



ΕΘΝΙΚΟ ΜΕΤΣΟΒΙΟ ΠΟΛΥΤΕΧΝΕΙΟ
ΣΧΟΛΗ ΗΛΕΚΤΡΟΛΟΓΩΝ ΜΗΧΑΝΙΚΩΝ ΚΑΙ Μ/Υ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΣΧΟΛΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ ΚΑΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ
ΤΜΗΜΑΤΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ
ΔΙΑΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
«ΤΕΧΝΟ-ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ»



ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελλάδα την περίοδο της κρίσης

Αγγελική Ηλ. Καλκάνη

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝΤΕΣ ΚΑΘΗΓΗΤΕΣ:

Νικόλαος Ηρειώτης

Ευάγγελος Πούτος

Ιούλιος 2020

ΕΘΝΙΚΟ ΜΕΤΣΟΒΙΟ ΠΟΛΥΤΕΧΝΕΙΟ
ΣΧΟΛΗ ΗΛΕΚΤΡΟΛΟΓΩΝ ΜΗΧΑΝΙΚΩΝ ΚΑΙ Μ/Υ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΣΧΟΛΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ ΚΑΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ
ΤΜΗΜΑΤΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ
ΔΙΑΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
«ΤΕΧΝΟ-ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ»

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελλάδα την περίοδο της κρίσης

Αγγελική Ηλ. Καλκάνη

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ:

Νικόλαος Ηρειώτης

Ευάγγελος Πούτος

Εγκρίθηκε από την τριμελή εξεταστική επιτροπή την

(Υπογραφή)

.....
Νικόλαος Ηρειώτης

(Υπογραφή)

.....
Ευάγγελος Πούτος

(Υπογραφή)

.....
Ιωάννης Ψαρράς

.....

Αγγελική Καλκάνη
Διπλωματούχος Ηλεκτρολόγος Μηχανικός και Μηχανικός Υπολογιστών
Ε.Μ.Π

Copyright © Αγγελική Καλκάνη, 2020

Copyright © Νικόλαος Ηρειώτης, 2020

Copyright © Ευάγγελος Πούτος, 2020

Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

Απαγορεύεται η αντιγραφή, αποθήκευση και διανομή της παρούσας εργασίας, εξ' ολοκλήρου ή τμήματος αυτής για εμπορικό σκοπό. Επιτρέπεται η ανατύπωση, αποθήκευση και διανομή για σκοπό μη κερδοσκοπικό, εκπαιδευτικής ή ερευνητικής φύσης υπό την προϋπόθεση να αναφέρεται η πηγή προέλευσης και να διατηρείται το παρόν μήνυμα. Ερωτήματα που αφορούν τη χρήση της εργασίας για κερδοσκοπικό σκοπό πρέπει να απευθύνονται προς τον συγγραφέα.

Οι απόψεις και τα συμπεράσματα που περιέχονται σε αυτό το έγγραφο εκφράζουν τον συγγραφέα και δεν πρέπει να ερμηνευθεί ότι αντιπροσωπεύουν τις επίσημες θέσεις του Εθνικού Μετσόβιου Πολυτεχνείου και του Πανεπιστημίου Πειραιώς.

Περιεχόμενα

Περίληψη.....	6
Abstract	7
Ευχαριστίες.....	8
Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή.....	11
1.1 Το οικονομικό περιβάλλον στην Ελλάδα το 2019	11
1.2 Επενδύσεις στον ελληνικό χώρο	12
1.3 Ο ρόλος των επενδύσεων χαρτοφυλακίου και των αμοιβαίων κεφαλαίων.....	12
1.4 Στόχος της παρούσας διπλωματικής Εργασίας	13
Κεφάλαιο 2: Θεωρητικό πλαίσιο.....	14
2.1 Θεωρία χαρτοφυλακίου.....	14
2.2 Η διαφοροποίηση των αμοιβαίων κεφαλαίων	15
2.2.1 Η σπουδαιότητα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων ως επενδυτικού εργαλείου	15
2.2.2 Τρόποι διαφοροποίησης Αμοιβαίων Κεφαλαίων	16
2.3 Επενδυτικές τεχνικές	20
2.3.1 Επενδυτικές φιλοσοφίες	21
2.3.2 Τεχνικές επενδυτικών στρατηγικών	22
2.4 Αποδοτικότητα και πρόβλεψη αποδοτικότητας	23
2.4.1 Οι κλασσικές απόψεις	23
2.4.2 Οι νεότερες απόψεις	25
2.5 Επενδυτικά προφίλ	26
Κεφάλαιο 3: Θεσμικό πλαίσιο.....	30
3.1 Τι είναι και πώς λειτουργούν τα αμοιβαία κεφάλαια	30
3.1.1 Ο κανονισμός του αμοιβαίου κεφαλαίου	30
3.1.2 Το Ενημερωτικό Δελτίο	31
3.1.3 Ημερομηνίες Λογιστικών Καταστάσεων	32
3.1.4 Η Διάθεση των μεριδίων	32
3.2 Θεσμικό και εποπτικό πλαίσιο	33
3.2.1 Ισχύοντες Νόμοι.....	33
3.2.2 Όρια επενδυτικής πολιτικής	35
3.2.3 Κατηγοριοποίηση των αμοιβαίων κεφαλαίων.....	35
3.2.4 Εποπτεία και Επίβλεψη	36
Κεφάλαιο 4: Εμπειρική μελέτη	42
4.1 Το δείγμα και οι μεταβλητές	42
4.1.1 Το δείγμα.....	42
4.1.2 Υπολογισμός μεταβλητών.....	45

4.2 Εμπειρικά αποτελέσματα	47
4.2.1 Ο κίνδυνος και η απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων	47
4.2.2 Σχέση κινδύνου και απόδοσης.....	61
Κεφάλαιο 5: Συμπεράσματα.....	72
Κεφάλαιο 6: Βιβλιογραφία.....	75
Κεφάλαιο 7: Παράρτημα.....	77

Περίληψη

Στην παρούσα διπλωματική εργασία, γίνεται διεξοδική μελέτη και ανάλυση των τιμών των αμοιβαίων κεφαλαίων της Ελληνικής Οικονομίας στην διάρκεια της κρίσης, από το 2008 έως το 2019. Με αυτό τον τρόπο, μπορούμε να συμπεράνουμε το πώς η οικονομική κρίση επηρέασε τις τιμές των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Αρχικά γίνεται βιβλιογραφική έρευνα και καταγραφή του οικονομικού περιβάλλοντος στην Ελλάδα,[1] του θεωρητικού πλαισίου της θεωρίας Χαρτοφυλακίου, των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και των Επενδυτικών Τεχνικών[2].

Στη συνέχεια καταγράφεται διεξοδικά το Θεσμικό και Εποπτικό πλαίσιο και οι Ισχύοντες Νόμοι [3]

Η μεθοδολογία που εφαρμόστηκε καθώς επίσης και τα δεδομένα που αναλύθηκαν στα κεφάλαια που ακολουθούν, συνοπτικά έχει ως εξής: καταρχήν καταγράφηκαν οι ημερήσιες τιμές των Αμοιβαίων Κεφαλαίων όλων των κατηγοριών της Εθνικής Τράπεζας από 1.1.2018-31.12.2019. Στη συνέχεια υπολογίστηκαν και μελετήθηκαν οι δείκτες της απόδοσης και του κινδύνου και η μεταξύ τους σχέση.

Τα αποτελέσματα εφαρμογής της μελέτης αυτής, κρίνονται ιδιαίτερος ικανοποιητικά.

Λέξεις κλειδιά: Επενδυτικά Προϊόντα, Αμοιβαία Κεφάλαια, Θεωρία Χαρτοφυλακίου, Οικονομική Κρίση

Abstract

In the current dissertation, a detailed study and analysis is carried out regarding the prices of the mutual funds in the Greek economy during the financial crisis from 2008 to 2019. Thereby, it can be surmised how the financial crisis affected the prices of the mutual funds.

Initially, a literature research and recording was conducted with respect to: the Financial Environment in Greece, [1] the theoretical framework which was developed regarding the Portfolio Theory, the Mutual Funds and the Investment Techniques [2].

Additionally, a thorough analysis was undertaken about the institutional and supervisory framework, as well as the applicable laws[3]. The methodology adopted for the data analysis in the following chapters can be defined as follows: firstly, the mutual funds daily prices of each category issued by the National Bank from 1.1.2018 to 31.12.2019 were recorded. Secondly, the performance and risk indicators were analyzed and measured as well how they can be correlated.

Applying the outcome of this research is considered more than satisfactory.

Keywords: Investments, Mutual Funds, Portfolio Theory, Financial Crisis

Ευχαριστίες

Η ολοκλήρωση της διπλωματικής μου εργασίας σηματοδοτεί το τέλος των μεταπτυχιακών μου σπουδών στο Εθνικό Μετσόβιο Πολυτεχνείο. Στο σημείο αυτό θα ήθελα να εκφράσω τις ευχαριστίες μου σε όσους με βοήθησαν στην περάτωση των σπουδών μου.

Καταρχάς, θα ήθελα να ευχαριστήσω τους καθηγητές μου, κ. Ευάγγελο Πούτο & κ. Νικόλαο Ηρειώτη για την ανάθεση και την επίβλεψη της διπλωματικής μου εργασίας, δίνοντάς μου την ευκαιρία να ασχοληθώ με ένα τόσο ενδιαφέρον κι επίκαιρο ερευνητικό θέμα. Επίσης θα ήθελα να τους ευχαριστήσω για την έμπρακτη βοήθειά τους και την καθοδήγησή τους καθ' όλη τη διάρκεια εκπόνησης της διπλωματικής μου εργασίας καθώς και για την εξαιρετική τους αντιμετώπιση.

Στη συνέχεια θα ήθελα να ευχαριστήσω τους συναδέλφους μου στην Εθνική Τράπεζα, τον Διευθυντή κ. Γιώργο Μαρίνο, τον Υποδιευθυντή κ. Στέλιο Παντουβάκη, τον κ. Χάρη Μπρότσικα, τον κ. Νίκο Ρέππα, τον κ. Ιωσήφ Γύπαρη που από την πρώτη στιγμή της συνεργασίας μας ήταν πάντα πρόθυμοι να με βοηθήσουν, να με συμβουλέψουν και να με στηρίζουν καθώς επίσης και τον κ. Νίκο Παϊβανά που με εφοδίασε με τα απαραίτητα στοιχεία για την μελέτη μου. Επίσης, θα ήθελα να εκφράσω την ευγνωμοσύνη μου στους managers και συναδέλφους μου στην ΕΥ Γιώργο Κολόμβο, Σταυρούλα Φώτου, Νικήτα Δεσποτίδη, Κωνσταντίνα Γρηγοροπούλου, Χριστίνα Ποτολίδου, Πέγκυ Γιαννακοπούλου και ιδιαιτέρως στον Partner κ. Ηλία Βυζά, που από την στιγμή της πρόσληψής μου ήταν ενθαρρυντικοί και πρόθυμοι να με στηρίζουν και να με συμβουλέψουν ώστε να ολοκληρώσω επιτυχώς τις μεταπτυχιακές μου σπουδές.

Ακόμα, θα ήθελα να εκφράσω τις ευχαριστίες και την ευγνωμοσύνη μου στην καλή μου φίλη και συνάδελφο Ελένη Δανιά για την υποστήριξή της καθ' όλη τη διάρκεια της διπλωματικής μου εργασίας.

Κλείνοντας, θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένειά μου, τους γονείς μου Ηλία και Αθανασία, τη θεία μου Σοφία και τα αδέρφια μου Παναγιώτη, Βαγγέλη και Δήμητρα για τη στήριξη και την αγάπη τους.

Τέλος, δε θα μπορούσα να παραλείψω να ευχαριστήσω τους φίλους μου, που είναι πάντα συνοδοιπόροι πλάι μου.

Και τω Θεώ δόξα!

Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή [\[1\]](#), [\[2\]](#), [\[3\]](#)

1.1 Το οικονομικό περιβάλλον στην Ελλάδα το 2019

Το 2019 συμπληρώθηκαν δέκα χρόνια μετά την εκδήλωση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης. Η κρίση αυτή αποτέλεσε τη χειρότερη ύφεση στην ιστορία της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η δημοσιονομική και μακροοικονομική προσαρμογή στη ζώνη του Ευρώ ήταν ιδιαίτερα εντυπωσιακή για τις χώρες μέλη που επλήγησαν περισσότερο. Ανάμεσα σε αυτές και η Ελλάδα.

Ενθαρρυντικές είναι οι θετικές οικονομικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ καθώς η προσπάθεια των χωρών-μελών έχουν ενθαρρυντικά αποτελέσματα. Πιο αναλυτικά, η ανεργία μειώθηκε σε 8,7% το Δεκέμβριο του 2017, το χαμηλότερο ποσοστό από τον Ιανουάριο του 2009, ενώ ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ εκτιμάται ότι επιταχύνθηκε σε 2,4% το 2017, τον υψηλότερο ρυθμό μετά την παγκόσμια κρίση. [\[1\]](#)

Το πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής και η απόφαση του Eurogroup της 22ας Ιουνίου 2018, βελτίωσε σημαντικά τη βιωσιμότητα του ελληνικού δημόσιου χρέους μεσοπρόθεσμα. Τα αποτελέσματα των παραπάνω είχαν θετική επίδραση στην εμπιστοσύνη. Με αυτό τον τρόπο αυτό ενισχύθηκε η ρευστότητα των τραπεζών. [\[3\]](#)

Σταδιακά έγινε ο περιορισμός και στη συνέχεια ο μηδενισμός της έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα από την Τράπεζα της Ελλάδος (ΕΛΑ). Στη συνέχεια ακολούθησε και η άρση των περισσότερων περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων στη διάρκεια του 2018.

Τα παραπάνω είχαν θετικό αντίκτυπο στην πραγματική οικονομία καθώς το 2018, η ελληνική οικονομία σημείωσε ρυθμό ανάπτυξης 1,9%. Οι σημαντικότεροι παράγοντες που συνέβαλαν στη μεγέθυνση της ελληνικής οικονομίας ήταν οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών και η ιδιωτική κατανάλωση. Στην μείωση του ποσοστού ανεργία συνέβαλε η αύξηση της απασχόλησης. [\[2\]](#)

Έτος θετικών και ενθαρρυντικών εξελίξεων μπορεί να θεωρηθεί το 2019 για την ελληνική οικονομία και το ελληνικό τραπεζικό σύστημα.

Η αναπτυξιακή δυναμική της χώρας σημείωσε ανάπτυξη με ρυθμό 1,9%, παρά την σε λιγότερο βαθμό μεγέθυνση της ευρωπαϊκής οικονομίας. Οι τραπεζικές καταθέσεις αυξήθηκαν, οι συνθήκες χρηματοδότησης των τραπεζών σημείωσαν θετική πρόοδο και με αυτό τον τρόπο κερδήθηκε ξανά η εμπιστοσύνη στο τραπεζικό σύστημα. Με τα παραπάνω οδηγηθήκαμε στην κατάργηση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων από την 1η Σεπτεμβρίου 2019, κάτι που συνέβαλλε στην ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας. Οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών και εταιρικών ομολόγων αποκλιμακώθηκαν σημαντικά. Η αναβάθμιση του αξιόχρεου της Ελλάδος και η έκδοση ομολόγων με χαμηλό επιτόκιο επιβεβαιώνει την πρόοδο που έχει συντελεστεί. Η ελληνική οικονομία βίωσε κατά την τελευταία δεκαετία τη χειρότερη κρίση στη μεταπολεμική ιστορία της και κατόρθωσε να διορθώσει τις σημαντικές μακροοικονομικές και δημοσιονομικές ανισορροπίες. [\[1\]](#)

1.2 Επενδύσεις στον ελληνικό χώρο

Οι επενδύσεις το 2019 σημείωσαν αύξηση 3,1%, σε σχέση με την 2,3% αύξηση του 2018. Οι επιχειρηματικές επενδύσεις επιβραδύνθηκαν το 2019, μεσοπρόθεσμα ωστόσο υπάρχει πρόβλεψη πως θα ενδυναμωθούν από την επίδραση αρκετών παραγόντων, όπως η αναμενόμενη βελτίωση της κερδοφορίας των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, οι ευνοϊκές χρηματοδοτικές συνθήκες καθώς και ο υψηλός βαθμός χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού.

Η συνολική επενδυτική δραστηριότητα στην ΕΕ έχει σημειώσει ανάκαμψη τα τελευταία χρόνια, στην οποία συνέβαλλαν τα χαμηλά επιτόκια και οι ευνοϊκές χρηματοοικονομικές συνθήκες.

Πιο αναλυτικά, το 2019 ο ακαθάριστος σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου διαμορφώθηκε σε 20,6% του πραγματικού ΑΕΠ της ΕΕ, ποσοστό που είναι σημαντικά κοντά στο μέσο όρο εικοσαετίας. Παρ' όλα αυτά, τόσο οι ιδιωτικές όσο και οι δημόσιες επενδύσεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση ως ποσοστό του ΑΕΠ υστερούν σε όρους καθαρού σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου (εξαιρουμένης της απόσβεσης) έναντι του αντίστοιχου μακροχρόνιου μέσου όρου, ενώ παραμένουν υποτονικές στις χώρες του ευρωπαϊκού Νότου, οι οποίες επλήγησαν περισσότερο από την κρίση. Επίσης, η Ευρωπαϊκή Ένωση υπολείπεται σημαντικά έναντι άλλων υπολοίπων προηγμένων οικονομιών, και ειδικά σε σχέση με αυτή των ΗΠΑ, όσον αφορά τις πιο παραγωγικές επενδύσεις. Επενδύσεις που έχουν να κάνουν με τον μηχανολογικό και μεταφορικό εξοπλισμό καθώς και επενδύσεις σε άυλα αγαθά. Οι παραγωγικές επενδύσεις ως σύνολο παρουσιάζει σημαντικά θετική συσχέτιση με το ρυθμό μεγέθυνσης των οικονομιών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, κάτι που καταδεικνύει την ιδιαίτερη βαρύτητα των επενδύσεων βραχυχρόνια σε σχέση με τις αναπτυξιακές προοπτικές της Ευρωπαϊκής Ένωσης αλλά και μακροχρόνια σε σχέση με τη βελτίωση της χαμηλής παραγωγικότητας σε ένα περιβάλλον τεχνολογικών αλλαγών και νέων προκλήσεων. Αξίζει να σημειωθεί πως ο ρόλος των επενδύσεων για την ενίσχυση της ανάπτυξης είναι ιδιαίτερα σημαντικός. Η αύξηση των επενδύσεων (ως ποσοστού του ΑΕΠ) αποτελεί βασική προϋπόθεση για την ενίσχυση της έως τώρα αναιμικής οικονομικής ανάκαμψης στην ΕΕ και τη δημιουργία νέων θέσεων απασχόλησης και ταυτόχρονα συμβάλλει καθοριστικά στην αύξηση του κεφαλαιακού αποθέματος και του δυναμικού προϊόντος μεσοπρόθεσμα. Παράλληλα, η αύξηση των επενδύσεων έχει καίρια σημασία για την αντιμετώπιση μιας σειράς διαρθρωτικών προκλήσεων που αναμένεται να καθορίσουν τη δυναμική της ανάπτυξης και την ανταγωνιστικότητα της Ευρωπαϊκής Ένωσης διεθνώς.^[1]

1.3 Ο ρόλος των επενδύσεων χαρτοφυλακίου και των αμοιβαίων κεφαλαίων

Στις επενδύσεις χαρτοφυλακίου, η καθαρή αύξηση των απαιτήσεων των κατοίκων έναντι του εξωτερικού αντανάκλα κυρίως την αύξηση (κατά 25,0 δισ. ευρώ) των τοποθετήσεων κατοίκων σε ομόλογα και έντοκα γραμμάτια εξωτερικού. Η αύξηση

αυτή στο μεγαλύτερο μέρος της συνδέεται με την τιτλοποίηση δανείων των συστημικών πιστωτικών ιδρυμάτων, που πραγματοποιήθηκε το Σεπτέμβριο του 2019. Ταυτόχρονα υπήρξε ανάλογη αύξηση των υπολοίπων επενδύσεων των μη κατοίκων στην Ελλάδα. Η συναλλαγή αυτή δεν επηρέασε την καθαρή θέση του τομέα πιστωτικών ιδρυμάτων. Ταυτόχρονα, η αύξηση των υποχρεώσεων των κατοίκων έναντι του εξωτερικού οφείλεται κυρίως στην αύξηση (κατά 1,7 δισ. ευρώ) των τοποθετήσεων μη κατοίκων σε ομόλογα και έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου.

Από το σύνολο του ενεργητικού, τα 8,9 δισ. ευρώ ήταν τοποθετημένα σε κρατικά ομόλογα (47%) και τα 2,4 δισ. ευρώ σε εταιρικά ομόλογα (13%). Επιπλέον, το ποσό των 2,7 δισ. ευρώ σχετιζόταν με επενδύσεις για ασφαλίσσεις, τον επενδυτικό κίνδυνο των οποίων έχουν οι ασφαλισμένοι (14%). Από αυτά το 63% επενδύθηκε σε αμοιβαία κεφάλαια και το 16% σε χρηματικά διαθέσιμα και καταθέσεις. Σε σχέση με το 2018, παρατηρήθηκε αύξηση των επενδύσεων για ασφαλίσσεις τον επενδυτικό κίνδυνο των οποίων φέρουν οι ασφαλισμένοι, συγκεκριμένα σε χρηματικά διαθέσιμα και σε κρατικά ομόλογα. [\[1\]](#)

1.4 Στόχος της παρούσας διπλωματικής Εργασίας

Στην παρούσα διπλωματική εργασία γίνεται μια προσπάθεια μελέτης της πορείας των αμοιβαίων κεφαλαίων στην περίοδο της κρίσης. Αρχικά παρουσιάζεται το θεωρητικό πλαίσιο των αμοιβαίων κεφαλαίων. Στη συνέχεια αναλύεται το θεσμικό πλαίσιο των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα. Τέλος, με δεδομένα τα Αμοιβαία Κεφάλαια της Εθνικής Τράπεζας και τις τιμές αυτών όπως διαμορφώθηκαν από 1.1.2008 έως 31.12.2009 γίνεται μια μελέτη της απόδοσης και του κινδύνου τους ώστε να παρουσιαστεί η πορεία τους τα έντεκα αυτά χρόνια και κατά πόσο αυτή επηρεάστηκε από την οικονομική κρίση.

Κεφάλαιο 2: Θεωρητικό πλαίσιο

2.1 Θεωρία χαρτοφυλακίου [7]

Η θεωρία χαρτοφυλακίου (portfolio theory) αναφέρεται στον τρόπο δημιουργίας χαρτοφυλακίου ενός επενδυτή. Πιο συγκεκριμένα, αναφέρεται στον συνδυασμό των περιουσιακών στοιχείων ενός επενδυτή· περιουσιακά στοιχεία που έχει επενδύσει και κατέχει ένας επενδυτής. Πατέρας της Σύγχρονης Θεωρίας Χαρτοφυλακίου είναι ο Harry Markowitz με το άρθρο του «Portfolio Selection» το 1952 και στη συνέχεια με την έκδοση του ομώνυμου βιβλίου του το 1959. Το βιβλίο περιλαμβάνει τις ιδέες και τις προτάσεις που σχετίζονται με πολλές από τις μεταγενέστερες εξελίξεις του κλάδου. Πάνω στο μοντέλο το Markowitz, σύμφωνα με το οποίο ένας επενδυτής μπορεί να δημιουργήσει «άριστα» χαρτοφυλάκια, κτίστηκε η Σύγχρονη Θεωρία Χαρτοφυλακίου.

Η αναμενόμενη απόδοση ενός χαρτοφυλακίου εκφράζεται ως ο σταθμικός μέσος όρος των αποδόσεων που αναμένονται από τα αξιόγραφα ενός χαρτοφυλακίου. Οι σταθμίσεις είναι τα ποσοστά ή τα βάρη των συνολικών κεφαλαίων που έχουν επενδυθεί και έχουν τοποθετηθεί σε κάθε αξιόγραφο.

Το πρόβλημα του χαρτοφυλακίου, όπως διατυπώθηκε από τον Markowitz, σχετίζεται με την επιλογή του μέσου και της διακύμανσης ενός επενδυτικού χαρτοφυλακίου. Ο Markowitz απέδειξε το θεμελιώδες θεώρημα για το βέλτιστο συνδυασμό του μέσου και της διακύμανσης του χαρτοφυλακίου.

Ο βέλτιστος συνδυασμός ενός χαρτοφυλακίου προκύπτει

- ✓ είτε μέσω της διακράτησης σταθερής διακύμανσης και την ταυτόχρονη τη μεγιστοποίηση της αναμενόμενης απόδοσης
- ✓ είτε μέσω της διακράτησης σταθερής αναμενόμενης απόδοσης με ταυτόχρονη ελαχιστοποίηση της διακύμανσης.

Με βάση τα παραπάνω, ο επενδυτής ανάλογα με τις προτιμήσεις και την αποστροφή του ως προς τον κίνδυνο, επιλέγει ένα χαρτοφυλάκιο, εξετάζοντας όχι μόνο μεμονωμένα χαρακτηριστικά του χαρτοφυλακίου αλλά και τον κίνδυνο, σε συλλογική βάση. Εξετάζει δηλαδή και τη συσχέτιση κάθε αξιόγραφου με τα υπόλοιπα αξιόγραφα του χαρτοφυλακίου.

Ο κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου καθορίζεται από

- ✓ τις διακυμάνσεις των αποδόσεων κάθε αξιογράφου
- ✓ τις συνδιακυμάνσεις των αποδόσεων μεταξύ των αξιογράφων του ίδιου χαρτοφυλακίου
- ✓ τις σταθμίσεις του κάθε αξιόγραφου, δηλαδή το ποσοστό της αξίας του χαρτοφυλακίου που έχει επενδυθεί στο αξιόγραφο αυτό

Αξίζει να σημειωθεί, πως όταν προστίθεται ένα αξιόγραφο σε ένα χαρτοφυλάκιο, που ήδη περιλαμβάνει έναν αριθμό αξιογράφων, η μέση συνδιακύμανση επηρεάζει περισσότερο τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου, σε σχέση με την τυπική απόκλιση των αποδόσεων του αξιόγραφου που προστίθεται στο χαρτοφυλάκιο. Πιο αναλυτικά, **η σπουδαιότητα της συνδιακύμανσης των αποδόσεων μεταξύ των αξιογράφων του ίδιου χαρτοφυλακίου, υπερισχύει της σπουδαιότητας του κινδύνου του κάθε μεμονωμένου αξιογράφου.**

Ένα χαρτοφυλάκιο λέγεται **καθολικής ελάχιστης διακύμανσης** όταν έχει τη μικρότερη διακύμανση από όλα τα χαρτοφυλάκια που μπορούν να δημιουργηθούν με τους πιθανούς συνδυασμούς των περιουσιακών στοιχείων.

Η καμπύλη δυνατοτήτων ενός χαρτοφυλακίου, περιέχει το σύνολο των συνδυασμών της αναμενόμενης απόδοσης και της τυπικής απόκλισης των αποδόσεων όλων των πιθανών συνδυασμών των αξιογράφων ενός χαρτοφυλακίου.

Το εφικτό σύνολο χαρτοφυλακίων, είναι το σύνολο των συνδυασμών αναμενόμενης απόδοσης και τυπικής απόκλισης των αποδόσεων όλων των πιθανών συνδυασμών των αξιογράφων που περιέχονται σε πολλά χαρτοφυλάκια. Μπορούμε να πούμε πως πρόκειται για ένα σύνολο καμπυλών δυνατοτήτων πολλών χαρτοφυλακίων.

Αποτελεσματικό χαρτοφυλάκιο είναι το χαρτοφυλάκιο εκείνο που για δεδομένο επίπεδο κινδύνου παρέχει τη μεγαλύτερη απόδοση και σε δεδομένη απόδοση έχει τον μικρότερο κίνδυνο.

Αποτελεσματικό σύνολο είναι το σύνολο όλων των αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων, που περιλαμβάνουν ένα συγκεκριμένο αριθμό αξιογράφων.

Άριστο ή βέλτιστο χαρτοφυλάκιο είναι το αποτελεσματικό χαρτοφυλάκιο που έχει τη μεγαλύτερη χρησιμότητα για έναν επενδυτή.

2.2 Η διαφοροποίηση των αμοιβαίων κεφαλαίων

2.2.1 Η σπουδαιότητα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων ως επενδυτικού εργαλείου

Τα αμοιβαία κεφάλαια είναι επενδυτικά προϊόντα στα οποία μπορούν να συμμετέχουν επενδυτές με παρόμοιους επενδυτικούς στόχους και παρόμοια ανοχή στον επενδυτικό κίνδυνο.

Παρόλο που κάθε επενδυτής μπορεί να τα δημιουργήσει μόνος του, η πλειονότητα των επενδυτών προτιμά να αγοράζει μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων από το να δημιουργεί τα δικά της.

Οι λόγοι που οι επενδυτές οδηγούνται στην αγορά μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων μπορεί να είναι:

- ✓ Η άγνοια, σε ό,τι αφορά τις επενδύσεις, καθώς και η έλλειψη πληροφόρησης. Ενώ στην ουσία η αγορά μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων είναι μια απλή συναλλαγή, που μπορεί να μεγιστοποιήσει την ωφέλεια του επενδυτή.

- Οι καλά πληροφορημένοι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων μπορούν να πετύχουν καλύτερες αποδόσεις από τον μέσο επενδυτή, καθώς έχουν εξασφαλίσει οικονομία κλίμακας στο κόστος της πληροφόρησης.
- ✓ Η έλλειψη ικανού ποσού προς επένδυση. Οι επενδυτές συχνά αποτρέπονται από τη δημιουργία ενός πλήρως διαφοροποιημένου κεφαλαίου και εκτίθενται με αυτό τον τρόπο σε μη συστηματικό κίνδυνο, ο οποίος δεν τους προσφέρει καμία αποζημίωση. Αντιθέτως, η αγορά μόνο λίγων μεριδίων μικρής συνολικής αξίας, δίνει στους επενδυτές πολύ καλή διαφοροποίηση.
 - ✓ Το ελάχιστο κόστος απόκτησης επενδύσεων. Συγκριτικά με άλλες επενδύσεις όπως η αγορά μετοχών, η αγορά μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων, είναι συμφέρουσα. Άλλωστε οι οικονομίες κλίμακας και ο ανταγωνισμός μεταξύ των χρηματιστηριακών εταιριών μειώνει το κόστος δημιουργίας και αναθεώρησης, στο επίπεδο ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, αλλά όχι στο επίπεδο ενός μέσου επενδυτή.
 - ✓ Η ικανότητα ρευστοποίησης, αποτελεί μια πολύ σημαντική παράμετρο για μια επένδυση και ειδικά όταν δεν επιβαρύνεται ο επενδυτής με κόστος μεγαλύτερο του κόστους συναλλαγών. Αντίθετα η αδυναμία ρευστοποίησης της επένδυσης στον χρόνο που επιθυμεί ο επενδυτής, αυξάνει τον κίνδυνο οριστικής ρευστοποίησης με επαχθείς όρους. Ο μεριδιούχος μπορεί να επιστρέψει τα μερίδιά του στο αμοιβαίο κεφάλαιο και να εισπράξει την τιμή εξαγοράς, μοιραζόμενος με τους άλλους μεριδιούχους τον κίνδυνο από την αδυναμία ρευστοποίησης των επενδύσεων, κάτι που δε θα ίσχυε εάν είχε επιλέξει να δημιουργήσει ατομικό χαρτοφυλάκιο.
- Με βάση το παραπάνω, μπορούμε να συμπεράνουμε πως άτομα με σταθερή πηγή εισοδήματος, προτιμούν να αποταμιεύουν, ενώ άτομα που έχουν ήδη αποταμιεύσει ένα ικανό ποσό χρημάτων, επενδύουν σε αξιόγραφα που ενέχουν μεγάλο κίνδυνο ρευστότητας.
- Κάτι, που είναι κοινό και στις δυο παραπάνω κατηγορίες ατομικών επενδυτών, είναι η λογική της μείωσης του κόστους, με σκοπό πάντα την αύξηση της απόδοσης της επένδυσης.
- Δημιουργείται λοιπόν η ανάγκη διαφορετικών κατηγοριών επένδυσης για επενδυτές με διαφορετικά χαρακτηριστικά καθώς επίσης και η ύπαρξη ποσοστών κόστους διάθεσης και εξαγοράς μεριδίων ανά κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων.

2.2.2 Τρόποι διαφοροποίησης Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Τα αμοιβαία κεφάλαια, μπορούν να διαφοροποιηθούν μεταξύ τους προσελκύοντας νέα επενδυτικά κεφάλαια.

Εργαλεία που διαφοροποιούν τα αμοιβαία κεφάλαια μπορούν να είναι: η επιλογή της κατηγορίας της επένδυσης με τα κόστη διάθεσης και εξαγοράς μεριδίου, το είδος της ασκούμενης διαχείρισης, οι κατηγορίες των αμοιβαίων κεφαλαίων, η επενδυτική συμπεριφορά των διαχειριστών, οι υπηρεσίες και τα έξοδα προώθησης, η επιτυχία και αποδοτικότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων. Η χρήση των παραπάνω εργαλείων, ελλοχεύει ένα κίνδυνο παραπλάνησης των επενδυτών. Για το λόγο αυτό οι επιβλέπουσες αρχές περιορίζουν την ευελιξία των διαχειριστών.

