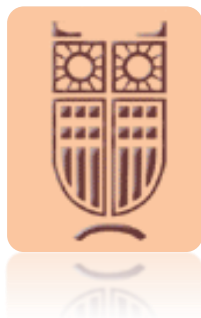


**ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ**



**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ
ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ**

**« Κίνδυνος και Απόδοση Αμοιβαίων Κεφαλαίων.
Μελέτη 3 περιπτώσεων Α/Κ περιόδου 2010-2015»**

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

του

Δραγάτη Σταύρου

Α.Μ. : 7113Μ016

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΑΝΑΣΤΑΣΙΟΣ ΤΣΑΜΗΣ

ΑΘΗΝΑ

ΙΟΥΛΙΟΣ 2015

Ευχαριστίες

Με την ολοκλήρωση της διπλωματικής μου εργασίας, θα ήθελα να ευχαριστήσω τους ανθρώπους που βοήθησαν σε αυτήν.

Αρχικά, θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέπων καθηγητή κ. Τσάμη, και την κα. Μαρία Ελένη Αγοράκη για τις πολύτιμες συμβουλές τους και την αφοσίωσή τους στην περάτωση της συγκεκριμένης διατριβής.

Επίσης, οφείλω ένα μεγάλο ευχαριστώ στην Γκουτζιούπα Κλειώ και στο Μυλωνά Χaráλαμπο για την πολύτιμη βοήθειά τους.

ABSTRACT

This thesis aims to apposite established theories of traditional scientific literature which in combination with presentation of targeted examples and detailed studies will contribute to a better understanding of risk management, in a relatively new product such as that of Mutual Funds.

Therefore, the thesis refers to criteria, methods and assessment tools for investment in the area of Mutual Funds. It also presents the structural components of Mutual Funds, analyzed some of the advantages and disadvantages and finally presented various kinds of theories (from classical to modern) for the evaluation of the Mutual Funds in performance and risk they run.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 : ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	5
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΕΝΗΜΕΡΩΣΗ ΤΟΥ ΚΟΙΝΟΥ.....	6
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΜΕΡΙΔΙΟΥΧΟΙ, ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΚΑΙ ΘΕΜΑΤΟΦΥΛΑΚΑΣ.....	8
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΜΕΡΙΔΙΑ, ΤΙΜΕΣ ΚΑΙ ΚΟΣΤΗ.....	11
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	14
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	20
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	24
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	25
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9: Value at Risk (VaR) – ΑΞΙΑ ΣΕ ΚΙΝΔΥΝΟ (ΔΥΝΗΤΙΚΗ ΖΗΜΙΑ).....	31
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10: ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ.....	37
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11: ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	47
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 12: ΟΙ ΔΕΚΑ ΕΝΤΟΛΕΣ ΓΙΑ ΕΠΙΤΥΧΗΜΕΝΕΣ ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΙΣ.....	49
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 13: ΓΙΑΤΙ ΠΡΕΠΕΙ ΝΑ ΑΞΙΟΛΟΓΟΥΝΤΑΙ ΟΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΕΣ.....	51
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 14: ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΜΕΤΡΩΝ ΚΙΝΔΥΝΟΥ.....	53
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 15: ΣΥΓΧΡΟΝΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΕΠΙΛΕΚΤΙΚΟΤΗΤΑ.....	58
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 16: ΠΟΣΟΤΙΚΑ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ.....	60
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 17: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ-ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	64
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 18: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	72

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 : ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Αμοιβαίο κεφάλαιο είναι ένας χρηματοοικονομικός διαμεσολαβητής που επιτρέπει σε μια ομάδα επενδυτών να τοποθετήσουν τα χρήματά τους σύμφωνα με ένα προκαθορισμένο επενδυτικό σκοπό. Σύμφωνα με το νόμο 3283/2004, το αμοιβαίο κεφάλαιο ορίζεται ως ομάδα περιουσίας που αποτελείται από κινητές αξίες και μετρητά, της οποίας τα επιμέρους στοιχεία ανήκουν εξ αδιαιρέτου σε περισσότερα πρόσωπα. Τα βασικά χαρακτηριστικά ενός αμοιβαίου κεφαλαίου είναι ότι στερείται νομικής προσωπικότητας και ότι το κεφάλαιό του είναι μεταβλητό (open-end fund). Τα αμοιβαία κεφάλαια δηλαδή δεν είναι νομικά πρόσωπα αλλά χρηματικές δεξαμενές που συγκεντρώνουν χρηματικούς πόρους από ένα πλήθος επενδυτών. Σκοπός των επενδυτών (και κατά συνέπεια των αμοιβαίων κεφαλαίων) είναι η επένδυση των συγκεντρωμένων ποσών σε επιλεγμένες ευκαιρίες με τρόπο ώστε να επιδιώκεται η μέγιστη δυνατή απόδοση. Με την τοποθέτηση των χρημάτων του σε αμοιβαία κεφάλαια, κάθε επενδυτής εκχωρεί το δικαίωμα στην ομάδα διαχείρισης του αμοιβαίου κεφαλαίου να επενδύσει εκ μέρους του κατά το δοκούν και εφόσον ικανοποιούνται οι όροι επίτευξης της μέγιστης δυνατής απόδοσης για τον κίνδυνο που διατρέχει η επένδυση. Σε αντίθετη περίπτωση ο επενδυτής έχει την επιλογή να αποσύρει τα χρήματά του από το αμοιβαίο κεφάλαιο που απέτυχε στο στόχο του και να τα τοποθετήσει σε κάποιο άλλο αμοιβαίο κεφάλαιο που εμφανίζει καλύτερες πιθανότητες επιτυχίας.

Η επιλογή του αμοιβαίου κεφαλαίου, στην οποία παίζει σημαντικό ρόλο η επίτευξη αποδόσεων στο παρελθόν, γίνεται με βάση το είδος των επενδύσεων στις οποίες τοποθετούνται τα χρήματα. Βραχυπρόθεσμες ή μακροπρόθεσμες επενδύσεις, ακίνδυνες ή κινδυνόφορες, σταθερού εισοδήματος ή υπεραξίας, επιτοκιακού χαρακτήρα ή μετοχικές, ελληνικές ή διεθνείς είναι τα κύρια είδη των επενδύσεων που επιλέγουν τα αμοιβαία κεφάλαια. Το είδος των επενδύσεων που επιλέγεται από τα αμοιβαία κεφάλαια είναι γνωστό εκ των προτέρων και διατηρείται χωρίς ουσιαστική μεταβολή και συνήθως χωρίς μετατροπή σε άλλη κατηγορία ώστε να συνεχίσει να ανταποκρίνεται στους αρχικούς στόχους των επενδυτών.

Το Αμοιβαίο κεφάλαιο έχει ένα διαχειριστή κεφαλαίων που είναι υπεύθυνος για την επένδυση των χρημάτων σε συγκεκριμένα χρεόγραφα (συνήθως μετοχές ή ομόλογα). Επενδύοντας σε ένα Α/Κ, ουσιαστικά ο επενδυτής αγοράζει μερίδια του Α/Κ και γίνεται μεριδιούχος.

Τα συστατικά στοιχεία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι:

- Ένας συγκεκριμένος επενδυτικός σκοπός.
- Μια ποικιλία μετοχών, ομολόγων και άλλων αξιογράφων καθώς και μετρητών.
- Μια ομάδα ατόμων που ασκεί επαγγελματική διαχείριση του πιο πάνω χαρτοφυλακίου.
- Ένας συγκεκριμένος τρόπος υπολογισμού της αξίας των επενδύσεων σε καθημερινή βάση.
- Ένας συγκεκριμένος τρόπος εισόδου και αποχώρησης των επενδυτών από το Α/Κ.

Ένα συγκεκριμένο νομικό πλαίσιο που θα θεσμοθετεί τα παραπάνω.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : ΕΝΗΜΕΡΩΣΗ ΤΟΥ ΚΟΙΝΟΥ

α. Ο Κανονισμός του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Για να συσταθεί ένα αμοιβαίο κεφάλαιο είναι απαραίτητο όπως καταρτισθεί ο Κανονισμός του, υπογραφεί από την εταιρεία διαχείρισης του αμοιβαίου κεφαλαίου και το θεματοφύλακα, υποβληθεί την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και εγκριθεί. Ο Κανονισμός προσδιορίζει τον επενδυτικό σκοπό του αμοιβαίου κεφαλαίου, διέπει τις σχέσεις μεταξύ μεριδιούχων και εταιρείας διαχείρισης και περιγράφει τα κόστη που απορρέουν από τις συμβατικές υποχρεώσεις προς τρίτους.

Πιο συγκεκριμένα, ο Κανονισμός περιέχει την ονομασία του αμοιβαίου κεφαλαίου, της εταιρείας διαχείρισης, και του θεματοφύλακα καθώς και τις αμοιβές αυτών. Ο σκοπός του αμοιβαίου κεφαλαίου μαζί με την επενδυτική πολιτική και τις μεθόδους δανειοδότησης καθώς και το είδος των κινητών αξιών που επενδύεται η περιουσία του αποτελεί σημαντικό τμήμα του Κανονισμού.

