	6,2396	105%	1,88%	2,61%	2,51%	5,42%		6,139361	0,078259	1,27%
2009	6,8116	115%	9,17%	11,22%	12,02%	11,91%	15,08%	6,553255	0,18973	2,90%

**B11. ΜΙΚΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ**

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβλητικότητα
2004	6,2011	100%								
2005	6,6678	108%	7,53%					6,411813	0,149993	2,34%
2006	6,9083	111%	3,61%	11,40%				6,74072	0,113859	1,69%
2007	6,9768	113%	0,99%	4,63%	12,51%			7,016374	0,087891	1,25%
2008	5,5128	89%	-20,98%	-20,20%	-17,32%	-11,10%		6,201722	0,371279	5,99%
2009	6,1379	99%	11,34%	-12,02%	-11,15%	-7,95%	-1,02%	5,705653	0,261188	4,58%

## ΓΡΑΦΙΚΗ ΑΠΕΙΚΟΝΙΣΗ ΤΗΣ 5ΕΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΤΗΣ ΑΤΕ (Β12)





**B13. AMERICAN EQUITY ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ**

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβλητικότητα
2004	2,9757	100%								
2005	3,3739	113%	13,38%					3,214341	0,240953	7,50%
2006	3,2298	109%	-4,27%	8,54%				3,223471	0,193814	6,01%
2007	3,1412	106%	-2,74%	-6,90%	5,56%			3,372732	0,108024	3,20%
2008	2,2087	74%	-29,69%	-31,61%	-34,54%	-25,78%		2,712381	0,260451	9,60%
2009	2,5354	85%	14,79%	-19,29%	-21,50%	-24,85%	-13,06%	2,330595	0,112238	4,82%

**B14. TOP 20 ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ**

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβλητικότητα
2004	10,6763	100%								
2005	13,3465	125%	25,01%					11,86517	0,74372	6,27%
2006	15,2861	143%	14,53%	43,18%				14,15091	0,677382	4,79%
2007	16,4613	154%	7,69%	23,34%	54,19%			16,32476	0,514382	3,15%
2008	8,5585	80%	-48,01%	-44,01%	-35,87%	-19,84%		12,41755	2,271668	18,29%
2009	9,7919	92%	14,41%	-40,52%	-35,94%	-26,63%	-8,68%	9,952944	1,19899	12,05%

**B15 ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ**

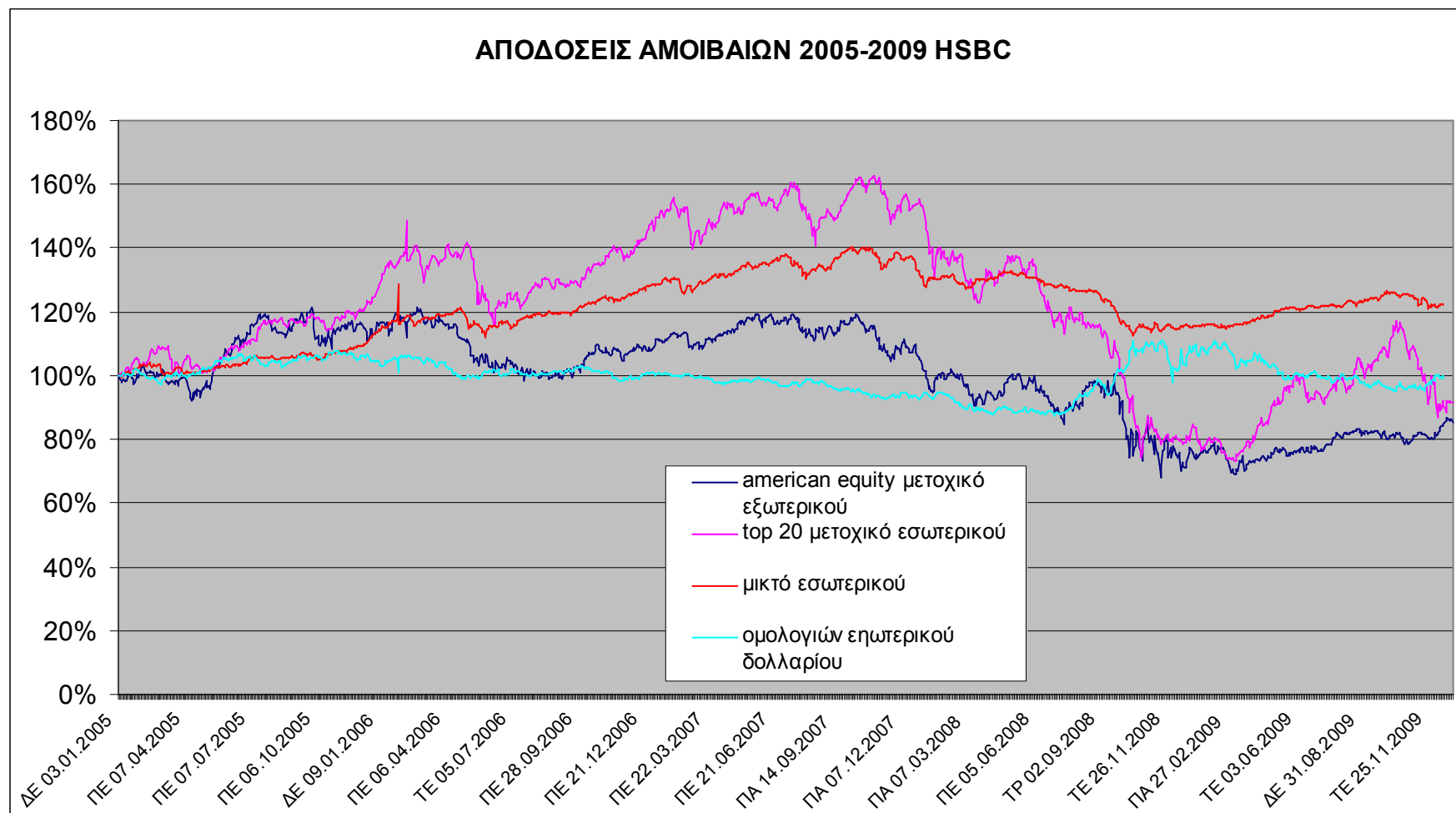
Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβλητικότητα
2004	7,3169	100%								
2005	8,0641	110%	10,21%					7,63211	0,191162	2,50%
2006	9,2258	126%	14,41%	26,09%				8,700532	0,248633	2,86%
2007	10,0354	137%	8,78%	24,45%	37,15%			9,778176	0,279276	2,86%
2008	8,3905	115%	-16,39%	-9,05%	4,05%	14,67%		9,217342	0,472751	5,13%
2009	8,9548	122%	6,73%	-10,77%	-2,94%	11,05%	22,39%	8,821755	0,254399	2,88%