Όταν οι διαχειριστές έχουν εξαντλήσει όλες τις δυνατότητες ελιγμού και χρήσης των παραπάνω εργαλείων, μπορούν να προβούν σε παύση του

αμοιβαίου κεφαλαίου, ρευστοποιώντας τις επενδύσεις πληρώνοντας την αξία του κεφαλαίου, ή να προβούν σε συγχώνευση του αμοιβαίου κεφαλαίου με κάποιο άλλο παρόμοιο της κατηγορίας του.

2.2.2.1 Κόστη διάθεσης και εξαγοράς μεριδίου

Το ποσοστό επί της καθαρής τιμής ενός μεριδίου που καταβάλλει ένας επενδυτής για να αποκτήσει το μερίδιο, **το κόστος κατάθεσης**, και το ποσοστό παρακράτησης επί της καθαρής τιμής του μεριδίου όταν το μερίδιο πωλείται στο αμοιβαίο κεφάλαιο, **το κόστος εξαγοράς**, αποτελούν σημαντικά εργαλεία για τη διαφοροποίηση των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Δύο είναι οι βασικές απόψεις για τη χρησιμότητα των ποσοστών και τον τρόπο διαχείρισής τους από τους διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων. Ο Αποτρεπτικός Μηχανισμός Ρευστοποίησης Μεριδίων και ο Μηχανισμός Χρέωσης Διαχειριστικής Ικανότητας. [4]

✓ Αποτρεπτικός Μηχανισμός Ρευστοποίησης Μεριδίων

Σύμφωνα με τον Chordia, τα κόστη διάθεσης και εξαγοράς μεριδίων επιτρέπουν το διαχωρισμό των επενδυτών σε αυτούς με μεγάλη πιθανότητα να πουλήσουν και σε αυτούς με μικρή πιθανότητα να πουλήσουν.

Τα αμοιβαία κεφάλαια καθώς επίσης και οι εναπομείναντες μεριδιούχοι, επιβαρύνονται τα επιπλέον έξοδα του κόστους της άμεσης ρευστοποίησης. Στα έξοδα του κόστους της άμεσης ρευστοποίησης περιλαμβάνονται τα κόστη της συναλλαγής, τα διαχειριστικά έξοδα, η μείωση της τιμής πώλησης και απροσδόκητες κεφαλαιακές ζημίες και φόροι.

Για την αποφυγή αυτών των εξόδων συνίσταται η δημιουργία ενός μηχανισμού αποτροπής ρευστοποίησης των μεριδίων των επενδυτών, όπως συμβαίνει εάν ο καταθέτης μιας προθεσμιακής κατάθεσης ζητήσει τα χρήματά του, πριν από τη λήξη της, ή όπως συμβαίνει όταν ένας δανειολήπτης επισπεύσει την αποπληρωμή ενός δανείου του.

Τα επιβαλλόμενα κόστη στην περίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων, βάζουν σε σκέψεις τον επενδυτή για το αν τον συμφέρει να επωμιστεί το κόστος της πρόωρης ανάληψης ή αποπληρωμής, καθιστώντας δύσκολη την πρόβλεψη της συμπεριφοράς τους από τους επενδυτικούς οργανισμούς.

Δημιουργήθηκε ο μηχανισμός της χρέωσης του κόστους εξαγοράς, ώστε να αναγκάζονται οι επενδυτές να λάβουν υπόψη το ποσοστό και να το συγκρίνουν με εναλλακτικές μορφές κτήσης ή χρήσης των χρημάτων. Όσο υψηλότερο είναι το κόστος της εξαγοράς, τόσο μεγαλύτερη είναι η αποτροπή εξαγοράς και το αντίστροφο.

Ένας ακόμα τρόπος αποφυγής των εξόδων, που προκύπτουν από την εσπευσμένη ρευστοποίηση αξιογράφων από τους επενδυτές, είναι η διατήρηση ενός μέρους του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου σε μετρητά και άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία του ενεργητικού.

Με τον τρόπο αυτό, το αμοιβαίο κεφάλαιο σχετικά γρήγορα και χωρίς κόστος ρευστοποίησης, μπορεί να ανταποκριθεί στην ανάγκη εξαγοράς μεριδίων.

Το παραπάνω όμως, κάνει τις επενδύσεις με περισσότερη ρευστότητα να έχουν μικρότερη προσδοκώμενη απόδοση και κίνδυνο από αυτές με λιγότερη ρευστότητα. Ταυτόχρονα απαιτεί μεγαλύτερο ποσό σε ρευστά. Στην περίπτωση που η πώληση αξιογράφων δεν είναι μεγάλη, χρειάζεται να πραγματοποιηθούν άμεσα πωλήσεις αξιογράφων και να δημιουργηθούν με τον τρόπο αυτό επιπρόσθετα έξοδα.

Ένας πιθανός τρόπος αποτροπής της ρευστοποίησης των μεριδίων είναι το κόστος της ρευστοποίησης να επιβαρύνει όσους εξέρχονται και όσους πρωτο-εισέρχονται στο αμοιβαίο κεφάλαιο, αποζημιώνοντας όσους παραμένουν στο αμοιβαίο κεφάλαιο, από τα επί πλέον έξοδα.

✓ Μηχανισμός Χρέωσης Διαχειριστικής Ικανότητας

Βασικό χαρακτηριστικό των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι πως είναι διαθέσιμα ανά πάσα ώρα και στιγμή να εξαγοράσουν τα μερίδια των μεριδιούχων στην καθαρή τιμή του μεριδίου της αγοράς.

Έστω πως δυο αμοιβαία κεφάλαια δημιουργήθηκαν στο ίδιο χαρτοφυλάκιο. Η ομάδα που διαχειρίζεται το ένα τα πάει πάρα πολύ καλά, ενώ η ομάδα που διαχειρίζεται το άλλο τα πάει χειρότερα. Θα περίμενε κανείς, τα αμοιβαία κεφάλαια της πρώτης κατηγορίας να αυξήσουν το κόστος που χρεώνουν στους πελάτες τους.

Σε αντίθεση με το παραπάνω, ο Gruber διατύπωσε αντίθετη άποψη.

Η χρέωση του βαθμού ικανότητας των διαχειριστών γίνεται μακροπρόθεσμα κι όχι βραχυπρόθεσμα. Έτσι πρόσφατα ανώτερα αποτελέσματα αποτιμώνται σε επόμενο χρονικό διάστημα και πρόσφατα κατώτερα αποτελέσματα δεν οδηγούν σε πτώση του κόστους βραχυχρόνια.

Ακόμα, δεν υπάρχει συνέπεια στην αποδοτικότητα από χρόνο σε χρόνο, εφόσον τα κόστη διάθεσης και εξαγοράς παραμένουν σταθερά

2.2.2.2 Είδος ασκούμενης διαχείρισης

Ένας διαχωρισμός των αμοιβαίων κεφαλαίων έχει να κάνει με τη διαχείριση. Μπορούν να χωριστούν σε ενεργητική και παθητική διαχείριση. [\[4\]](#)

✓ Ενεργητική διαχείριση

Στην ενεργητική διαχείριση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου γίνονται συνεχείς προσπάθειες ώστε το χαρτοφυλάκιο να πετύχει μεγαλύτερες αποδόσεις από αυτές τις αγοράς.

Για αυτό το λόγο, οι διαχειριστές του χαρτοφυλακίου, με συνεχείς αναλύσεις παίρνουν ανάλογες θέσεις στην αγορά, προσπαθώντας να πετύχουν αποδόσεις μεγαλύτερες της αγοράς, με κόστος που δεν ξεπερνά τις επιπλέον αποδόσεις που δημιουργούν.

✓ Παθητική διαχείριση

Στην παθητική διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου, οι διαχειριστές δεν απαιτείται να κάνουν συνεχείς αναλύσεις και κατά συνέπεια αναθεωρήσεις του χαρτοφυλακίου. Το χαρτοφυλάκιο προϋποθέτει κατά τη δημιουργία του, αλλά και στην ακολουθούμενη διαχείριση του συγκεκριμένους σκοπούς και κριτήρια, που δε θα πρέπει να τροποποιηθούν.

Οι λογικοί επενδυτές, με εξαίρεση τα αμοιβαία κεφάλαια δεικτών, καταφεύγουν σε αυτά με ενεργητική διαχείριση.

2.2.2.3 Κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων

Ένας βασικός διαχωρισμός των αμοιβαίων κεφαλαίων μεταξύ τους, είναι η κατηγορία που ανήκουν. Από τη στιγμή που οι κατηγορίες δεν είναι άπειρες και υπάρχει σαφής διαχωρισμός των επενδυτικών στόχων κάθε κατηγορίας, κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο προσελκύει επενδυτές που έχουν χαρακτηριστικά της κατηγορίας του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Κάτι που ξεχωρίζει ένα αμοιβαίο κεφάλαιο από άλλα της κατηγορίας του, είναι το στυλ που ακολουθεί η ομάδα που το διαχειρίζεται και η στρατηγική που αυτή ακολουθεί.

Τα αμοιβαία κεφάλαια θα πρέπει να ακολουθούν στυλ, ανάλογο της κατηγορίας που ανήκουν και των επενδυτικών στόχων της κατηγορίας αυτής. Διαφορετικά, δημιουργούνται προβλήματα κατά την αξιολόγησή της αποδοτικότητάς τους, όταν αυτή γίνεται ανά κατηγορία (εκτός κι αν αυτό είναι που θέλει να πετύχει η διαχειριστική ομάδα).

2.2.2.4 Η επενδυτική συμπεριφορά των διαχειριστών των αμοιβαίων κεφαλαίων

Η διαχειριστική ομάδα, δηλαδή το Διοικητικό Συμβούλιο, ο Γενικός Διευθυντής, ο Οικονομικός Διευθυντής και ο Υπεύθυνος Marketing, έχει την ευθύνη να εφαρμόσει την επενδυτική πολιτική ενός αμοιβαίου κεφαλαίου. Και είναι η συμπεριφορά της διαχειριστικής ομάδας τόσο σε λειτουργικά όσο και σε διαχειριστικά θέματα επένδυσης που κάνει ένα αμοιβαίο κεφάλαιο να ξεχωρίζει από άλλα της ίδιας κατηγορίας. [5]

Η συμπεριφορά της διαχειριστικής ομάδας επηρεάζεται από

✓ Προσωπικές Ικανότητες

Οι προσωπικές ικανότητες του διαχειριστή, που καλείται να εφαρμόσει μια λογική επενδυτική πολιτική αλλά και να την προσαρμόζει στις συνεχείς αλλαγές του επενδυτικού περιβάλλοντος καθώς επίσης και η εμπειρία του στη διαχείριση χαρακτηρίζουν το στυλ του.

✓ Η αγορά των διαχειριστών

Η αγορά των διαχειριστών είναι δυναμική και σε αυτή αξιολογούνται συνεχώς όλοι οι διαχειριστές με βάση τις επιτυχίες τους αλλά και με τη συνέπεια που επιδεικνύουν με τις πράξεις τους σε όσα υπόσχονται.

✓ Οικονομικά κίνητρα και συμπεριφορά

Στις περιπτώσεις όπου η αμοιβή των διαχειριστών αποτελείται πέραν του καθαρού μισθού τους και από ένα ποσοστό στην καθαρή αξία του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων, η μεγιστοποίηση της αμοιβής τους θα οδηγήσει στη μεγιστοποίηση του καθαρού ενεργητικού και άρα της καθαρής αξίας του μεριδίου.

2.2.2.5 Υπηρεσίες και έξοδα προώθησης

Τα αμοιβαία κεφάλαια ως χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί προσελκύουν χρήματα είτε για λόγους αποταμιευτικούς(βραχυπρόθεσμη επένδυση) είτε για λόγους επενδυτικούς(μακροπρόθεσμη επένδυση). Για να μπορούν να προσελκύσουν επενδυτές, χρησιμοποιούν διάφορους τρόπους για να ξεχωρίζουν με βάση το κόστος, τη διαχείρισή τους και την επενδυτική πολιτική.

Θα πρέπει ταυτόχρονα να διαφοροποιούνται και να προσφέρουν ανταγωνιστικές υπηρεσίες ώστε να προσελκύουν επενδυτές. Ακόμα θα πρέπει η ποιότητα των υπηρεσιών που προσφέρουν να είναι υψηλή. Τέλος η ενημέρωση των επενδυτών θα πρέπει να γίνεται με τρόπο που οι προσδοκώμενοι μεριδιούχοι να είναι γνώστες του επενδυτικού προϊόντος.

✓ Προσφερόμενες υπηρεσίες

Οι προσφερόμενες υπηρεσίες των αμοιβαίων κεφαλαίων σε μια ανταγωνιστική αγορά, δε διαφέρουν πάρα πολύ. Παρατηρείται συχνά πως σε αμοιβαία κεφάλαια που οι προσφερόμενες υπηρεσίες τους είναι κατώτερες από αυτές της αγοράς, να αναγκάζονται από τον κίνδυνο να απωλέσουν το ενεργητικό τους να αναβαθμίσουν τις υπηρεσίες που παρέχουν.

✓ Ενημέρωση επενδυτών

Η ενημέρωση των επενδυτών στη σημερινή εποχή γίνεται μέσω όλων των διαύλων επικοινωνίας, με κυριότερο το internet με δυναμικό τρόπο και αποτυπώνοντας ολόκληρο το εύρος της πληροφορίας.

✓ Η Σημασία των εξόδων marketing και της απόδοσης στην προσέλκυση επενδυτών

Για να μπορέσει ένας νέος επενδυτής να επιλέξει ένα αμοιβαίο κεφάλαιο θα πρέπει να είναι πολύ καλά ενημερωμένος.

Παρόλα αυτά οι προσφερόμενες υπηρεσίες και η διαφοροποίησή τους είναι οι πιο σημαντικοί παράγοντες για τον προσδιορισμό του κόστους διάθεσης και εξαγοράς ενός αμοιβαίου κεφαλαίου.

2.3 Επενδυτικές τεχνικές

Η αποδοτικότητα ενός χαρτοφυλακίου είναι η απόδοσή του σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα που μετράται σε σχέση με την απόδοση ανάλογων δεικτών και αμοιβαίων κεφαλαίων της ίδιας κατηγορίας.

Για να επιτευχθεί η υψηλή αποδοτικότητα ενός χαρτοφυλακίου, οι διαχειριστές του καταφεύγουν σε διάφορες τεχνικές, διαμορφώνοντας τις επενδυτικές φιλοσοφίες

ώστε να μπορούν να προσαρμόζονται άμεσα και να επωφελούνται από μεταβολές του επενδυτικού περιβάλλοντος.

2.3.1 Επενδυτικές φιλοσοφίες

Ένα χαρτοφυλάκιο δημιουργείται και αναθεωρείται με βάση τα στοιχεία και τις μεταβλητές της επενδυτικής φιλοσοφίας που ακολουθεί. Η επενδυτική φιλοσοφία ενός χαρτοφυλακίου προσδιορίζει τόσο τους στόχους όσο και την χρονική τους διάρκεια.

Το σημαντικότερο στοιχείο μιας επενδυτικής φιλοσοφίας είναι η συνέπεια σε μια χρονική περίοδο αλλά και μεταξύ χρονικών περιόδων.

Δυο βασικές επενδυτικές φιλοσοφίες καθώς και ο συνδυασμός τους, περιγράφονται παρακάτω. [4]

✓ Θεμελιώδης ανάλυση

Σύμφωνα με τη θεμελιώδη ανάλυση η επιλογή των αξιόγραφων προς επένδυση γίνεται με βάση τις πληροφορίες για τα πραγματικά στοιχεία και την αξία του ενεργητικού, όπως αυτά παρουσιάζονται στον Ισολογισμό και στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης και στους αριθμοδείκτες τους.

Με τον τρόπο αυτό γίνεται προσπάθεια αναγνώρισης της αξίας του αξιογράφου σε σχέση με την αξία που αποδίδεται στην αγορά.

Πολλές φορές η θεμελιώδης ανάλυση μπορεί να οδηγήσει είτε σε υποτίμηση είτε σε υπερεκτίμηση της αξίας του αξιογράφου. Για το λόγο αυτό, η θεμελιώδης ανάλυση υποβοηθείται από τη συγκριτική ανάλυση μεταξύ των αξιόγραφων.

Ακόμα μια ανάλυση που υποστηρίζει πως οι τιμές των αξιόγραφων στην κεφαλαιαγορά δίνουν την πραγματική εικόνα, είναι η ανάλυση προσδοκιών. Σύμφωνα με αυτή την ανάλυση, οι μελλοντικές τιμές θα μεταβληθούν σύμφωνα με τις μελλοντικές συνθήκες και για αυτό κρίνεται αναγκαία η πρόβλεψη των μελλοντικών συνθηκών.

Τέλος, μια ανάλυση που η αξία ενός χαρτοφυλακίου αντικατοπτρίζει το ενεργητικό, τα κέρδη, τα μερίσματα, τις συγκεκριμένες προβλέψεις και την ποιότητα της διαχείρισης είναι ο προσδιορισμός της απόλυτης ή εσωτερικής αξίας.

✓ Τεχνική ανάλυση

Σύμφωνα με την τεχνική ανάλυση το κλίμα που επικρατεί στην αγορά και η πορεία των τιμών ενός αξιογράφου είναι αυτά που έχουν σημασία. Η τεχνική ανάλυση απορρίπτει τη θεμελιώδη ανάλυση ως εργαλείο απόκτησης γνώσης της αξίας ενός αξιογράφου.

Μελετάται στην τεχνική ανάλυση η πορεία των τιμών, ώστε να γίνει άντληση των πληροφοριών ώστε να γίνει αξιοποιήσιμη από τους επενδυτές.

Ένα είδος της τεχνικής ανάλυσης είναι αυτό της δημιουργίας διαγραμμάτων και σχημάτων για την παρατήρηση των μεταβολών των

τιμών για να διαπιστωθεί αν οι μεταβολές αυτές πραγματοποιήθηκαν με προβλεπόμενη κατ' ακολουθία εξέλιξη.

Τέλος, ένα ακόμα είδος της τεχνικής ανάλυσης είναι αυτό που μελετά τον σφυγμό της αγοράς. Σύμφωνα με αυτό αν οι πλειοψηφία της αγοράς θεωρεί πως η αγορά θα έχει άνοδο, τότε η αγορά είναι έτοιμη για πτώση κι αυτό γιατί θα επιχειτούν να κερδίσουν και το αντίστροφο.

✓ Συνδυασμός θεμελιώδους και τεχνικής ανάλυσης

Υπάρχει μια θεώρηση πως θα μπορούσε να δημιουργηθεί συνδυασμός των δυο παραπάνω επενδυτικών φιλοσοφιών. Στο συνδυασμό αυτό η θεμελιώδης ανάλυση έχει σημαντικό ρόλο στην αρχή της δημιουργίας του χαρτοφυλακίου όπως επίσης και στις βασικές αναθεωρήσεις του και σχετίζεται με τη μακροπρόθεσμη επένδυση. Η τεχνική ανάλυση έχει σημαντικό ρόλο στην αναθεώρηση του χαρτοφυλακίου σε βραχυπρόθεσμη βάση χωρίς όμως να παρεκκλίνει των βασικών χαρακτηριστικών του χαρτοφυλακίου.

Με τον συνδυασμό των δυο τεχνικών η τεχνική ανάλυση δε λειτουργεί σαν υποκατάστατο της θεμελιώδους ανάλυσης για την αξιολόγηση του χαρτοφυλακίου, συνεισφέρει όμως στο να επωφεληθούν οι διαχειριστές από παροδικές μεταβολές στις τιμές.

2.3.2 Τεχνικές επενδυτικών στρατηγικών

Αναμφισβήτητα οι επενδυτικές στρατηγικές απορρέουν από την επενδυτική φιλοσοφία και αφορούν τις παραμέτρους του κινδύνου, της απόδοσης, του βαθμού διαφοροποίησης των επιλέξιμων κλάδων, του χρόνου, τις γεωγραφικής θέσης των αξιογράφων. Οι παράμετροι αυτοί καθώς επίσης και τα όρια διακύμανσης των χαρτοφυλακίων σε τακτικές ή έκτακτες αναθεωρήσεις του χαρτοφυλακίου είναι τα συστατικά της επενδυτικής στρατηγικής. [6]

✓ Συμπεριφορά στιγμιαίας επένδυσης

Η συμπεριφορά της στιγμιαίας επένδυσης έχει να κάνει με έναν απλό κανόνα. Πώς ό,τι συνέβη στο παρελθόν θα συμβεί ξανά στο μέλλον. Πιο αναλυτικά αναφέρεται στην αγορά μετοχών με υψηλές αποδόσεις και πώληση μετοχών που έχουν χαμηλή απόδοση. Εφαρμόζεται κυρίως σε αμοιβαία κεφάλαια που προσανατολίζονται σε αξιόγραφα με δυναμικότητα ανάπτυξης.

Παρατηρείται έντονα πως ενώ η αγορά επιτυχημένων αξιογράφων ακολουθεί τη συμπεριφορά της στιγμιαίας επένδυσης, η πώληση αποκλίνει συνήθως της συμπεριφοράς αυτής και πιθανότατα αυτό οφείλεται στην άρνηση των διαχειριστών να δεχθούν την εσφαλμένη εκτίμησή τους.

✓ Συμπεριφορά αγέλης

Η συμπεριφορά της αγέλης έχει να κάνει με τη συνήθη συμπεριφορά απληροφόρητων επενδυτών, που προσπαθούν να επωφεληθούν από τις κινήσεις πληροφορημένων επενδυτών. Παρατηρείται έντονα πως η αγορά

επιτυχημένων αξιογράφων ακολουθεί τη συμπεριφορά της αγέλης περισσότερο από την πώληση αποτυχημένων αξιογράφων, αυτό δε συμβαίνει στα αμοιβαία κεφάλαια ίδιας κατηγορίας.

2.4 Αποδοτικότητα και πρόβλεψη αποδοτικότητας

Το βασικότερο στοιχείο μέτρησης της ικανότητας των διαχειριστών ενός αμοιβαίου κεφαλαίου να επιλέγουν τις σωστές επενδύσεις και να πραγματοποιούν τις σωστές αλλαγές στη σύνθεση του, αντιμετωπίζοντας οποιαδήποτε μεταβολή στην αγορά με επιτυχία, είναι η αποδοτικότητα. Η επιτυχία ενός αμοιβαίου κεφαλαίου αποτυπώνεται στη μεταβλητή της απόδοσης του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Η απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου είναι συγκρίσιμη με τις αποδόσεις άλλων αμοιβαίων κεφαλαίων της ίδιας κατηγορίας και αποτελεί την έσχατη αξιολόγηση των διαχειριστών ενώ ταυτόχρονα αποτελεί σημαντικό στοιχείο για έναν επενδυτή για να αξιολογήσει την καλή η κακή διαχείριση του αμοιβαίου κεφαλαίου. Σημαντικότερο για ένα επενδυτή είναι το μέγεθος της απόδοσης, καθώς αυτή είναι που καταλήγει σε αυτόν. Πρακτικά, ένας επενδυτής συγκρίνει το μέγεθος της απόδοσης με το κόστος ευκαιρίας κι αν το πρώτο είναι μεγαλύτερο τότε η επένδυση είναι επιτυχημένη, διαφορετικά τη χαρακτηρίζει ως αποτυχημένη.

Κάτι που πρέπει να ληφθεί υπόψη από έναν επενδυτή για να έχει ολοκληρωμένη εικόνα ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, πέραν της απόδοσης είναι η παράμετρος του κινδύνου της απόδοσης.

2.4.1 Οι κλασσικές απόψεις

Μέχρι τη δεκαετία του 1960, τα χαρτοφυλάκια τοποθετούνταν από τους ερευνητές σε διάφορες κατηγορίες κινδύνου και στη συνέχεια με βάση τη σύγκριση των αποδόσεων ενός αμοιβαίου κεφαλαίου με άλλα της ίδιας κατηγορίας τα κατατάσσαν. Τα παραπάνω όμως δεν αρκούσαν για την για να περιγράψουν τη θέση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου ανάμεσα στις διαφορετικές επενδύσεις ώστε να διαφανεί η ελκυστικότητά του.

Τρεις από τις γνωστότερες μεθόδων μέτρησης της αποδοτικότητας, περιγράφονται παρακάτω.

✓ Το μέτρο Treynor (1965) [\[14\]](#)

Ο Treynor (1965) ήταν ο πρώτος που δημιούργησε ένα δείκτη για την αξιολόγηση της αποδοτικότητας ενός αμοιβαίου κεφαλαίου σε σχέση με την απόδοση μιας βέβαιης επένδυσης και τη μεταβλητότητα των αποδόσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου. Πιο αναλυτικά, από την απόδοση

του αμοιβαίου κεφαλαίου, αφαίρεσε την απόδοση που θα μπορούσε να πετύχει ο επενδυτής, τοποθετώντας τα χρήματά του σε μια βέβαια επένδυση και η απόδοση που δημιουργείται, προσαρμόζεται ανάλογα με το συστηματικό κίνδυνο που δημιουργείται,

Ο δείκτης αυτός βασίζεται στην υπόθεση ότι τα διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια εμφανίζουν μόνο συστηματικό κίνδυνο και υπολογίζεται ως εξής:

$$T_{A/K} = \frac{A_{A/K} - A_{ΑΕΓΕΔ}}{\beta_{A/K}}$$

Όπου

$A_{A/K}$ η απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου για μια συγκεκριμένη περίοδο

$A_{ΑΕΓΕΔ}$ η ακίνδυνη απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου χωρίς κίνδυνο

$\beta_{A/K}$ ο συστηματικός κίνδυνος του αμοιβαίου κεφαλαίου

Προβλήματα που μπορούσαν να προκύψουν με δεδομένο πως ο δείκτης Treynor λαμβάνει υπόψη μόνο το συστηματικό κίνδυνο κι όχι το συνολικό κίνδυνο της επένδυσης επεδίωξε να αντιμετωπίσει ο δείκτης Sharpe.

✓ Ο δείκτης του Sharpe (1966) [13]

Ο δείκτης Sharpe υπολογίζεται ως εξής:

$$S_{A/K} = \frac{A_{A/K} - A_{ΑΕΓΕΔ}}{\sigma_{A/K}}$$

Όπου

$A_{A/K}$ η απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου για μια συγκεκριμένη περίοδο

$A_{ΑΕΓΕΔ}$ η ακίνδυνη απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου χωρίς κίνδυνο

$\sigma_{A/K}$ ο συνολικός κίνδυνος ενός αμοιβαίου κεφαλαίου

Ο Sharpe αντικατέστησε τη μέτρηση του συστηματικού κινδύνου $\beta_{A/K}$ με το συνολικό κίνδυνο ενός χαρτοφυλακίου $\sigma_{A/K}$, ο οποίος είναι καταλληλότερο μέτρο για επενδυτικά χαρτοφυλάκια που δεν είναι καλά διαφοροποιημένα. Με τη χρήση και των δύο δεικτών για την ίδια χρονική περίοδο εξετάζεται έμμεσα και ο βαθμός διαφοροποίησης των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Μια αδυναμία των δεικτών αυτών έγκειται στο γεγονός ότι τα μεγέθη που χρησιμοποιούνται είναι μέσα μεγέθη, πράγμα το οποίο δε παρέχει τη δυνατότητα στατιστικού ελέγχου όταν πραγματοποιείται σύγκριση με τον αντιπροσωπευτικό δείκτη του χρηματιστηρίου. Αυτό το μειονέκτημα αντιμετωπίστηκε αποτελεσματικά από τον Jensen.

✓ Ο δείκτης του Jensen(1968) [12]

Ο δείκτης του Jensen βασίστηκε στις θεωρήσεις της διαφοροποίησης του κινδύνου μέσω της επιλογής του χαρτοφυλακίου και του μοντέλου αποτίμησης κεφαλαιουχικών στοιχείων κι εξετάζει την στατική σημαντικότητα της απόδοσης ενός αμοιβαίου κεφαλαίου να διαφοροποιείται από την απόδοση ενός ακίνδυνου αξιογράφου αλλά και από την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς ανάλογα με τον κίνδυνο που ενσωματώνει.

Ο δείκτης Jensen υπολογίζεται ως εξής:

$$(A_{A/K} - A_{ΕΓΕΔ}) = \alpha_{A/K} + \beta_{A/K}(A_{ΓΔΧΑΑ} - A_{ΕΓΕΔ}) + \varepsilon_{A/K}$$

Όπου:

$A_{A/K}$ η απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου για μια συγκεκριμένη περίοδο

$A_{ΕΓΕΔ}$ η ακίνδυνη απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου χωρίς κίνδυνο

$\alpha_{A/K}$ ο συντελεστής α του Jensen

$\beta_{A/K}$ ο συντελεστής β του αμοιβαίου κεφαλαίου

$A_{ΓΔΧΑΑ}$ η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς

$\varepsilon_{A/K}$ οι αποκλίσεις που εμφανίζει η απόδοση από τη γραμμή παλινδρόμησης με προσδοκώμενη τιμή ίση με το μηδέν

Εάν ο συντελεστής α του Jensen $\alpha_{A/K}$ είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός, τότε θεωρείται ότι ο διαχειριστής επιτυγχάνει καλύτερη απόδοση σε σχέση με το συστηματικό κίνδυνο που αναλαμβάνει.

Εάν ο συντελεστής α του Jensen $\alpha_{A/K}$ δεν είναι στατιστικά σημαντικός, τότε ο διαχειριστής επιτυγχάνει αποδόσεις ανάλογες του συστηματικού κινδύνου που αναλαμβάνει.

Εάν ο συντελεστής α του Jensen $\alpha_{A/K}$ είναι αρνητικός (και στατιστικά σημαντικός), τότε ο διαχειριστής ασκεί αποτυχημένη διαχείριση.

Τέλος να σημειωθεί πως για την εκτίμηση του δείκτη αυτού γίνεται η υπόθεση ότι το επίπεδο κινδύνου το οποίο ενσωματώνει ένα χαρτοφυλάκιο είναι σταθερό στο χρόνο και δε λαμβάνει υπόψη του την ικανότητα συγχρονισμού των διαχειριστών.

2.4.2 Οι νεότερες απόψεις

Εκτός των παραδοσιακών μέτρων αξιολόγησης της απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων που αναλύθηκαν παραπάνω, στη διεθνή βιβλιογραφία έχουν χρησιμοποιηθεί και διάφορες άλλες μεθοδολογίες για τη συνολική αξιολόγηση των επιδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων συνεκτιμώντας πολλαπλούς παράγοντες. Μεταξύ αυτών των μεθοδολογιών περιλαμβάνονται τα νευρωνικά δίκτυα, η

πολυκριτήρια ανάλυση δεδομένων, τα μπεϋζιανά μοντέλα και η περιβάλλουσα ανάλυση δεδομένων.

✓ Νευρωνικά δίκτυα [11]

Ήδη από το 1996 οι Chang et al. προέβλεψαν τη καθαρή αξία του ενεργητικού αμοιβαίων κεφαλαίων με τη χρήση νευρωνικών μοντέλων, τα οποία σε σύγκριση με τα παραδοσιακά μοντέλα βρέθηκαν καλύτερα στις περιπτώσεις που χρησιμοποιούνταν περιορισμένες σε μέγεθος βάσεις δεδομένων.

Το 2011 οι Liao et al. Χρησιμοποίησαν μεθόδους data mining και ανέπτυξαν κανόνες προκειμένου να συσχετίσουν τα διάφορα αμοιβαία κεφάλαια από την αγορά της Ταϊβάν και κατέληξαν στο συμπέρασμα πως οι αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων που βρίσκονται στο ίδιο επίπεδο κινδύνου έχουν μεγάλη αλληλεπίδραση.

✓ Πολυκριτήρια ανάλυση

Ήδη από το 1993 οι Cook και Hebner ανέπτυξαν μια διαδικασία στηριγμένη στη μέθοδο της πολυκριτήριας ανάλυσης δεδομένων για την κατάταξη ανταγωνιστικών αμοιβαίων κεφαλαίων που λάμβανε υπόψη της τόσο τις επιδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων όσο και τις προσωπικές προτιμήσεις των επενδυτών.

Το 2012 οι Babalos et al. εξέτασαν μια προσέγγιση που ενσωματώνει την ανάλυση της αποτελεσματικότητας και της επίδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων συνδυάζοντας την πολυκριτήρια ανάλυση με την περιβάλλουσα ανάλυση δεδομένων.