Σαφής μνεία γίνεται για τις προμήθειες που καταβάλλει ο μεριδιούχος κατά τη διάθεση και εξαγορά μεριδίων καθώς και για το χρόνο και διαδικασία διανομής των κερδών στους μεριδιούχους. Τέλος, προσδιορίζεται η τιμή μεριδίου του αμοιβαίου κεφαλαίου κατά το χρόνο συστάσεώς του.

Ο Κανονισμός ενός αμοιβαίου κεφαλαίου μπορεί να τροποποιηθεί από κοινού από την εταιρεία διαχείρισης και το θεματοφύλακα αφού πρώτα εκδώσει σχετική άδεια η Επιτροπή της Κεφαλαιαγοράς. Οι τροποποιήσεις του Κανονισμού πρέπει να γνωστοποιηθούν αμέσως στους μεριδιούχους ώστε, εάν δεν συμφωνούν, να μπορούν

εντός τριών μηνών να εξαγοράσουν τα μερίδιά τους σύμφωνα με τον προηγούμενο Κανονισμό.

β. Το Ενημερωτικό Δελτίο

Για την απόκτηση μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων θα πρέπει ο υποψήφιος μεριδιούχος να υποβάλει αίτηση στην ΑΕΔΑΚ όπου να αποδέχεται τον Κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η ΑΕΔΑΚ από την πλευρά της υποχρεούται να παραδώσει δωρεάν το ενημερωτικό δελτίο του αμοιβαίου κεφαλαίου ώστε να πληροφορηθεί ο υποψήφιος μεριδιούχος για μια σειρά από σημαντικά χαρακτηριστικά του αμοιβαίου κεφαλαίου όπως: τον Κανονισμό, την ημερομηνία σύστασής του, την ΑΕΔΑΚ και τη διεύθυνσή της, τα άλλα αμοιβαία κεφάλαια που πιθανώς διαχειρίζεται η ΑΕΔΑΚ, καθώς και το ύψος των ιδίων κεφαλαίων της, το θεματοφύλακα και τους τυχόν υπάρχοντες εξωτερικούς συμβούλους επενδύσεων και γενικά όλα τα στοιχεία εκείνα που θα βοηθήσουν τον υποψήφιο μεριδιούχο να αποφασίσει για την αγορά μεριδίων ή όχι. Για το λόγο αυτό απαραίτητα προσφέρονται οι τελευταίες εκθέσεις του εξαμήνου και του έτους μαζί με την έκθεση των ορκωτών λογιστών (Μυλωνάς, 1999).

γ. Η Ετήσια και Εξαμηνιαία Έκθεση

Η διαχειριστική χρήση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου ταυτίζεται με τη διάρκεια του ημερολογιακού έτους με εξαίρεση την πρώτη διαχειριστή χρήση που δύναται να είναι μικρότερη του έτους. Στο τέλος κάθε διαχειριστικής χρήσης η ΑΕΔΑΚ υποχρεούται να συντάξει την ετήσια έκθεση του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η έκθεση αυτή καταγράφει την περιουσιακή κατάσταση του αμοιβαίου κεφαλαίου στις 31.12 του έτους αναλυτικά ως προς το είδος και την ποσότητα των κινητών αξιών, τις καταθέσεις, τις απαιτήσεις και τις υποχρεώσεις. Επίσης η ετήσια έκθεση παραθέτει τα αποτελέσματα χρήσης με προσόδους και δαπάνες ανά κατηγορία καθώς και τα διανεμόμενα και επενδύσιμα κέρδη. Ειδική μνεία γίνεται στην εισροή και εκροή κεφαλαίων με την αντίστοιχη αύξηση ή μείωση του αριθμού των μεριδίων ενώ παρατίθεται συγκριτικός πίνακας των τριών τελευταίων διαχειριστικών χρήσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου ώστε να διαφαίνεται η εξέλιξη της καθαρής αξίας του ενεργητικού και της καθαρής τιμής μεριδίου.

Η εξαμηνιαία έκθεση συντάσσεται με το τέλος του πρώτου εξαμήνου κάθε διαχειριστικής χρήσης και περιλαμβάνει παρόμοια στοιχεία με αυτά της ετήσιας

έκθεσης με εξαίρεση τη διανομή ή επανεπένδυση κερδών και τη σύγκριση με προηγούμενες διαχειριστικές χρήσεις.

Τόσο η ετήσια όσο και η εξαμηνιαία έκθεση υπόκεινται σε έλεγχο από μέλη του Σώματος Ορκωτών Λογιστών και κατόπιν υποβάλλονται στην Επιτροπή της Κεφαλαιαγοράς. Οι εκθέσεις αυτές τίθενται στη διάθεση των μεριδιούχων αλλά και κάθε ενδιαφερομένου μέσα στο πρώτο δίμηνο από την παρέλευση του ημερολογιακού έτους ή του πρώτου εξαμήνου. Τέλος, μετά τη λήξη του ημερολογιακού έτους δημοσιεύεται σε μια ημερήσια πολιτική και μια οικονομική εφημερίδα των Αθηνών, μια συνοπτική κατάσταση του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου μαζί με το Λογαριασμό Αποτελεσμάτων Χρήσης και Διάθεσης των Κερδών.

δ. Η Διάθεση και Διαφήμιση των Μεριδίων

Η διάθεση των μεριδίων ενός αμοιβαίου κεφαλαίου γίνεται μέσω της ΑΕΔΑΚ. Μπορεί όμως η ΑΕΔΑΚ να χρησιμοποιεί και αντιπροσώπους για να διαθέσει τα μερίδια αυτά. Στην περίπτωση αυτή ως αντιπρόσωποι μπορεί να λειτουργήσουν μόνο Τράπεζες, Ασφαλιστικές Εταιρείες, και μέλη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Τα αμοιβαία κεφάλαια μπορούν να διαφημίζονται στον Τύπο, όμως κάθε πρόσκληση προς διάθεση μεριδίων θα πρέπει να συνοδεύεται με τον ακριβή τόπο όπου διατίθεται το ενημερωτικό δελτίο. Επίσης κάθε δημοσίευμα θα πρέπει να αναγράφει την ένδειξη ότι η επένδυση σε αμοιβαία κεφάλαια δεν είναι εγγυημένη και ότι οι προηγούμενες αποδόσεις δεν είναι ενδεικτικές των μελλοντικών αποδόσεων. Ψευδείς δηλώσεις ή ανακοινώσεις προς το κοινό αναφορικά με τα οικονομικά πεπραγμένα του αμοιβαίου κεφαλαίου, επισύρουν σοβαρές ποινικές και χρηματικές ποινές. Όλες οι δημοσιεύσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου και της ΑΕΔΑΚ για διαφημιστικούς ή μη λόγους υποβάλλονται στην Επιτροπή της Κεφαλαιαγοράς.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : ΜΕΡΙΔΙΟΥΧΟΙ, ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΚΑΙ ΘΕΜΑΤΟΦΥΛΑΚΑΣ

α. Οι Μεριδιούχοι

Όπως κάθε χρηματική δεξαμενή, έτσι και τα αμοιβαία κεφάλαια τελούν υπό διαχείριση και διαχειριστικό έλεγχο. Και ενώ η απόδοση των επενδεδυμένων κεφαλαίων σε άλλους θεσμικούς επενδυτές (π.χ. τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες)

δεν αποτελεί αναγκαστικά στοιχείο διατήρησης ή περαιτέρω προσέλκυσης πελατών, στην περίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων η απόδοση που επιτυγχάνουν τα αμοιβαία κεφάλαια σε χώρες με ανεπτυγμένο τον ανταγωνισμό στην αγορά αυτή είναι καθοριστική της περαιτέρω πορείας τους. Ο λόγος που συμβαίνει αυτό είναι ότι στην περίπτωση των θεσμικών επενδυτών υπάρχει σαφής διαχωρισμός μεταξύ των πελατών και των μετόχων. Οι πελάτες συνήθως απολαμβάνουν κάποια σταθερή απόδοση που τους έχει υποσχεθεί εξαρχής, ενώ οι μέτοχοι απολαμβάνουν τα οφέλη από μια καλή διαχείριση και υφίστανται τις ζημιές από μια κακή. Στην περίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων πελάτες και μέτοχοι είναι ένα και το αυτό. Ως εκ τούτου οι επιπτώσεις μιας καλής ή κακής διαχείρισης που αντικατοπτρίζονται στις αποδόσεις επηρεάζουν όλους τους μεριδιούχους κατά το ίδιο ποσοστό και ανάλογα με τον αριθμό των μεριδίων που κατέχουν κατά απόλυτο μέγεθος.