**B16 ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ ΔΟΛΛΑΡΙΟΥ**

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβλητικότητα
2004	3,7066	100%								
2005	3,9547	107%	6,69%					3,833679	0,101906	2,66%
2006	3,6792	99%	-6,97%	-0,74%				3,77739	0,080123	2,12%
2007	3,4567	93%	-6,05%	-12,59%	-6,74%			3,614442	0,083168	2,30%
2008	3,8101	103%	10,22%	3,56%	-3,66%	2,79%		3,519281	0,260621	7,41%
2009	3,6737	99%	-3,58%	6,28%	-0,15%	-7,11%	-0,89%	3,754696	0,159898	4,26%



## ΓΡΑΦΙΚΗ ΑΠΕΙΚΟΝΙΣΗ ΤΗΣ 5ΕΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΤΗΣ HSBC( B17)





***B18. ΔΗΛΟΣ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ***

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβλητικότητα
2004	16,9607	100%								
2005	19,2486	113%	13,49%					17,99404	0,616813	3,43%
2006	21,4053	126%	11,20%	26,21%				20,28676	0,627438	3,09%
2007	22,6554	134%	5,84%	17,70%	33,58%			22,47665	0,350205	1,56%
2008	13,8159	81%	-39,02%	-35,46%	-28,22%	-18,54%		18,19573	2,40027	13,19%
2009	15,2385	90%	10,30%	-32,74%	-28,81%	-20,83%	-10,15%	15,09634	1,319549	8,74%

***B19. ΟΜΟΛΟΓΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ Η ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ***

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβλητικότητα
2004	8,7428	100%								
2005	8,8443	101%	1,16%					8,814269	0,043523	0,49%
2006	8,8155	101%	-0,33%	0,83%				8,780139	0,037273	0,42%
2007	8,8431	101%	0,31%	-0,01%	1,15%			8,855214	0,030176	0,34%
2008	8,3496	96%	-5,58%	-5,29%	-5,59%	-4,50%		8,724727	0,156419	1,79%
2009	8,8726	101%	6,26%	0,33%	0,65%	0,32%	1,48%	8,6897	0,356777	4,11%

**B20. SMALL CAP. ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ**

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβλητικότητα
2004	1,9655	100%								
2005	2,61	133%	32,79%					2,214313	0,163703	7,39%
2006	3,5453	180%	35,84%	80,38%				3,033759	0,223471	7,37%
2007	4,2645	217%	20,29%	63,39%	116,97%			4,12193	0,258114	6,26%
2008	1,6168	82%	-62,09%	-54,40%	-38,05%	-17,74%		2,921179	0,706468	24,18%
2009	1,9721	100%	21,98%	-53,76%	-44,37%	-24,44%	0,34%	1,93647	0,261468	13,50%