2.5 Επενδυτικά προφίλ

Το προφίλ ενός επενδυτή περιγράφει τις προτιμήσεις του για διάφορες επενδυτικές αποφάσεις που πρέπει να πάρει, αν για παράδειγμα θα επενδύσει σε μακροπρόθεσμα ή βραχυπρόθεσμα αξιόγραφα χαμηλού ή υψηλού κινδύνου κ.ά. [5]

Οι βασικοί παράγοντες που καθορίζουν το προφίλ ενός επενδυτή είναι

✓ Η ανοχή του απέναντι στον κίνδυνο

Η ανοχή ενός επενδυτή στον κίνδυνο(risk tolerance) καλείται το μέγιστο ποσό κινδύνου το οποίο είναι διατεθειμένος να αναλάβει ο επενδυτής για κάθε δεδομένη αύξηση της αναμενόμενης απόδοσης του χαρτοφυλακίου του.

Διαφορετικά, η ανοχή κινδύνου είναι η ανταλλακτική σχέση μεταξύ της αναμενόμενης απόδοσης, που είναι επιθυμητή από έναν επενδυτή.

Οι επενδυτές μπορούν να καταταχθούν σε τρεις κατηγορίες, ανάλογα με την ανοχή τους απέναντι στον κίνδυνο.

Η ανοχή απέναντι στον κίνδυνο, εκφράζει τον δισταγμό ή την τόλμη του επενδυτή να αποδεχθεί μια ευκαιρία με αβέβαιη απόδοση δυνητικά μεγάλου κέρδους ή και μικρής ζημιάς και την προτίμηση μιας λιγότερο κερδοφόρας μεν αλλά με αρκετά μικρότερο κίνδυνο δε, εναλλακτικής επενδυτικής επιλογής.

- Επενδυτές με μικρή ανοχή απέναντι στον κίνδυνο (risk averse) ή αλλιώς συντηρητικοί επενδυτές τείνουν να αποφεύγουν κάθε είδους ρίσκο και να επιλέγουν μικρότερες και περισσότερο σίγουρες αναμενόμενες αποδόσεις. Αξίζει να σημειωθεί πως οι συντηρητικοί επενδυτές είναι έτοιμοι να αναλάβουν πρόσθετο κίνδυνο μόνο όταν η αναμενόμενη απόδοση είναι ιδιαίτερα σημαντική.
- Επενδυτές που έχουν μέση ανοχή στον κίνδυνο (risk neutral) ή αλλιώς ουδέτεροι ως προς τον κίνδυνο επενδυτές είναι αδιάφοροι ως προς τις, αναλογικές με την αναμενόμενη απόδοση, αυξομειώσεις του κινδύνου, καθώς συμβιβάζονται με το γεγονός ότι η μεγαλύτερη αναμενόμενη απόδοση είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με την ανάληψη μεγαλύτερου ρίσκου και αναλαμβάνουν πρόσθετο κίνδυνο σε σχέση με το συντηρητικό επενδυτή, αρκεί να προσδοκούν αναλογικά πρόσθετα οφέλη.
- Επενδυτές που έχουν μεγάλη ανοχή απέναντι στον κίνδυνο (risk lover) ή αλλιώς ρισκοκίνοιοι επενδυτές προτιμούν πάντα την ανάληψη υψηλότερων ρίσκων ακόμη κι αν αυξάνεται δυσανάλογα και ελάχιστα η αναμενόμενη απόδοση των επενδυτικών προϊόντων, έστω και αν μια παρόμοια επενδυτική επιλογή με λίγο χαμηλότερη απόδοση και πολύ μικρότερο κίνδυνο είναι διαθέσιμη.

Υπάρχουν τρεις παράγοντες που καθορίζουν την ανεκτικότητα ενός επενδυτή απέναντι στον κίνδυνο [5]:

- Η ικανότητα να αναλάβει κινδύνους (ability), που καθορίζεται από τον επενδυτικό ορίζοντα, τη σταθερότητα του εισοδήματός του, που δεν προέρχεται από επένδυση και την ανάγκη του για ρευστότητα.
- Η ανάγκη να αναλάβει κινδύνους (need), που καθορίζεται από την απόδοση που απαιτείται για να επιτευχθεί ο στόχος του. Όσο μεγαλύτερος είναι ένας επενδυτικός στόχος, τόσο μεγαλύτερη θα πρέπει να είναι και η απόδοση της επένδυσης που απαιτείται για την επίτευξη αυτού του στόχου και τόσο μεγαλύτερος θα είναι ο κίνδυνος που θα πρέπει να αναλάβει ο επενδυτής.
- Η επιθυμία να αναλάβει κινδύνους (willingness), που αντανακλά την ψυχολογική ιδιοσυγκρασία του επενδυτή. Εάν ο επενδυτής έχει την σταθερότητα και την πειθαρχία να παραμείνει στην επενδυτική του στρατηγική, ακόμα και όταν οι επενδύσεις του επιφέρουν άσχημα αποτελέσματα, τότε ο επενδυτής θα πρέπει να διατηρήσει την συγκεκριμένη κατανομή των περιουσιακών του στοιχείων. Διαφορετικά, αν δεν έχει την σταθερότητα και την πειθαρχία να

παραμείνει στην επενδυτική του στρατηγική, ακόμα και όταν οι επενδύσεις του επιφέρουν άσχημα αποτελέσματα, τότε ο επενδυτής θα πρέπει να μετακινηθεί σε πιο συντηρητική στρατηγική.

✓ Οι ανάγκες που πρέπει να καλυφθούν από την απόδοση
Οι ανάγκες του καθενός επενδυτή που πρέπει να καλυφθούν από την απόδοση είναι διαφορετικές και ξεχωριστές. Ορισμένοι επενδυτές προσδοκούν βραχυπρόθεσμες αποδόσεις ώστε να αυξήσουν το εισόδημά τους. Μια άλλη μερίδα επενδυτών, προσδοκούν μακροπρόθεσμα κέρδη, ώστε να αυξήσουν το κεφάλαιό τους. Ακόμα υπάρχουν επενδυτές που επιθυμούν ένα συνδυασμό των δυο μορφών απόδοσης δηλαδή και βραχυπρόθεσμα κέρδη και μακροπρόθεσμη αύξηση του κεφαλαίου τους.

✓ Ο επενδυτικός ορίζοντας
Για έναν επενδυτή, ο επενδυτικός ορίζοντας είναι ένα μελλοντικό χρονικό σημείο στο οποίο ο επενδυτής επιθυμεί τη ρευστοποίηση των κεφαλαίων που έχει επενδύσει.
Πρακτικά ο επενδυτικός ορίζοντας καθορίζει τη διάρκεια που θα έχει η επένδυση.
Ο επενδυτικός ορίζοντας είναι σημαντικός, καθώς επηρεάζει την ικανότητα του επενδυτή να μειώσει τον κίνδυνο της επένδυσης. Η μείωση του κινδύνου, οφείλεται στη διαχρονική διαφοροποίηση. Η χρονική διαφοροποίηση, έχει να κάνει με τη διαφοροποίηση που επιτυγχάνεται καθώς τα κεφάλαια παραμένουν επενδυμένα σε διάφορες φάσεις του οικονομικού κύκλου ή σε διάφορες φάσεις επενδυτικών κύκλων.
Η διαχρονική διαφοροποίηση συνεισφέρει στη μείωση του κινδύνου για να επενδύσει τα κεφάλαιά του ένας επενδυτής ή για να ρευστοποιήσει την επένδυσή του σε μη κατάλληλη χρονική στιγμή, σε σχέση με τον οικονομικό κύκλο.
Αξίζει να σημειωθεί πως από τη διαχρονική διαφοροποίηση επηρεάζονται περισσότερο οι επενδύσεις που οι αποδόσεις τους έχουν μεγαλύτερη μεταβλητότητα. Τέτοια παραδείγματα επενδύσεων μπορούν να είναι οι μετοχές που οι τιμές τους έχουν τη δυνατότητα να παρουσιάσουν μεταβλητότητα σε μικρό χρονικό διάστημα.
Εύκολα συμπεραίνεται πως ο μακροπρόθεσμος επενδυτικός ορίζοντας ομαλοποιεί όλες αυτές τις διακυμάνσεις.

✓ Η αντιμετώπιση που έχει από το φορολογικό σύστημα
Το ενδιαφέρον κάθε επενδυτή είναι τα καθαρά έσοδα που έχει. Αυτά προκύπτουν μετά την αφαίρεση των φόρων από τα έσοδά του.
Καθοριστικός παράγοντας για το φόρο που καταβάλλει ένας επενδυτής είναι η φορολογική κλίμακα που ανήκει. Το ποσό που αναλογεί να πληρώσει ένας επενδυτής είναι διαφορετικό από φορολογική κατηγορία σε φορολογική κατηγορία.

Το επενδυτικό προφίλ κάθε επενδυτή, δύναται να αλλάξει στην πάροδο του χρόνου.

Είναι σύνηθες να αλλάζει για παράδειγμα η στάση ενός επενδυτή απέναντι στον κίνδυνο καθώς μεγαλώνει ή όταν μεταβάλλονται τα περιουσιακά του στοιχεία.

Κεφάλαιο 3: Θεσμικό πλαίσιο

3.1 Τι είναι και πώς λειτουργούν τα αμοιβαία κεφάλαια

Ο θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων ξεκίνησε στην Ελλάδα με το Ν.Δ.608/70 «περί Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και Αμοιβαίων Κεφαλαίων».

Σήμερα τα αμοιβαία κεφάλαια ακολουθούν τις διατάξεις του Ν 4099/2012, με τον οποίο ενσωματώθηκε στην ελληνική νομοθεσία η Ευρωπαϊκή Οδηγία 2009/65/ΕΚ – UCITS IV.

Ο ΟΣΕΚΑ που έχει τη μορφή αμοιβαίου κεφαλαίου είναι ομάδα περιουσίας που αποτελείται από κινητές αξίες, μέσα χρηματαγοράς και μετρητά και της οποίας τα επιμέρους στοιχεία ανήκουν εξ' αδιαιρέτου σε περισσότερους του ενός μεριδιούχους. [\[16\]](#)

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια δεν είναι νομικά πρόσωπα, αλλά χρηματικές δεξαμενές, που συγκεντρώνουν χρηματικούς πόρους από τους επενδυτές, που επενδύουν σε αυτά με σκοπό τη μέγιστη δυνατή απόδοση.

Οι μεριδιούχοι ενός αμοιβαίου κεφαλαίου εκπροσωπούνται δικαστικώς και εξωδίκως, ως προς τις έννομες σχέσεις από τη διαχείρισή του και τα δικαιώματά τους επί του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων, από την Α.Ε. Διαχειρίσεως. Οι φορείς λειτουργίας ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι η Εταιρεία Διαχειρίσεως, οι Μεριδιούχοι και ο Θεματοφύλακας.

Οι σχέσεις μεταξύ Εταιρείας Διαχειρίσεως, Θεματοφύλακα και Μεριδιούχων ρυθμίζονται από τον Κανονισμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

3.1.1 Ο κανονισμός του αμοιβαίου κεφαλαίου

Για να συσταθεί ένα αμοιβαίο κεφάλαιο είναι απαραίτητο να γίνει να καταρτισθεί ο Κανονισμός του στη συνέχεια να υπογραφεί από την εταιρία διαχείρισης του και τον θεματοφύλακα και στη συνέχεια να υποβληθεί προς έγκριση στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. [\[16\]](#)

Ο Κανονισμός περιέχει

- ✓ Την ονομασία κάθε Αμοιβαίου Κεφαλαίου και τη διάρκειά του και την επωνυμία της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και του θεματοφύλακα.
- ✓ Το σκοπό του αμοιβαίου κεφαλαίου από τον οποίο πρέπει να προκύπτουν οι επενδυτικοί στόχοι του, η επενδυτική του πολιτική και οι μέθοδοι δανειοδότησής του, κατά τα οριζόμενα στο άρθρο 13 του παρόντος νόμου.
- ✓ Το είδος και τις κατηγορίες των στοιχείων στα οποία επιτρέπεται να επενδύεται το ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου.
- ✓ Την τιμή των μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου κατά το χρόνο σύστασής του.

- ✓ Τις προμήθειες και λοιπές αμοιβές που καταβάλλει ο μεριδιούχος στην Α.Ε.Δ.Α.Κ. και το θεματοφύλακα, καθώς και τον τρόπο υπολογισμού αυτών των αμοιβών. στ) Το χρόνο και τη διαδικασία διανομής των κερδών του αμοιβαίου κεφαλαίου στους μεριδιούχους.
- ✓ Τους όρους διάθεσης και εξαγοράς μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου.
- ✓ Μνεία της διάρκειας του αμοιβαίου κεφαλαίου, η οποία μπορεί να είναι ορισμένου ή αορίστου χρόνου.

3.1.2 Το Ενημερωτικό Δελτίο

Ο Κανονισμός, η τελευταία Ετήσια και Εξαμηνιαία έκθεση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, που περιλαμβάνει και την έκθεση ελέγχου των ορκωτών ελεγκτών-λογιστών, αποτελούν αναπόσπαστο τμήμα του Ενημερωτικού Δελτίου. [\[16\]](#)

Ένας υποψήφιος μεριδιούχος αμοιβαίων κεφαλαίων υποβάλει αίτηση στην ΑΕΔΑΚ αποδεχόμενος τον Κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Η ΑΕΔΑΚ οφείλει να παραδώσει στον υποψήφιο μεριδιούχο το Ενημερωτικό Δελτίο.

Το Ενημερωτικό Δελτίο ενός αμοιβαίου κεφαλαίου περιλαμβάνει:

- ✓ Τον κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου και το επενδυτικό του πρόγραμμα.
- ✓ Την ημερομηνία σύστασης του αμοιβαίου κεφαλαίου και παρουσίαση της επενδυτικής πολιτικής του, του τρόπου διάθεσης των μεριδίων του και των σημείων διάθεσης και εξαγοράς τους και απολογιστικά οικονομικά στοιχεία του αμοιβαίου κεφαλαίου.
- ✓ Το περιεχόμενο της ανακοίνωσης της αρμόδιας αρχής για τη σύσταση και την έγκριση του καταστατικού της Α.Ε.Δ.Α.Κ., όπου αναγράφεται η επωνυμία και ο αριθμός μητρώου αυτής της εταιρίας.
- ✓ Σύντομη εξειδίκευση του φορολογικού καθεστώτος που διέπει το αμοιβαίο κεφάλαιο.
- ✓ Την ταυτότητα των προσώπων που είναι αρμόδια για τον έλεγχο των εκθέσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου και του ορκωτού εκτιμητή του άρθρου 6 παρ. 8 του παρόντος νόμου.
- ✓ Τη νομική φύση του δικαιώματος που αντιπροσωπεύει το μερίδιο.
- ✓ Την έδρα, διεύθυνση, ημερομηνία σύστασης και διάρκεια, τα ίδια κεφάλαια και το μετοχικό κεφάλαιο της Α.Ε.Δ.Α.Κ., καθώς και την ταυτότητα και τα καθήκοντα των μελών των οργάνων διοίκησης, διεύθυνσης και εποπτείας και μνεία των κυριότερων δραστηριοτήτων που ασκούν αυτά τα πρόσωπα, εκτός εταιρίας, εφόσον αυτές οι δραστηριότητες έχουν σημασία για αυτή.
- ✓ Την ταυτότητα των μελών της Επενδυτικής Επιτροπής της Α.Ε.Δ.Α.Κ..
- ✓ Τα αμοιβαία κεφάλαια που διαχειρίζεται η Α.Ε.Δ.Α.Κ..
- ✓ Τη νομική μορφή, επωνυμία και έδρα του θεματοφύλακα.
- ✓ Την επωνυμία και ιδιότητα εξωτερικού συμβούλου επενδύσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου, καθώς και, εφόσον η αμοιβή του καταβάλλεται από το αμοιβαίο κεφάλαιο. τα κύρια σημεία της σύμβασης μεταξύ αυτού και της εταιρίας, με εξαίρεση τα στοιχεία που αφορούν την αμοιβή του.

- ✓ Κάθε άλλο αναγκαίο για τον επενδυτή στοιχείο, που θα του επιτρέψει να λάβει πλήρη και τεκμηριωμένη γνώμη για την επένδυση στο αμοιβαίο κεφάλαιο.

Ταυτόχρονα η ΑΕΔΑΚ συντάσσει και το απλοποιημένο Ενημερωτικό Δελτίο που περιλαμβάνει

- ✓ Γενικές Πληροφορίες, όπως τους επενδυτικούς στόχους του αμοιβαίου κεφαλαίου, τον τρόπο όπου θεωρείται ότι το αμοιβαίο κεφάλαιο έχει την έδρα του, την αναφορά για ποιον επενδυτή έχει σχεδιαστεί το αμοιβαίο κεφάλαιο, την ενημέρωση για τον επενδυτικό κίνδυνο, την περιγραφή του φορολογικού συστήματος του αμοιβαίου κεφαλαίου, το κόστος και τις δαπάνες που βαρύνουν τον επενδυτή στο αμοιβαίο κεφάλαιο, τη συχνότητα δημοσίευσης τιμής των μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου.
- ✓ Διοικητικές Πληροφορίες, όπως λεπτομερή ανάλυση για τον τρόπο και τόπο διάθεσης και εξαγοράς μεριδίων και ρυθμίσεις πληρωμών προς τους μεριδιούχους, κανόνες αποτίμησης των στοιχείων του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου και λεπτομέρειες για τις περιοδικές εκθέσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου.
- ✓ Νομικές πληροφορίες, τόσο για το αμοιβαίο κεφάλαιο όσο και για την ΑΕΔΑΚ που το διαχειρίζεται.

3.1.3 Ημερομηνίες Λογιστικών Καταστάσεων

Οι ημερομηνίες που οφείλει ο διαχειριστής ενός αμοιβαίου κεφαλαίου να αναρτά τις λογιστικές καταστάσεις για το αμοιβαίο κεφάλαιο που διαχειρίζεται είναι:

- ✓ 30/6 για την κατάσταση του Α' εξαμήνου.
- ✓ 31/12 για την ετήσια συνοπτική κατάσταση του ενεργητικού, του Ισολογισμού του λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσης και του πίνακα διανομής κερδών.
- ✓ 31/3, 30/06, 30/09 και 31/12 για τις τριμηνιαίες καταστάσεις χαρτοφυλακίου (Ποσοστιαία σύνθεση ενεργητικού και Πίνακας Επενδύσεων).

Οι λογιστικές καταστάσεις υπόκεινται σε έλεγχο από Ορκωτούς Ελεγκτές και στη συνέχεια υποβάλλονται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. [\[19\]](#)

3.1.4 Η Διάθεση των μεριδίων

Η διάθεση των μεριδίων ενός αμοιβαίου κεφαλαίου γίνεται μέσω της ΑΕΔΑΚ, η οποία διαιρεί την περιουσία του σε ισάξια μερίδια ή κλάσματα μεριδίου. Τα μερίδια του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας είναι άυλα. Η συμμετοχή στο αμοιβαίο κεφάλαιο καταχωρείται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. σε ειδικό μητρώο μεριδιούχων. Όλες οι εγγραφές στο μητρώο αυτό γίνονται και παρακολουθούνται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ.. Ο μεριδιούχος λαμβάνει βεβαίωση συμμετοχής του στο αμοιβαίο

κεφάλαιο, εφόσον ζητήσει αυτή. Η βεβαίωση συμμετοχής του προηγούμενου εδαφίου δεν είναι αξιόγραφο και έχει απλώς αποδεικτική ισχύ.

3.2 Θεσμικό και εποπτικό πλαίσιο

3.2.1 Ισχύοντες Νόμοι

Τα αμοιβαία κεφάλαια εισήχθησαν ως θεσμός το 1970 με τη θέσπιση του Ν.Δ. 608/70. Τα δύο πρώτα αμοιβαία κεφάλαια, που τέθηκαν σε λειτουργία βάση του νόμου ήταν το Ερμής Δυναμικό και το Δήλος Μικτό. Ο νόμος 1969/1991, που κατήργησε το Ν.Δ. 608/70, αποτέλεσε καμπή για το θεσμό των αμοιβαίων κεφαλαίων, καθώς αφορά τη λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων και των εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου. [\[17\]](#)

Με το νέο Νόμο 3283/13.11.2004 "Ανώνυμες εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες, αμοιβαία κεφάλαια και άλλες διατάξεις" αντικαθίστανται συνολικά οι διατάξεις του 1969/91 που αφορούν τις ΑΕΔΑΚ και τα Αμοιβαία Κεφάλαια και ενσωματώνονται στην ελληνική νομοθεσία οι Οδηγίες 2001/107 και 2001/108 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου. [\[22\]](#) Οι οδηγίες αυτές περιλαμβάνουν μια σειρά νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων που ρυθμίζουν θέματα τα οποία αφορούν τους Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων επί Κινητών Αξιών (ΟΣΕΚΑ). Οι εν λόγω Οδηγίες ήταν το αποτέλεσμα αναρίθμητων συναντήσεων, διαβουλεύσεων και σχεδίων Οδηγιών που επεξεργάστηκαν και παρουσιάστηκαν επί σειρά ετών (1991 - 2001) από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και τους υπουργούς επί των οικονομικών (ECOFIN) της ΕΕ και οι οποίες τελικά έγιναν αποδεκτές στις 4 Δεκεμβρίου 2001 από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο της 21.1.2002, ενώ δημοσιεύτηκαν από την Εφημερίδα των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων. Το νέο θεσμικό πλαίσιο, όπως άλλωστε και οι κοινοτικές οδηγίες, εξυπηρετεί τρεις βασικούς σκοπούς:

- ✓ Την αναβάθμιση της λειτουργίας των ευρωπαϊκών Εταιριών Διαχείρισης
- ✓ Την ενίσχυση της εποπτείας, διευρωπαϊκά, στις εταιρείες αυτές
- ✓ Την προστασία των συμφερόντων των επενδυτών σε ευρωπαϊκό επίπεδο

Στις διατάξεις του Ν. 3283/2004 αναφέρεται ότι η ΑΕΔΑΚ, κατόπιν εγκρίσεως από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (ΕΚ) έχει αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α/Κ), αλλά και επιπροσθέτως έχει τη δυνατότητα ανάληψης διαχείρισης ΟΣΕΚΑ για τους οποίους υπόκειται σε προληπτική εποπτεία. [\[22\]](#)

Ως ΟΣΕΚΑ νοούνται οι οργανισμοί που έχουν μοναδικό σκοπό να επενδύουν συλλογικά σε κινητές αξίες και σε άλλα χρηματοοικονομικά στοιχεία κεφάλαια που συγκεντρώνονται από το κοινό και των οποίων η λειτουργία βασίζεται στην αρχή της κατανομής των κινδύνων, και των οποίων τα μερίδια, μετά από αίτηση των

δικαιούχων, εξαγοράζονται ή εξοφλούνται, άμεσα ή έμμεσα, με στοιχεία του ενεργητικού των οργανισμών αυτών.

Στις διατάξεις του Ν. 3283/2004 αναφέρεται πως η ΑΕΔΑΚ, κατόπιν εγκρίσεως από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (ΕΚ) έχει αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α/Κ), αλλά και επιπροσθέτως έχει τη δυνατότητα ανάληψης διαχείρισης ΟΣΕΚΑ για τους οποίους υπόκειται σε προληπτική εποπτεία.

Η διαχείριση ενός Α/Κ περιλαμβάνει:

- ✓ τη διαχείριση των επενδύσεων (των στοιχείων του ενεργητικού του)
- ✓ τη διοίκηση του Α/Κ,
- ✓ τη διαφήμιση για την προώθηση των μεριδίων του στο ευρύ επενδυτικό κοινό.

Κατόπιν εγκρίσεως από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς παρέχεται, επιπροσθέτως, η δυνατότητα στην ΑΕΔΑΚ να διαχειρίζεται χαρτοφυλάκια επενδύσεων πελατών της ΑΕΔΑΚ σε διακριτική βάση συμπεριλαμβανομένων και κεφαλαίων συνταξιοδοτικών ταμείων.

Εφόσον η ΑΕΔΑΚ αποκτήσει άδεια από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ώστε να έχει τη δυνατότητα να προσφέρει τις παραπάνω υπηρεσίες τότε και μόνο τότε μπορεί να προσφέρει τις υπηρεσίες:

- ✓ Επενδυτικών συμβουλών για ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα
- ✓ Φύλαξης και διοικητικής διαχείρισης ΟΣΕΚΑ

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς οφείλει να απαντήσει στο σχετικό αίτημα της ΑΕΔΑΚ εντός περιόδου 6 μηνών. [\[16\]](#)

Στην περίπτωση που η ΑΕΔΑΚ παρέχει τις παραπάνω υπηρεσίες, υπόκειται σε ορισμένες διατάξεις του Ν. 2396/1996 όπως:

- ✓ απαγόρευση χρήσης κεφαλαίων επενδυτών για ίδιο όφελος
- ✓ τήρηση των κανόνων του Κώδικα Δεοντολογίας
- ✓ τήρηση και υποβολή στοιχείων για τις συναλλαγές
- ✓ επάρκεια ιδίων κεφαλαίων.

Οι ΑΕΔΑΚ σύμφωνα με τον παραπάνω νόμο έχουν ορισμένες υποχρεώσεις σχετικά με την επαρκή διοικητική οργάνωσή τους ώστε:

- ✓ να υφίστανται οι κατάλληλοι μηχανισμοί εσωτερικού ελέγχου και λογιστικών διαδικασιών
- ✓ να μειώνεται ο κίνδυνος σύγκρουσης συμφερόντων είτε μεταξύ των διαχειριζομένων αμοιβαίων και των πελατών της είτε μεταξύ των αμοιβαίων που διαχειρίζεται είτε μεταξύ της εταιρείας έναντι των πελατών της,
- ✓ να τηρούνται αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης μεταξύ των διαχειριστών και διευθυνόντων των ΑΕΔΑΚ, των μετόχων τους (αμέσων ή έμμεσων - φυσικών ή νομικών προσώπων) και των ασκούντων την εποπτεία.

Οι ΑΕΔΑΚ που διαχειρίζονται χαρτοφυλάκια επενδυτών δεν επιτρέπεται να επενδύουν το σύνολο ή μέρος των χαρτοφυλακίων τους σε αμοιβαία κεφάλαια που διαχειρίζονται, χωρίς προηγούμενη έγκρισή τους. [\[20\]](#)

Τέλος, οι ΑΕΔΑΚ που διαχειρίζονται χαρτοφυλάκια επενδυτών έχουν υποχρεώσεις όσον αφορά τα θέματα αποζημίωσης επενδυτών, τήρησης δεικτών φερεγγυότητας, λειτουργίας

κατάλληλων και επαρκών συστημάτων διαχείρισης κινδύνων.

Όπως προκύπτει από τα παραπάνω η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι επιφορτισμένη με την έκδοση κανονιστικών διατάξεων ώστε να ρυθμίζονται εκκρεμή θέματα ή ζητήματα που προκύπτουν και οι αποφάσεις της Επιτροπής αποτελούν μέρος της νομοθεσίας που διέπει τη λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων.

3.2.2 Όρια επενδυτικής πολιτικής

Τα επενδυτικά όρια προσδιορίζονται ως ποσοστά επί του καθαρού ενεργητικού και καθορίζονται ως εξής [\[18\]](#):

Οι διατάξεις από το Ν. 1969/91 που εξακολουθούν να ισχύουν είναι οι:

- ✓ Έως 10% σε κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς του ίδιου εκδότη.
- ✓ Έως 40% σε κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς εκδοτών με επένδυση (σε καθένα από αυτούς) άνω του 5%. Ο περιορισμός αυτός δεν ισχύει για τις καταθέσεις και για πράξεις εξωχρηματιστηριακών παραγώγων.
- ✓ Έως 35% σε κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς του ίδιου εκδότη, όταν έχουν εκδοθεί ή εγγυηθεί από κράτος-μέλος.
- ✓ Έως 25% σε ομολογίες πιστωτικού ιδρύματος (υφιστάμενη διάταξη).

Οι νέες διατάξεις που εισήχθησαν με το Νόμο 3283/13.11.2004 είναι οι:

- ✓ Έως 10% μπορεί να επενδυθεί σε μερίδια άλλων Α/Κ.
- ✓ Έως 20% σε καταθέσεις στο ίδιο πιστωτικό ίδρυμα (εφαρμογή το αργότερο έως 2/11/2005).
- ✓ Έως 20% σε κινητές αξίες/μέσα χρηματαγοράς/καταθέσεις/πράξεις εξωχρηματιστηριακών μέσων που έχουν εκδοθεί από τον ίδιο οργανισμό.
- ✓ Έως 10% σε πράξεις εξωχρηματιστηριακών παραγώγων ως προς έναν αντισυμβαλλόμενο, όταν πρόκειται για πιστωτικό ίδρυμα ή 5% όταν δεν πρόκειται για ίδρυμα.
- ✓ Έως 20% αθροιστικά σε κινητές αξίες-μέσα χρηματαγοράς εταιρειών του ίδιου ομίλου, ανεξάρτητα αν ενοποιούνται. Η εταιρεία οφείλει να κάνει ειδική αναφορά στις επενδύσεις αυτές, στα ενημερωτικά δελτία, καθώς και στις εξαμηνιαίες και ετήσιες εκθέσεις.

3.2.3 Κατηγοριοποίηση των αμοιβαίων κεφαλαίων

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με την 1/317/11.11.2004 απόφασή της, καθόρισε τις κατηγορίες των αμοιβαίων κεφαλαίων. [\[21\]](#)

Η ΑΕΔΑΚ οφείλει να καταγράφει τον πίνακα επενδύσεων με την ανά τρίμηνο ποσοστιαία, ημερήσια διάρθρωση του καθαρού ενεργητικού της και στη συνέχεια να τη υποβάλλει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Οι Κατηγορίες των Α/Κ ανάλογα με βάση τη γεωγραφική κατανομή του ενεργητικού τους είναι:

- ✓ Α/Κ Εσωτερικού, εφόσον επενδύουν κυρίως σε επενδυτικά προϊόντα (καταθέσεις, ομόλογα ή ομολογίες, μετοχές και μέσα χρηματαγοράς), των οποίων οι εκδότες έχουν την καταστατική τους έδρα στην Ελλάδα.
- ✓ Α/Κ Εξωτερικού, εφόσον επενδύουν κυρίως σε επενδυτικά προϊόντα εκδοτών που έχουν την καταστατική τους έδρα εκτός Ελλάδος.

Ακόμα, η ΑΕΔΑΚ οφείλει να περιλαμβάνει στην ονομασία του Α/Κ τον κατά το δυνατόν ακριβή προσδιορισμό της γεωγραφικής κατανομής των επενδύσεών του.

Οι Κατηγορίες των Α/Κ, σε σχέση με το είδος των χρηματοπιστωτικών μέσων στα οποία επενδύουν το ενεργητικό τους, είναι:

- ✓ Α/Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων που επενδύουν κυρίως (άνω του 65% του καθαρού ενεργητικού του) σε καταθέσεις-μέσα χρηματαγοράς. Ιδιαίτερα σημαντικό είναι το γεγονός ότι καταργήθηκε η δυνατότητα επένδυσης σε μετοχές.
- ✓ Α/Κ Ομολογιακά που επενδύουν κυρίως σε ομολογίες και δυνητικά (έως 10%) και σε μετοχές.
- ✓ Α/Κ Μικτά τα οποία επενδύουν κατ' ελάχιστο 10% του καθαρού ενεργητικού τους σε μετοχές και 10% του καθαρού ενεργητικού τους σε ομολογίες. Το σύνολο των επενδύσεων όλων των κατηγοριών δεν πρέπει να υπερβαίνει το 65% του καθαρού ενεργητικού τους.
- ✓ Α/Κ Μετοχικά που επενδύουν κυρίως σε μετοχές. Σε περίπτωση που μετοχικά Α/Κ αναπαράγουν τη σύνθεση συγκεκριμένου χρηματιστηριακού δείκτη, τότε πρέπει τουλάχιστον το 95% του καθαρού ενεργητικού τους να επενδύεται σε μετοχές του συγκεκριμένου δείκτη.

Η κατηγορία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων Ειδικού Τύπου καταργείται.

3.2.4 Εποπτεία και Επίβλεψη

Για την εφαρμογή των κανονιστικών διατάξεων εκ μέρους των ΑΕΔΑΚ και των θεματοφυλάκων υπάρχει η αναγκαιότητα της τήρησης των κανόνων, που επαφίεται στους λειτουργούς των αμοιβαίων κεφαλαίων και η αναγκαιότητα του ελέγχου από την εποπτική αρχή της κεφαλαιαγοράς και ταυτόχρονα και ο έλεγχος μέσω του συλλογικού οργάνου του κλάδου των αμοιβαίων κεφαλαίων.

3.2.4.1 Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ιδρύθηκε ως Ν.Π.Δ.Δ. με το ν. 1969/91 και οργανώθηκε με το ν. 2324/1995, με σκοπό την προστασία των επενδυτών και την εξασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, η οποία αποτελεί σημαντικό μοχλό ανάπτυξης της εθνικής οικονομίας. Η Διοίκηση και το προσωπικό της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς διαθέτουν, εκ του ευρωπαϊκού και

ελληνικού νομοθετικού πλαισίου, εχέγγυα λειτουργικής και προσωπικής ανεξαρτησίας για την εκπλήρωση της αποστολής τους. [16]

Σύμφωνα με το νόμο η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει αποκλειστικά δικούς της πόρους και δεν χρηματοδοτείται από τον Κρατικό Προϋπολογισμό. Ο προϋπολογισμός της Επιτροπής συντάσσεται από το Διοικητικό Συμβούλιο και εγκρίνεται από τον Υπουργό Οικονομικών.