Ο αριθμός των μεριδίων που κατέχει ένας επενδυτής προσδιορίζει και το ποσοστό ιδιοκτησίας του στο αμοιβαίο κεφάλαιο. Τα μερίδια αποκτώνται με την πληρωμή της αξίας για κάθε ένα τη συγκεκριμένη ημέρα αγοράς. Η αξία αυτή μεταβάλλεται καθημερινά καθώς οι κινητές αξίες πάνω στις οποίες είναι επενδεδυμένα τα αμοιβαία κεφάλαια είναι αντικείμενο συνεχούς διαπραγματεύσεως και ως εκ τούτου αυξομειώσεων. Όμως, τα μερίδια των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν είναι διαπραγματεύσιμα στο χρηματιστήριο όπως είναι οι μετοχές των εταιρειών επενδύσεων EEX (αμοιβαία κεφάλαια κλειστού τύπου). Ο λόγος είναι ότι από τη στιγμή που οι αξίες στις οποίες τοποθετούνται τα χρήματα των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι διαπραγματεύσιμες, η αξία των μεριδίων που είναι συνάρτηση των διαπραγματεύσιμων αυτών τιμών είναι πλήρως προσδιορισμένη και στο τέλος της ημέρας ανακοινώνονται δημόσια. Με τον τρόπο προσδιορισμού της αξίας ως ανωτέρω οι επενδυτές αδυνατούν να τιμολογήσουν τις ικανότητες των διαχειριστών, όπως αυτό συμβαίνει με τις EEX.

Έτσι, τα μερίδια αγοράζονται και πωλούνται από το αμοιβαίο κεφάλαιο χωρίς κάποια έκπτωση ή πριμ που να αντικατοπτρίζει τις ικανότητες αυτές. Παρά την ικανοποιητική τιμολόγηση των μεριδίων όταν οι επενδύσεις γίνονται σε διαπραγματεύσιμες κινητές αξίες, σημαντικό ποσοστό επενδύσεων σε μη διαπραγματεύσιμες κινητές αξίες δημιουργεί πρόβλημα στην ορθή τιμολόγηση ενώ ενέχει σοβαρούς επενδυτικούς κινδύνους.

β. Η Ανώνυμος Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ)

Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, αγοράζοντας μερίδια οι επενδυτές εναποθέτουν τα χρήματά τους στο διαχειριστή του αμοιβαίου κεφαλαίου. Ο διαχειριστής ενός αμοιβαίου κεφαλαίου δεν είναι άλλο παρά μια εταιρεία διαχείρισης ΑΕΔΑΚ. Η εταιρεία αυτή η οποία πρέπει να έχει την έγκριση της Επιτροπής της Κεφαλαιαγοράς για να λειτουργήσει, είναι ανώνυμη εταιρεία και διαχειρίζεται συνήθως ολόκληρη την οικογένεια των αμοιβαίων κεφαλαίων, δηλαδή αμοιβαία κεφάλαια διαφόρων κατηγοριών. Η εταιρεία αυτή έχει αποκλειστική ευθύνη της τοποθέτησης των χρημάτων σε διάφορες επιλογές και την καθημερινή επέμβαση στις αγορές εφόσον κριθεί αναγκαία. Πέρα από τα στελέχη που χαράζουν και εφαρμόζουν τις επενδυτικές στρατηγικές, υπάρχει μια Επενδυτική Επιτροπή που εκτός από τα βασικά στελέχη της ΑΕΔΑΚ διευρύνεται με άτομα που έχουν θεωρητική και πρακτική κατάρτιση και προσαρμόζουν την επενδυτική πολιτική στα τεκταινόμενα της αγοράς αλλά και των διεθνών τάσεων. Τέλος, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΑΕΔΑΚ επιβλέπει τις επενδυτικές στρατηγικές που εφαρμόζονται και προτείνει κατευθυντήριες γραμμές.

Η εταιρεία διαχείρισης είναι το Α και το Ω για την επίτευξη ικανοποιητικής απόδοσης και ευθύνεται για κάθε διαχειριστική αμέλεια. Χωρίς αυτήν η χρηματική δεξαμενή δεν θα μπορούσε να αξιοποιηθεί με αποτέλεσμα οι μεριδιούχοι να μην επιτύχουν καμία απόδοση. Σε μεγάλο βαθμό η επιτυχία μιας ΑΕΔΑΚ στηρίζεται στα άτομα της διαχειριστικής ομάδας και την εμπειρία και το ταλέντο που διαθέτουν στη διαχείριση. Γι' αυτό και πολλές φορές επώνυμοι επιτυχημένοι διαχειριστές στο εξωτερικό μπορούν να μεταφέρουν πολλούς χρηματικούς πόρους όταν μετακινούνται από τη μία εταιρεία διαχείρισης στην άλλη.

γ. Ο Θεματοφύλακας

Η επένδυση σε αμοιβαία κεφάλαια είναι από τις πιο εγγυημένες επενδυτικές επιλογές όχι τόσο όσον αφορά τις αποδόσεις, όσο τη διαφάνεια των χρηματικών συναλλαγών και την εξασφάλιση των τίτλων και των επενδεδυμένων χρημάτων. Σε αυτό συντελούν τόσο οι νόμοι που διέπουν τη λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων όσο και ο θεματοφύλακας που είναι εντεταλμένος για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο.

Ο θεματοφύλακας έχει την ευθύνη της εξασφάλισης των περιουσιακών στοιχείων για λογαριασμό των μεριδιούχων. Ο ρόλος του είναι ιδιαίτερα σημαντικός καθώς εγγυάται την ασφάλεια των χρημάτων των μεριδιούχων. Έτσι αναλαμβάνει την ευθύνη είσπραξης τόκων και μερισμάτων καθώς και τις χρηματοροές από πωλήσεις

μετοχών ή άλλων αξιογράφων ενώ πραγματοποιεί τις πληρωμές για αγορά κινητών αξιών.

Ο ρόλος του θεματοφύλακα επαφίεται κυρίως σε τραπεζικά ιδρύματα. Ο ρόλος αυτός εμπίπτει στη φύση των εργασιών τους καθώς έχουν εμπειρία από ελεγκτικές εργασίες ενώ διευκολύνονται από το υπάρχον σύστημα πληρωμών και εισπράξεων. Οι υπηρεσίες διαφύλαξης χρημάτων που προσφέρονται στα αμοιβαία κεφάλαια είναι συνήθεις υπηρεσίες που προσφέρονται σε άλλους πελάτες. Για το λόγο αυτό η προκαθορισμένη αμοιβή για το θεματοφύλακα που εμπεριέχεται στον κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι ανταγωνιστική και σε πολύ χαμηλά επίπεδα.

Γενικά ο θεματοφύλακας αναλαμβάνει καθήκοντα ταμία και ευθύνεται απέναντι στην ΑΕΔΑΚ και τους μεριδιούχους για κάθε αμέλεια ως προς την εκπλήρωση των υποχρεώσεων του. Η ευθύνη του δεν μετατίθεται σε περίπτωση ανάθεσης φύλαξης κινητών αξιών σε άλλη τράπεζα ή ίδρυμα. Ο θεματοφύλακας υποχρεούται να εκτελεί τις εντολές της ΑΕΔΑΚ εκτός εάν είναι παράνομες ή αντιβαίνουν τον κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου. Παράλληλα, η ΑΕΔΑΚ είναι υποχρεωμένη να παρακολουθεί το θεματοφύλακα για την ορθή εκτέλεση των εντολών της. Με τις υποχρεώσεις αυτές που έχουν εκατέρωθεν, ο θεματοφύλακας και η ΑΕΔΑΚ οφείλουν να ενεργούν ανεξάρτητα μεταξύ τους και με γνώμονα το συμφέρον των μεριδιούχων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : ΜΕΡΙΔΙΑ, ΤΙΜΕΣ ΚΑΙ ΚΟΣΤΗ

α. Μεριδία και Τιμές

Μεριδία είναι οι τίτλοι ιδιοκτησίας πάνω στο καθαρό ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου που επενδύει ο μεριδιούχος. Οι τίτλοι αυτοί αποκτώνται με την καταβολή της τιμής διάθεσης στο αμοιβαίο κεφάλαιο και εξαγοράζονται μόνο από το ίδιο αμοιβαίο κεφάλαιο. Όμως, μπορούν να ενεχυριασθούν για εξασφάλιση απαίτησης. Επίσης επιτρέπεται σε περίπτωση ασφάλειας ζωής, και κατόπιν συμφωνίας, η αποζημίωση να γίνεται με τη μεταβίβαση μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων αντί μετρητών. Τέλος, επιτρέπεται η μεταβίβαση μεριδίων μεταξύ συζύγων ή συγγενών πρώτου και δεύτερου βαθμού σε ευθεία γραμμή. Έτσι με τους τρόπους αυτούς αποδίδεται μεγαλύτερη χρησιμότητα στα μερίδια των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Ο αριθμός των μεριδίων κατά τη δημιουργία του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι συνάρτηση του μεγέθους του μετοχικού κεφαλαίου και της ονομαστικής αξίας κάθε μεριδίου και προκύπτει από τη διαίρεση του πρώτου από το δεύτερο. Λόγω του

γεγονότος ότι τα αμοιβαία κεφάλαια είναι ανοικτού τύπου, ο αριθμός μεριδίων δε παραμένει σταθερός. Κάθε φορά που προσελκύονται νέοι μεριδιούχοι, δημιουργούνται νέα μερίδια ανάλογα με τα χρήματα που εισρέουν. Αντίστοιχα, κάθε φορά που οι μεριδιούχοι πωλούν τα μερίδιά τους στο αμοιβαίο κεφάλαιο, ο αριθμός των μεριδίων ελαττώνεται κατά αντιστοιχία της μείωσης του ενεργητικού.