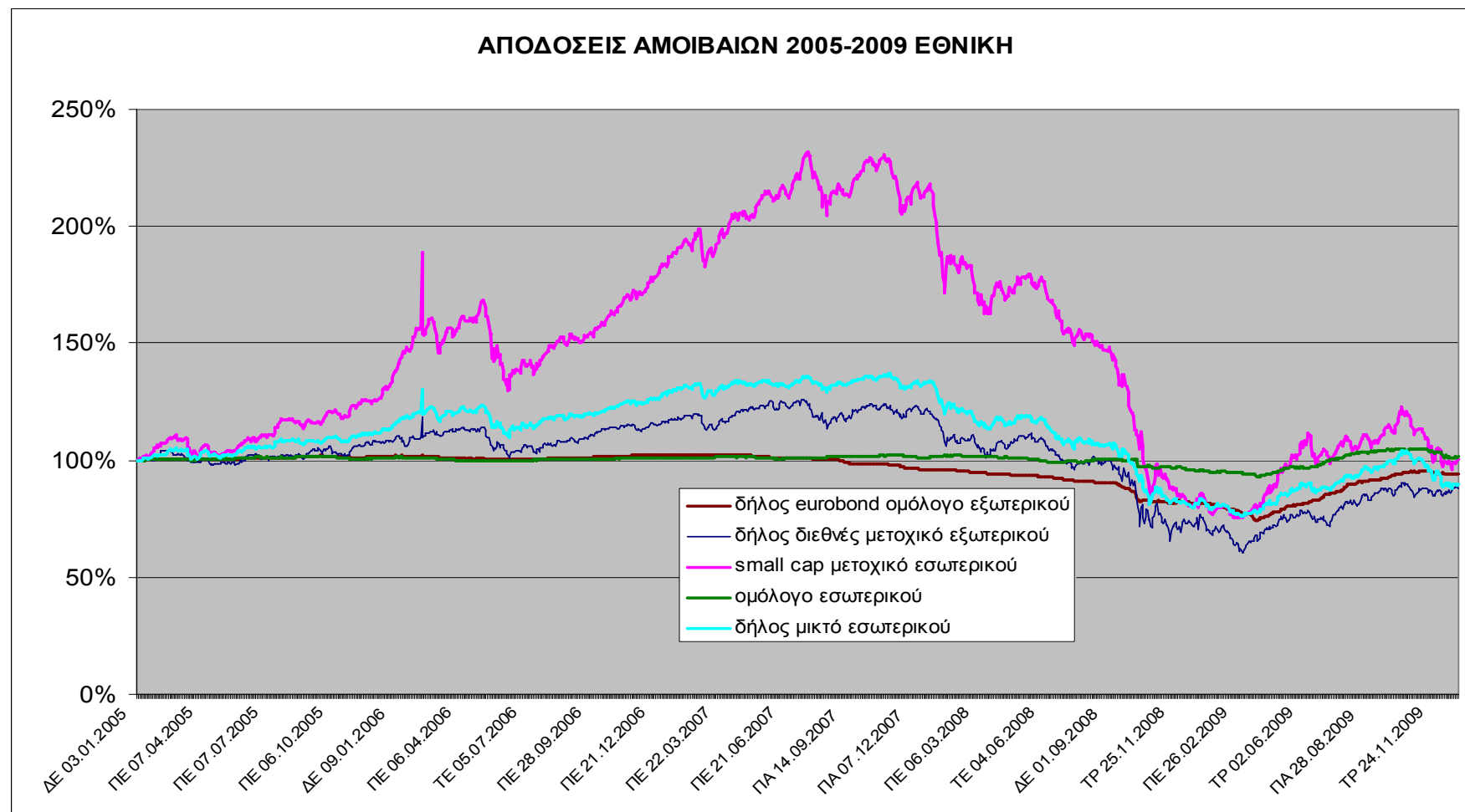
**B21. ΔΗΛΟΣ ΔΙΕΘΝΕΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ**

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβλητικότητα
2004	3,9046	100%								
2005	4,2356	108%	8,48%					3,995557	0,106749	2,67%
2006	4,5092	115%	6,46%	15,48%				4,297797	0,14172	3,30%
2007	4,7315	121%	4,93%	11,71%	21,18%			4,693943	0,117884	2,51%
2008	2,8807	74%	-39,12%	-36,12%	-31,99%	-26,22%		3,8055	0,544608	14,31%
2009	3,438	88%	19,35%	-27,34%	-23,76%	-18,83%	-11,95%	3,050223	0,314626	10,31%

**B22. ΔΗΛΟΣ EUROBOND ΟΜΟΛΟΓΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ**

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβλητικότητα
2004	6,0483	100%								
2005	6,1519	102%	1,71%					6,104636	0,035349	0,58%
2006	6,1708	102%	0,31%	2,03%				6,11919	0,033017	0,54%
2007	5,8075	96%	-5,89%	-5,60%	-3,98%			6,067005	0,113558	1,87%
2008	4,9257	81%	-15,18%	-20,18%	-19,93%	-18,56%		5,470567	0,296484	5,42%
2009	5,7095	94%	15,91%	-1,69%	-7,48%	-7,19%	-5,60%	5,201591	0,417483	8,03%