Επιγραμματικά να σημειώσουμε πως η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

- ✓ Υποβάλλει έκθεση πεπραγμένων στον Πρόεδρο της Βουλής και στον Υπουργό Οικονομικών. Ο Πρόεδρος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς καλείται από την αρμόδια Επιτροπή της Βουλής, προκειμένου να την ενημερώνει για θέματα της κεφαλαιαγοράς.
- ✓ Είναι μέλος της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών (European Securities and Markets Authority- ESMA) και λειτουργεί στο πλαίσιο και υπό την αιγίδα της.
- ✓ Είναι μέλος του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (International Organization of Securities Commissions - IOSCO). Συνάπτει επίσης διμερείς και πολυμερείς συμφωνίες με άλλες εποπτικές αρχές για την ανταλλαγή εμπιστευτικών πληροφοριών και τη συνεργασία σε θέματα της αρμοδιότητάς της.
- ✓ Είναι αρμόδια για την εποπτεία της εφαρμογής των διατάξεων της νομοθεσίας για την κεφαλαιαγορά. Συμμετέχει επίσης καθοριστικά στη διαμόρφωση του θεσμικού πλαισίου που άπτεται του αντικειμένου της σε εθνικό, ευρωπαϊκό και διεθνές επίπεδο συμβάλλοντας ενεργά στις εργασίες του Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης, της ESMA και της IOSCO.
- ✓ Εποπτεύει ημεδαπούς και αλλοδαπούς φορείς που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες, οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων, τους διαχειριστές τους, νέα επενδυτικά σχήματα, τις εισηγμένες εταιρίες ως προς τις υποχρεώσεις διαφάνειας, δημόσιες προτάσεις, εταιρικά γεγονότα, ενημερωτικά δελτία αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου, οικονομικές καταστάσεις, τους μετόχους εισηγμένων εταιριών ως προς την υποχρέωσή τους για δήλωση σημαντικών συμμετοχών και παρακολουθεί και ελέγχει τις συναλλαγές ως προς τη χειραγώγηση αγοράς καθώς και τις πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες. Ελέγχει παράλληλα τη συμμόρφωση των εποπτευόμενων προσώπων ως προς το πλαίσιο της αντιμετώπισης της νομιμοποίησης εσόδων από εγκληματικές δραστηριότητες και της χρηματοδότησης της τρομοκρατίας.
- ✓ Εποπτεύει τις οι οργανωμένες αγορές και φορείς εκκαθάρισης αλλά και τα συστήματα αποζημίωσης επενδυτών και διασφάλισης συναλλαγών, όπως το Συνεγγυητικό Κεφάλαιο. Επίσης, παρακολουθεί τις εγχώριες και διεθνείς εξελίξεις και την ερευνητική δραστηριότητα στα θέματα κεφαλαιαγορών, εκπονεί μελέτες όπου κρίνεται σκόπιμο και πιστοποιεί στελέχη της κεφαλαιαγοράς ως προς την επαγγελματική τους επάρκεια. Εξυπηρετεί τους πολίτες και παραλαμβάνει και διερευνά καταγγελίες και παράπονα επενδυτών.

- ✓ Έχει την αρμοδιότητα να επιβάλλει διοικητικές κυρώσεις και μέτρα (επίπληξη, χρηματικό πρόστιμο, αναστολή λειτουργίας, αφαίρεση άδειας, αναστολή διαπραγμάτευσης εισηγμένων κινητών αξιών, κλπ) σε εποπτευόμενα νομικά και φυσικά πρόσωπα που παραβαίνουν τη νομοθεσία για την κεφαλαιαγορά καθώς και να υποβάλλει μηνυτήριες αναφορές σε περίπτωση σοβαρών ενδείξεων διάπραξης ποινικών αδικημάτων που σχετίζονται με την κεφαλαιαγορά.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αποτελείται από επτά μέλη. Αναλυτικότερα, από τον Πρόεδρο, δύο Αντιπροέδρους και τέσσερα μέλη. Ο Πρόεδρος και οι δύο Αντιπρόεδροι του Διοικητικού Συμβουλίου διορίζονται από τον Υπουργό Οικονομικών ύστερα από σύμφωνη γνώμη της αρμόδιας επιτροπής της Ελληνικής Βουλής. Τα υπόλοιπα τέσσερα μέλη διορίζονται με απόφαση του Υπουργού Οικονομικών.

Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου είναι πρόσωπα αναγνωρισμένου κύρους και διαθέτουν ειδικές γνώσεις και εμπειρία σε θέματα κεφαλαιαγοράς. Απολαύουν κατά την άσκηση των καθηκόντων τους προσωπικής και λειτουργικής ανεξαρτησίας, δεσμευόμενα μόνον από το νόμο και τη συνείδησή τους. Ο Πρόεδρος και οι δύο Αντιπρόεδροι είναι πλήρους και αποκλειστικής απασχόλησης. Η θητεία του Διοικητικού Συμβουλίου είναι πενταετής.

Στο Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς έχουν ανατεθεί οι παρακάτω αρμοδιότητες:

- ✓ η χάραξη της γενικής πολιτικής
- ✓ η θέσπιση κανονιστικών πράξεων
- ✓ η παροχή και ανάκληση αδειών εποπτευόμενων προσώπων
- ✓ η επιβολή κυρώσεων
- ✓ η σύνταξη του προϋπολογισμού

Το Διοικητικό Συμβούλιο συγκαλείται τουλάχιστον δύο φορές το μήνα από τον Πρόεδρο και συνεδριάζει, εφόσον είναι παρόντα αυτοπροσώπως τέσσερα τουλάχιστον μέλη.

Οι αρμοδιότητές της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς είναι

- ✓ Εποπτεία Φορέων Αγοράς

Είναι αρμόδια για τα θέματα που αφορούν στην αδειοδότηση, παρακολούθηση, εποπτεία και έλεγχο των φορέων της κεφαλαιαγοράς.

- ✓ Εξυγίανση Επιχειρήσεων Επενδύσεων

Για την εξυγίανση επιχειρήσεων επενδύσεων η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σύστησε τις επιτροπές Λήψης Μέτρων Εξυγίανσης και τη Μονάδα Εξυγίανσης Επιχειρήσεων

✓ Εποπτεία Εισηγμένων Εταιριών

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εποπτεύει τις εταιρείες με κινητές αξίες εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά. Ειδικότερα, το έργο της επικεντρώνεται στην εποπτεία και στον έλεγχο της συμμόρφωσης των εταιρειών με τις υποχρεώσεις διαρκούς πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού για τις ίδιες τις εταιρίες και τις θυγατρικές τους, τα στελέχη τους και τους μετόχους τους, σύμφωνα με την κείμενη νομοθεσία. Αξιολογεί επίσης δημοσιεύματα και ανακοινώσεις σχετικά με τις εταιρείες των οποίων οι κινητές αξίες διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

✓ Εποπτεία Αγοράς

Η Εποπτεία Αγορών συνίσταται στην παρακολούθηση και στον έλεγχο της συμπεριφοράς των εποπτευόμενων φορέων, των εισηγμένων εταιρειών κι εν γένει των συμμετεχόντων στις αγορές, αναφορικά με την τήρηση των διατάξεων για την κατάχρηση αγοράς.

✓ Αντιμετώπιση της νομιμοποίησης εσόδων από εγκληματικές δραστηριότητες (Money Laundering)

Για την αντιμετώπιση της νομιμοποίησης εσόδων από εγκληματικές δραστηριότητες η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με την Ειδική Υπηρεσιακή Μονάδα Αντιμετώπισης της Νομιμοποίησης Εσόδων από Εγκληματικές Δραστηριότητες και της Χρηματοδότησης της Τρομοκρατίας που λειτουργεί βάσει του ν. 3691/2008, ελέγχει και συμμορφώνει τα εποπτευόμενα από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς υπόχρεα πρόσωπα.

✓ Πιστοποίηση επαγγελματικής καταλληλότητας

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, στο πλαίσιο πιστοποίησης της επαγγελματικής καταλληλότητας στελεχών της κεφαλαιαγοράς, εκδίδει το Πιστοποιητικό Επαγγελματικής Καταλληλότητας για τα πρόσωπα που απασχολούνται στις ΑΕΠΕΥ, ΑΕΕΔ, ΑΕΔΑΚ και ΑΕΕΧ.

✓ Καταγγελίες Επενδυτών

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς διερευνά έγγραφες καταγγελίες επενδυτών, οι οποίες ενδέχεται να αφορούν παραβάσεις της νομοθεσίας για την κεφαλαιαγορά και επιβάλλει διοικητικές κυρώσεις στις περιπτώσεις που διαπιστώνονται σχετικές παραβάσεις.

Ο έλεγχος της καταγγελίας πραγματοποιείται με βάση τον αύξοντα αριθμό καταχώρησης των καταγγελιών -σύμφωνα με τον αριθμό πρωτοκόλλου εισερχομένων εγγράφων- και ο χρόνος ολοκλήρωσης του ελέγχου είναι συνάρτηση του περιεχομένου της καταγγελίας αλλά και της ενδεχόμενης αποκάλυψης παράνομων και παραβατικών συμπεριφορών.

✓ Μελέτες

Η Επιτροπή κεφαλαιαγοράς πραγματοποιεί μελέτες για θέματα που άπτονται των αρμοδιοτήτων της. Πρόσφατες μελέτες είναι η Εταιρική Διακυβέρνηση στην

Ελλάδα (2019), Επιβαρύνσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα (Μάιος 2019), Παροχή Επενδυτικών Υπηρεσιών σε Ιδιώτες Επενδυτές στην Ελλάδα (Μάρτιος 2019).

3.2.4.2 Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών είναι το συλλογικό όργανο και ο φορέας εκπροσώπησης των Αωνύμων Εταιρειών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.) που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα, καθώς και των Αωνύμων Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (Α.Ε.Ε.Χ.), Αωνύμων Εταιρειών Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας (Α.Ε.Ε.Α.Π.) και Αωνύμων Εταιρειών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Α.Ε.Π.Ε.Υ.). [\[19\]](#)

Ιδρύθηκε το 1985 και είναι νομικό πρόσωπο ιδιωτικού δικαίου, μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα.

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

Ως σκοπό έχει την προώθηση και ανάπτυξη του θεσμού της επαγγελματικής διαχείρισης συλλογικών επενδύσεων και επενδύσεων χαρτοφυλακίου, ως αποτελεσματικό μέσο οικονομικής και κοινωνικής προόδου και διασφάλισης της προστασίας του επενδυτικού κοινού και η προαγωγή και ανάπτυξη της δραστηριότητας των μελών της και προάσπιση των επαγγελματικών συμφερόντων τους.

Για την πραγματοποίηση των σκοπών της η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών:

- ✓ Προβάλλει και προάγει το θεσμό των συλλογικών επενδύσεων και των επενδύσεων χαρτοφυλακίου και της επαγγελματικής διαχείρισης αυτών.
- ✓ Προάγει τον υγιή ανταγωνισμό και την εφαρμογή κανόνων δεοντολογίας στον κλάδο.
- ✓ Ενημερώνει, επιμορφώνει και εκπαιδεύει τα μέλη της και το κοινό για θέματα που άπτονται του θεσμού της επαγγελματικής διαχείρισης συλλογικών επενδύσεων και του χρηματοπιστωτικού συστήματος.
- ✓ Προωθεί τη διαμόρφωση νομοθετικού και ρυθμιστικού πλαισίου ανταγωνιστικού για τα μέλη της, για το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα και για την ελληνική οικονομία εν γένει.
- ✓ Επικουρεί τη διαμόρφωση κοινών θέσεων των μελών της επί του νομοθετικού και κανονιστικού πλαισίου που τα διέπει, με τη συμμετοχή της σε προπαρασκευαστικές αυτού εργασίες, και με τη γνωμοδότηση προς τα μέλη

της και προς φορείς του κλάδου, επί νόμων και κανονισμών που διέπουν τη λειτουργία των μελών της και που χρήζουν ερμηνείας ή ομοιόμορφης εφαρμογής.

- ✓ Αναπτύσσει σχέσεις και εκπροσωπεί τα μέλη της ενώπιον ημεδαπών, αλλοδαπών και διεθνών αρχών, οργανισμών και συγγενών με τους σκοπούς της ενώσεων.

Η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών έχει παρουσία, συμμετοχή και εκπροσώπηση σε φορείς και επιτροπές της ελληνικής και ευρωπαϊκής αγοράς όπως το Διοικητικό Συμβούλιο Ελληνικού Χρηματοοικονομικού Μεσολαβητή, το Διοικητικό Συμβούλιο Συνεγγυητικού Κεφαλαίου, το Διοικητικό Συμβούλιο ΕFAMA, η Διοικούσα Επιτροπή Χρηματιστηριακών Αγορών, η Συμβουλευτική Επιτροπή Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η Επιτροπή Δεικτών Χρηματιστηρίου Αθηνών, η Επιτροπή Δεικτών FTSE/X.A., η Επιτροπή Κινδύνου ΕΤΕΚ, η Επιτροπή Τροποποίησης Κανονισμών ΕΤΕΚ και Χ.Α.

Η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών θέσπισε ένα κώδικα δεοντολογίας των μελών της με σκοπό να καθορίσει τους κανόνες που πρέπει να διέπουν και να ρυθμίζουν τις σχέσεις και τη συμπεριφορά των μελών της Ένωσης Ελληνικών Εταιριών Επενδύσεων (Α.Ε.Ε.Χ και Α.Ε.Ε.Α.Π), των Εταιριών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ) και των Εταιριών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Α.Ε.Π.Ε.Υ) που διαχειρίζονται χαρτοφυλάκια πελατών τους κατά την άσκηση των δραστηριοτήτων τους, παράλληλα με την ισχύουσα νομοθεσία και τις αποφάσεις εξουσιοδοτημένων αρχών εποπτείας, με τρόπο ώστε:

- ✓ Να προωθούνται οι σκοποί των μελών της Ένωσης
- ✓ Να εξασφαλίζεται η άσκηση ευπρεπούς ανταγωνισμού μεταξύ των μελών και η ρύθμιση κανόνων συμπεριφοράς στις μεταξύ τους σχέσεις
- ✓ Να διασφαλίζεται η πλήρης, σαφής και σωστή ενημέρωση των μετόχων, των μεριδιούχων και των πελατών επενδυτών
- ✓ Να επιτυγχάνεται η ορθή άσκηση της διαφημιστικής λειτουργίας
- ✓ Να εξασφαλίζεται η προστασία των επενδυτών, θεσμικών και ιδιωτών
- ✓ Να επιδιώκεται η προστασία της αγοράς και η αποφυγή ενεργειών που αποτελούν κατάχρηση και προσβολή της ακεραιότητάς της
- ✓ Να προάγεται στην κοινωνία ο θεσμός των συλλογικών επενδύσεων και των υπηρεσιών διαχείρισης ιδιωτικών επενδυτικών Χαρτοφυλακίων

Κεφάλαιο 4: Εμπειρική μελέτη

4.1 Το δείγμα και οι μεταβλητές

4.1.1 Το δείγμα

Στη μελέτη, το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε αντλήθηκε από τα αμοιβαία κεφάλαια της Εθνικής Τράπεζας, που υπάρχουν από το 2008 μέχρι το 2019. Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν είναι ημερήσια, εκτός σαββατοκύριακων και αργιών από 1.1.2008 έως 31.12.2019. [20]

Περιλαμβάνονται αμοιβαία κεφάλαια των κατηγοριών

✓ **Αμοιβαία Κεφάλαια ΔΗΛΟΣ - Μετοχικά Εσωτερικού**

Το μεγαλύτερο μέρος του χαρτοφυλακίου των Μετοχικών Α/Κ επενδύεται σε μετοχές ενώ δευτερευόντως μπορούν να επενδύουν σε τίτλους σταθερού εισοδήματος κεφαλαιαγοράς και χρηματαγοράς.

- Ο Βαθμός Επενδυτικού Κινδύνου είναι Αυξημένος.
- Ο Χρονικός Επενδυτικός Ορίζοντας είναι Μακρύς (+3 έτη).
- Η κατηγορία των Μετοχικών Α/Κ απευθύνεται κυρίως σε επενδυτές που προσδοκούν σημαντικά κέρδη από υπεραξία και μερισματικές αποδόσεις αναλαμβάνοντας και τον ανάλογο Β.Ε.Κ..

Το μεγαλύτερο μέρος του χαρτοφυλακίου τους επενδύεται στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά.

✓ **Αμοιβαία Κεφάλαια ΔΗΛΟΣ - Μικτά**

Τα Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια μπορούν να επενδύουν το ενεργητικό τους σε όλα τα προϊόντα της Κεφαλαιαγοράς και της Χρηματαγοράς. Δε επενδύουν άνω του 65% του ενεργητικού τους σε καμία κατηγορία επενδυτικών προϊόντων και επενδύουν κατ'ελάχιστο 10% σε μετοχές και 10% σε ομόλογα.

- Ο Βαθμός Επενδυτικού Κινδύνου είναι Μεσαίος προς Αυξημένος
- Ο Χρονικός Επενδυτικός Ορίζοντας είναι Μέσο-μακροπρόθεσμος (3 έτη).
- Η κατηγορία των Μικτών Α/Κ απευθύνεται σε επενδυτές που προσδοκούν σημαντικά κέρδη από υπεραξία και μερισματικές αποδόσεις χωρίς να αναλαμβάνουν όμως αυξημένο Β.Ε.Κ για ολόκληρο το κεφάλαιο τους.

✓ **Αμοιβαία Κεφάλαια ΔΗΛΟΣ - Μικτά Εσωτερικού**

Τα Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια μπορούν να επενδύουν το ενεργητικό τους σε όλα τα προϊόντα της Κεφαλαιαγοράς και της Χρηματαγοράς. Δε επενδύουν

άνω του 65% του ενεργητικού τους σε καμία κατηγορία επενδυτικών προϊόντων και επενδύουν κατ'ελάχιστο 10% σε μετοχές και 10% σε ομόλογα.

- Ο Βαθμός Επενδυτικού Κινδύνου είναι Μεσαίος προς Αυξημένος
- Ο Χρονικός Επενδυτικός Ορίζοντας είναι Μέσο-μακροπρόθεσμος (3 έτη).
- Η κατηγορία των Μικτών Α/Κ απευθύνεται σε επενδυτές που προσδοκούν σημαντικά κέρδη από υπεραξία και μερισματικές αποδόσεις χωρίς να αναλαμβάνουν όμως αυξημένο Β.Ε.Κ για ολόκληρο το κεφάλαιο τους.

Το ενεργητικό των Α/Κ επενδύεται κυρίως στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά και Χρηματαγορά.

✓ **Αμοιβαία Κεφάλαια ΔΗΛΟΣ - Μικτά Εξωτερικού**

Τα Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια μπορούν να επενδύουν το ενεργητικό τους σε όλα τα προϊόντα της Κεφαλαιαγοράς και της Χρηματαγοράς. Δε επενδύουν άνω του 65% του ενεργητικού τους σε καμία κατηγορία επενδυτικών προϊόντων και επενδύουν κατ'ελάχιστο 10% σε μετοχές και 10% σε ομόλογα.

- Ο Βαθμός Επενδυτικού Κινδύνου είναι Μεσαίος προς Αυξημένος
- Ο Χρονικός Επενδυτικός Ορίζοντας είναι Μέσο-μακροπρόθεσμος (3 έτη).
- Η κατηγορία των Μικτών Α/Κ απευθύνεται σε επενδυτές που προσδοκούν σημαντικά κέρδη από υπεραξία και μερισματικές αποδόσεις χωρίς να αναλαμβάνουν όμως αυξημένο Β.Ε.Κ για ολόκληρο το κεφάλαιο τους.

Το ενεργητικό των Α/Κ επενδύεται στην Ελλάδα και τις Διεθνείς Κεφαλαιαγορές και Χρηματαγορές.

✓ **Αμοιβαία Κεφάλαια ΔΗΛΟΣ - Ομολογιακά**

Τα Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια επενδύουν το ενεργητικό τους κυρίως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος κεφαλαιαγοράς και δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος χρηματαγοράς. Τα Ομολογιακά Α/Κ μπορούν να επενδύουν το ενεργητικό τους σε ποσοστό μέχρι και 10% σε μετοχές.

- Ο Βαθμός Επενδυτικού Κινδύνου είναι Μεσαίος
- Ο Χρονικός Επενδυτικός Ορίζοντας είναι Μεσοπρόθεσμος (+2 έτη).
- Τα Ομολογιακά Α/Κ απευθύνονται σε συντηρητικούς επενδυτές που προσβλέπουν σε αποδόσεις υψηλότερες του πληθωρισμού αναλαμβάνοντας μικρό Β.Ε.Κ..

✓ **Αμοιβαία Κεφάλαια ΔΗΛΟΣ - Ομολογιακά Εσωτερικού**

Τα Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια επενδύουν το ενεργητικό τους κυρίως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος κεφαλαιαγοράς και δευτερευόντως σε τίτλους

σταθερού εισοδήματος χρηματαγοράς Ελλήνων εκδοτών. Τα Ομολογιακά Α/Κ μπορούν να επενδύουν το ενεργητικό τους σε ποσοστό μέχρι και 10% σε μετοχές.

- Ο Βαθμός Επενδυτικού Κινδύνου είναι Αυξημένος
- Ο Χρονικός Επενδυτικός Ορίζοντας είναι Μεσομακροπρόθεσμος.
- Τα Ομολογιακά Α/Κ απευθύνονται σε επενδυτές που προσβλέπουν σε αποδόσεις υψηλότερες του πληθωρισμού αναλαμβάνοντας τον ανάλογο βαθμό επενδυτικού κινδύνου.

Το ενεργητικό των Α/Κ εσωτερικού επενδύεται κυρίως στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά.

✓ **Αμοιβαία Κεφάλαια ΔΗΛΟΣ - Ομολογιακά Εξωτερικού**

Τα Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια επενδύουν το ενεργητικό τους κυρίως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος κεφαλαιαγοράς και δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος χρηματαγοράς. Τα Ομολογιακά Α/Κ μπορούν να επενδύουν το ενεργητικό τους σε ποσοστό μέχρι και 10% σε μετοχές.

- Ο Βαθμός Επενδυτικού Κινδύνου είναι Μικρός
- Ο Χρονικός Επενδυτικός Ορίζοντας είναι Μεσοπρόθεσμος (+2 έτη).
- Τα Ομολογιακά Α/Κ απευθύνονται σε συντηρητικούς επενδυτές που προσβλέπουν σε αποδόσεις υψηλότερες του πληθωρισμού αναλαμβάνοντας μικρό Β.Ε.Κ..

Το ενεργητικό των Α/Κ επενδύεται κυρίως σε Κεφαλαιαγορές του Εξωτερικού.

✓ **Funds of Funds**

Τα ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS είναι μια σειρά Αμοιβαίων Κεφαλαίων της Εθνικής Asset Management ΑΕΔΑΚ, που ανήκουν στην κατηγορία των Fund of Funds (Α/Κ που επενδύουν σε άλλα Α/Κ ή Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων – Ν.3283/2004, Αρ. 21).

Τα ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS, όπως αντανάκλα και η ονομασία τους, αποτελούν στην ουσία μια μοναδική σύνθεση με τα καλύτερα Α/Κ (Ο.Σ.Ε.Κ.Α.) απ' όλο τον κόσμο, που επιλέγονται με τα παρακάτω κριτήρια:

- Τις αποδόσεις που έχουν καταγράψει την τελευταία 3ετία, σταθμισμένες ως προς τον κίνδυνο.
- Την συνέπεια που έχουν επιδείξει στην επίτευξη αποδόσεων σε σύγκριση με τον Δείκτη αναφοράς τους.
- Την αξιολόγησή τους από έγκριτους Διεθνείς Οίκους σε σχέση με άλλα Α/Κ της ίδια κατηγορίας.

Η επιλογή των Α/Κ (Ο.Σ.Ε.Κ.Α.) που επενδύει κάθε ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS, γίνεται δυναμικά και σε τακτά χρονικά διαστήματα (ενεργός διαχείριση), ανάμεσα στα Α/Κ που διαχειρίζονται οι μεγαλύτεροι Τραπεζικοί και Χρηματοοικονομικοί Όμιλοι του κόσμου.

Σε σχέση με τα υπόλοιπα Α/Κ, τα ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS αποτελούν μια ολοκληρωμένη σύγχρονη επενδυτική πρόταση.

Συμπυκνώνουν και αξιοποιούν την δυναμική και την εξειδίκευση των καλύτερων Διαχειριστών Α/Κ του κόσμου καθώς και την τεχνογνωσία της ΕΘΝΙΚΗΣ ASSET MANAGEMENT ΑΕΔΑΚ να τους επιλέγει.

Συνδυάζουν όλα τα πλεονεκτήματα των “απλών” Α/Κ, σε υπερθετικό όμως βαθμό καθώς:

1. Επιτυγχάνουν ευρύτερη διασπορά επενδύοντας ταυτόχρονα:
 - ✓ Στις σημαντικότερες Διεθνείς αγορές
 - ✓ Στους δυναμικότερους κλάδους της παγκόσμιας οικονομίας
 - ✓ Σε όλες τις κατηγορίες επενδύσεων (Μετοχές, Ομόλογα, κ.λπ.).
2. Αξιοποιούν άμεσα και πιο αποτελεσματικά τις επενδυτικές ευκαιρίες που παρουσιάζονται καθημερινά στις διεθνείς αγορές.
3. Συνδυάζουν ποικίλες επενδυτικές τεχνικές με στόχο τις υψηλότερες αποδόσεις με τον μικρότερο δυνατό κίνδυνο.
4. Επενδύουν στα κατά τεκμήριο καλύτερα Α/Κ (Ο.Σ.Ε.Κ.Α.) των μεγαλύτερων Χρηματοοικονομικών Ομίλων του Κόσμου.
5. Επιλέγουν Δυναμικά και με αυστηρά κριτήρια αξιολόγησης των Διαχειριστών (Α/Κ) που επενδύουν, βάσει των επιδόσεών τους και τον συνθηκών που επικρατούν στις διεθνείς αγορές.

4.1.2 Υπολογισμός μεταβλητών

Η κύρια μεταβλητή που επιτρέπει την ανάλυση και τη συμπεριφορά των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι η απόδοση. Με γνώμονα την απόδοση μπορεί να υπολογιστεί ο κίνδυνος της απόδοσης, που είναι βασική μεταβλητή ανάλυσης των χαρακτηριστικών ενός αμοιβαίου κεφαλαίου.

Για τον υπολογισμό της ημερήσιας απόδοσης την ημέρα τ :

$$A_{\tau} = \frac{KTM_{\tau} - KTM_{\tau-1}}{KTM_{\tau-1}} * 100$$

Όπου KTM_{τ} , η καθαρή τιμή μεριδίου την ημέρα τ

$KTM_{\tau-1}$, η καθαρή τιμή μεριδίου την ημέρα $\tau - 1$

Η μέση ετήσια απόδοση:

$$\bar{A} = \frac{\sum_{\tau=1}^N A_{\tau}}{N}$$

Όπου N ο αριθμός των ημερών του έτους, εκτός των σαββατοκύριακων και των αργιών.

Ο κίνδυνος της απόδοσης, το μέγεθος δηλαδή της διασποράς γύρω από τη μέση απόδοση \bar{A} , μετράται αρχικά από τη διακύμανση της απόδοσης:

$$\sigma_A^2 = \frac{\sum_{\tau=1}^N (A_{\tau} - \bar{A})^2}{N - 1}$$

Καταλληλότερη όμως μέτρηση του κινδύνου που εκφράζεται στην ίδια μονάδα μεγέθους, όπως και η απόδοση, δηλαδή ποσοστιαία, είναι η τετραγωνική ρίζα της διακύμανσης, η τυπική απόκλιση.

$$\sigma_A = \sqrt{\sigma_A^2}$$

Επειδή η ανάλυση που ακολουθεί, περιλαμβάνει αμοιβαία κεφάλαια από διάφορες κατηγορίες, που εμφανίζουν διαφορετικά ποσοτικά μεγέθη κινδύνου και απόδοσης, η όποια σύγκριση του κινδύνου, που εμφανίζουν τα αμοιβαία κεφάλαια θα πρέπει να λαμβάνει υπόψιν το διαφορετικό επίπεδο απόδοσης κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου. Για αυτό το λόγο ως εναλλακτική μέτρηση κινδύνου χρησιμοποιείται ο συντελεστής μεταβλητότητας ΣΜ:

$$\Sigma M = \frac{\sigma_A}{\bar{A}}$$

Ο συντελεστής μεταβλητότητας μετρά τον κίνδυνο ανά μονάδα απόδοσης. Για την ίδια χρονική περίοδο εκτιμώνται και η μέση απόδοση και η τυπική απόκλιση.

Ο συντελεστής μεταβλητότητας μπορεί να είναι θετικός ή αρνητικός αριθμός, μεγαλύτερος ή μικρότερος της μονάδας και από μόνος του δεν έχει καμιά χρησιμότητα. Τη χρησιμότητα την αποκτά κατά τη σύγκριση του κινδύνου αμοιβαίων κεφαλαίων μεταξύ τους και ιδιαίτερα σε αμοιβαία κεφάλαια ίδιων κατηγοριών.

4.2 Εμπειρικά αποτελέσματα

Οι αποδόσεις και ο κίνδυνος που εμφανίζουν τα αμοιβαία κεφάλαια στην περίοδο της ανάλυσης είναι συνάρτηση σε μεγάλο βαθμό των μακροοικονομικών συνθηκών της ίδιας περιόδου. Εφόσον οι αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων δημιουργούνται από τις αντίστοιχες αποδόσεις των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

4.2.1 Ο κίνδυνος και η απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων

4.2.1.1 Γενικά χαρακτηριστικά των αμοιβαίων κεφαλαίων

Τα χαρακτηριστικά της απόδοσης και του κινδύνου που έχουν τα αμοιβαία κεφάλαια του δείγματος για τις διαφορετικές χρονικές περιόδους παρουσιάζονται στους παρακάτω πίνακες.

Για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο και για την περίοδο που αναφέρεται ο πίνακας παρουσιάζεται η μέση απόδοση, η τυπική απόκλιση, ο συντελεστής μεταβλητότητας και η ελάχιστη και μέγιστη απόδοση, όπως υπολογίστηκαν με την χρήση των τύπων του κεφαλαίου [4.1.2 Υπολογισμός μεταβλητών](#).