Από τη στιγμή που δημιουργηθεί το αμοιβαίο κεφάλαιο και εγκριθεί η λειτουργία του είναι υποχρεωμένο να προσφέρει νέα μερίδια με βάση την τιμή που προσδιορίζεται την ημέρα εκείνη. Προς τούτο όμως απαιτείται όπως ο υποψήφιος μεριδιούχος υποβάλλει γραπτή αίτηση προς την ΑΕΔΑΚ όπου αποδέχεται τον Κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου και καταβάλλει την τιμή διάθεσης σε μετρητά, ή ακόμα και κινητές αξίες εφόσον συμφωνήσει η ΑΕΔΑΚ. Η τιμή που είναι σημείο αναφοράς για την αξία των μεριδίων βασίζεται στην αξία των επενδύσεων που έχουν πραγματοποιηθεί (Μυλωνάς, 1999).

Πιο συγκεκριμένα, στο τέλος της ημέρας και με το κλείσιμο του χρηματιστηρίου υπολογίζεται η συνολική αξία των τίτλων που κατέχει το αμοιβαίο κεφάλαιο με βάση τον αριθμό τους και την τιμή κλεισίματος. Για τους τίτλους που δεν διακινήθηκαν, χρησιμοποιούνται οι τιμές της προηγούμενης διαπραγμάτευσης ενώ για τίτλους που δεν είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης, οι τιμές κτήσης. Στις αξίες αυτές προστίθενται άλλες αξίες όπως τα χρήματα που δεν έχουν ακόμη επενδυθεί, ή όποιες καταθέσεις και μετρητά διαθέτει το αμοιβαίο κεφάλαιο για να εκτελεί τις εκάστοτε εξαγορές ή πληρωμές προς τρίτους που ανακύπτουν. Το σύνολο των ανωτέρω αξιών αποτελεί την αξία του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Και ενώ δεν δημιουργείται πρόβλημα για τον υπολογισμό της αξίας των μετοχικών τίτλων στο τέλος της ημέρας, πρόβλημα παρουσιάζεται στην αποτίμηση των ομολόγων λόγω χρόνιας ανεπάρκειας της δευτερογενούς αγοράς. Έτσι παρά τη μεταβολή των τιμών ομολογιών λόγω αυξομείωσης των επιτοκίων, οι τιμές των μεριδίων δεν επηρεάζονταν με αποτέλεσμα την πλασματική εικόνα της αξίας τους. Με τη βελτίωση όμως της δευτερογενούς αγοράς ομολόγων η αδυναμία αυτή υπερκεράζεται από το Φεβρουάριο του 1999 καθώς η ημερήσια αποτίμηση του ενεργητικού τους θα γίνεται με βάση την τρέχουσα αξία των ομολόγων που έχουν στο ενεργητικό τους.

Από την πλευρά του παθητικού, τα αμοιβαία κεφάλαια δεν έχουν μακροπρόθεσμα δάνεια καθώς δεν επιτρέπεται δανεισμός με σκοπό την επένδυση. Όμως, μικρότερου μεγέθους βραχυπρόθεσμα δάνεια επιτρέπονται για την αντιμετώπιση πρόσκαιρων

αναγκών πληρωμών προς τρίτους για υπηρεσίες που έχουν προσφέρει ή για απρόβλεπτα αυξημένες εξαγορές. Άλλες υποχρεώσεις που έχουν τα αμοιβαία κεφάλαια είναι οι αμοιβές προς την ΑΕΔΑΚ, το θεματοφύλακα και άλλους επενδυτικούς συμβούλους. Τέλος, υποχρεώσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου προς τρίτους είναι και οι προμήθειες που έχουν υπολογισθεί αλλά δεν έχουν καταβληθεί ακόμη στις χρηματιστηριακές εταιρείες. Το σύνολο των ανωτέρω χρηματικών ποσών αποτελεί τις υποχρεώσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου προς τρίτους.

Το υπόλοιπο μετά την αφαίρεση των υποχρεώσεων προς τρίτους από τη συνολική αξία του ενεργητικού αποτελεί την καθαρή θέση των μεριδιούχων, ή όπως είναι κοινώς αποδεκτό, την αξία του καθαρού ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η καθαρή τιμή ανά μερίδιο προκύπτει από τη διαίρεση της αξίας του καθαρού ενεργητικού με τον αριθμό των μεριδίων.

Η εξαγορά των μεριδίων από την ΑΕΔΑΚ είναι υποχρεωτική εφόσον το ζητήσει ο μεριδιούχος με γραπτή αίτηση. Κατόπιν τούτου η ΑΕΔΑΚ ακυρώνει τους τίτλους των μεριδίων που εξαγοράζονται και καταβάλλει την αξία σε μετρητά μέσα σε πέντε ημέρες από την ημέρα υποβολής της αίτησης. Τα μερίδια εξαγοράζονται σύμφωνα με την καθαρή τιμή του μεριδίου στο τέλος της ημέρας υποβολής της αίτησης.

Η καθαρή τιμή μεριδίου είναι αξία αναφοράς του κόστους απόκτησης ενός μεριδίου ή πώλησής του. Δεν ταυτίζεται όμως πάντα με αυτά. Υπάρχουν κόστη διάθεσης και εξαγοράς που καθιστούν την απόκτησή τους ακριβότερη και την πώλησή τους χαμηλότερης αξίας της καθαρής τιμής μεριδίου.

β. Κόστη Διάθεσης και Εξαγοράς

Τα αμοιβαία κεφάλαια για να εισπράξουν ένα τμήμα από το κόστος προμηθειών στο οποίο υποβάλλονται αλλά και για να αποτρέψουν τους μεριδιούχους από το να ρευστοποιούν τα μερίδιά τους, επιβάλλουν κόστη διάθεσης και εξαγοράς.

Το κόστος διάθεσης είναι το ποσοστό επί της καθαρής τιμής μεριδίου που θα πρέπει να καταβληθεί από τους μεριδιούχους για κάθε μερίδιο που αποκτούν, πέρα από την καθαρή τιμή μεριδίου. Το κόστος εξαγοράς είναι ένα ποσοστό επί της καθαρής τιμής μεριδίου που δεν αποδίδεται στο μεριδιούχο κατά την εξαγορά αλλά αφαιρείται από την καθαρή τιμή μεριδίου.

Τα κόστη εισόδου και εξόδου, όπως θα μπορούσαν να χαρακτηρισθούν αντίστοιχα τα κόστη διάθεσης και εξαγοράς, δεν είναι ίδια για όλα τα αμοιβαία κεφάλαια αλλά διαφέρουν. Οι διαφορές είναι μεγαλύτερες μεταξύ των κατηγοριών των αμοιβαίων

κεφαλαίων και λιγότερο μεταξύ των αμοιβαίων κεφαλαίων της ίδιας κατηγορίας. Ο λόγος είναι ότι κάθε κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων έχει διαφορετικό βαθμό κινητικότητας των κεφαλαίων και επομένως ρευστότητας (και κινδύνου) που καθορίζει αντιστρόφως ανάλογα το κόστος προμηθειών και συναλλαγών. Έτσι αμοιβαία κεφάλαια με βραχυπρόθεσμες τοποθετήσεις εμφανίζουν μικρό κόστος συναλλαγών και τα κόστη διάθεσης και εξαγοράς είναι σε χαμηλά ποσοστά του 1% έως 2%. Αντίθετα, κόστη 4% έως 5% επιβάλλονται από αμοιβαία κεφάλαια που ανήκουν σε κατηγορίες μακροπρόθεσμες επενδύσεων, όπως τα μετοχικά, με αυξημένα κόστη συναλλαγών και επενδυτικό κίνδυνο.

Γενικά, τα κόστη εισόδου και εξόδου αποτελούν, μεταξύ άλλων, εργαλεία προσέλκυσης νέων επενδυτικών κεφαλαίων και διατήρησής τους στο αμοιβαίο κεφάλαιο. Έτσι, υπάρχουν αμοιβαία κεφάλαια που δεν χρεώνουν κόστη διάθεσης κατά την είσοδο κεφαλαίων, χρεώνουν όμως κατά την έξοδο ως προσπάθεια κατακράτησης των κεφαλαίων.