## ΓΡΑΦΙΚΗ ΑΠΕΙΚΟΝΙΣΗ ΤΗΣ 5ΕΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΤΗΣ ΕΘΝΙΚΗΣ (B23)





**B24. ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ**

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβλητικότητα
2004	12,0217	100%								
2005	14,0479	117%	16,85%					12,76124	0,520566	4,08%
2006	15,6761	130%	11,59%	30,40%				14,93693	0,468782	3,14%
2007	17,286	144%	10,27%	23,05%	43,79%			16,63236	0,412294	2,48%
2008	10,7564	89%	-37,77%	-31,38%	-23,43%	-10,53%		14,22305	1,85167	13,02%
2009	12,4133	103%	15,40%	-28,19%	-20,81%	-11,64%	3,26%	12,35894	1,418266	11,48%

**B25. ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ**

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβλητικότητα
2004	20,5093	100%								
2005	26,4311	129%	28,87%					22,87488	1,525968	6,67%
2006	31,498	154%	19,17%	53,58%				28,91758	1,49764	5,18%
2007	36,4972	178%	15,87%	38,08%	77,95%			34,23874	1,416723	4,14%
2008	14,7603	72%	-59,56%	-53,14%	-44,16%	-28,03%		25,45813	6,073826	23,86%
2009	19,2283	94%	30,27%	-47,32%	-38,95%	-27,25%	-6,25%	18,63735	2,958597	15,87%

**B26. ΕΛΛΗΝΙΚΗ TRUST ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ**

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβλητικότητα
2004	4,4575	100%								
2005	5,2243	117%	17,20%					4,769665	0,236396	4,96%
2006	6,0554	136%	15,91%	35,85%				5,552527	0,253654	4,57%
2007	6,2644	141%	3,45%	19,91%	40,54%			6,297907	0,202171	3,21%
2008	3,4482	77%	-44,96%	-43,06%	-34,00%	-22,64%		4,835776	0,753046	15,57%
2009	4,8336	108%	40,18%	-22,84%	-20,18%	-7,48%	8,44%	4,080337	0,628717	15,41%

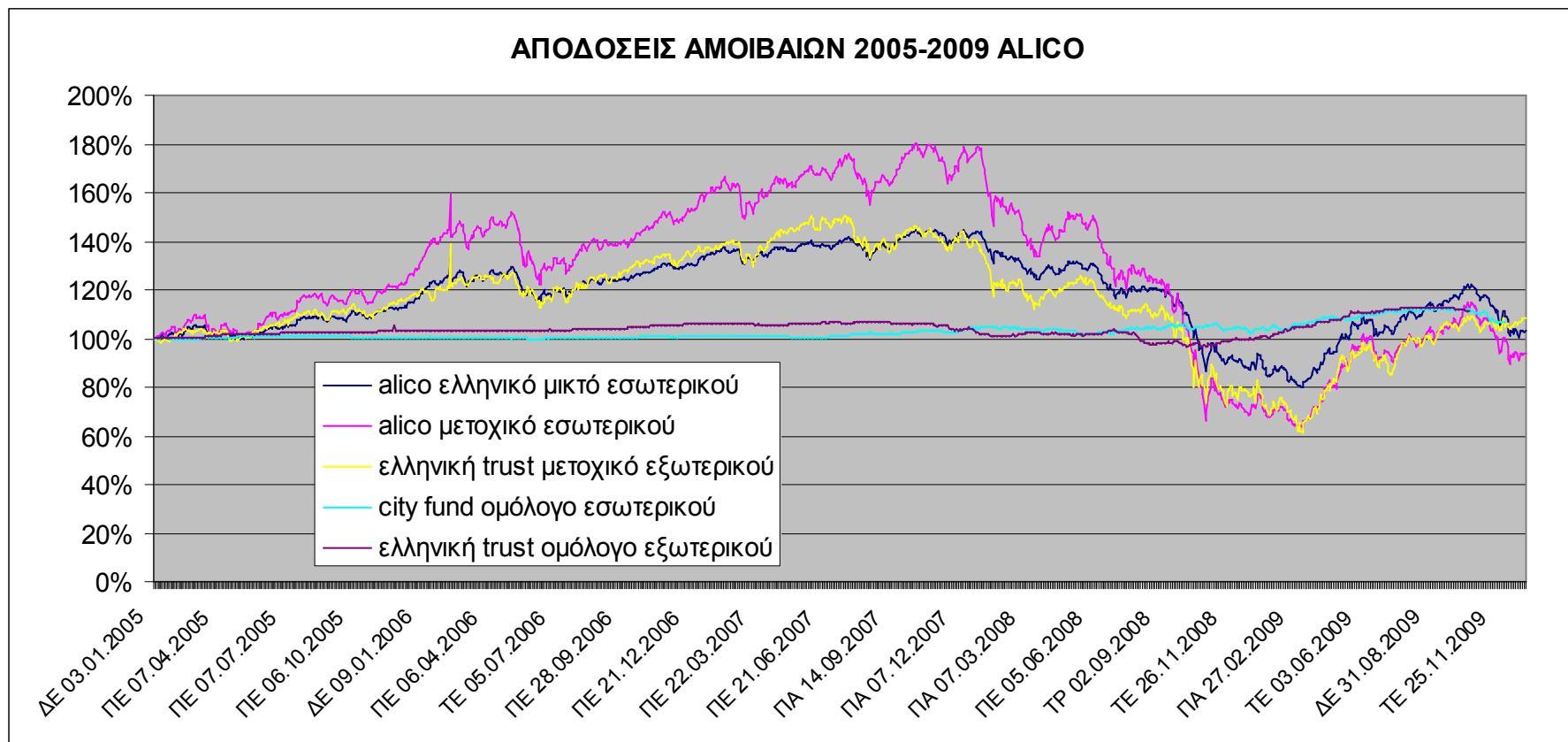
**B27. CITY FUND ΟΜΟΛΟΓΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ**