		Έτος 2008				
Κατηγορία	Όνομα	Μέση απόδοση (μ)	Τυπική απόκλιση (σ)	Συντελεστής μεταβλητότητας (σ/μ)	Ελάχιστη Απόδοση	Μέγιστη απόδοση
Μετοχικά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS - Μετοχικό	-0,34549578	1,967478887	-5,694653895	-9,142390218	7,872203059
	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP - Μετοχικό	-0,373298179	1,76801473	-4,736199719	-9,114097406	6,25069505
Μικτά	ΔΗΛΟΣ ΠΕΤ-ΟΤΕ - Μικτό	-0,038300138	0,32213434	-8,410788	-1,129348603	1,113627015
	ΔΗΛΟΣ ΣΥΛΛΟΓΙΚΟ - Μικτό	-0,11736568	0,541127413	-4,610610295	-1,523160114	2,020162612
Μικτά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ Μικτό-Εσωτερικού	-0,194519346	1,001227616	-5,151860882	-3,508834297	3,532031768
Μικτά Εξωτερικού	ΔΗΛΟΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΩΝ - Μικτό	-0,109341045	0,67147368	-6,141094419	-4,179825697	3,16480839
	ΔΗΛΟΣ EUROBOND -	-0,065787388	0,183767666	-2,793357072	-1,75771156	0,74200134
Ομολογιακά	ΔΗΛΟΣ FIXED INCOME PLUS -	-0,076563281	0,417134565	-5,448232633	-3,026670598	1,637332897
	ΔΗΛΟΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ & ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ - Ομολογιακό	0,004002	0,056205675	14,04439726	-0,584315794	0,043648334
	ΔΗΛΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ - Ομολογιακό Εσωτερικού	-0,022880674	0,221033438	-9,660267838	-2,852194978	0,438585491
Ομολογιακά Εξωτερικού	ΔΗΛΟΣ USD BOND -	-0,062372143	0,949244347	-15,21904332	-3,661025795	4,620729724
	ΔΗΛΟΣ ΔΟΛΑΡΙΑΚΟ (USD) - Ομολογιακό Εξωτερικού	-0,042676243	0,121633423	-2,850143658	-0,734342797	0,044064171
Funds of Funds	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST BLUE - FOF Ομολογιακό	-0,003401615	0,12600416	-37,04244916	-0,465509172	0,456775207
	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED -	-0,224741581	1,380816627	-6,144019373	-5,199379194	5,791553529
	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST	-0,140728085	0,856414261	-6,085595924	-3,344675494	3,86984171

Πίνακας 1 Κίνδυνος και Απόδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων το 2008, Υπολογισμός συγγραφέα

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελλάδα την περίοδο της κρίσης | Αγγελική Καλκάνη

Έτος 2009						
Κατηγορία	Όνομα	Μέση απόδοση (μ)	Τυπική απόκλιση (σ)	Συντελεστής μεταβλητότητας (σ/μ)	Ελάχιστη Απόδοση	Μέγιστη απόδοση
Μετοχικά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS - Μετοχικό Εσωτερικού	0,088006593	1,790170611	20,34132394	-5,624346241	6,749914919
	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP - Μετοχικό Εσωτερικού	0,08973639	1,453652989	16,19914714	-4,961125071	4,877381625
Μικτά Μικτά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ ΠΕΤ-ΟΤΕ - Μικτό	0,02697273	0,423244999	15,69158949	-1,457802567	1,378413871
	ΔΗΛΟΣ ΣΥΛΛΟΓΙΚΟ - Μικτό	0,030931668	0,478943272	15,4839134	-1,620074048	1,62001221
Μικτά Εξωτερικού	ΔΗΛΟΣ Μικτό-Εσωτερικού	0,042966282	0,885636786	20,61236747	-3,221814807	3,180301071
	ΔΗΛΟΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΩΝ - Μικτό Εξωτερικού	0,04584768	0,461280359	10,06114937	-1,503468098	1,866203978
Ομολογιακά	ΔΗΛΟΣ EUROBOND - Ομολογιακό	0,059172909	0,254697055	4,304284813	-1,147768896	1,011881138
	ΔΗΛΟΣ FIXED INCOME PLUS - ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟ	0,023293973	0,432351561	18,5606622	-3,359078291	1,024692433
Ομολογιακά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ & ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ - Ομολογιακό	0,00204295	0,009786425	4,790341029	-0,109206219	0,097377199
	ΔΗΛΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ - Ομολογιακό Εσωτερικού	0,02446016	0,224635436	9,183727269	-1,314442508	0,784072759
Ομολογιακά Εξωτερικού	ΔΗΛΟΣ USD BOND - Ομολογιακό Εξωτερικού	0,056338527	0,834964973	14,82049697	-3,69802848	2,96890122
	ΔΗΛΟΣ ΔΟΛΑΡΙΑΚΟ (USD) - Ομολογιακό Εξωτερικού	0,049359873	0,28722302	5,818957813	-0,718297355	1,478994416
Funds of Funds	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST BLUE - FOF Ομολογιακό	0,015121509	0,092155325	6,09432064	-0,307060322	0,224834525
	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED - FOF Μετοχικό	0,082740701	0,915827177	11,06864175	-3,469962858	2,398096798
	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST YELLOW - FOF Μικτό	0,053926012	0,500349578	9,278445812	-1,961654507	1,474071145

Πίνακας 2 Κίνδυνος και Απόδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων το 2009, Υπολογισμός συγγραφέα

Έτος 2010						
Κατηγορία	Όνομα	Μέση απόδοση (μ)	Τυπική απόκλιση (σ)	Συντελεστής μεταβλητότητας (σ/μ)	Ελάχιστη Απόδοση	Μέγιστη απόδοση
Μετοχικά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS - Μετοχικό Εσωτερικού	-0,136505016	1,938410947	-14,20029098	-6,20399471	8,882065083
	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP - Μετοχικό Εσωτερικού	-0,123709861	1,647601328	-13,31826999	-5,786513337	7,874845675
Μικτά Μικτά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ ΠΕΤ-ΟΤΕ - Μικτό	-0,044141944	0,81211703	-18,39785381	-3,356154865	8,421670302
	ΔΗΛΟΣ ΣΥΛΛΟΓΙΚΟ - Μικτό	-0,041642498	0,72450061	-17,39810623	-2,963168358	6,898949312
Μικτά Εξωτερικού	ΔΗΛΟΣ Μικτό-Εσωτερικού	-0,108149249	1,532038824	-14,16596827	-6,323069438	15,12818816
	ΔΗΛΟΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΩΝ - Μικτό Εξωτερικού	0,021408374	0,621018238	29,0081924	-2,519041572	2,754622988
Ομολογιακά	ΔΗΛΟΣ EUROBOND - Ομολογιακό	0,011683263	0,327796815	28,05695775	-1,464977245	3,055968124
	ΔΗΛΟΣ FIXED INCOME PLUS - ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟ	-0,027566334	0,382277804	-13,86756058	-1,374847577	3,686860534
Ομολογιακά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ & ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ - Ομολογιακό	0,002498695	0,016768582	6,710934709	-0,125785303	0,088775879
	ΔΗΛΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ - Ομολογιακό Εσωτερικού	-0,035475464	0,941967535	-26,55264866	-3,625707613	11,99590952
Ομολογιακά Εξωτερικού	ΔΗΛΟΣ USD BOND - Ομολογιακό Εξωτερικού	0,053455062	0,681495185	12,74893636	-1,779650687	2,090111921
	ΔΗΛΟΣ ΔΟΛΑΡΙΑΚΟ (USD) - Ομολογιακό Εξωτερικού	0,013204096	0,195745747	14,82462355	-0,640782287	0,930272954
Funds of Funds	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST BLUE - FOF Ομολογιακό	-0,001018574	0,105561782	-103,63681	-0,323225938	1,071204756
	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED - FOF Μετοχικό	0,036374734	0,698166619	19,19372416	-2,59147917	1,641621588
	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST YELLOW - FOF Μικτό	0,011401925	0,3912931	34,31816192	-1,563611821	2,116178289

Πίνακας 3 Κίνδυνος και Απόδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων το 2010, Υπολογισμός συγγραφέα

Έτος 2011						
Κατηγορία	Όνομα	Μέση απόδοση (μ)	Τυπική απόκλιση (σ)	Συντελεστής μεταβλητότητας (σ/μ)	Ελάχιστη Απόδοση	Μέγιστη απόδοση
Μετοχικά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS - Μετοχικό Εσωτερικού	-0,260607153	2,2360525	-8,580165479	-7,615398576	15,74693924
	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP - Μετοχικό Εσωτερικού	-0,226581536	1,832478217	-8,087500201	-6,103879918	12,89110003
Μικτά Μικτά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ ΠΕΤ-ΟΤΕ - Μικτό	-0,100440518	0,704259042	-7,011702602	-3,984968955	3,299343718
	ΔΗΛΟΣ ΣΥΛΛΟΓΙΚΟ - Μικτό	-0,096246643	0,646502668	-6,717145083	-2,487287439	3,204688816
	ΔΗΛΟΣ Μικτό-Εσωτερικού	-0,224944595	1,696964404	-7,543921651	-5,375508056	9,254987249
Μικτά Εξωτερικού	ΔΗΛΟΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΩΝ - Μικτό Εξωτερικού	-0,048863358	0,761291349	-15,58000482	-2,519041572	2,754622988
	ΔΗΛΟΣ EUROBOND - Ομολογιακό	-0,040618077	0,258604405	-6,366731927	-1,520067668	0,851429029
Ομολογιακά	ΔΗΛΟΣ FIXED INCOME PLUS - ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟ	-0,05830974	0,303401454	-5,203272291	-1,208774963	1,341351155
	ΔΗΛΟΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ & ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ - Ομολογιακό	0,004770962	0,003832517	0,803300785	-0,004884366	0,021015773
Ομολογιακά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ - Ομολογιακό Εσωτερικού	-0,188267262	1,03920101	-5,519817935	-11,43384839	4,206833305
Ομολογιακά Εξωτερικού	ΔΗΛΟΣ USD BOND - Ομολογιακό Εξωτερικού	-0,019794879	0,674063168	-34,0524017	-1,604494236	2,236983373
	ΔΗΛΟΣ ΔΟΛΑΡΙΑΚΟ (USD) - Ομολογιακό Εξωτερικού	-0,034885589	0,231506592	-6,63616693	-1,254287437	0,766390489
Funds of Funds	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST BLUE - FOF Ομολογιακό	0,00103148	0,099896028	96,84731942	-0,307108744	0,575056817
	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED - FOF Μετοχικό	-0,024498223	0,870992994	-35,55331382	-3,670375931	2,49500513
	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST YELLOW - FOF Μικτό	-0,023279581	0,471440324	-20,2512379	-1,587281381	1,281369467

Πίνακας 4 Κίνδυνος και Απόδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων το 2011, Υπολογισμός συγγραφέα

Έτος 2012						
Κατηγορία	Όνομα	Μέση απόδοση (μ)	Τυπική απόκλιση (σ)	Συντελεστής μεταβλητότητας (σ/μ)	Ελάχιστη Απόδοση	Μέγιστη απόδοση
Μετοχικά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS - Μετοχικό Εσωτερικού	0,146957175	2,261581884	15,38939416	-7,974635202	7,935978999
	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP - Μετοχικό Εσωτερικού	0,209658531	2,230821645	10,64026172	-7,763593732	6,566425355
Μικτά Μικτά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ ΠΕΤ-ΟΤΕ - Μικτό	0,071424355	0,660586818	9,248761353	-2,475619571	2,00613021
	ΔΗΛΟΣ ΣΥΛΛΟΓΙΚΟ - Μικτό	0,140346465	1,090271557	7,768429068	-4,088625925	5,24480389
Μικτά Εξωτερικού	ΔΗΛΟΣ Μικτό-Εσωτερικού	0,159545814	2,15645948	13,51623979	-9,466460563	8,16231521
	ΔΗΛΟΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΩΝ - Μικτό Εξωτερικού	0,068426229	0,55225834	8,070857397	-1,47785347	2,122179068
Ομολογιακά	ΔΗΛΟΣ EUROBOND - Ομολογιακό	0,078923622	0,212540919	2,692994986	-0,448786401	1,266823696
	ΔΗΛΟΣ FIXED INCOME PLUS - ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟ	0,081309873	0,291672457	3,587171458	-0,74872048	2,673775094
Ομολογιακά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ & ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ - Ομολογιακό	0,010823085	0,029433511	2,71951212	-0,115451169	0,248991561
	ΔΗΛΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ - Ομολογιακό Εσωτερικού	0,253519879	2,749947505	10,84706854	-12,49082718	14,40955016
Ομολογιακά Εξωτερικού	ΔΗΛΟΣ USD BOND - Ομολογιακό Εξωτερικού	0,062574792	0,540885805	8,643828993	-1,486956151	2,056590166
	ΔΗΛΟΣ ΔΟΛΛΑΡΙΑΚΟ (USD) - Ομολογιακό Εξωτερικού	0,057408121	0,168045605	2,927209652	-0,474965896	1,076636809
Funds of Funds	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST BLUE - FOF Ομολογιακό	0,018968675	0,1034326	5,452810961	-0,287112138	0,494080789
	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED - FOF Μετοχικό	0,039515911	0,525927034	13,30924747	-1,800967338	1,419307165
	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST YELLOW - FOF Μικτό	0,031377949	0,31709779	10,10575277	-1,162740326	0,867040788

Πίνακας 5 Κίνδυνος και Απόδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων το 2012, Υπολογισμός συγγραφέα

Έτος 2013						
Κατηγορία	Όνομα	Μέση απόδοση (μ)	Τυπική απόκλιση (σ)	Συντελεστής μεταβλητότητας (σ/μ)	Ελάχιστη Απόδοση	Μέγιστη απόδοση
Μετοχικά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS - Μετοχικό Εσωτερικού	0,14090084	1,832768531	13,00750606	-5,264032552	5,539679394
	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP - Μετοχικό Εσωτερικού	0,110023539	1,947911573	17,70449849	-6,813276166	6,22032317
Μικτά Μικτά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ ΠΕΤ-ΟΤΕ - Μικτό	0,087248564	0,840224668	9,63024062	-2,896095713	4,025753582
	ΔΗΛΟΣ ΣΥΛΛΟΓΙΚΟ - Μικτό	0,097596148	0,915208747	9,377508907	-3,343170448	4,591881106
	ΔΗΛΟΣ Μικτό-Εσωτερικού	0,135630646	1,561727294	11,5145606	-5,919593713	8,274864086
Μικτά Εξωτερικού	ΔΗΛΟΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΩΝ - Μικτό Εξωτερικού	0,049217051	0,556598144	11,30905119	-2,05893041	1,689358134
	ΔΗΛΟΣ EUROBOND - Ομολογιακό	0,031366019	0,174288714	5,556609265	-0,755196835	0,586494012
Ομολογιακά	ΔΗΛΟΣ FIXED INCOME PLUS - ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟ	0,040629724	0,166076674	4,087565846	-0,624913426	0,978403553
	ΔΗΛΟΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ & ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ - Ομολογιακό	0,013637297	0,011426908	0,83791587	-0,043694126	0,0813972
Ομολογιακά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ - Ομολογιακό Εσωτερικού	0,169963872	1,953895649	11,49594694	-7,045896719	10,47107369
Ομολογιακά Εξωτερικού	ΔΗΛΟΣ USD BOND - Ομολογιακό Εξωτερικού	-0,014010697	0,526173455	-37,55512249	-1,59995635	1,634770839
	ΔΗΛΟΣ ΔΟΛΑΡΙΑΚΟ (USD) - Ομολογιακό Εξωτερικού	0,005259537	0,064149469	12,19679117	-0,318933384	0,508830672
Funds of Funds	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST BLUE - FOF Ομολογιακό	0,008163377	0,053908417	6,603690805	-0,245639929	0,164138685
	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED - FOF Μετοχικό	0,07436357	0,560306398	7,534689386	-1,795904836	2,291560116
	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST YELLOW - FOF Μικτό	0,038238148	0,250898529	6,561471772	-0,751447978	0,884631889

Πίνακας 6 Κίνδυνος και Απόδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων το 2013, Υπολογισμός συγγραφέα

Έτος 2014						
Κατηγορία	Όνομα	Μέση απόδοση (μ)	Τυπική απόκλιση (σ)	Συντελεστής μεταβλητότητας (σ/μ)	Ελάχιστη Απόδοση	Μέγιστη απόδοση
Μετοχικά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS - Μετοχικό Εσωτερικού	-0,124847501	2,167334513	-17,35985497	-13,65353466	7,442724332
	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP - Μετοχικό Εσωτερικού	-0,139976314	2,030742697	-14,50775951	-12,1600769	7,77333381
Μικτά Μικτά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ ΠΕΤ-ΟΤΕ - Μικτό	-0,030560451	0,85205613	-27,88100684	-4,955106394	2,719343575
	ΔΗΛΟΣ ΣΥΛΛΟΓΙΚΟ - Μικτό	-0,021616191	0,827505669	-38,28175223	-3,773566072	2,280610085
	ΔΗΛΟΣ Μικτό-Εσωτερικού	-0,055036845	1,431949052	-26,01800773	-7,111764087	4,010599018
Μικτά Εξωτερικού	ΔΗΛΟΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΩΝ - Μικτό Εξωτερικού	0,0140852	0,539649465	38,31322661	-1,833981856	1,699710893
	ΔΗΛΟΣ EUROBOND - Ομολογιακό	0,022368623	0,149842288	6,698771305	-1,028673473	0,416032729
Ομολογιακά	ΔΗΛΟΣ FIXED INCOME PLUS - ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟ	-0,007368271	0,299274567	-40,61666068	-2,435421983	1,873123485
	ΔΗΛΟΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ & ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ - Ομολογιακό	0,007886152	0,008065716	1,022769601	-0,037640369	0,047570709
Ομολογιακά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ - Ομολογιακό Εσωτερικού	0,011206734	1,479417822	132,0115032	-6,005855491	7,538172864
Ομολογιακά Εξωτερικού	ΔΗΛΟΣ USD BOND - Ομολογιακό Εξωτερικού	0,068723612	0,420541002	6,119308757	-1,624009059	1,450501015
	ΔΗΛΟΣ ΔΟΛΑΡΙΑΚΟ (USD) - Ομολογιακό Εξωτερικού	-0,000502862	0,044364158	-88,22334905	-0,427303751	0,188723807
Funds of Funds	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST BLUE - FOF Ομολογιακό	0,006898395	0,031879368	4,621273142	-0,123171853	0,105835058
	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED - FOF Μετοχικό	0,050707425	0,592065946	11,67611926	-1,817584182	2,366783299
	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST YELLOW - FOF Μικτό	0,027793689	0,294612898	10,59999241	-0,934250179	1,104641302

Πίνακας 7 Κίνδυνος και Απόδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων το 2014, Υπολογισμός συγγραφέα

Έτος 2015						
Κατηγορία	Όνομα	Μέση απόδοση (μ)	Τυπική απόκλιση (σ)	Συντελεστής μεταβλητότητας (σ/μ)	Ελάχιστη Απόδοση	Μέγιστη απόδοση
Μετοχικά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS - Μετοχικό Εσωτερικού	-0,071807558	2,83330495	-39,45691839	-17,15576246	9,838782076
	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP - Μετοχικό Εσωτερικού	-0,009202196	2,538388161	-275,8459096	-15,82859449	8,433327793
Μικτά Μικτά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ ΠΕΤ-ΟΤΕ - Μικτό	-0,004172903	1,218806167	-292,076344	-5,047681325	5,436742175
	ΔΗΛΟΣ ΣΥΛΛΟΓΙΚΟ - Μικτό	0,000212258	1,265534184	5962,253358	-7,03215637	6,664647733
	ΔΗΛΟΣ Μικτό-Εσωτερικού	0,000453928	2,366292144	5212,924273	-12,73116572	12,68765292
Μικτά Εξωτερικού	ΔΗΛΟΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΩΝ - Μικτό Εξωτερικού	0,014978753	0,748669062	49,98206878	-2,719498369	2,188726467
	ΔΗΛΟΣ EUROBOND - Ομολογιακό	-0,001065935	0,310455258	-291,2515628	-1,656766936	1,223291105
Ομολογιακά	ΔΗΛΟΣ FIXED INCOME PLUS - ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟ	0,015089376	1,15779883	76,72940579	-5,909776274	8,689186298
	ΔΗΛΟΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ & ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ - Ομολογιακό	0,003979391	0,02646757	6,651161025	-0,178025181	0,189434741
Ομολογιακά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ - Ομολογιακό Εσωτερικού	0,130723821	3,601340275	27,54922749	-24,28060126	31,2110084
Ομολογιακά Εξωτερικού	ΔΗΛΟΣ USD BOND - Ομολογιακό Εξωτερικού	0,047801	0,744457636	15,57410179	-2,003035864	3,983192259
	ΔΗΛΟΣ ΔΟΛΑΡΙΑΚΟ (USD) - Ομολογιακό Εξωτερικού	-0,002860196	0,051325489	-17,94474492	-0,336641382	0,223674267
Funds of Funds	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST BLUE - FOF Ομολογιακό	0,001384402	0,023991262	17,32969532	-0,118033497	0,092696915
	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED - FOF Μετοχικό	0,033567456	0,957409288	28,52194964	-5,228857131	2,815420465
	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST YELLOW - FOF Μικτό	0,01613308	0,445226345	27,59710778	-2,529687054	1,263148241

Πίνακας 8 Κίνδυνος και Απόδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων το 2015, Υπολογισμός συγγραφέα

Έτος 2016						
Κατηγορία	Όνομα	Μέση απόδοση (μ)	Τυπική απόκλιση (σ)	Συντελεστής μεταβλητότητας (σ/μ)	Ελάχιστη Απόδοση	Μέγιστη απόδοση
Μετοχικά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS - Μετοχικό Εσωτερικού	-0,009698415	1,955633835	-201,6446799	-13,29321084	6,635524606
	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP - Μετοχικό Εσωτερικού	0,026036106	1,393463913	53,52044202	-9,161459879	4,12647101
Μικτά Μικτά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ ΠΕΤ-ΟΤΕ - Μικτό	0,00377271	0,891213726	236,226377	-6,553276237	2,538763723
	ΔΗΛΟΣ ΣΥΛΛΟΓΙΚΟ - Μικτό	0,010915187	0,78241374	71,68120366	-0,803133212	2,343593399
	ΔΗΛΟΣ Μικτό-Εσωτερικού	0,009045916	1,544778386	170,7708021	-10,45457874	4,771419157
Μικτά Εξωτερικού	ΔΗΛΟΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΩΝ - Μικτό Εξωτερικού	0,005661355	0,706403545	124,7764011	-4,412273495	2,027890291
	ΔΗΛΟΣ EUROBOND - Ομολογιακό	0,013742014	0,156417605	11,38243635	-0,827479706	0,601247485
Ομολογιακά	ΔΗΛΟΣ FIXED INCOME PLUS - ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟ	0,019914388	0,314986967	15,81705447	-1,170783857	1,275633006
	ΔΗΛΟΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ & ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ - Ομολογιακό	0,00222885	0,01127511	5,058712799	-0,061066143	0,061443987
Ομολογιακά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ - Ομολογιακό Εσωτερικού	0,050604579	1,227513829	24,25697144	-6,321620552	5,716386833
Ομολογιακά Εξωτερικού	ΔΗΛΟΣ USD BOND - Ομολογιακό Εξωτερικού	0,014562289	0,620178476	42,58798046	-2,282108801	3,810208065
	ΔΗΛΟΣ ΔΟΛΑΡΙΑΚΟ (USD) - Ομολογιακό Εξωτερικού	-0,000813993	0,041584279	-51,08677226	-0,130963356	0,191906404
Funds of Funds	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST BLUE - FOF Ομολογιακό	0,001016841	0,026268323	25,83326586	-0,090269423	0,092857125
	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED - FOF Μετοχικό	0,029233082	0,767164611	26,24302833	-3,325202313	2,295477687
	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST YELLOW - FOF Μικτό	0,016236967	0,358168593	22,05883553	-1,594392939	1,04975613

Πίνακας 9 Κίνδυνος και Απόδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων το 2016, Υπολογισμός συγγραφέα

Έτος 2017						
Κατηγορία	Όνομα	Μέση απόδοση (μ)	Τυπική απόκλιση (σ)	Συντελεστής μεταβλητότητας (σ/μ)	Ελάχιστη Απόδοση	Μέγιστη απόδοση
Μετοχικά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS - Μετοχικό Εσωτερικού	0,078298352	1,108490026	14,15725878	-4,273402297	3,530412319
	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP - Μετοχικό Εσωτερικού	0,1123526	0,788498923	7,018074552	-2,808530633	2,487576647
Μικτά Μικτά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ ΠΕΤ-ΟΤΕ - Μικτό	0,064864666	0,470647065	7,255831131	-1,999738534	1,841386235
	ΔΗΛΟΣ ΣΥΛΛΟΓΙΚΟ - Μικτό	0,072483138	0,470669678	6,493505772	-2,084275656	1,893035101
	ΔΗΛΟΣ Μικτό-Εσωτερικού	0,103916998	0,754142006	7,257157341	-3,374138122	3,057098227
Μικτά Εξωτερικού	ΔΗΛΟΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΩΝ - Μικτό Εξωτερικού	0,016458429	0,336666174	20,45554776	-0,97163512	2,038791125
	ΔΗΛΟΣ EUROBOND - Ομολογιακό	0,012477064	0,089311116	7,158023499	-0,335603892	0,33421346
Ομολογιακά	ΔΗΛΟΣ FIXED INCOME PLUS - ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟ	0,012991911	0,112129685	8,630730918	-0,45170601	0,597724948
	ΔΗΛΟΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ & ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ - Ομολογιακό	0,001438757	0,006344499	4,409707254	-0,026909401	0,023846723
Ομολογιακά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ - Ομολογιακό Εσωτερικού	0,124788453	0,679449291	5,444808992	-3,087800395	3,115288327
Ομολογιακά Εξωτερικού	ΔΗΛΟΣ USD BOND - Ομολογιακό Εξωτερικού	-0,047262631	0,465757748	-9,854672407	-1,551929238	1,491218622
	ΔΗΛΟΣ ΔΟΛΑΡΙΑΚΟ (USD) - Ομολογιακό Εξωτερικού	-0,000218858	0,034425191	-157,2943374	-0,113684762	0,095996271
Funds of Funds	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST BLUE - FOF Ομολογιακό	0,000746495	0,023155691	31,01921305	-0,08968721	0,089234353
	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED - FOF Μετοχικό	0,009862428	0,422215544	42,81050649	-1,256103664	1,158164382
	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST YELLOW - FOF Μικτό	0,005258424	0,203669384	38,73201748	-0,502170034	0,534895232

Πίνακας 10 Κίνδυνος και Απόδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων το 2017, Υπολογισμός συγγραφέα

Έτος 2018						
Κατηγορία	Όνομα	Μέση απόδοση (μ)	Τυπική απόκλιση (σ)	Συντελεστής μεταβλητότητας (σ/μ)	Ελάχιστη Απόδοση	Μέγιστη απόδοση
Μετοχικά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS - Μετοχικό Εσωτερικού	-0,091974186	1,235902926	-13,43749781	-3,950249812	5,120371777
	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP - Μετοχικό Εσωτερικού	-0,044057852	1,048225438	-23,79202333	-3,134206085	4,209889336
Μικτά	ΔΗΛΟΣ ΠΕΤ-ΟΤΕ - Μικτό	-0,038970654	0,533433954	-13,68809348	-2,159092544	1,711846926
	ΔΗΛΟΣ ΣΥΛΛΟΓΙΚΟ - Μικτό	-0,024649387	0,439865856	-17,84490018	-1,743086987	1,455386897
Μικτά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ Μικτό-Εσωτερικού	-0,037176393	0,699105947	-18,80510429	-2,557337559	2,465455251
Μικτά Εξωτερικού	ΔΗΛΟΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΩΝ - Μικτό Εξωτερικού	-0,029926072	0,429560456	-14,35405418	-1,614704723	1,300626368
	ΔΗΛΟΣ EUROBOND - Ομολογιακό	-0,005775644	0,084102445	-14,56157038	-0,36476299	0,248998051
Ομολογιακά	ΔΗΛΟΣ FIXED INCOME PLUS - ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟ	0,000868421	0,13904216	160,109202	-0,828863384	0,343669585
	ΔΗΛΟΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ & ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ - Ομολογιακό	0,000814432	0,00524832	6,444145266	-0,033053817	0,01835982
Ομολογιακά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ - Ομολογιακό Εσωτερικού	7,82001E-05	0,587354315	7510,916172	-2,960079932	1,704224394
Ομολογιακά Εξωτερικού	ΔΗΛΟΣ USD BOND - Ομολογιακό Εξωτερικού	0,017643494	0,510143608	28,91397887	-1,37606832	1,849102725
	ΔΗΛΟΣ ΔΟΛΑΡΙΑΚΟ (USD) - Ομολογιακό Εξωτερικού	0,000618991	0,043082215	69,60073841	-0,137553437	0,239478068
Funds of Funds	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST BLUE - FOF Ομολογιακό	-0,001456278	0,068035377	-46,71866375	-0,751900129	0,238127678
	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED - FOF Μετοχικό	-0,026550088	0,638746498	-24,05816848	-2,730321793	1,885545773
	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST YELLOW - FOF Μικτό	-0,016337979	0,329419331	-20,16279586	-1,346589881	0,924121418

Πίνακας 11 Κίνδυνος και Απόδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων το 2018, Υπολογισμός συγγραφέα

Έτος 2019						
Κατηγορία	Όνομα	Μέση απόδοση (μ)	Τυπική απόκλιση (σ)	Συντελεστής μεταβλητότητας (σ/μ)	Ελάχιστη Απόδοση	Μέγιστη απόδοση
Μετοχικά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS - Μετοχικό Εσωτερικού	0,166606135	1,249177431	7,497787691	-4,342158646	6,985486431
	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP - Μετοχικό Εσωτερικού	0,134606213	1,046387002	7,773690214	-4,029796545	5,668398293
Μικτά	ΔΗΛΟΣ ΠΕΤ-ΟΤΕ - Μικτό	0,092448728	0,473041661	5,116800118	-1,876967314	2,211821894
	ΔΗΛΟΣ ΣΥΛΛΟΓΙΚΟ - Μικτό	0,084506574	0,400511395	4,739411111	-1,622236207	2,268284652
Μικτά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ Μικτό-Εσωτερικού	0,119912621	0,62426456	5,205995463	-2,440913681	3,093128247
Μικτά Εξωτερικού	ΔΗΛΟΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΩΝ - Μικτό Εξωτερικού	0,05220317	0,405917413	7,775723419	-1,553561409	1,377800678
	ΔΗΛΟΣ EUROBOND - Ομολογιακό	0,022733502	0,082337567	3,621860299	-0,237903362	0,402216664
Ομολογιακά	ΔΗΛΟΣ FIXED INCOME PLUS - ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟ	0,024239893	0,148170471	6,11267027	-0,546244265	0,594586739
	ΔΗΛΟΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ & ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ - Ομολογιακό	0,00767113	0,033689726	4,391755094	-0,0898796	0,249302319
Ομολογιακά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ - Ομολογιακό Εσωτερικού	0,103110147	0,377518286	3,661310709	-1,004982667	1,435845013
Ομολογιακά Εξωτερικού	ΔΗΛΟΣ USD BOND - Ομολογιακό Εξωτερικού	0,027935938	0,410570179	14,69684611	1,725676506	1,689081676
	ΔΗΛΟΣ ΔΟΛΑΡΙΑΚΟ (USD) - Ομολογιακό Εξωτερικού	0,014002042	0,089668141	6,403933034	-0,25116793	0,345442745
Funds of Funds	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST BLUE - FOF Ομολογιακό	0,008172207	0,038858445	4,754950951	-0,114655062	0,199690747
	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED - FOF Μετοχικό	0,086899917	0,481608492	5,542105324	-2,284867735	1,281138027
	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST YELLOW - FOF Μικτό	0,048825366	0,262067046	5,367436384	-1,258777451	0,670087508

Πίνακας 12 Κίνδυνος και Απόδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων το 2019, Υπολογισμός συγγραφέα

2008-2019						
Κατηγορία	Όνομα	Μέση απόδοση (μ)	Τυπική απόκλιση (σ)	Συντελεστής μεταβλητότητας	Ελάχιστη	Μέγιστη
				(σ/μ)	Απόδοση	απόδοση
Μετοχικά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS - Μετοχικό Εσωτερικού	-0,035013876	1,88135892	-19,1650659	-17,15576246	15,74693924
	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP - Μετοχικό Εσωτερικού	-0,01953438	1,643848885	-18,95262901	-15,82859449	12,89110003
Μικτά	ΔΗΛΟΣ ΠΕΤ-ΟΤΕ - Μικτό	0,007512096	0,683480467	-7,024682412	-6,553276237	8,421670302
	ΔΗΛΟΣ ΣΥΛΛΟΓΙΚΟ - Μικτό	0,011289253	0,715254566	499,412068	-7,03215637	6,898949312
Μικτά - Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ Μικτό-Εσωτερικού	-0,004029519	1,354548875	447,5097111	-12,73116572	15,12818816
Μικτά - Εξωτερικού	ΔΗΛΟΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΩΝ - Μικτό	0,008346314	0,565898852	21,97308872	-4,412273495	3,16480839
Ομολογιακά	ΔΗΛΟΣ EUROBOND - Ομολογιακό	0,011601664	0,190346821	-20,45844032	-1,75771156	3,055968124
	ΔΗΛΟΣ FIXED INCOME PLUS - ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟ	0,004044161	0,347026433	19,0415614	-5,909776274	8,689186298
	ΔΗΛΟΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ & ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ - Ομολογιακό	0,005149475	0,018212047	4,823721068	-0,584315794	0,249302319
Ομολογιακά Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ - Ομολογιακό Εσωτερικού	0,05181937	1,256939533	641,1361669	-24,28060126	31,2110084
Ομολογιακά Εξωτερικού	ΔΗΛΟΣ ΔΟΛΑΡΙΑΚΟ (USD) - Ομολογιακό	0,004824576	0,114396111	-17,68860505	-1,254287437	1,478994416
	ΔΗΛΟΣ USD BOND - Ομολογιακό Εξωτερικού	0,017132864	0,614872965	3,952019866	-3,69802848	4,620729724
Funds of Funds	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST BLUE - FOF Ομολογιακό	0,004635576	0,066095565	0,929884769	-0,751900129	1,071204756
	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED - FOF Μετοχικό	0,013956278	0,734270602	8,345375844	-5,228857131	5,791553529
	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST YELLOW - FOF Μικτό	0,00573716	0,390054765	9,843299348	-3,344675494	3,86984171

Πίνακας 13 Κίνδυνος και Απόδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων το 2008-2019, , Υπολογισμός συγγραφέα

Ο Πίνακας 13, που αναφέρεται στα 11 χρόνια από το 2008-2019 αποκαλύπτει μια σημαντική απόκλιση μεταξύ των αποδόσεων από κατηγορία σε κατηγορία, ενώ εμφανίζει σχετική ομοιομορφία στα αμοιβαία κεφάλαια της ίδιας κατηγορίας.

Η τυπική απόκλιση, μας δίνει να καταλάβουμε, πως όσο πιο κινδυνοφόρος κατηγορίας είναι το αμοιβαίο κεφάλαιο, τόσο μεγαλύτερη είναι και η τυπική απόκλισή του.

4.2.1.2 Ανάλυση ανά κατηγορία

✓ Μετοχικά Εσωτερικού

Παρατηρείται πως και τα δυο αμοιβαία κεφάλαια αυτής της κατηγορίας, κινούνται μέχρι το 2011 κινούνται σε ίδια επίπεδα απόδοσης και κινδύνου.