Παρόμοια, υπάρχουν αμοιβαία κεφάλαια, που δεν χρεώνουν ή χρεώνουν ελάχιστο κόστος εξαγοράς ως τρόπο προσέλκυσης κεφαλαίων καθόσον ο μεριδιούχος γνωρίζει ότι του προσφέρεται ευελιξία διαχείρισης των κεφαλαίων του χωρίς επιβολή κάποιας "τιμωρίας" εάν επιθυμούσε να εγκαταλείψει το αμοιβαίο κεφάλαιο. Βέβαια, σε μια τέτοια περίπτωση ο μεριδιούχος προκαταβάλλει το κόστος αυτό υπό τη μορφή του κόστους διάθεσης. Τέλος, προς αποφυγή μεταβολής των όρων επένδυσης, τα αμοιβαία κεφάλαια διατηρούν την όποια πολιτική εφαρμόζουν διαχρονικά.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 : ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο έχει πλήρη αυτονομία και ανεξαρτησία ακόμη και αν η εταιρεία που το διαχειρίζεται είναι η ίδια που διαχειρίζεται και άλλα. Η αυτονομία έγκειται στο γεγονός ότι οποιεσδήποτε επενδυτικές αποφάσεις αναληφθούν αφορούν το ενεργητικό ενός συγκεκριμένου αμοιβαίου κεφαλαίου. Η διαφορά που υπάρχει μεταξύ των ήδη υπαρχόντων αμοιβαίων κεφαλαίων αφορά την επενδυτική στρατηγική που ακολουθούν. Η δεδηλωμένη και συγκεκριμένη επενδυτική στρατηγική που ακολουθεί το κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο γίνεται γνωστή μέσω των ενημερωτικών εντύπων που προωθεί για την προσέλκυση εκείνων των υποψηφίων επενδυτών που έχουν παρόμοιους επενδυτικούς στόχους. Η στρατηγική αυτή ακολουθείται πιστά για να αποτρέψει πιθανή αποχώρηση των επενδυτών προς άλλα αμοιβαία κεφάλαια που ακολουθούν με μεγαλύτερη συνέπεια τους

συγκεκριμένους επενδυτικούς στόχους. Βάσει των διαφόρων επενδυτικών στρατηγικών που εφαρμόζονται μπορούμε να κατατάξουμε τα αμοιβαία κεφάλαια στις εξής κατηγορίες: διαχείρισης διαθεσίμων / σταθερού εισοδήματος / ομολογιών / μικτά / διεθνή / εμπορευμάτων / δεικτών / ειδικών κατηγοριών.

Κατηγορίες αμοιβαίων Κεφαλαίων

α. Διαχείρισης Διαθεσίμων

Τα αμοιβαία κεφάλαια αυτού του είδους κατευθύνουν τις επενδύσεις σε διάφορες επιλογές στην αγορά χρήματος που απαρτίζονται από επενδυτικά εργαλεία που έχουν πολύ μικρή διάρκεια όπως π.χ. *repos*, λήγοντα έντοκα γραμμάτια δημοσίου, πιστοποιητικά καταθέσεων, καταθέσεις προθεσμίας καθώς και στη διατραπεζικά αγορά δανεισμού και συναλλάγματος. Αυτού του είδους οι τοποθετήσεις αποδίδουν μια θετική και κατά το πλείστον σταθερή απόδοση που προσδιορίζεται από τα ισχύοντα επιτόκια της αγοράς. Βέβαια στο βαθμό που η αγορά χρήματος δεν παρουσιάζει σημαντικές μεταπτώσεις, η απόδοση καταλήγει να είναι σταθερή. Συνήθως όμως υπάρχουν μεγάλες αυξομειώσεις στη διατραπεζική αγορά που οδηγούν βραχυπρόθεσμα σε καλύτερες αποδόσεις απ' ότι άλλων ειδών αμοιβαία κεφάλαια. Αυτό είναι και το κύριο χαρακτηριστικό των αμοιβαίων κεφαλαίων του είδους αυτού και προτείνεται στους επενδυτές με βραχυπρόθεσμους επενδυτικούς ορίζοντες που επιθυμούν να έχουν πρόσβαση στα μετρητά τους με το πλεονέκτημα όμως να επιτυγχάνουν αποδόσεις μεγαλύτερες των απλών καταθέσεων.

β. Σταθερού Εισοδήματος

Τα αμοιβαία κεφάλαια που ανήκουν σ' αυτή την κατηγορία τοποθετούν τις επενδύσεις τους σε επενδυτικούς τίτλους που προσφέρουν κατά το πλείστον μια βέβαιη απόδοση ετησίως. Τίτλοι που προσφέρουν σταθερή και προβλέψιμη απόδοση είναι τα ομόλογα δημοσίου, ομόλογα κρατικών εταιρειών ή τραπεζών καθώς και ομολογίες επιλεγμένων ελληνικών ή ξένων εταιρειών με υψηλή πιστοληπτική ικανότητα. Η απόδοση αυτών των τίτλων γίνεται υπό τη μορφή συγκεκριμένου και σταθερού τόκου που καταβάλλεται από την εκδότρια εταιρεία στο αμοιβαίο κεφάλαιο. Στη συνέχεια, οι τόκοι αυτοί αποδίδονται στους μεριδιούχους ανάλογα με τη συμμετοχή του καθενός στο κεφάλαιο του αμοιβαίου κεφαλαίου. Έτσι διασφαλίζεται ένα σταθερό εισόδημα για τους μεριδιούχους. Αυτό βέβαια δε σημαίνει ότι και η συνολική απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου εισοδήματος θα παραμείνει

σταθερή. Κατά ένα μέρος της η απόδοση αυτή πηγάζει από την υπεραξία ή ζημιά που πραγματοποιείται από τις μεταβολές των τιμών των τίτλων επένδυσης ως αποτέλεσμα μεταβολής άλλων παραγόντων όπως είναι τα επιτόκια, ο πληθωρισμός, η ανεργία, ο όγκος βιομηχανικής παραγωγής, η πιστοληπτική ικανότητα της χώρας, κλπ.

γ. Ομολογιών

Τα αμοιβαία κεφάλαια ομολογιών ειδικεύονται σε επενδύσεις με μεσοπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες ομολογίες που εκδίδονται από το κράτος ή κρατικούς οργανισμούς, καθώς και ομολογίες εταιρειών. Στο βαθμό που δεν υπάρχουν αρκετές ομολογίες εταιρειών προς διαπραγμάτευση, τα αμοιβαία κεφάλαια αυτού του είδους είναι παρόμοια των αμοιβαίων κεφαλαίων σταθερού εισοδήματος. Εν γένει εμφανίζουν υψηλότερο κίνδυνο από τις προηγούμενες δύο κατηγορίες που αναφέρθηκαν αλλά λόγω της παροχής σημαντικού εισοδήματος που αντλείται από τους τόκους ο κίνδυνος αυτός είναι μετριασμένος.

δ. Μικτά

Τα αμοιβαία κεφάλαια που επιδιώκουν να συνδυάσουν διάφορα χαρακτηριστικά όπως εισόδημα και ανάπτυξη, αναλαμβάνουν επενδύσεις τόσο σε εργαλεία της χρηματαγοράς, όσο και σε ομολογίες και μετοχές. Με αυτό τον τρόπο επιτυγχάνουν μια συνολική διαφοροποίηση που περιορίζει τον κίνδυνο σε ανεκτά επίπεδα. Αυτά τα χαρακτηριστικά κινδύνου και απόδοσης τα καθιστούν ιδιαίτερα ελκυστικά στους νέους επενδυτές που θέλουν να επενδύσουν σε μετοχικούς τίτλους αλλά δεν έχουν την εμπειρία και ψυχολογία να επενδύσουν σε αμιγή μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια.

ε. Μετοχικά

Μετοχικά είναι τα αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν τα κεφάλαιά τους σε μετοχές. Το είδος αυτό των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι συνυφασμένο με αρκετά μεγάλους κινδύνους καθώς οι μετοχικοί τίτλοι ενέχουν μεγαλύτερους κινδύνους από ομολογιακούς τίτλους ή άλλες επενδύσεις σταθερού εισοδήματος. Αυτό συμβαίνει γιατί οι μετοχές (κοινές και προνομιούχες) δεν προσφέρουν σταθερό και βέβαιο μέρισμα εκτός από ένα ελάχιστο υποχρεωτικό και μόνον εφ' όσον επιτυγχάνονται κέρδη. Έτσι η απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου που προέρχεται από μερίσματα απέχει πολύ από το να θεωρηθεί σταθερή. Αν υπολογισθεί και η απόδοση που επηρεάζεται από τις μεταβολές του γενικού δείκτη των τιμών του χρηματιστηρίου

που χαρακτηρίζεται από μεγάλη μεταβλητότητα, τότε η συνολική απόδοση ενός μετοχικού αμοιβαίου κεφαλαίου αναμένεται να εμφανίζει μεγάλη διακύμανση.