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβλητικότητα
2004	7,1111	100%								
2005	7,1307	100%	0,28%					7,150985	0,030425	0,43%
2006	7,16	101%	0,41%	0,69%				7,134161	0,019693	0,28%
2007	7,3014	103%	1,97%	2,39%	2,68%			7,218023	0,060252	0,83%
2008	7,4199	104%	1,62%	3,63%	4,06%	4,34%		7,393685	0,071328	0,96%
2009	7,6255	107%	2,77%	4,44%	6,50%	6,94%	7,23%	7,714658	0,211377	2,74%

**B28. ΕΛΛΗΝΙΚΗ TRUST ΟΜΟΛΟΓΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ**

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβλητικότητα
2004	4	100%								
2005	4,1066	103%	2,67%					4,0639	0,028843	0,71%
2006	4,2014	105%	2,31%	5,04%				4,13886	0,019256	0,47%
2007	4,2485	106%	1,12%	3,46%	6,21%			4,242504	0,020191	0,48%
2008	3,9268	98%	-7,57%	-6,54%	-4,38%	-1,83%		4,068009	0,089436	2,20%
2009	4,4607	112%	13,60%	4,99%	6,17%	8,62%	11,52%	4,264747	0,220269	5,16%

## ΓΡΑΦΙΚΗ ΑΠΕΙΚΟΝΙΣΗ ΤΗΣ 5ΕΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΤΗΣ ALICO (B29)





**B30. ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ**

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβλητικότητα
2004	11,697	100%								
2005	13,704	117%	17,16%					12,4506	0,589709407	4,74%
2006	16,1531	138%	17,87%	38,10%				14,71778	0,663735946	4,51%
2007	17,8902	153%	10,75%	30,55%	52,95%			17,30926	0,567900157	3,28%
2008	10,5113	90%	-41,25%	-34,93%	-23,30%	-10,14%		14,15559	1,979697261	13,99%
2009	11,524	99%	9,63%	-35,58%	-28,66%	-15,91%	-1,48%	11,71842	1,058000025	9,03%

**B31. ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ**

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβλητικότητα
2004	8,0025	100%								
2005	10,4438	131%	30,51%					8,960533	0,65372376	7,30%
2006	13,5656	170%	29,89%	69,52%				11,72533	0,806800872	6,88%
2007	15,7186	196%	15,87%	50,51%	96,42%			15,02312	0,739880945	4,92%
2008	6,4664	81%	-58,86%	-52,33%	-38,08%	-19,20%		10,71184	2,40932348	22,49%
2009	8,2762	103%	27,99%	-47,35%	-38,99%	-20,75%	3,42%	8,11848	1,316641491	16,22%



**B32. MILLENIUM EMEA ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ**

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβλητικότητα
2004	4,1978	100%								
2005	5,9563	142%	41,89%					4,924199	0,5553686	11,28%
2006	7,5013	179%	25,94%	78,70%				6,568586	0,430192765	6,55%
2007	9,215	220%	22,85%	54,71%	119,52%			8,291111	0,572713841	6,91%
2008	4,3447	103%	-52,85%	-42,08%	-27,06%	3,50%		7,041908	1,310545805	18,61%
2009	6,5355	156%	50,42%	-29,08%	-12,88%	9,72%	55,69%	5,094137	0,834527155	16,38%