Το 2011, ενώ τα επίπεδα απόδοσης είναι παρόμοια και αρνητικά, τα αμοιβαία κεφάλαια διαφοροποιούνται στον κίνδυνο, που για το ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS - Μετοχικό Εσωτερικού αυξάνεται και είναι μεγαλύτερος από τον κίνδυνο του ΔΗΛΟΣ SMALL CAP - Μετοχικό Εσωτερικού.

Το 2016 η απόδοση αποκτά θετική τιμή για το ΔΗΛΟΣ SMALL CAP - Μετοχικό Εσωτερικού ενώ το 2017 η απόδοση είναι θετική και για τα δύο αμοιβαία κεφάλαια, ενώ γίνεται ξανά αρνητική το 2018 για να κλείσει θετικά το 2019.

✓ Μικτά

Το 2008 τα Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια παρουσιάζουν παρόμοια αρνητική απόδοση και κίνδυνο. Το 2009 η απόδοσή τους είναι θετική. Το 2010 η απόδοση τους είναι παρόμοια και αρνητική. Το 2012 η απόδοση αποκτά θετική τιμή, μέχρι το 2014. Ξαναγίνεται θετική το 2016. Το 2018 η απόδοση έχει αρνητικές τιμές για να κλείσει θετικά το 2019.

✓ Μικτά Εσωτερικού

Σε αυτή την κατηγορία έχουμε μόνο ένα αμοιβαίο κεφάλαιο.

Η απόδοσή του ξενικά αρνητική το 2018. Αρνητική είναι και το 2010, το 2014 και το 2018. Και το 2019 κλείνει θετική.

✓ Μικτά Εξωτερικού

Σε αυτή την κατηγορία έχουμε μόνο ένα αμοιβαίο κεφάλαιο.

Η απόδοσή του ξενικά αρνητική το 2018. Αρνητική είναι και το 2011 και το 2018. Και το 2019 κλείνει θετική. Παρατηρείται πως η απόδοση κινείται κάτω από τη μονάδα, το ίδιο και ο κίνδυνος.

✓ Ομολογιακά

Αυτό που παρατηρείται στην κατηγορία των Ομολογιακών Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι πως το ΔΗΛΟΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ & ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ – Ομολογιακό, έχει πάντα θετική απόδοση και μικρό κίνδυνο, με τιμές πολύ κοντά στο μηδέν. Τα άλλα δυο αμοιβαία κεφάλαια κινούνται κι αυτά κοντά στο μηδέν, άλλοτε με θετική κι άλλοτε με αρνητική απόδοση.

✓ Ομολογιακά Εσωτερικού

Σε αυτή την κατηγορία έχουμε μόνο ένα αμοιβαίο κεφάλαιο. Η απόδοσή του είναι αρνητική το 2008, το 2010 και το 2011. Η απόδοσή του, σε σχέση με τα ομολογιακά

κεφάλαια της παραπάνω κατηγορίας, αποκτά τιμές πάνω από τη μονάδα τα έτη 2011-2016.

✓ Ομολογιακά Εξωτερικού

Σε αυτή την κατηγορία έχουμε δυο αμοιβαία κεφάλαια. Ξεκινούν με αρνητική απόδοση το 2008. Αρνητική απόδοση το ΔΗΛΟΣ USD BOND - Ομολογιακό Εξωτερικού έχει επίσης το 2011, το 2013, το 2017 ενώ το ΔΗΛΟΣ ΔΟΛΑΡΙΑΚΟ (USD) - Ομολογιακό Εξωτερικού έχει αρνητική απόδοση το 2011 και 2014-2017. Ο κίνδυνος για αυτά είναι λίγο πάνω από το μηδέν.

✓ Funds of Funds

Σε αυτή την κατηγορία έχουμε τρία αμοιβαία κεφάλαια, που ξεκινούν με αρνητική απόδοση το 2008. Σε σχέση με τα άλλα δυο Αμοιβαία Κεφάλαια, το ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED - FOF Μετοχικό έχει πάντα τον μεγαλύτερο κίνδυνο και την καλύτερη απόδοση. Στα 11 χρόνια, κινούνταν στην πλειονότητά τους σε θετικές αποδόσεις.

4.2.2 Σχέση κινδύνου και απόδοσης

Στις προηγούμενες σελίδες παρουσιάστηκε μια ποιοτική σχέση ανάμεσα στην απόδοση και τον κίνδυνο στις διαφορετικές κατηγορίες των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Ο κίνδυνος που παρατηρείται σε κάθε κατηγορία αντικατοπτρίζει αρκετά ικανοποιητικά τον βαθμό μεταβολής των αποδόσεων. Κάτι που επιβεβαιώνει και η κλασσική άποψη είναι πως η ύπαρξη του κινδύνου είναι συνυφασμένη με ανάλογη απόδοση σε μια άρρηκτα συνδεδεμένη σχέση, που εκφράζει την ισορροπία των τιμών στην αγορά.

Σύμφωνα με τα παραπάνω, μια κινδυνοφόρα επένδυση αναμένεται να αποδώσει περισσότερα, από μια λιγότερο κινδυνοφόρα.

Στην περίπτωση που μια επένδυση δεν ικανοποιεί τις προσδοκίες των επενδυτών, τότε οι τελευταίοι θα αναθεωρήσουν τις προσδοκίες τους με τρόπο που θα μεταβάλει τις τιμές ανάλογα. Θα υπάρξει ανατίμηση αν οι αποδόσεις ξεπεράσουν τις προσδοκίες και υποτίμηση αν οι αποδόσεις υστερούν έναντι των προσδοκιών.

Για το λόγο αυτό, κρίνεται αναγκαία η μελέτη και η ανάλυση στοιχείων παλαιότερων ετών ώστε να ελεγχθεί εάν οι αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων ανταποκρίνονται ως προς τους κινδύνους και κατά πόσο από τα αποτελέσματα αυτά αναμένεται αναθεώρηση των προσδοκιών.

4.2.2.1 Απόδοση και τυπική απόκλιση

Για να μπορέσουμε να αναλύσουμε τη σχέση της απόδοσης και της τυπικής απόκλισης, αρκεί να εφαρμοστεί η μέθοδος της απλής γραμμικής παλινδρόμησης με μια ανεξάρτητη μεταβλητή:

$$A_{A/K} = \alpha + \beta \sigma_{A/K} + \varepsilon_{A/K}$$

Όπου, $A_{A/K}$ η μέση ετήσια απόδοση (%) του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

$\sigma_{A/K}$, η μέση ετήσια τυπική απόκλιση (%) του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

α, β , οι παράμετροι της παλινδρόμησης

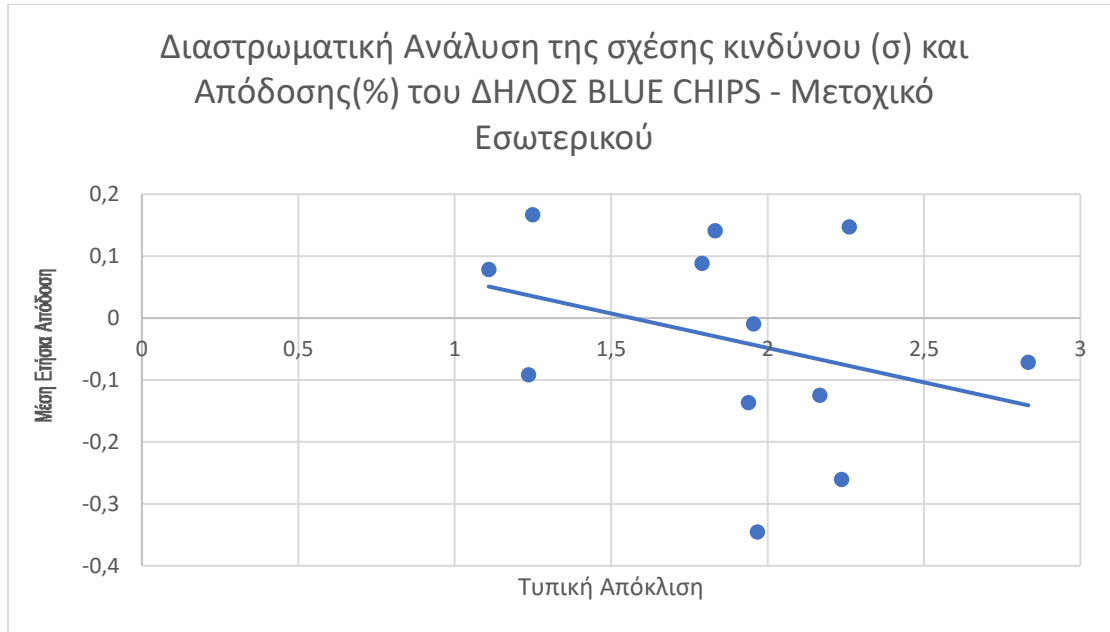
$\varepsilon_{A/K}$, το σφάλμα της παλινδρόμησης

Εφαρμόζοντας την παραπάνω σχέση στα αμοιβαία κεφάλαια, προέκυψαν τα αποτελέσματα του Πίνακα 14

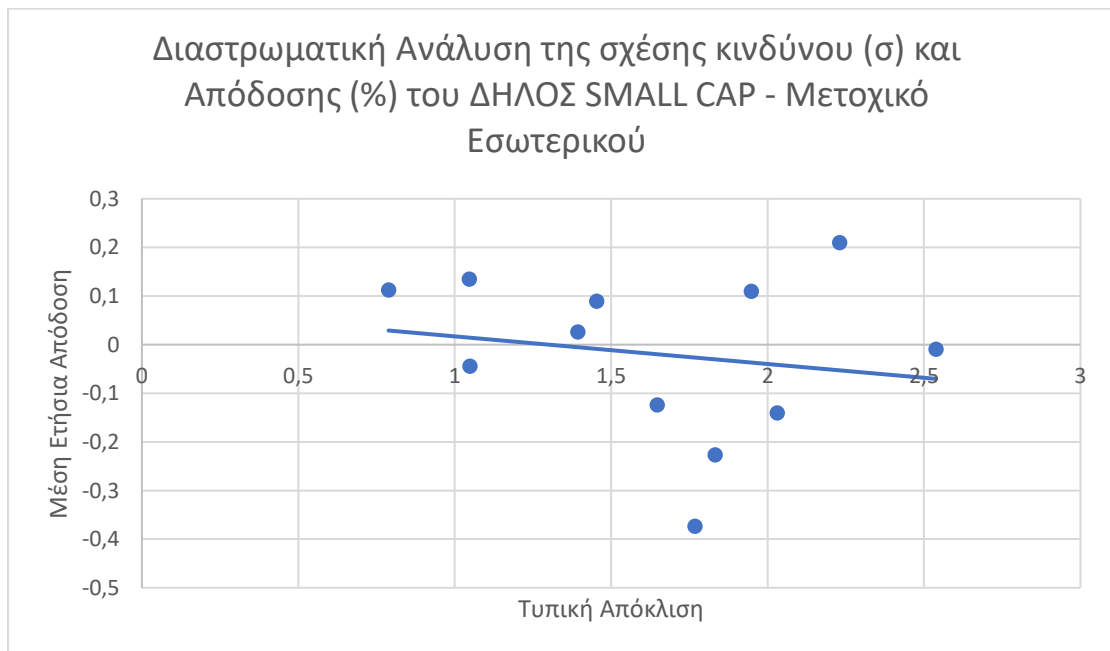
Αμοιβαίο Κεφάλαιο	α	επίπεδο σημαντικότητας		επίπεδο σημαντικότητας		επίπεδο σημαντικότητας	Στατιστικά προσαρμοσμένο R ²
		α	β	β	f-test		
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS - Μετοχικό Εσωτερικού	0,174276	0,390432287	-0,111244	0,29223241	0,31128	0,29223241	0,110014
ΔΗΛΟΣ SMALL CAP - Μετοχικό Εσωτερικού	0,073848	0,681785213	-0,056807	0,589167247	0,31128	0,589167247	0,0301883
ΔΗΛΟΣ ΠΕΤ-ΟΤΕ - Μικτό	0,029556	0,602439914	-0,032253	0,679257764	0,181323	0,679257764	0,0178094
ΔΗΛΟΣ ΣΥΛΛΟΓΙΚΟ - Μικτό	-0,03406	0,621610134	0,0634099	0,486696264	0,521623	0,486696264	0,0495762
ΔΗΛΟΣ Μικτό-Εσωτερικού	0,003286	0,975008923	-0,005401	0,940079722	0,005941	0,940079722	0,0005938
ΔΗΛΟΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΩΝ - Μικτό Εξωτερικού	0,090213	0,165557795	-0,144667	0,193281356	1,945478	0,193281356	0,1628632
ΔΗΛΟΣ EUROBOND - Ομολογιακό	0,012279	0,691168023	-0,00356	0,980908977	0,000602	0,980908977	6,019E-05
ΔΗΛΟΣ FIXED INCOME PLUS - ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟ	0,008032	0,712583588	-0,011492	0,817322958	0,056243	0,817322958	0,0055929
ΔΗΛΟΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ & ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ -	0,004329	0,045725759	0,0450695	0,588634069	0,312186	0,588634069	0,0302735
ΔΗΛΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ - Ομολογιακό	-0,02008	0,680930659	0,0572024	0,080989218	3,766252	0,080989218	0,2735859
ΔΗΛΟΣ ΔΟΛΑΡΙΑΚΟ (USD) - Ομολογιακό Εξωτερικού	-0,00624	0,666354187	0,0967634	0,35430163	0,943441	0,35430163	0,0862107
ΔΗΛΟΣ USD BOND - Ομολογιακό Εξωτερικού	0,050825	0,34802086	-0,054795	0,515141739	0,455264	0,515141739	0,043544
ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST BLUE - FOF	0,003784	0,407708523	0,0128853	0,829064537	0,049119	0,829064537	0,0048878
ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED - FOF Μετοχικό	0,179637	0,007108732	-0,22564	0,008113947	10,84138	0,29223241	0,5201854
ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST YELLOW - FOF Μικτό	0,097865	0,002589179	-0,236192	0,002239002	16,59015	0,002239002	0,6239209

Πίνακας 14 Διαστρωματική Ανάλυση της σχέσης Κινδύνου (σ) και Απόδοσης (%) των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με τη μέθοδο Παλινδρόμησης, Υπολογισμός συγγραφέα