Βασικός παράγοντας για τον προσδιορισμό του κινδύνου που ενυπάρχει σε ένα μετοχικό αμοιβαίο κεφάλαιο είναι ο επενδυτικός του χαρακτήρας. Έτσι για παράδειγμα υπάρχουν αμοιβαία κεφάλαια που τοποθετούν τις επενδύσεις τους σε εταιρείες που προσφέρουν μεγάλα μερίσματα. Αυτά αναφέρονται ως μετοχικά εισοδήματος. Επίσης υπάρχουν και τα αναπτυξιακά αμοιβαία κεφάλαια που τοποθετούν τα κεφάλαιά τους μέσω εταιρειών που προσφέρουν ελάχιστη μερισματική απόδοση ενώ ταυτόχρονα συνεχίζουν να αυξάνουν τις επενδύσεις τους με αποτέλεσμα να τροφοδοτούν μεγάλες προσδοκίες ανάπτυξης.

στ. Διεθνή

Οι παγκόσμιες οικονομικές και πολιτικές εξελίξεις της τελευταίας δεκαετίας οδήγησαν στην πιο ελεύθερη διακίνηση ανθρώπων, προϊόντων και κεφαλαίων μεταξύ των διαφόρων χωρών. Αποτέλεσμα αυτής της εξέλιξης ήταν η αύξηση του ανταγωνισμού σε όλα τα επίπεδα, προϊόντα και υπηρεσίες που οδήγησε ταυτόχρονα στη μεγαλύτερη αλληλεξάρτηση των οικονομιών μεταξύ τους. Έτσι, ο κίνδυνος που σχετίζεται με μια ξένη χώρα δεν εστιάζεται μόνον στις μεταβολές της ισοτιμίας συναλλάγματος αλλά και στις μεταβολές της συγκριτικής οικονομικής κατάστασης των δύο χωρών. Έτσι μια μεταβολή των επιτοκίων της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ συμπαρασύρει όχι μόνο τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, αλλά και τα επίπεδα τιμών στα διεθνή χρηματιστήρια καθώς και τις οικονομικές εξελίξεις παγκοσμίως. Έτσι, καθίσταται απαραίτητη η συμμετοχή επενδυτικών κεφαλαίων της χώρας μας σε χρηματιστηριακούς τίτλους άλλων χωρών. Με την απελευθέρωση της κίνησης των κεφαλαίων δίνεται η δυνατότητα σε αμοιβαία κεφάλαια να τοποθετήσουν κεφάλαια σε τίτλους (ομολογίες και μετοχές) κοινοτικών χωρών ή ακόμη και μη κοινοτικών χωρών (ΗΠΑ, Άπω Ανατολή). Ο κίνδυνος ενός διεθνούς αμοιβαίου κεφαλαίου διαφέρει ανάλογα με το είδος των τίτλων (ομολογίες, μετοχές ή μικτό) και κατά πόσο είναι εισοδήματος ή αναπτυξιακό. Πάντως η τοποθέτηση σε ένα διεθνές αμοιβαίο κεφάλαιο έχει σημαντικά πλεονεκτήματα καθώς όχι μόνον αντιμετωπίζεται επιτυχώς ο συναλλαγματικός κίνδυνος, αλλά δίνεται η ευκαιρία συμμετοχής στην άνοδο που προσφέρουν κάποιες άλλες αγορές χρήματος και κεφαλαίου.

ζ. Εμπορευμάτων

Πρόκειται για αμοιβαία κεφάλαια που κατευθύνουν κεφάλαια σε προϊόντα όπως πολύτιμα μέταλλα, άλλα κυρίως σε προθεσμιακά συμβόλαια εμπορευμάτων ή χρηματοπιστωτικών τίτλων. Τα συμβόλαια αυτά που καλύπτουν μεγάλο αριθμό εμπορευμάτων και χρηματοπιστωτικών τίτλων είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε προθεσμιακές αγορές που χαρακτηρίζονται από μεγάλη ρευστότητα όπως Chicago Board of Trade, Chicago Mercantile Exchange, Commodity Exchange, New York Futures Exchange, London International Financial Futures Exchange. Μεταξύ των προϊόντων και τίτλων που γίνονται αντικείμενο διαπραγματεύσεων μπορούμε να αναφέρουμε:

- σιτάρι / καλαμπόκι / σόγια
- χρυσός / άργυρος / χαλκός
- ξυλεία
- αργό πετρέλαιο / φυσικό αέριο
- δείκτης S&P 500 / δείκτης Value Line
- έντοκα γραμμάτια δημοσίου ΗΠΑ / ευρώδολάρια
- ομολογίες δημοσίου ΗΠΑ
- γιανονέζικο γιεν / βρετανική στερλίνα

Ο κίνδυνος που εμφανίζουν τα αμοιβαία κεφάλαια εμπορευμάτων είναι αρκετά σημαντικός παρά τη διαφοροποίηση που απορροφά ένα σημαντικό ποσό από τη συνολική απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου με τη μορφή κόστους συναλλαγής και αμοιβών στους συμβούλους επενδύσεων εμπορευμάτων.

η. Δεικτών

Τα αμοιβαία κεφάλαια που ανήκουν σ' αυτήν την κατηγορία έχουν μια πολύ σαφή επενδυτική πολιτική. Συγκεκριμένα, επενδύουν τα κεφάλαιά τους στο χαρτοφυλάκιο των χρηματιστηριακών τίτλων που συνθέτουν ένα δείκτη. Οι υπάρχοντες δείκτες απαρτίζονται από συγκεκριμένο είδος τίτλων όπως μετοχές, ομολογίες ή εμπορεύματα. Επιπλέον οι δείκτες αυτοί μπορεί να αφορούν συγκεκριμένους κλάδους της οικονομίας (βιομηχανία, ενέργεια, μεταφορές, υψηλή τεχνολογία, κλπ) ή συγκεκριμένα εμπορεύματα (σιτηρά, έλαια, πολύτιμα μέταλλα, κλπ). Η επενδυτική στρατηγική συνίσταται στην αγορά των τίτλων που απαρτίζουν το συγκεκριμένο δείκτη κατά το ποσοστό συμμετοχής εκάστου στον υπολογισμό του δείκτη. Οποιαδήποτε αλλαγή τίτλων και ποσοστού συμμετοχής στο δείκτη καθιστά

υποχρεωτική παρόμοια αλλαγή στις επενδύσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η υποχρεωτική αυτή σύμπλευση της επενδυτικής στρατηγικής του αμοιβαίου κεφαλαίου με τη δομή του δείκτη είναι το μεγαλύτερο πλεονέκτημα αυτού του είδους του αμοιβαίου κεφαλαίου. Αυτό συμβαίνει γιατί απλοποιείται εξ ολοκλήρου η επενδυτική στρατηγική με μόνη υποχρέωση τη στενή παρακολούθηση του δείκτη. Η ανάγκη συνεχούς αναθεώρησης του χαρτοφυλακίου που υπάρχει σε άλλα αμοιβαία κεφάλαια δεν υφίσταται στα αμοιβαία κεφάλαια δεικτών. Έτσι ελαχιστοποιείται το κόστος που προέρχεται από την αμοιβή συμβούλων επένδυσης και άλλων αναλυτών πρόβλεψης των οικονομικών προοπτικών. Ως εκ τούτου προσδένεται η απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου δεικτών στην απόδοση του συγκεκριμένου δείκτη.

Θα έπρεπε να τονισθεί ότι ένα αμοιβαίο κεφάλαιο δείκτη από τη φύση του ακολουθεί μια αμυντική πολιτική διαχείρισης κεφαλαίων. Αυτό ίσως θα ταίριαζε στις επιλογές επενδυτών με αυξημένη την αποστροφή στον κίνδυνο. Παρά ταύτα όμως η ύπαρξη πολλών δεικτών που εκπροσωπούν διάφορα είδη μετοχών, ομολογιών ή εμπορευμάτων δίνει τη δυνατότητα και σ' αυτούς που επιθυμούν μια επιθετική πολιτική διαχείρισης των κεφαλαίων τους να επωφεληθούν από τα πλεονεκτήματά τους. Έτσι μια επιθετική πολιτική κατανομής κεφαλαίων (asset allocation) σε μια από τις κατηγορίες ρευστών, ομολογιών και κεφαλαίων μπορεί να γίνει εύκολα με την επένδυση σε αντίστοιχα αμοιβαία κεφάλαια δεικτών. Η δυναμική εφαρμογή αυτής της πολιτικής συνίσταται στην αυξομείωση κατοχής των μεριδίων στα αντίστοιχα αμοιβαία κεφάλαια δεικτών ανάλογα με τις προβλέψεις του επενδυτή.