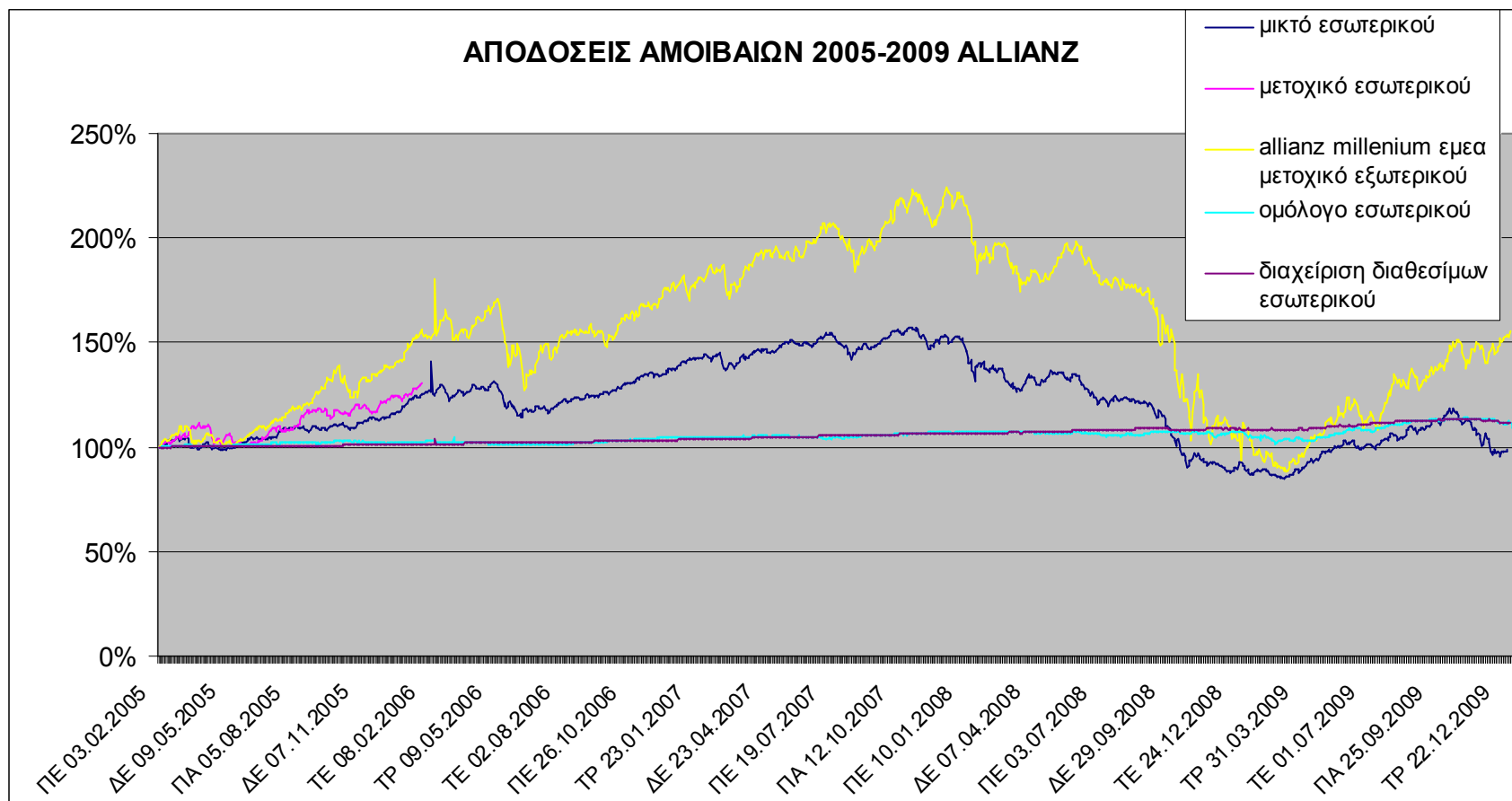
**B33. ΟΜΟΛΟΓΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ**

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβλητικότητα
2004	7,6589	100%								
2005	7,8603	103%	2,63%					7,782751	0,061771872	0,007937
2006	8,0086	105%	1,89%	4,57%				7,859502	0,086450489	0,010999
2007	8,2248	107%	2,70%	4,64%	7,39%			8,089333	0,070936755	0,008769
2008	8,0472	105%	-2,16%	0,48%	2,38%	5,07%		8,168102	0,056016308	0,006858
2009	8,314	109%	3,32%	1,08%	3,81%	5,77%	8,55%	8,348835	0,29053829	0,0348

**B34. ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ**

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβλητικότητα
2004	5,2196	100%								
2005	5,2877	101%	1,30%					5,251855	0,018889588	0,36%
2006	5,4051	104%	2,22%	3,55%				5,342391	0,032267099	0,60%
2007	5,5622	107%	2,91%	5,19%	6,56%			5,491658	0,046797813	0,85%
2008	5,6742	109%	2,01%	4,98%	7,31%	8,71%		5,632539	0,040044183	0,71%
2009	5,847	112%	3,05%	5,12%	8,18%	10,58%	12,02%	5,791225	0,094746125	1,64%

## ΓΡΑΦΙΚΗ ΑΠΕΙΚΟΝΙΣΗ ΤΗΣ 5ΕΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΤΗΣ ALLIANZ (B35)



**Β36. ΟΜΟΛΟΓΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ**

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβλητικότητα
2004	17,0845	100%								
2005	16,7041	98%	-2,23%					17,08986	0,169033	0,99%
2006	16,7785	98%	0,45%	-1,79%				16,64706	0,11669	0,70%
2007	16,9271	99%	0,89%	1,34%	-0,92%			16,81834	0,090575	0,54%
2008	15,3911	90%	-9,07%	-8,27%	-7,86%	-9,91%		16,46939	0,498747	3,03%
2009	16,7698	98%	8,96%	-0,93%	-0,05%	0,39%	-1,84%	16,88181	0,812725	4,81%