✓ Μετοχικά Εσωτερικού

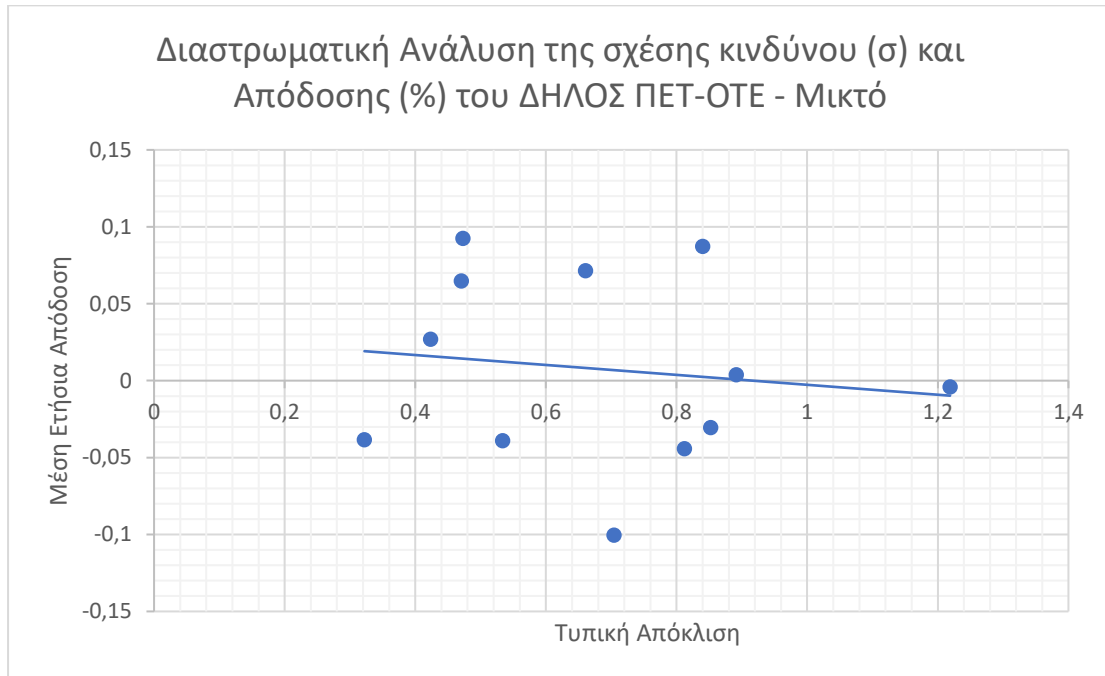


Διάγραμμα 1

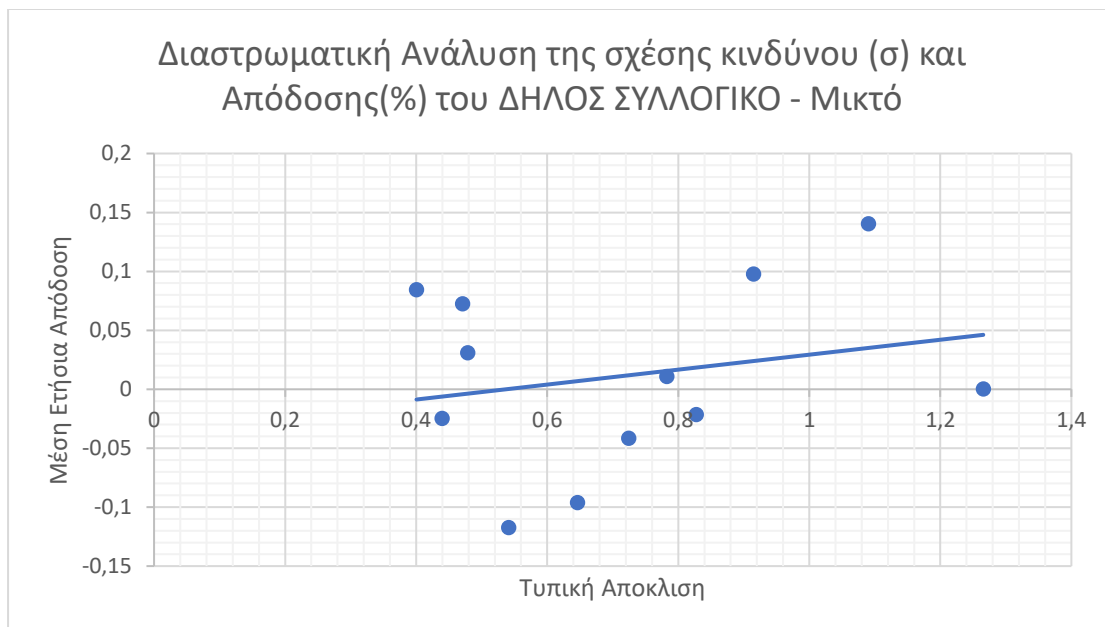


Διάγραμμα 2

✓ Μικτά

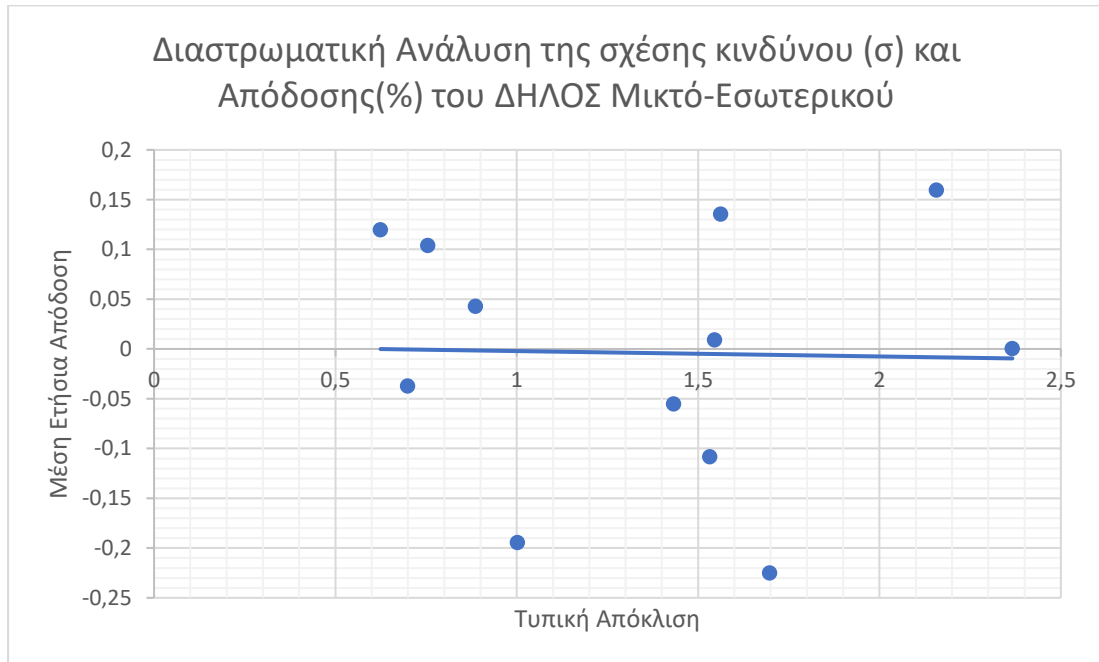


Διάγραμμα 3



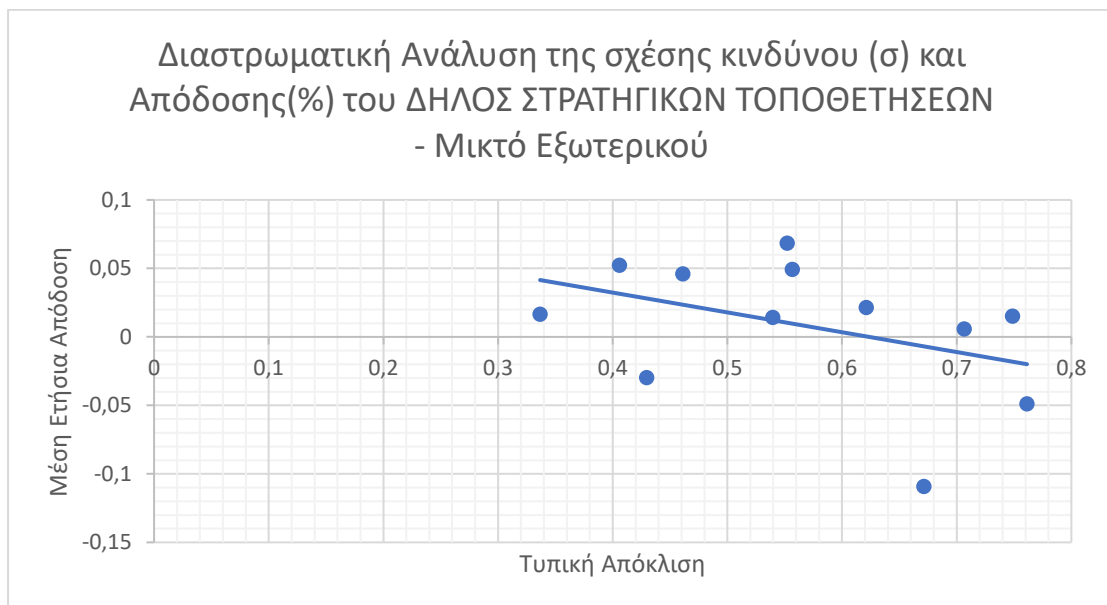
Διάγραμμα 4

✓ Μικτά Εσωτερικού



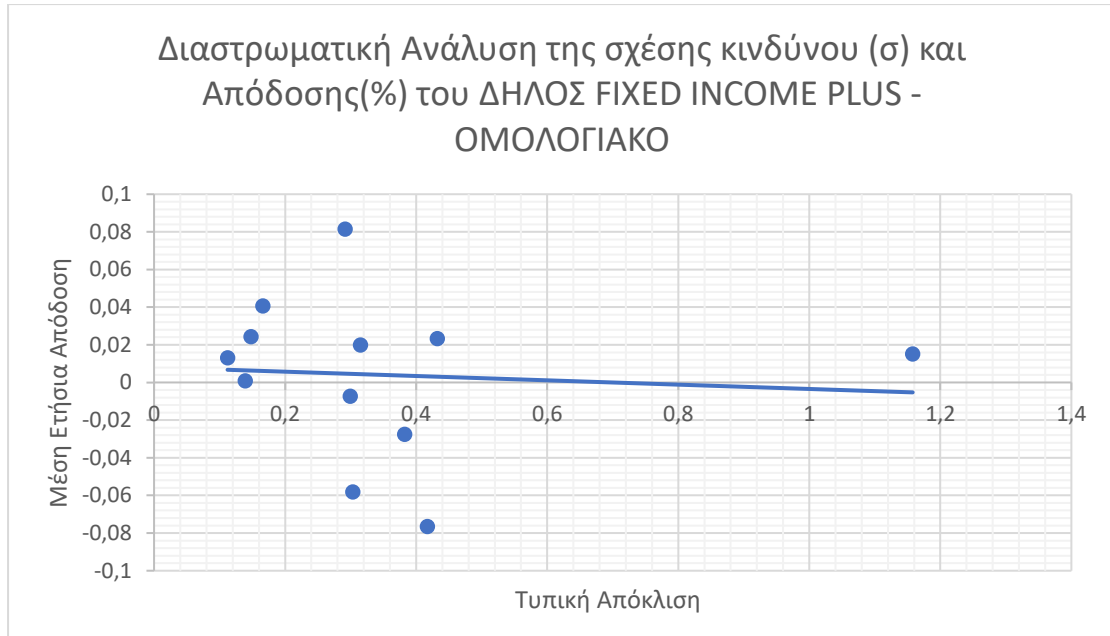
Διάγραμμα 5

✓ Μικτά Εξωτερικού

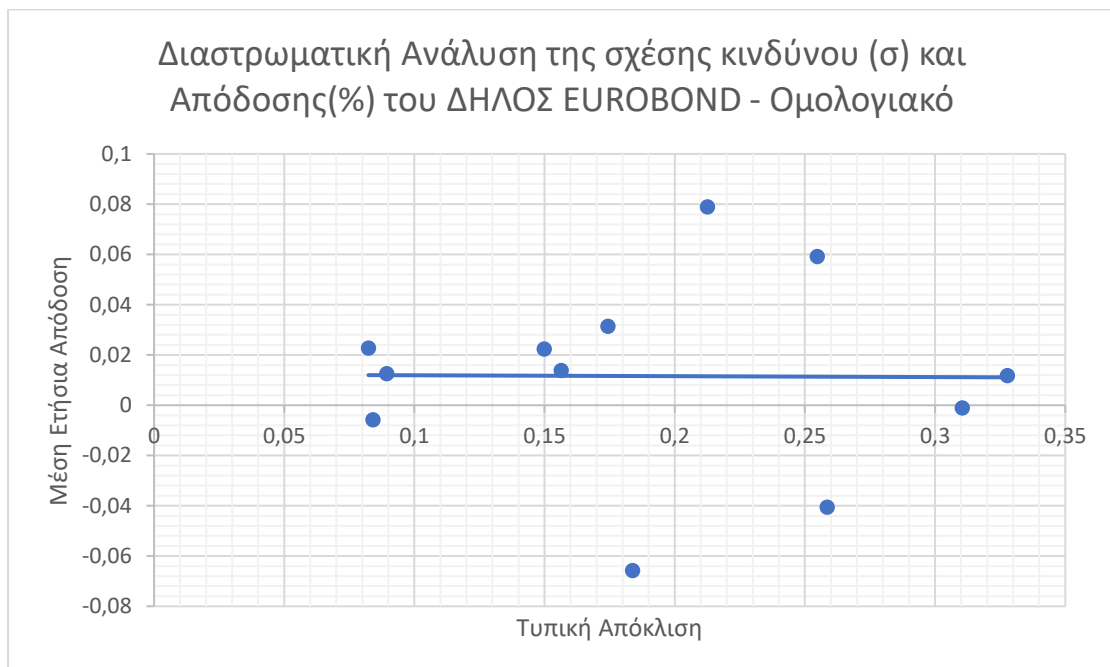


Διάγραμμα 6

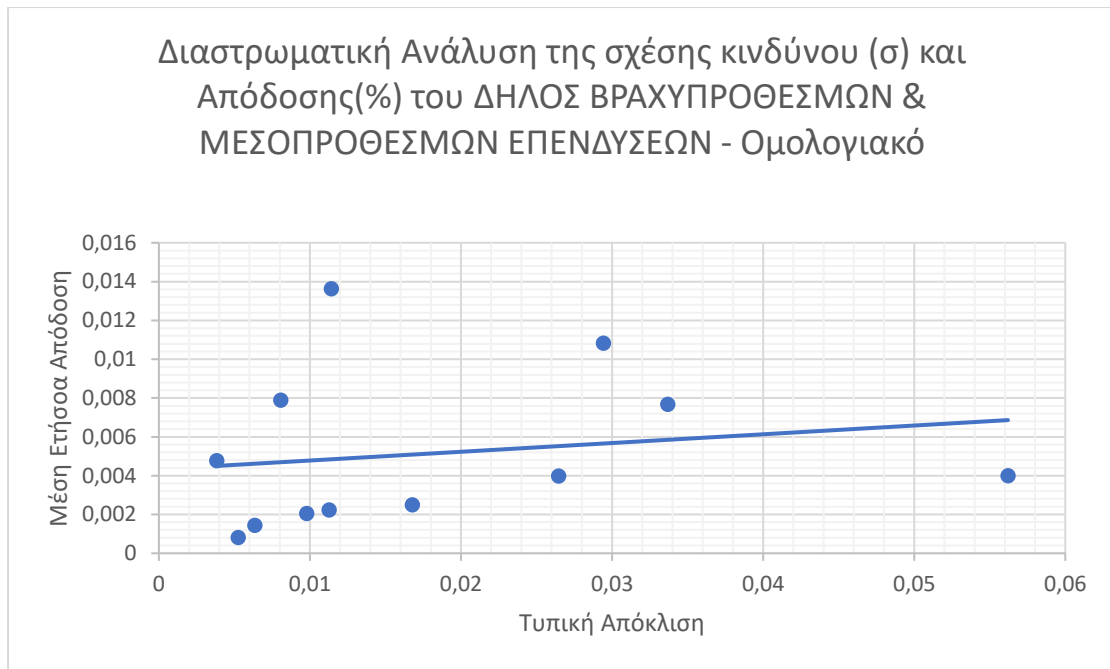
✓ Ομολογιακά



Διάγραμμα 7

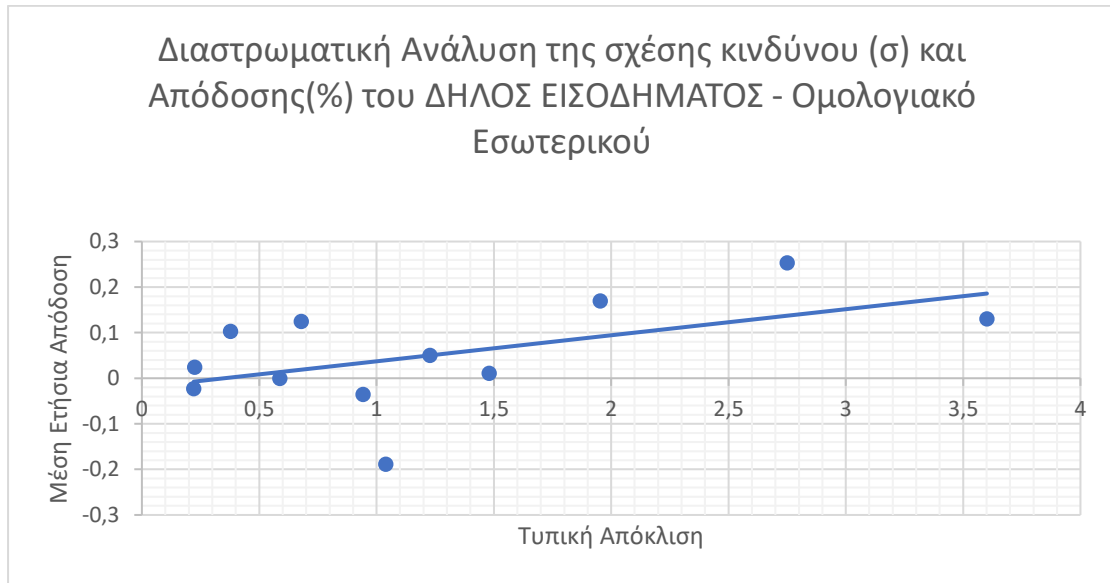


Διάγραμμα 8



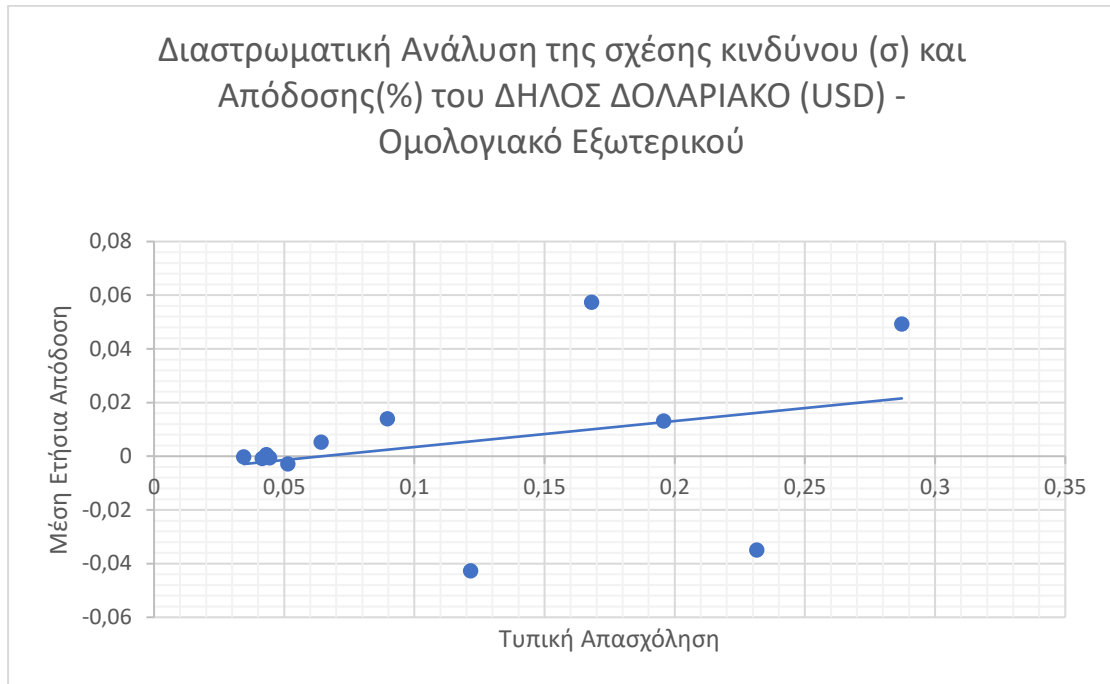
Διάγραμμα 9

✓ Ομολογιακά Εσωτερικού

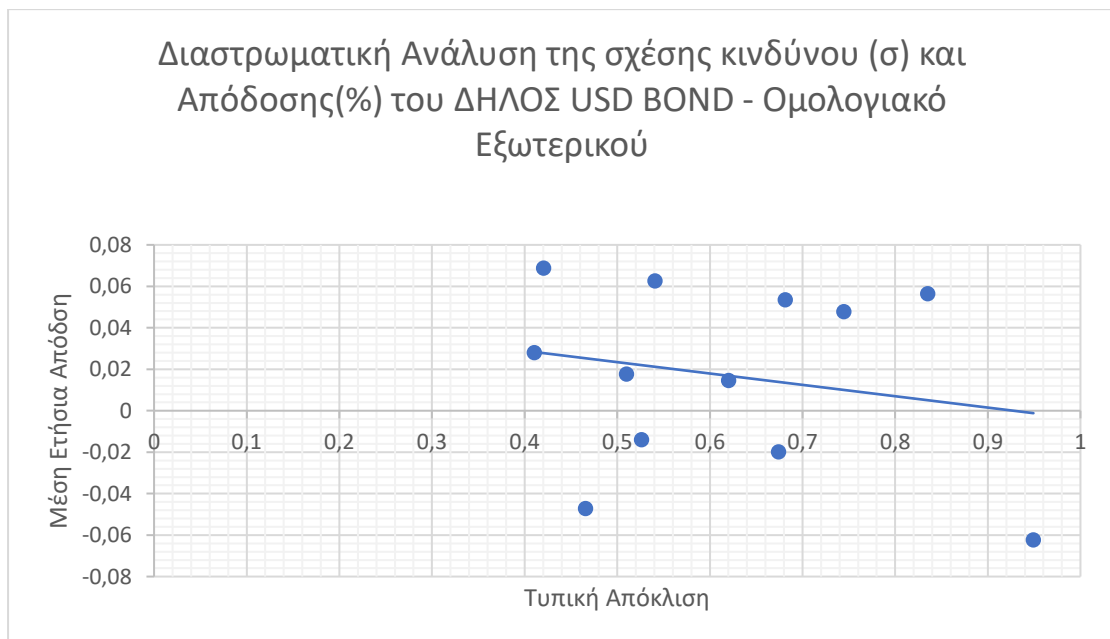


Διάγραμμα 10

✓ Ομολογιακά Εξωτερικού

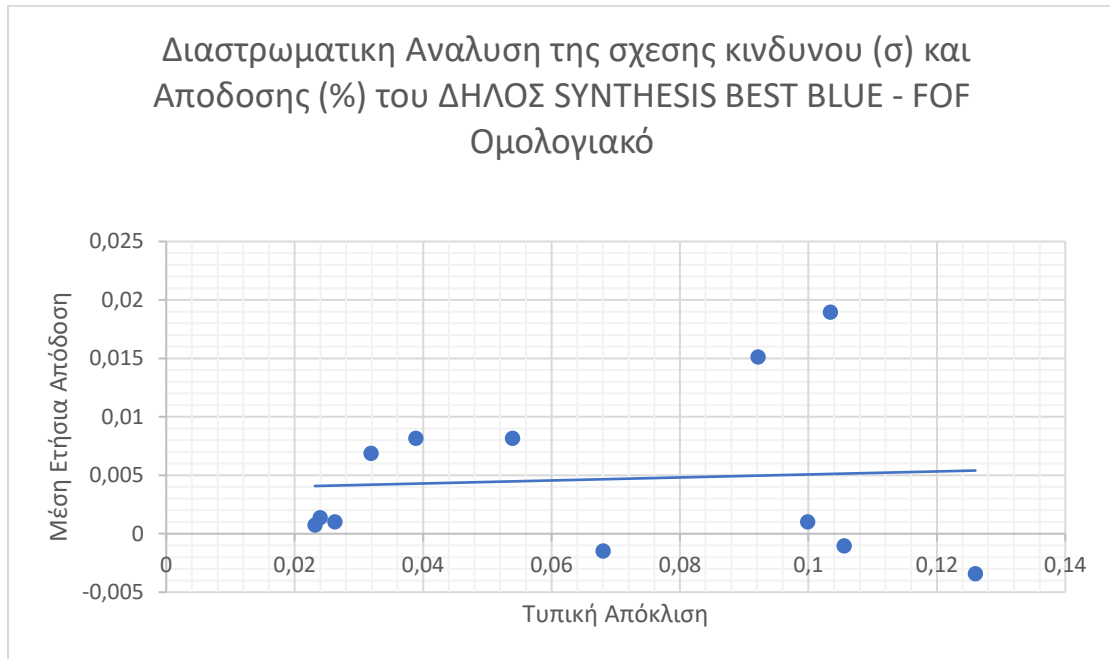


Διάγραμμα 11

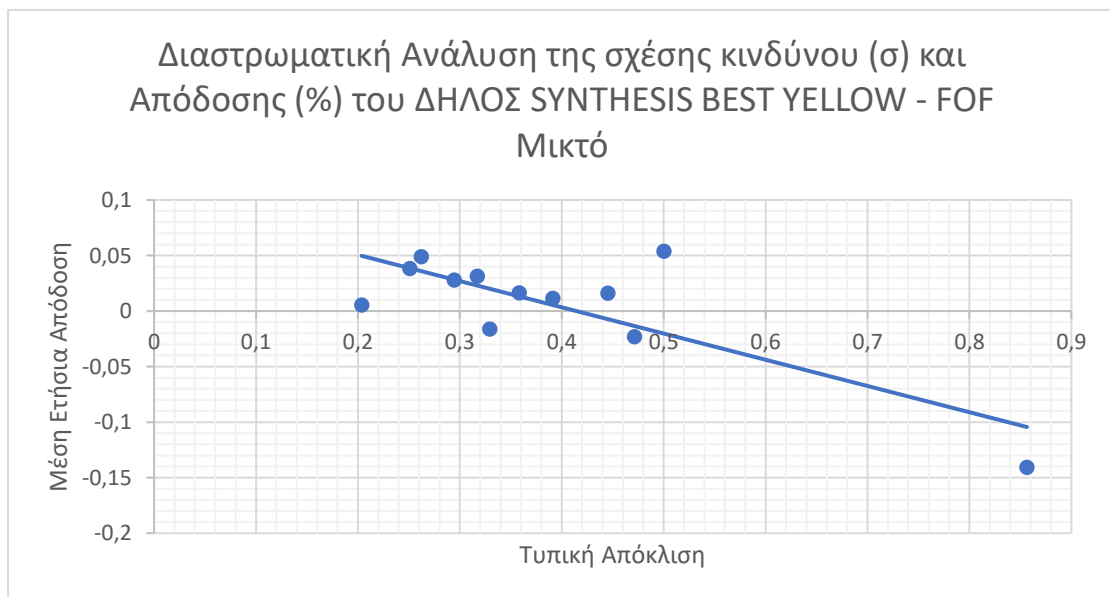


Διάγραμμα 12

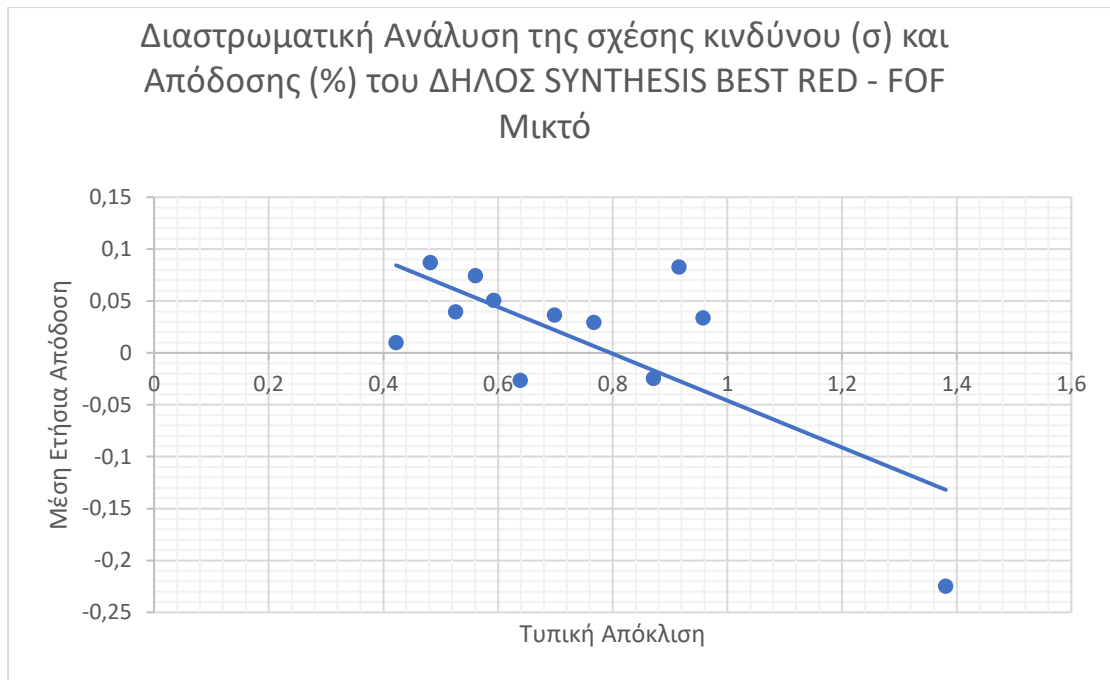
Funds of Funds



Διάγραμμα 13



Διάγραμμα 14



Διάγραμμα 15

Κεφάλαιο 5: Συμπεράσματα

Από τα παραπάνω προκύπτει πως για τα Αμοιβαία Κεφάλαια

- ✓ ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS - Μετοχικό Εσωτερικού
- ✓ ΔΗΛΟΣ SMALL CAP - Μετοχικό Εσωτερικού
- ✓ ΔΗΛΟΣ ΠΕΤ-ΟΤΕ – Μικτό
- ✓ ΔΗΛΟΣ Μικτό-Εσωτερικού
- ✓ ΔΗΛΟΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΩΝ - Μικτό Εξωτερικού
- ✓ ΔΗΛΟΣ EUROBOND – Ομολογιακό
- ✓ ΔΗΛΟΣ FIXED INCOME PLUS – ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟ
- ✓ ΔΗΛΟΣ USD BOND - Ομολογιακό Εξωτερικού
- ✓ ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED - FOF Μετοχικό
- ✓ ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST YELLOW - FOF Μικτό

η σχέση κινδύνου και απόδοσης ήταν στατιστικώς σημαντικά αρνητική. Αυτό μπορεί εύκολα να γίνει αντιληπτό με την αρνητική κλίση(β) στα διαγράμματα των παραπάνω αμοιβαίων κεφαλαίων.

Ακόμα, διαπιστώνεται με τον συντελεστή προσδιορισμού R^2 , πως ένα σημαντικό τμήμα της μεταβολής των αποδόσεων εξηγείται από τις μεταβολές στην τυπική απόκλιση.

Ειδικά στα Αμοιβαία Κεφάλαια

- ✓ ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS - Μετοχικό Εσωτερικού
- ✓ ΔΗΛΟΣ SMALL CAP - Μετοχικό Εσωτερικού
- ✓ ΔΗΛΟΣ Μικτό-Εσωτερικού

οι μεταβολές των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι μεγαλύτερες σε σχέση με των υπολοίπων.

Η αρνητική σχέση απόδοσης και κινδύνου, είναι ενάντια στη λογική ενός επενδυτή που εκ φύσεως στρέφεται στον κίνδυνο.

Στα αμοιβαία κεφάλαια:

- ✓ ΔΗΛΟΣ ΣΥΛΛΟΓΙΚΟ – Μικτό
- ✓ ΔΗΛΟΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ & ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ – Ομολογιακό
- ✓ ΔΗΛΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ - Ομολογιακό Εσωτερικού
- ✓ ΔΗΛΟΣ ΔΟΛΑΡΙΑΚΟ (USD) - Ομολογιακό Εξωτερικού
- ✓ ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST BLUE - FOF Ομολογιακό

η κλίση (β) είναι θετική.

Κάτι που αξίζει να σημειωθεί είναι πως σε όλα τα Αμοιβαία Κεφάλαια, εκτός από το ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST YELLOW - FOF Μικτό, το επίπεδο σημαντικότητας f -test, είναι πολύ μεγαλύτερο του 0,05. Αυτό σημαίνει πως δεν είναι στατιστικά σημαντική η συσχέτιση της Τυπικής Απόκλισης και της Μέσης Ετήσιας Απόδοσης.

Μελετώντας τους πίνακες του 5^{ου} Κεφαλαίου, μπορούμε να πούμε πως

- ✓ Η απόδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης είχε σημαντικές αυξομειώσεις.
Αυτό μπορεί να συνέβη για αρκετούς λόγους. Το σημαντικότερο είναι πως η αστάθεια της οικονομίας καθώς επίσης και ο περιορισμός κίνησης των κεφαλαίων, αύξησαν τον φόβο των επενδυτών και μείωσαν τη διάθεσή τους για επενδύσεις.
- ✓ Στα Μετοχικά Εσωτερικού, στα Μικτά Εσωτερικού, Μικτά Εξωτερικού, Ομολογιακά, Ομολογιακά Εσωτερικού και Ομολογιακά Εξωτερικού το ενεργητικό τους μειώθηκε αρκετά σημαντικά. Το ίδιο και ο αριθμός των μεριδίων.
Αυτό είναι απόρροια της οικονομικής κρίσης. Μειώθηκε σε πάρα πολύ σημαντικό βαθμό η διάθεση για επένδυση και πολλοί επενδυτές ρευστοποίησαν τις επενδύσεις τους.
- ✓ Στα Μικτά και στα Funds of Funds το ενεργητικό τους παρέμεινε στα ίδια επίπεδα.

Μελετώντας τη σχέση της Μέσης Απόδοσης και της Τυπικής Απόκλισης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, μπορούμε να εξάγουμε τα παρακάτω συμπεράσματα:

- ✓ Από τον προσδιορισμό του στατιστικά προσαρμοσμένου R^2 διαπιστώνεται πως ένα μικρό τμήμα από τις μεταβολές της απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων μπορεί να αποδοθεί από τις μεταβολές του κινδύνου.
Αυτό συνέβη, καθώς σε περιόδους οικονομικής κρίσης και περιορισμού των κεφαλαίων, οι επενδυτές μειώνουν τις επενδύσεις τους. Επηρεάζεται με αυτό τον τρόπο η θέλησή τους για να επενδύσουν τόσο σε Αμοιβαία Κεφάλαια με υψηλό κίνδυνο, όσο και σε Αμοιβαία Κεφάλαια γενικότερα, κάτι που σχετίζεται σαφώς και με τη μείωση του ενεργητικού και των μεριδίων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.
- ✓ Για τα Αμοιβαία Κεφάλαια ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED - FOF Μετοχικό και ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST YELLOW - FOF Μικτό, διαπιστώνεται πως ένα σημαντικό τμήμα από τις μεταβολές της απόδοσης των Αμοιβαίων αυτών Κεφαλαίων, μπορεί να αποδοθεί από τις μεταβολές του κινδύνου. Πρακτικά αυτό σημαίνει, πως η σχέση απόδοσης και κινδύνου παρέμεινε σημαντική. Οι επενδυτές, προτίμησαν να επενδύσουν σε αυτά τα κεφάλαια για να εξασφαλίσουν μεγαλύτερη απόδοση.
- ✓ Για το Αμοιβαίο Κεφάλαιο ΔΗΛΟΣ EUROBOND – Ομολογιακό, διαπιστώνεται πως ένα εξαιρετικά μικρό τμήμα από τις μεταβολές της απόδοσης του Αμοιβαίου αυτού Κεφαλαίου, μπορεί να αποδοθεί από τις μεταβολές του κινδύνου. Πρακτικά αυτό σημαίνει ο κίνδυνος δεν ήταν σημαντικός παράγοντας για την επιλογή του από τους επενδυτές καθώς οι τελευταίοι δεν στράφηκαν στον κίνδυνο για αυτό το Αμοιβαίο Κεφάλαιο.
- ✓ Από τον προσδιορισμό του επιπέδου σημαντικότητας του f-test, διαπιστώνεται πως ο έλεγχος για το f-test μας δεν είναι στατιστικά σημαντικός, με εξαίρεση τα Αμοιβαία Κεφάλαια ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST

YELLOW - FOF Μικτό και ΔΗΛΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ - Ομολογιακό Εσωτερικού, όπου το επίπεδο σημαντικότητας του f-test είναι μικρότερο του 0,05.

Για τα δύο αυτά κεφάλαια, μπορούμε να πούμε με ασφάλεια πως η επιλογή τους από τους επενδυτές, ακολούθησε την λογική σχέση κινδύνου και απόδοσης.

- ✓ Από τον προσδιορισμό των επιπέδων σημαντικότητας α , διαπιστώνεται πως ο έλεγχος για την παράμετρο α δεν είναι στατιστικά σημαντικός, με εξαίρεση τα Αμοιβαία Κεφάλαια ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED - FOF Μετοχικό και ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST YELLOW - FOF Μικτό, όπου οι παράμετροι α είναι μικρότερες του 0,05.
- ✓ Από τον προσδιορισμό των επιπέδων σημαντικότητας β , διαπιστώνεται πως ο έλεγχος για την παράμετρο β δεν είναι στατιστικά σημαντικός, με εξαίρεση τα Αμοιβαία Κεφάλαια ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED - FOF Μετοχικό και ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST YELLOW - FOF Μικτό, όπου οι παράμετροι β είναι μικρότερες του 0,05.

Το γενικό συμπέρασμα που μπορούμε να εξάγουμε, είναι πως την περίοδο από το 2008 έως το 2019 οι επενδυτές επηρεάστηκαν από το οικονομικό περιβάλλον. Από τη στιγμή που υπήρξαν περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων για αρκετά χρόνια, καθώς επίσης και η έκτακτη ενίσχυση σε ρευστότητα από την Τράπεζα της Ελλάδος (ΕΛΑ) έκαναν τους επενδυτές να αποσύρουν επενδυτικά κεφάλαια από τα Αμοιβαία Κεφάλαια, μειώνοντας το ενεργητικό τους, αλλά και τον αριθμό των μεριδίων τους.

Ακόμα, οι επενδυτές, δεν ακολούθησαν σε μεγάλο βαθμό τη λογική τους, να επενδύουν σε Αμοιβαία Κεφάλαια με κίνδυνο, ώστε να αυξήσουν την απόδοσή τους, με μερικές εξαιρέσεις.

Τέλος, τα δεδομένα των τελευταίων ετών, δείχνουν πως οι επενδύσεις σε Αμοιβαία Κεφάλαια επανακάμπτον, μετά την Οικονομική Κρίση.

Κεφάλαιο 6: Βιβλιογραφία

- [1] Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, 2019.
- [2] Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος 2018.
- [3] Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος 2017.
- [4] Νικόλαος Θ. Μυλωνάς, Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σακκουλά, 1999
- [5] Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν., Ανάλυση Επενδύσεων και Διαχείριση Χαρτοφυλακίου, Σημειώσεις μαθήματος
- [6] Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν., (2009), Ανάλυση Επενδύσεων και Διαχείριση Χαρτοφυλακίου, Εκδοτικός Οίκος Rosili, Αθήνα
- [7] Markowitz H., (1991), Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments, Wiley
- [8] Μυλωνάς Νικόλαος Θ., Τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελλάδα: Κίνδυνος, Απόδοση και Αποδοτικότητα στην περίοδο 1990-1993, στον τόμο με επιμέλεια Γιώργου Προβόπουλου, Το Ελληνικό Χρηματοπιστοτικό Σύστημα: Τάσεις και Προοπτικές
- [9] Τσιμπρής Μιχάλης, Νομοθεσία της Κεφαλαιαγοράς, Εκδόσεις Αντ. Σάκκουλα, Αθήνα 1997
- [10] Καραθανάσης Γεώργιος Α. και Λυμπερόπουλος Γεώργιος Δ., Αμοιβαία Κεφάλαια, Εκδόσεις Ευγ. Μπένου, Αθήνα 1998
- [11] Chang Eric C., και Wildbur G. Lewellen, Market Timing and Mutual Fund Investment Performance, Journal of Business, 1984
- [12] Jensen Michael C, The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1965, Journal of Finance, 1968
- [13] Shapre William F., Mutual Fund Performance, Journal of Business, 1966
- [14] Treynor Jack L., How to Rate Management of Investment Funds, Harvard University Business Review, 1965

- [15] Chordia Tarun, The Structure of Mutual Funds Charges, Journal of Financial Economics, 1996
- [16] Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
- [17] Ελληνική Ένωση Τραπεζών
- [18] Το νέο ελληνικό θεσμικό πλαίσιο για τα Α/Κ και τους ΟΣΕΚΑ, Νόμος 3283/04
- [19] Ένωση Θεσμικών Επενδυτών
- [20] Εθνική Asset Management Α.Ε.Δ.ΑΚ.
- [21] ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ Αριθμός Απόφασης 1/578/24.02.2011, Τροποποίηση της απόφασης 1/317/11.11.2004 (ΦΕΚ Β/1746/26.11.2004) του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς «Κατηγοριοποίηση αμοιβαίων κεφαλαίων του ν. 3283/2004»
- [21] ΕΦΗΜΕΡΙΣ ΤΗΣ ΚΥΒΕΡΝΗΣΕΩΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑΣ, ΤΕΥΧΟΣ ΠΡΩΤΟ, Αρ. Φύλλου 210, 2 Νοεμβρίου 2004, ΝΟΜΟΣ ΥΠ' ΑΡΙΘ. 3283, Ανώνυμες εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες, αμοιβαία κεφάλαια και άλλες διατάξεις.

Κεφάλαιο 7: Παράρτημα

SUMMARY OUTPUT								
Regression Statistics								
Multiple R	0,331683627							
R Square	0,110014028							
Adjusted R Square	0,021015431							
Standard Error	0,164373413							
Observations	12							
ANOVA								
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>			
Regression	1	0,033399	0,033399	1,236132	0,29223241			
Residual	10	0,270186	0,027019					
Total	11	0,303585						
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	0,174276311	0,19413	0,897728	0,390432	-0,25827301	0,60682563	-0,25827301	0,6068256
X Variable 1	-0,11124416	0,100056	-1,11181	0,292232	-0,334183649	0,11169534	-0,334183649	0,1116953

Τυπική απόκλιση (σ)	Μέση απόδοση (μ)
1,967479	-0,3455
1,790171	0,088007
1,938411	-0,13651
2,236053	-0,26061
2,261582	0,146957
1,832769	0,140901
2,167335	-0,12485
2,83305	-0,07181
1,955634	-0,0097
1,10849	0,078298
1,235903	-0,09197
1,249177	0,166606

RESIDUAL OUTPUT			PROBABILITY OUTPUT	
Observation	Predicted Y	Residuals	Percentile	Y
1	-0,04459422	-0,3009	4,166667	-0,34549578
2	-0,02486971	0,112876	12,5	-0,260607153
3	-0,04136058	-0,09514	20,83333	-0,136505016
4	-0,07447146	-0,18614	29,16667	-0,124847501
5	-0,07731146	0,224269	37,5	-0,091974186
6	-0,02960848	0,170509	45,83333	-0,071807558
7	-0,06682699	-0,05802	54,16667	-0,009698415
8	-0,14091231	0,069105	62,5	0,078298352
9	-0,04327653	0,033578	70,83333	0,088006593
10	0,050963272	0,027335	79,16667	0,14090084
11	0,036789332	-0,12876	87,5	0,146957175
12	0,035312621	0,131294	95,83333	0,166606135

Διαστρωματική Ανάλυση της σχέσης κινδύνου (σ) και Απόδοσης(%) του ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS - Μετοχικό Εσωτερικού

SUMMARY OUTPUT								
Regression Statistics								
Multiple R	0,173747802							
R Square	0,030188299							
Adjusted R Square	-0,066792872							
Standard Error	0,175770346							
Observations	12							
ANOVA								
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>			
Regression	1	0,009617062	0,0096	0,31128	0,589167247			
Residual	10	0,308952146	0,0309					
Total	11	0,318569208						
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	0,073848444	0,174897386	0,4222	0,681785	-0,315847217	0,46354411	-0,315847217	0,463544106
X Variable 1	-0,056807426	0,101819159	-0,5579	0,589167	-0,28367465	0,1700598	-0,28367465	0,170059797

Μέση απόδοση (μ)	Τυπική απόκλιση (σ)
-0,373298179	1,76801473
0,08973639	1,453652989
-0,123709861	1,647601328
-0,226581536	1,832478217
0,209658531	2,230821645
0,110023539	1,947911573
-0,139976314	2,030742697
-0,009202196	2,538388161
0,026036106	1,393463913
0,1123526	0,788498923
-0,044057852	1,048225438
0,134606213	1,046387002

RESIDUAL OUTPUT			PROBABILITY OUTPUT	
Observation	Predicted Y	Residuals	Percentile	Y
1	-0,026587922	-0,346710257	4,166667	-0,373298179
2	-0,008729841	0,098466231	12,5	-0,226581536
3	-0,019747546	-0,103962314	20,83333	-0,139976314
4	-0,030249927	-0,196331609	29,16667	-0,123709861
5	-0,052878792	0,262537323	37,5	-0,044057852
6	-0,036807399	0,146830937	45,83333	-0,009202196
7	-0,041512822	-0,098463492	54,16667	0,026036106
8	-0,070350854	0,061148658	62,5	0,08973639
9	-0,005310654	0,03134676	70,83333	0,110023539
10	0,02905585	0,08329675	79,16667	0,1123526
11	0,014301455	-0,058359307	87,5	0,134606213
12	0,014405892	0,120200321	95,83333	0,209658531

Διαστρωματική Ανάλυση της σχέσης κινδύνου (σ) και Απόδοσης (%) του ΔΗΛΟΣ SMALL CAP - Μετοχικό Εσωτερικού

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελλάδα την περίοδο της κρίσης | Αγγελική Καλκάνη

SUMMARY OUTPUT							Τυπική απόκλιση η (σ)	Μέση απόδοση (μ)
Regression Statistics							0,322134	-0,0383
Multiple R	0,133451924						0,423245	0,026973
R Square	0,017809416						0,812117	-0,04414
Adjusted R Square	-0,080409642						0,704259	-0,10044
Standard Error	0,063849117						0,660587	0,071424
Observations	12						0,840225	0,087249
ANOVA							0,852056	-0,03056
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>		1,218806	-0,00417
Regression	1	0,000739203	0,000739203	0,181323423	0,679257764		0,891214	0,003773
Residual	10	0,040767098	0,00407671				0,470647	0,064865
Total	11	0,041506301					0,533434	-0,03897
							0,473042	0,092449
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	0,029556247	0,054951923	0,53785646	0,602439914	-0,092884268	0,1519968	-0,092884268	0,151996761
X Variable 1	-0,032252789	0,075742619	-0,425820882	0,679257764	-0,201017861	0,1365123	-0,201017861	0,136512284
RESIDUAL OUTPUT				PROBABILITY OUTPUT				
<i>Observation</i>	<i>Predicted Y</i>	<i>Residuals</i>	<i>Percentile</i>	<i>Y</i>				
1	0,019166516	-0,057466654	4,166666667	-0,100440518				
2	0,015905415	0,111067314	12,5	-0,044141944				
3	0,003363208	-0,047505151	20,83333333	-0,038970654				
4	0,006841929	-0,107282447	29,16666667	-0,038300138				
5	0,00825048	0,063173876	37,5	-0,030560451				
6	0,002456658	0,084791906	45,83333333	-0,004172903				
7	0,00207506	-0,032635511	54,16666667	0,00377271				
8	-0,009753651	0,005580749	62,5	0,02697273				
9	0,000812119	0,002960592	70,83333333	0,064864666				
10	0,014376566	0,0504881	79,16666667	0,071424355				
11	0,012351514	-0,051322168	87,5	0,087248564				
12	0,014299334	0,078149394	95,83333333	0,092448728				

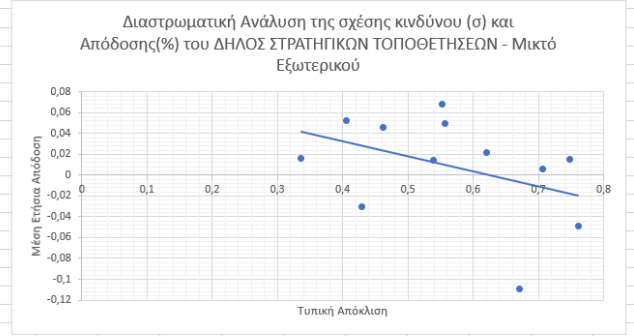
Διαστρωματική Ανάλυση της σχέσης κινδύνου (σ) και Απόδοσης (%) του ΔΗΛΟΣ ΠΕΤ-ΟΤΕ - Μικτό

SUMMARY OUTPUT							Τυπική απόκλιση η (σ)	Μέση απόδοση (μ)
Regression Statistics							1,001228	-0,19452
Multiple R	0,02436784						0,885637	0,042966
R Square	0,00059379						1,532039	-0,10815
Adjusted R S	-0,0993468						1,696964	-0,22494
Standard Err	0,13236418						2,156459	0,159546
Observation	12						1,561727	0,135631
ANOVA							1,431949	-0,05504
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>		2,366292	0,000454
Regression	1	0,000104096	0,0001041	0,005941444	0,940079722		1,544778	0,009046
Residual	10	0,17520276	0,01752028				0,754142	0,103917
Total	11	0,175306855					0,699106	-0,03718
							0,624265	0,119913
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	0,00328623	0,102313021	0,03211933	0,975008923	-0,22468139	0,23125384	-0,22468139	0,231253842
X Variable 1	-0,0054009	0,070067698	-0,07708076	0,940079722	-0,161521432	0,15071969	-0,16152143	0,150719689
RESIDUAL OUTPUT				PROBABILITY OUTPUT				
<i>Observation</i>	<i>Predicted Y</i>	<i>Residuals</i>	<i>Percentile</i>	<i>Y</i>				
1	-0,0021213	-0,19239807	4,166666667	-0,224944595				
2	-0,001497	0,044463266	12,5	-0,194519346				
3	-0,0049881	-0,10316113	20,83333333	-0,108149249				
4	-0,0058789	-0,219065735	29,16666667	-0,055036845				
5	-0,0083605	0,167906349	37,5	-0,037176393				
6	-0,0051485	0,140779109	45,83333333	0,000453928				
7	-0,0044475	-0,050589298	54,16666667	0,009045916				
8	-0,0094938	0,009947742	62,5	0,042966282				
9	-0,0050569	0,01410284	70,83333333	0,103916998				
10	-0,0007868	0,104703796	79,16666667	0,119912621				
11	-0,0004896	-0,036686838	87,5	0,135630646				
12	-8,535E-05	0,119997968	95,83333333	0,159545814				

Διαστρωματική Ανάλυση της σχέσης κινδύνου (σ) και Απόδοσης (%) του ΔΗΛΟΣ Μικτό-Εσωτερικό