**Β37. ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ**

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβλητικότητα
2004	4,8713	100%								
2005	4,9411	101%	1,43%					4,90702	0,019782	0,40%
2006	5,0424	104%	2,05%	3,51%				4,990059	0,02875	0,58%
2007	5,1952	107%	3,03%	5,14%	6,65%			5,124166	0,043833	0,86%
2008	5,4702	112%	5,29%	8,48%	10,71%	12,29%		5,289598	0,081424	1,54%
2009	5,7939	119%	5,92%	11,52%	14,90%	17,26%	18,94%	5,653009	0,107384	1,90%

**Β38. ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΜΕΤ. ΑΞΙΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ**

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβλητικότητα
2004	2,5831	100%								
2005	3,2154	124%	24,48%					2,814055	0,198272	7,05%
2006	4,0837	158%	27,00%	58,09%				3,623528	0,204758	5,65%
2007	4,8694	189%	19,24%	51,44%	88,51%			4,550136	0,222034	4,88%
2008	2,0008	77%	-58,91%	-51,01%	-37,77%	-22,54%		3,433173	0,786636	22,91%
2009	2,3067	89%	15,29%	-52,63%	-43,51%	-28,26%	-10,70%	2,321949	0,301483	12,98%

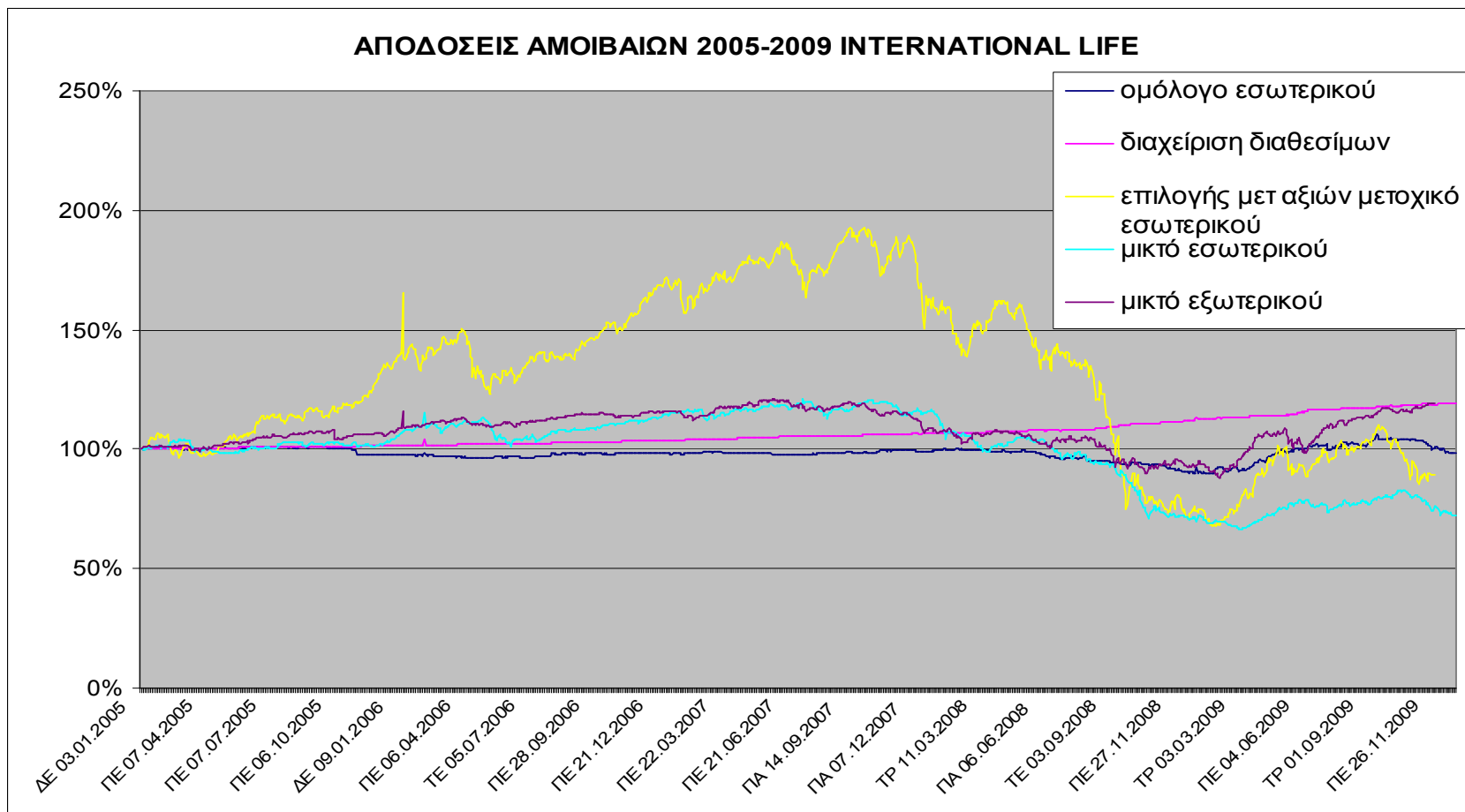
**Β39. ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ**

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβλητικότητα
2004	7,5533	100%								
2005	7,8726	104%	4,23%					7,647467	0,114986	1,50%
2006	8,5385	113%	8,46%	13,04%				8,205922	0,217919	2,66%
2007	8,7678	116%	2,69%	11,37%	16,08%			8,817041	0,142988	1,62%
2008	5,3755	71%	-38,69%	-37,04%	-31,72%	-28,83%		7,12498	0,949838	13,33%
2009	5,4701	72%	1,45%	-37,61%	-35,94%	-30,52%	-27,58%	5,665164	0,322734	5,70%

**Β40. ΜΙΚΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ**

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	Τυπική απόκλιση	μεταβλητικότητα
2004	2,7183	100%								
2005	2,8784	106%	5,89%					2,81862	0,067538	2,40%
2006	3,1053	114%	7,88%	14,24%				3,031663	0,063924	2,11%
2007	3,1171	115%	0,38%	8,29%	14,67%			3,177535	0,055141	1,74%
2008	2,5687	94%	-17,59%	-17,28%	-10,76%	-5,50%		2,79097	0,154761	5,55%
2009	3,2393	119%	26,11%	3,92%	4,32%	12,54%	19,17%	2,86566	0,251941	8,79%

## ΓΡΑΦΙΚΗ ΑΠΕΙΚΟΝΙΣΗ ΤΗΣ 5ΕΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΤΗΣ INTERNATIONAL LIFE (B41)



***B42. EUROBOND ΟΜΟΛΟΓΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ***

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβατικότητα
2004	3,9897	100%								
2005	3,9839	100%	-0,15%					4,010186	0,015165	0,38%
2006	3,9879	100%	0,10%	-0,05%				3,981808	0,007339	0,18%
2007	4,0154	101%	0,69%	0,79%	0,64%			4,014959	0,01843	0,46%
2008	3,8965	98%	-2,96%	-2,29%	-2,19%	-2,34%		4,010475	0,050836	1,27%
2009	3,9722	100%	1,94%	-1,08%	-0,39%	-0,29%	-0,44%	4,050328	0,146125	3,61%

***B43. EUROINVEST ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ***

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβατικότητα
2004	2,095	100%								
2005	2,2727	108%	8,48%					2,159719	0,072035	3,34%
2006	2,6612	127%	17,09%	27,03%				2,447635	0,09105	3,72%
2007	2,8908	138%	8,63%	27,20%	37,99%			2,773416	0,073183	2,64%
2008	1,8008	86%	-37,71%	-32,33%	-20,76%	-14,04%		2,314963	0,290297	12,54%
2009	1,9854	95%	10,25%	-31,32%	-25,39%	-12,64%	-5,23%	2,012135	0,18757	9,32%

**B44. ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ**

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβατικότητα
2004	7,9308	100%								
2005	10,3907	131%	31,02%					8,997594	0,673831	7,49%
2006	12,4694	157%	20,01%	57,23%				11,35729	0,609367	5,37%
2007	14,1843	179%	13,75%	36,51%	78,85%			13,30214	0,541387	4,07%
2008	5,434	69%	-61,69%	-56,42%	-47,70%	-31,48%		9,70996	2,416539	24,89%
2009	6,6758	84%	22,85%	-52,94%	-46,46%	-35,75%	-15,82%	6,566773	1,007026	15,34%

**B45. BOND ΟΜΟΛΟΓΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ**

Ημερομηνία	Καθαρή Τιμή	2005=100	ετήσια απόδοση	απόδοση 2ετίας	απόδοση 3ετίας	απόδοση 4ετίας	απόδοση 5ετίας	μέσο	τυπική απόκλιση	μεταβατικότητα
2004	5,0969	100%								
2005	5,03	99%	-1,31%					5,125226	0,048052	0,94%
2006	5,1588	101%	2,56%	1,21%				5,062279	0,048662	0,96%
2007	5,0208	99%	-2,68%	-0,18%	-1,49%			5,158389	0,068103	1,32%
2008	3,1168	61%	-37,92%	-39,58%	-38,04%	-38,85%		4,522912	0,650861	14,39%
2009	3,5035	69%	12,41%	-30,22%	-32,09%	-30,35%	-31,26%	3,259747	0,285545	8,76%

## ΓΡΑΦΙΚΗ ΑΠΕΙΚΟΝΙΣΗ ΤΗΣ 5ΕΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΠΙΣΤΗΣ (B46)