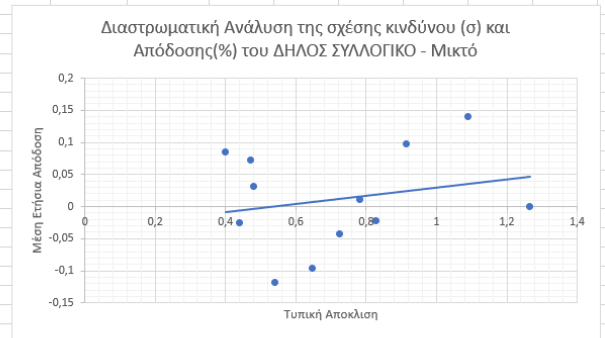
Τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελλάδα την περίοδο της κρίσης | Αγγελική Καλκάνη

SUMMARY OUTPUT								Τυπική απόκλιση (σ)	Μέση απόδοση (μ)
Regression Statistics								0,671474	-0,10934
Multiple R	0,40356307							0,46128	0,045848
R Square	0,16286315							0,621018	0,021408
Adjusted R Square	0,07914947							0,761291	-0,04886
Standard Error	0,04799651							0,552258	0,068426
Observations	12							0,539649	0,014085
ANOVA								0,748669	0,014979
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>			0,706404	0,005661
Regression	1	0,004481731	0,004481731	1,945478211	0,193281356			0,336666	0,016458
Residual	10	0,023036652	0,002303665					0,42956	-0,02993
Total	11	0,027518383						0,405917	0,052203
Coefficients									
	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>		
Intercept	0,09021302	0,060307249	1,49589012	0,165557795	-0,044159907	0,224585942	-0,04415991	0,224585942	
X Variable 1	-0,1446667	0,10371828	-1,394804005	0,193281356	-0,375765402	0,086432057	-0,3757654	0,086432057	
RESIDUAL OUTPUT								PROBABILITY OUTPUT	
<i>Observation</i>	<i>Predicted Y</i>	<i>Residuals</i>	<i>Percentile</i>		<i>Y</i>				
1	-0,0069268	-0,1024142	4,166666667	-0,109341045					
2	0,02348112	0,022366557	12,5	-0,048863358					
3	0,00037238	0,021035998	20,83333333	-0,029926072					
4	-0,0199205	-0,028942889	29,16666667	0,005661355					
5	0,01031964	0,058106588	37,5	0,0140852					
6	0,00969182	0,039525234	45,83333333	0,014978753					
7	0,01214373	0,001941475	54,16666667	0,016458429					
8	-0,0180944	0,033073197	62,5	0,021408374					
9	-0,01198	0,017641388	70,83333333	0,04584768					
10	0,04150864	-0,025050214	79,16666667	0,049217051					
11	0,02806994	-0,057996008	87,5	0,05220317					
12	0,0314903	0,020712874	95,83333333	0,068426229					



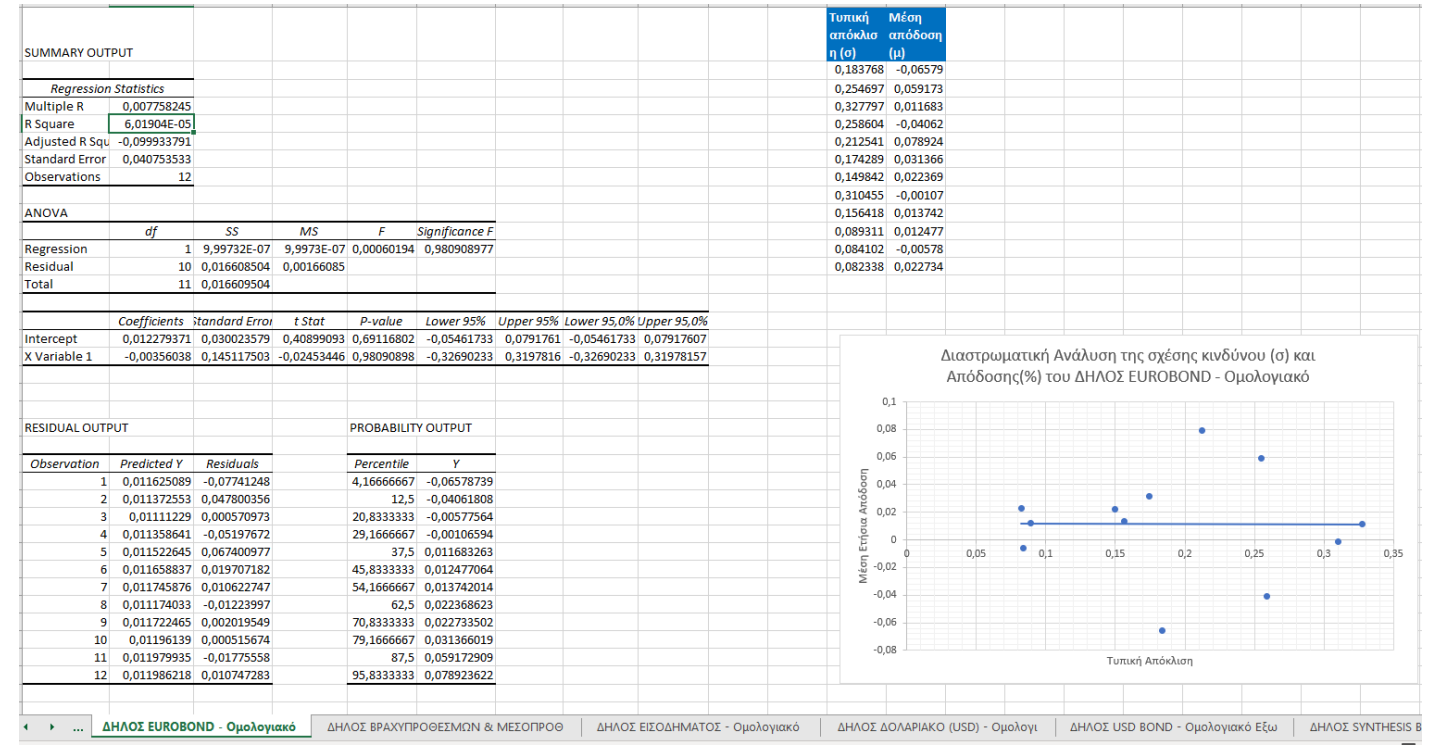
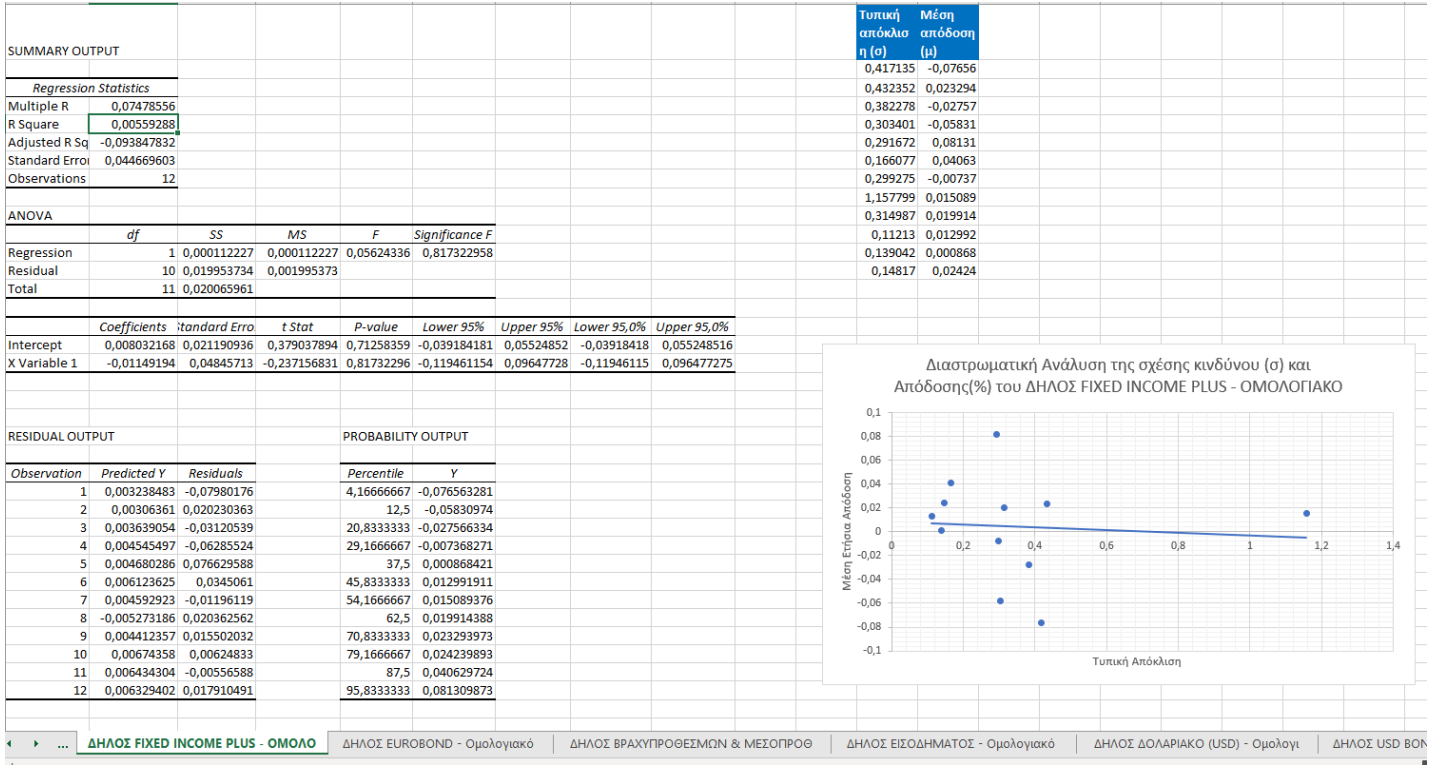
ΔΗΛΟΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΩΝ
ΔΗΛΟΣ ΣΥΛΛΟΓΙΚΟ - Μικτό
ΔΗΛΟΣ FIXED INCOME PLUS - ΟΜΟΛΟ
ΔΗΛΟΣ EUROBOND - Ομολογιακό
ΔΗΛΟΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ & ΜΕΣΟΠΡΟΘ
ΔΗΛΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ - Ομολογιακό
ΔΗΛΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ -

SUMMARY OUTPUT								Τυπική απόκλιση (σ)	Μέση απόδοση (μ)
Regression Statistics								0,54112741	-0,11736568
Multiple R	0,222657235							0,47894327	0,03093167
R Square	0,049576244							0,72450061	-0,0416425
Adjusted R Square	-0,045466131							0,64650267	-0,09624664
Standard Error	0,079805269							1,09027156	0,14034646
Observations	12							0,91520875	0,09759615
ANOVA								0,82750567	-0,02161619
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>			1,26553418	0,00021226
Regression	1	0,003322152	0,003322152	0,521622527	0,486696264			0,78241374	0,01091519
Residual	10	0,063688809	0,006368881					0,47066968	0,07248314
Total	11	0,067010961						0,43986586	-0,02464939
Coefficients								0,4005114	0,08450657
	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>		
Intercept	-0,034064995	0,066889608	-0,50927185	0,621610134	-0,18310433	0,1149743	-0,1831043	0,11497434	
X Variable 1	0,063409938	0,087796896	0,722234399	0,486696264	-0,132213737	0,2590336	-0,1322137	0,259033613	
RESIDUAL OUTPUT								PROBABILITY OUTPUT	
<i>Observation</i>	<i>Predicted Y</i>	<i>Residuals</i>	<i>Percentile</i>		<i>Y</i>				
1	0,000247861	-0,11761354	4,166666667	-0,11736568					
2	-0,003695231	0,0346269	12,5	-0,096246643					
3	0,011875544	-0,05351804	20,83333333	-0,041642498					
4	0,0069297	-0,10317634	29,16666667	-0,024649387					
5	0,035069057	0,105277407	37,5	-0,021616191					
6	0,023968335	0,073627813	45,83333333	0,000212258					
7	0,018407089	-0,04002328	54,16666667	0,010915187					
8	0,04618245	-0,04597019	62,5	0,030931668					
9	0,015547812	-0,00463263	70,83333333	0,072483138					
10	-0,00421986	0,076702998	79,16666667	0,084506574					
11	-0,006173128	-0,01847626	87,5	0,097596148					
12	-0,008668592	0,093175166	95,83333333	0,140346465					



ΔΗΛΟΣ ΣΥΛΛΟΓΙΚΟ - Μικτό
ΔΗΛΟΣ FIXED INCOME PLUS - ΟΜΟΛΟ
ΔΗΛΟΣ EUROBOND - Ομολογιακό
ΔΗΛΟΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ & ΜΕΣΟΠΡΟΘ
ΔΗΛΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ - Ομολογιακό
ΔΗΛΟΣ ΔΟΛΑΡΙΑ

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελλάδα την περίοδο της κρίσης | Αγγελική Καλκάνη

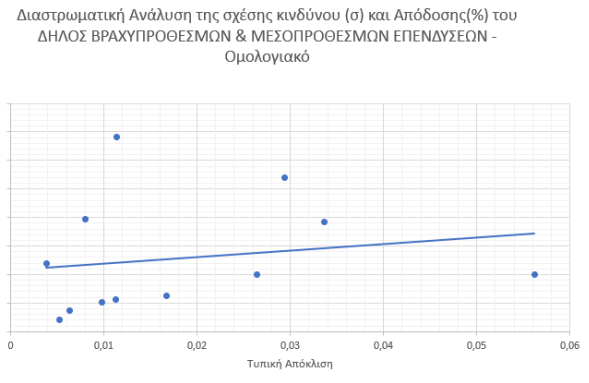


Τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελλάδα την περίοδο της κρίσης | Αγγελική Καλκάνη

SUMMARY OUTPUT								
Regression Statistics								
Multiple R	0,173992764							
R Square	0,030273482							
Adjusted R Squ	-0,06669917							
Standard Error	0,004162573							
Observations	12							
ANOVA								
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>			
Regression	1	5,40925E-06	5,41E-06	0,312186	0,588634069			
Residual	10	0,00017327	1,73E-05					
Total	11	0,000178679						
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	0,004328667	0,001897897	2,280771	0,045726	9,98898E-05	0,008557444	9,98898E-05	0,008557444
X Variable 1	0,045069519	0,080663372	0,558736	0,588634	-0,13465967	0,224798714	-0,13465967	0,224798714

Τυπική απόκλιση η (σ)	Μέση απόδοση (μ)
0,056206	0,004002
0,009786	0,002043
0,016769	0,002499
0,003833	0,004771
0,029434	0,010823
0,011427	0,013637
0,008066	0,007886
0,026468	0,003979
0,011275	0,002229
0,006344	0,001439
0,005248	0,000814
0,03369	0,007671

RESIDUAL OUTPUT			PROBABILITY OUTPUT	
Observation	Predicted Y	Residuals	Percentile	Y
1	0,00686183	-0,00285983	4,166667	0,000814432
2	0,004769736	-0,002726787	12,5	0,001438757
3	0,005084419	-0,002585723	20,83333	0,00204295
4	0,004501397	0,000269565	29,16667	0,00222885
5	0,005655221	0,005167864	37,5	0,002498695
6	0,004843672	0,008793625	45,83333	0,003979391
7	0,004692185	0,003193967	54,16667	0,004002
8	0,005521548	-0,001542157	62,5	0,004770962
9	0,004836831	-0,002607981	70,83333	0,00767113
10	0,00461461	-0,003175853	79,16667	0,007886152
11	0,00456206	-0,003750774	87,5	0,010823085
12	0,005847047	0,001824084	95,83333	0,013637297

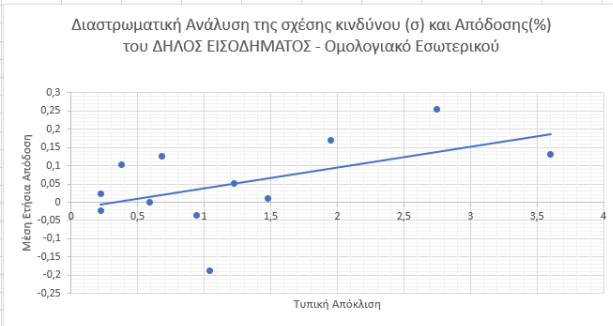


ΔΗΛΟΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ & ΜΕΣΟΠΡΟ... ΔΗΛΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ - Ομολογιακό ΔΗΛΟΣ ΔΟΛΑΡΙΑΚΟ (USD) - Ομολογι ΔΗΛΟΣ USD BOND - Ομολογιακό Εξω ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST BLUE - FOF ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BI

SUMMARY OUTPUT								
Regression Statistics								
Multiple R	0,523054365							
R Square	0,273585869							
Adjusted R Squ	0,200944456							
Standard Error	0,102538719							
Observations	12							
ANOVA								
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>			
Regression	1	0,03959909	0,039599085	3,766252027	0,080989218			
Residual	10	0,10514189	0,010514189					
Total	11	0,14474097						
	<i>Coefficients</i>	<i>tandard Erro</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	-0,020080577	0,04742145	-0,42344921	0,680930659	-0,125742162	0,08558101	-0,125742162	0,08558101
X Variable 1	0,057202392	0,02947539	1,940683392	0,080989218	-0,008472861	0,12287764	-0,008472861	0,12287764

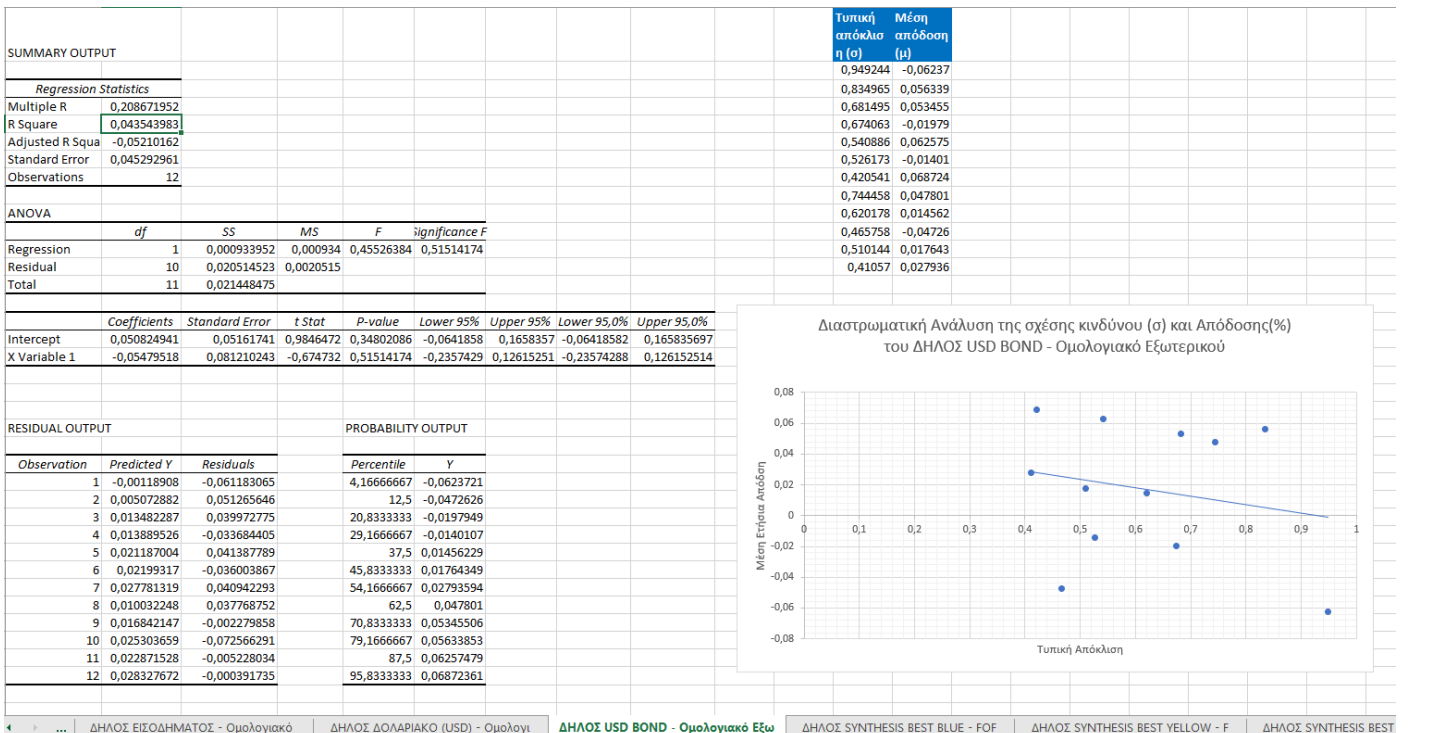
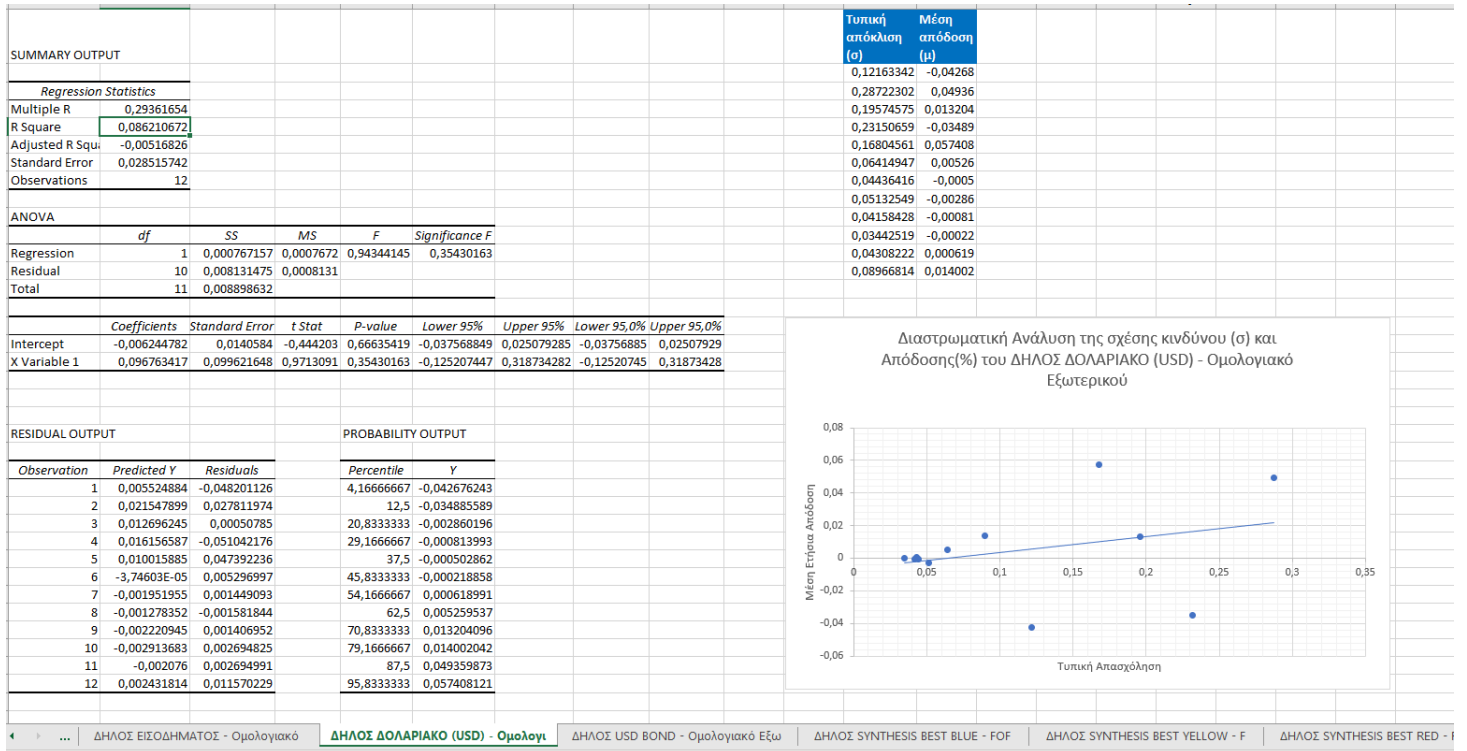
Τυπική απόκλιση η (σ)	Μέση απόδοση (μ)
0,221033	-0,02288
0,224635	0,02446
0,941968	-0,03548
1,039201	-0,18827
2,749948	0,25352
1,953896	0,169964
1,479418	0,011207
3,60134	0,130724
1,227514	0,050605
0,679449	0,124788
0,587354	7,82E-05
0,377518	0,10311

RESIDUAL OUTPUT			PROBABILITY OUTPUT	
Observation	Predicted Y	Residuals	Percentile	Y
1	-0,007436936	-0,0154437	4,166666667	-0,188267262
2	-0,007230893	0,03169105	12,5	-0,035475464
3	0,033802219	-0,0692777	20,83333333	-0,022880674
4	0,039364206	-0,2276315	29,16666667	7,82001E-05
5	0,137222998	0,11629688	37,5	0,011206734
6	0,091686927	0,07827694	45,83333333	0,02446016
7	0,064545661	-0,0533389	54,16666667	0,050604579
8	0,1859247	-0,0552009	62,5	0,103110147
9	0,05013615	0,00046843	70,83333333	0,124788453
10	0,018785547	0,10600291	79,16666667	0,130723821
11	0,013517494	-0,0134393	87,5	0,169963872
12	0,001514372	0,10159578	95,83333333	0,253519879



ΔΗΛΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ - Ομολογιακό ΔΗΛΟΣ ΔΟΛΑΡΙΑΚΟ (USD) - Ομολογι ΔΗΛΟΣ USD BOND - Ομολογιακό Εξω ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST BLUE - FOF ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST YELLOW - F ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST REI

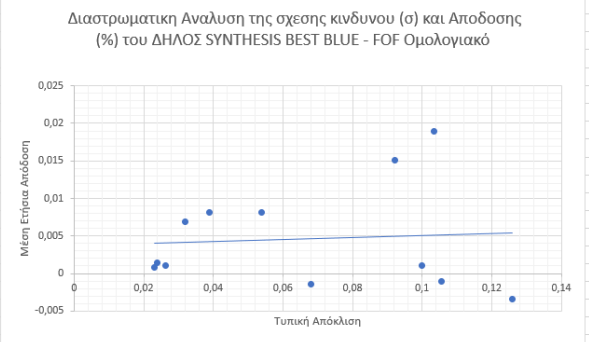
Τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελλάδα την περίοδο της κρίσης | Αγγελική Καλκάνη



Τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελλάδα την περίοδο της κρίσης | Αγγελική Καλκάνη

SUMMARY OUTPUT								
Regression Statistics								
Multiple R	0,069913123							
R Square	0,004887845							
Adjusted R Square	-0,094623371							
Standard Error	0,007268613							
Observations	12							
ANOVA								
	df	SS	MS	F	Significance F			
Regression	1	2,59507E-06	2,595E-06	0,0491185	0,829064537			
Residual	10	0,000528327	5,283E-05					
Total	11	0,000530922						
	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	0,003783914	0,004378314	0,8642399	0,4077085	-0,005971578	0,01353941	-0,00597158	0,013539406
X Variable 1	0,012885318	0,058139655	0,221627	0,8290645	-0,116657906	0,14242854	-0,11665791	0,142428542
RESIDUAL OUTPUT				PROBABILITY OUTPUT				
Observation	Predicted Y	Residuals	Percentile	Y				
1	0,005407517	-0,008809133	4,1666667	-0,003401615				
2	0,004971364	0,010150145	12,5	-0,001456278				
3	0,005144111	-0,006162685	20,8333333	-0,001018574				
4	0,005071106	-0,004039626	29,1666667	0,000746495				
5	0,005116676	0,013852	37,5	0,001016841				
6	0,004478541	0,003684836	45,8333333	0,00103148				
7	0,00419469	0,002703705	54,1666667	0,001384402				
8	0,004093049	-0,002708647	62,5	0,006898395				
9	0,004122389	-0,003105548	70,8333333	0,008163377				
10	0,004082282	-0,003335787	79,1666667	0,008172207				
11	0,004660571	-0,00611685	87,5	0,015121509				
12	0,004284617	0,00388759	95,8333333	0,018968675				

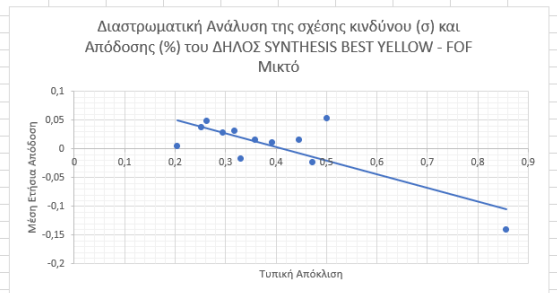
Τυπική απόκλιση σ	Μέση απόδοση μ
0,126004	-0,0034
0,092155	0,015122
0,105562	-0,00102
0,099896	0,001031
0,103433	0,018969
0,053908	0,008163
0,031879	0,006898
0,023991	0,001384
0,026268	0,001017
0,023156	0,000746
0,068035	-0,00146
0,038858	0,008172



ΔΗΛΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ - Ομολογιακό ΔΗΛΟΣ ΔΟΛΑΡΙΑΚΟ (USD) - Ομολογοι ΔΗΛΟΣ USD BOND - Ομολογιακό Εξω ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST BLUE - FOF ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST YELLOW - F ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED

SUMMARY OUTPUT								
Regression Statistics								
Multiple R	0,789886615							
R Square	0,623920864							
Adjusted R Square	0,586312951							
Standard Error	0,033257879							
Observations	12							
ANOVA								
	df	SS	MS	F	Significance F			
Regression	1	0,018350139	0,018350139	16,59014831	0,002239002			
Residual	10	0,011060865	0,001106087					
Total	11	0,029411005						
	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	0,097864824	0,024571794	3,982811473	0,002589179	0,043115455	0,152614194	0,043115455	0,15261419
X Variable 1	-0,236191615	0,057988162	-4,073100577	0,002239002	-0,365397291	-0,10698594	-0,36539729	-0,10698594
RESIDUAL OUTPUT				PROBABILITY OUTPUT				
Observation	Predicted Y	Residuals	Percentile	Y				
1	-0,104413043	-0,036315042	4,16666667	-0,140728085				
2	-0,02031355	0,074239562	12,5	-0,023279581				
3	0,005444675	0,00595725	20,83333333	-0,016337979				
4	-0,013485427	-0,009794154	29,16666667	0,005258424				
5	0,022968985	0,008408963	37,5	0,011401925				
6	0,038604696	-0,000366548	45,83333333	0,01613308				
7	0,028279728	-0,000486039	54,16666667	0,016236967				
8	-0,007293905	0,023426985	62,5	0,027793689				
9	0,013268406	0,002968561	70,83333333	0,031377949				
10	0,049759824	-0,044501399	79,16666667	0,038238148				
11	0,020058741	-0,036396719	87,5	0,048825366				
12	0,035966786	0,01285858	95,83333333	0,053926012				

Τυπική απόκλιση σ	Μέση απόδοση μ
0,856414	-0,14073
0,50035	0,053926
0,391293	0,011402
0,47144	-0,02328
0,317098	0,031378
0,250899	0,038238
0,294613	0,027794
0,445226	0,016133
0,358169	0,016237
0,203669	0,005258
0,329419	-0,01634
0,262067	0,048825



ΔΗΛΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ - Ομολογιακό ΔΗΛΟΣ ΔΟΛΑΡΙΑΚΟ (USD) - Ομολογοι ΔΗΛΟΣ USD BOND - Ομολογιακό Εξω ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST BLUE - FOF ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST YELLOW - F ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελλάδα την περίοδο της κρίσης | Αγγελική Καλκάνη

SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0,721238805
R Square	0,520185414
Adjusted R Square	0,472203955
Standard Error	0,060758739
Observations	12

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	1	0,040022318	0,040022318	10,84138391	0,008113947
Residual	10	0,036916244	0,003691624		
Total	11	0,076938562			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	0,179636878	0,05328795	3,371060034	0,007108732	0,060903927	0,29836983	0,060903927	0,29836983
X Variable 1	-0,225639702	0,068528805	-3,292625687	0,008113947	-0,37833139	-0,072948	-0,378331394	-0,072948

RESIDUAL OUTPUT

Observation	Predicted Y	Residuals
1	-0,131930175	-0,092811406
2	-0,027010094	0,109750795
3	0,02210277	0,014271965
4	-0,016893722	-0,007604501
5	0,06096858	-0,021450948
6	0,053209509	0,021154061
7	0,046043294	0,004664131
8	-0,036392669	0,069960125
9	0,006534083	0,022698999
10	0,084368288	-0,07450586
11	0,035510308	-0,062060397
12	0,070966881	0,015933036

PROBABILITY OUTPUT

Percentile	Y
4,166666667	-0,22474158
12,5	-0,02655009
20,83333333	-0,02449822
29,16666667	0,009862428
37,5	0,029233082
45,83333333	0,033567456
54,16666667	0,036374734
62,5	0,039515911
70,83333333	0,050707425
79,16666667	0,07436357
87,5	0,082740701
95,83333333	0,086899917

Τυπική απόκλιση (σ)	Μέση απόδοση (μ)
1,380817	-0,22474
0,915827	0,082741
0,698167	0,036375
0,870993	-0,0245
0,525927	0,039516
0,560306	0,074364
0,592066	0,050707
0,957409	0,033567
0,767165	0,029233
0,422216	0,009862
0,638746	-0,02655
0,481608	0,0869