Θ. Ειδικών Κατηγοριών

Εξ ίσου ενδιαφέροντα είναι και τα κλαδικά αμοιβαία κεφάλαια που στρατηγική τους είναι η επένδυση σε συγκεκριμένους κλάδους βιομηχανιών (π.χ. υψηλής τεχνολογίας, κατασκευών, ένδυσης και υπόδησης, ή εταιρειών ενέργειας). Ως εκ της κατασκευής τους τα αμοιβαία αυτά κεφάλαια επενδύουν σε μετοχές ενός ευρύτερου κλάδου. Όμως παρ' όλη τη διαφοροποίηση κινδύνου που μπορεί να επιτύχουν υπόκεινται σε σημαντικό κίνδυνο που προέρχεται από τις διακυμάνσεις της οικονομικής κατάστασης που τυγχάνει να σχετίζεται με ένα συγκεκριμένο κλάδο. Έτσι π.χ., οι κυκλικές μετοχές (cyclical stocks) έχουν δραματικές πτώσεις σε περιόδους ύφεσης και θεαματικές ανόδους σε περιόδους οικονομικής ανόρθωσης. Για το λόγο αυτό σημαντικό είναι το είδος της αντιστάθμισης που οι διαχειριστές θα επιλέξουν να

εισαγάγουν στο χαρτοφυλάκιο επιμερίζοντας ένα τμήμα των κεφαλαίων σε ομολογίες ή και σε μετοχές που δεν ανήκουν στον εξειδικευμένο κλάδο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 : ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Τα Α/Κ αποτελούν εναλλακτικό τρόπο (έμμεσων) επενδύσεων από τους ατομικούς επενδυτές, αντί των τοποθετήσεών τους σε τράπεζες και λοιπούς παραδοσιακούς ενδιάμεσους χρηματοπιστωτικούς φορείς, ενώ ταυτόχρονα παρέχουν δυνατότητες διαφοροποίησης (diversification), μέσω της διαμόρφωσης χαρτοφυλακίων, επιτυγχάνοντας διασπορά των επενδύσεων και μείωση του επενδυτικού κινδύνου. Ειδικότερα, προβαίνουν σε τοποθέτηση χρημάτων σε πολλά και διαφορετικά είδη χρηματοοικονομικών προϊόντων με ανάλογα ποιοτικά χαρακτηριστικά και προοπτικές αποδόσεων και κινδύνων. Με αυτόν τον τρόπο μειώνονται οι διακυμάνσεις και ελαχιστοποιείται ο κίνδυνος που αναλαμβάνουν οι επενδυτές (Φίλιππας, 2000).

Τα Α/Κ έχουν κοινωνικό χαρακτήρα, καθότι λόγω διαιρετότητας (divisibility) δίνεται δυνατότητα αγοράς μεριδίων, συμμετοχής και αποκόμισης των πλεονεκτημάτων των Α/Κ από μικροεπενδυτές με σχετικά μικρά χρηματικά ποσά και χωρίς επαρκή εμπειρία ή χρόνο για συνεχή παρακολούθηση των εξελίξεων των αγορών και των αποδόσεων ενώ η διαχείριση των κεφαλαίων γίνεται με λεπτομερειακή λογιστική παρακολούθηση και περιοδική δημοσίευση εκθέσεων, με επανεπένδυση των μερισμάτων και των τόκων. Επιπρόσθετα τα Α/Κ είναι εξοπλισμένα με σύγχρονο τεχνολογικό εξοπλισμό, οργανωτική συγκρότηση και στελέχωση υψηλής εξειδίκευσης. Ο επενδυτής που συμμετέχει σε ένα Α/Κ, αναθέτει ουσιαστικά τη διαχείριση του κεφαλαίου του σε μια εξειδικευμένη επενδυτική εταιρεία, που διαθέτει την κατάλληλη εμπειρία και τεχνογνωσία για το σκοπό αυτό. Τα Α/Κ προβαίνουν σε συνεχή, συστηματική παρακολούθηση των εξελίξεων και αξιοποίηση των επενδυτικών ευκαιριών, ώστε να αποτελούν σταθεροποιητικό παράγοντα στις εξελίξεις και να δίνουν καλύτερες αποδόσεις με λιγότερο κίνδυνο για τους επενδυτές που εκπροσωπούν. Με την τοποθέτηση τμήματος των αποταμιεύσεων των μικροεπενδυτών σε Α/Κ, αποκτάται βαθμιαία πείρα και ωρίμανση, ώστε με τη συσσωρευμένη τεχνογνωσία και επενδυτική κουλτούρα, να καταστούν αργότερα αυτοδύναμοι σύγχρονοι επενδυτές. Τα Α/Κ λαμβάνονται ιστορικά σε διεθνές επίπεδο

ως μια από τις καινοτομίες που συντέλεσαν στη λεγόμενη χρηματοοικονομική επανάσταση στη διάρκεια της μεταπολεμικής περιόδου.

Λόγω του χαμηλού κεφαλαίου και των δυνατοτήτων αλλαγής θέσης από τους επενδυτές οποιαδήποτε στιγμή, τα A/K τους προσφέρουν μεγάλη ευελιξία και άμεση ρευστότητα. Έχουν ευχέρεια αγοράς μεριδίων κατευθείαν από ένα A/K, με προσωπική παρουσία σε ένα γραφείο, μέσω αλληλογραφίας, τηλεφώνου, FAX, e-mail ή έμμεσα δια μέσου τραπεζών, ασφαλιστικών εταιρειών, κτλ. Με τη διευκόλυνση της ευρύτερης εισόδου μεγάλου αριθμού αποταμιευτών, τα A/K έχουν συντελέσει στην αύξηση του βάθους και του εύρους των χρηματιστηρίων και των κεφαλαιαγορών, ενεργώντας σταθεροποιητικά στις εξελίξεις, στην περαιτέρω ανάπτυξη και στην αποτελεσματικότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Τα A/K λόγω της πραγματοποίησης μεγάλου όγκου συναλλαγών διαθέτουν αυξημένη διαπραγματευτική δύναμη και μέσω των οικονομιών κλίμακας είναι σε θέση να επιτυγχάνουν καλύτερους όρους στις αγορές και πωλήσεις τίτλων από αυτούς που μπορεί να επιτύχει ένας μεμονωμένος επενδυτής και να επιβαρύνουν με μικρές προμήθειες τους μεριδιούχους τους. Το σημαντικότερο όμως πλεονέκτημα που προσφέρουν τα A/K είναι η ελαχιστοποίηση του κινδύνου, η οποία επιτυγχάνεται με την ταυτόχρονη επένδυση σε διαφορετικά περιουσιακά στοιχεία (διαφοροποίηση). Διαφοροποίηση είναι η ιδέα τοποθέτησης των χρημάτων σε διαφορετικού τύπου επενδύσεις, έτσι ώστε όταν μια επένδυση δεν αποδίδει να υπάρχει και κάποια άλλη που μπορεί να παρέχει υψηλές αποδόσεις. Με αυτόν τον τρόπο ο κίνδυνος μειώνεται σημαντικά. Μέσω της διαφοροποίησης ο επενδυτής ουσιαστικά επιδιώκει την αγορά πολλών και διαφορετικών ειδών αξιόγραφων έναντι μόνο ενός. Αγοράζοντας ένα A/K ο επενδυτής μπορεί να επιτύχει το σκοπό του και παράλληλα να διαφοροποιηθεί ακόμα περισσότερο αγοράζοντας όχι μόνο πολλά είδη αξιόγραφων, αλλά προσθέτοντας στο χαρτοφυλάκιό του και διαφορετικά είδη αξιόγραφων, όπως για παράδειγμα έντοκα γραμμάτια, ομολογίες, μετοχές κ.ά. Επιπλέον, με την αγορά του A/K ο επενδυτής αποκτά τις παραπάνω επενδύσεις σε λίγες μόνο ώρες ενώ αν αποφάσιζε να τις αποκτήσει μεμονωμένα θα χρειαζόνταν αρκετό χρόνο. Αυτό συμβαίνει γιατί τα A/K προσφέρουν αυτόματα διαφοροποίηση σε προκαθορισμένες κατηγορίες επενδύσεων.

Ελαχιστοποίηση του Κινδύνου μέσω της Διαφοροποίησης των Επενδύσεων

Το σημαντικότερο πλεονέκτημα που προσφέρουν τα αμοιβαία κεφάλαια είναι η ελαχιστοποίηση του κινδύνου η οποία επιτυγχάνεται με την ταυτόχρονη επένδυση σε διαφορετικά περιουσιακά στοιχεία. Είναι γνωστό ότι ο επενδυτικός κίνδυνος ενός περιουσιακού στοιχείου, μπορεί να μετρηθεί σε όρους μεταβλητότητας (τυπική απόκλιση) των αποδόσεών του. Όσο μεγαλύτερη είναι η μεταβλητότητα ενός περιουσιακού στοιχείου, τόσο μεγαλύτερος είναι ο επενδυτικός του κίνδυνος.

Όπως ήδη έχει αναφερθεί, η σύγχρονη θεωρία του χαρτοφυλακίου υποστηρίζει ότι, ο συνολικός κίνδυνος μιας μεμονωμένης επένδυσης μπορεί να διαχωριστεί σε δύο επί μέρους:

- στο συστηματικό κίνδυνο ή κίνδυνο αγοράς και
- στο μη-συστηματικό ή ειδικό κίνδυνο.

Σύγχρονες μελέτες επισημαίνουν ότι ο συνολικός κίνδυνος της μέσης μετοχής συγκροτείται κατά 30% από το συστηματικό κίνδυνο και 70% από μη-συστηματικό κίνδυνο. Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι, το 30% της συνολικής μεταβλητότητας της τιμής μια μετοχής οφείλεται στη μεταβλητότητα της χρηματιστηριακής αγοράς, ενώ το υπόλοιπο 70% οφείλεται σε παράγοντες που σχετίζονται με την εταιρεία. Το γεγονός αυτό έχει σημαντικές επιπτώσεις στο βαθμό που ο μη-συστηματικός κίνδυνος μπορεί να εξαλειφθεί με την κατασκευή αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων. Στο βαθμό που ο μη-συστηματικός κίνδυνος δεν αμείβεται από την αγορά, οι κάτοχοι καλά διαφοροποιημένων χαρτοφυλακίων θα κερδίσουν αποδόσεις οι οποίες θα αντιστοιχούν σε αποδόσεις περιουσιακών στοιχείων υψηλού κινδύνου, ενώ ταυτόχρονα αναλαμβάνουν μόνον το 1/3 του κινδύνου.

Η εμπειρία των αναλύσεων των διεθνών αμοιβαίων κεφαλαίων αποκαλύπτει ότι τα αμοιβαία κεφάλαια, μέσω της αποτελεσματικής διαφοροποίησης, μειώνουν το μη-συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου τους από 70% σε 15%. Αντίθετα, ένας ιδιώτης ο οποίος κατέχει μια μεμονωμένη μετοχή κάποιου κινδύνου, αναλαμβάνει τρεις φορές υψηλότερο κίνδυνο από έναν άλλο επενδυτή, ο οποίος κατέχει ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, το οποίο αποτελείται από μετοχές του ίδιου επιπέδου κινδύνου.

Επιπρόσθετη μείωση του Κινδύνου μέσω της Διεθνούς Διαφοροποίησης

Σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία, ένα αμοιβαίο κεφάλαιο μπορεί να επενδύει μέχρι και το 100% του συνολικού ενεργητικού του στο εξωτερικό. Η δυνατότητα αυτή αποτελεί ένα ακόμη σημαντικό πλεονέκτημα που προσφέρουν τα αμοιβαία κεφάλαια στους μεριδιούχους τους. Ο λόγος είναι διττός. Κατ' αρχάς, είναι γνωστά ότι μέσω της επένδυσης σε διεθνή χρηματιστήρια επιτυγχάνεται επιπρόσθετη μείωση του κινδύνου, λόγω της διεθνούς διαφοροποίησης.

Μελέτες των Solnik (1974), Swanson (1979) και Lessard (1973) έχουν δείξει ότι μέσω της διεθνούς διαφοροποίησης, επιτυγχάνεται μείωση του κινδύνου κατά 33% από την αντίστοιχη διαφοροποίηση που επιτυγχάνεται μέσω της επένδυσης σε αποκλειστικά εγχώρια αξιόγραφα.

Επιπροσθέτως, οι Έλληνες επενδυτές αγοράζοντας διεθνικά ή διεθνή αμοιβαία κεφάλαια στην Ελλάδα, στην ουσία έχουν επενδύσει σε μετοχές και ομολογίες γιγαντιαίων επιχειρήσεων, οι οποίες διαπραγματεύονται στα διεθνή χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης, του Τόκιο, του Λονδίνου, της Γενεύης, της Φρανκφούρτης και αλλού. Η δυνατότητα αυτή δημιουργεί επιπρόσθετες πιθανότητες αύξησης των αποδόσεων των μεριδίων των αμοιβαίων μέσω και των συναλλαγματικών διαφορών.

Συνεχής Επαγγελματική Διαχείριση των Χρημάτων

Ένα άλλο εξίσου σημαντικό πλεονέκτημα που προσφέρουν τα αμοιβαία κεφάλαια στους επενδυτές, είναι η ύπαρξη συνεχούς επαγγελματικής διαχείρισης των χρημάτων τους. Οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι εξειδικευμένα στελέχη, με σημαντική πείρα στην επιλογή και διαχείριση των επενδύσεων, και συνεπώς οι επενδυτές απαλλάσσονται από το άγχος της συνεχούς παρακολούθησης των εξελίξεων. Τα στελέχη αυτά εργάζονται αποκλειστικά για το συμφέρον των επενδυτών. Οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων επιλέγουν τα συγκεκριμένα αξιόγραφα τα οποία πρέπει να αγορασθούν την κατάλληλη χρονική στιγμή, καθώς και τα ποσοστά κάθε κατηγορίας αξιογράφων που θα περιληφθούν στο χαρτοφυλάκιο τους.

Άλλα Πλεονεκτήματα

Άλλα πλεονεκτήματα που προσφέρουν τα αμοιβαία κεφάλαια αλλά που θα μπορούσαν να θεωρηθούν μικρότερης σημασίας είναι τα παρακάτω: Λόγω του σημαντικού μεγέθους τους, τα αμοιβαία κεφάλαια μπορούν να επιτύχουν χαμηλές χρηματιστηριακές προμήθειες (brokerage commissions) ως προς έναν ατομικό

επενδυτή. Επιπροσθέτως, λόγω της μεγάλης αγοραστικής δύναμης που διαθέτουν, επιτυγχάνουν καλύτερες τιμές αγοράς ή πώλησης των αξιογράφων τους. Επιπλέον, οι αγοραστές μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων, έχουν τη δυνατότητα να επενδύσουν τα μερίσματά τους αγοράζοντας μερίδια στην καθαρή τιμή του μεριδίου (χωρίς προμήθεια). Επιτρέπεται η μεταβίβαση μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων εν ζωή χωρίς φορολογική επιβάρυνση, μόνο μεταξύ συζύγων και συγγενών α' και β' βαθμού. Επιτρέπεται η μεταβίβαση μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων "λόγω θανάτου" χωρίς φορολογική επιβάρυνση, ανεξαρτήτως βαθμού συγγένειας. Οι επενδυτές έχουν τη δυνατότητα να ανταλλάζουν χρεόγραφα ή μετοχές με μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων. Οι επενδυτές μπορούν να αγοράζουν μερίδια σε κοινό λογαριασμό, καθώς επίσης να τα ενεχυριάζουν για να πάρουν δάνειο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 : ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Ενώ τα αμοιβαία κεφάλαια παρέχουν σημαντικά πλεονεκτήματα στο ευρύ επενδυτικό κοινό, όπως είναι φυσικό δεν μπορούν να προσφέρουν τα πάντα. Πράγματι υπάρχουν κάποιες ανάγκες οι οποίες δεν μπορούν να καλυφθούν από τα αμοιβαία κεφάλαια.

Κατ' αρχάς δεν επιθυμούν όλοι οι επενδυτές επαγγελματική διαχείριση. Πολλοί άνθρωποι θέλουν να επιλέγουν μόνοι τους ή με τη βοήθεια κάποιου συμβούλου επενδύσεων τις προσωπικές τους επενδύσεις, πιστεύοντας ότι η επιλογή και η διαχείριση του χαρτοφυλακίου τους με αυτόν τον τρόπο είναι πιο αποδοτική. Το φαινόμενο αυτό έχει ονομασθεί ως "η γοητεία του ξεχωριστού λογαριασμού".

Τα αμοιβαία κεφάλαια δεν είναι η απάντηση για κάποιον επενδυτή ο οποίος θέλει να αναλάβει μεγαλύτερους κινδύνους επενδύοντας τα χρήματά του σε μερικούς μόνο τίτλους. Ίσως ο επενδυτής αυτός να μην επιθυμεί διαφοροποίηση, όμως πρέπει να τονισθεί ότι τα αμοιβαία κεφάλαια είναι δημοφιλή επειδή ακριβώς η πλειοψηφία των μεμονωμένων επενδυτών υπέστησαν σημαντικές ζημιές αρνούμενοι να διαφοροποιήσουν τις επενδύσεις τους.

Η ανοικτή δομή των αμοιβαίων κεφαλαίων εγκυμονεί προβλήματα στο διαχειριστή επενδύσεων σε περιόδους έντονων ψυχολογικών διακυμάνσεων. Έχει παρατηρηθεί παγκοσμίως ότι σε περιόδους που η αγορά είναι ανοδική οι επενδυτές έχουν την τάση να τοποθετούν τα κεφάλαιά τους σε μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια, που οι διαχειριστές τα επενδύουν σε υψηλές τιμές.

Αντιθέτως, όταν η αγορά είναι καθοδική, οι μεριδιούχοι προβαίνουν σε εξαγορές αναγκάζοντας τους διαχειριστές να ρευστοποιήσουν πρόωρα μέρος του χαρτοφυλακίου τους και να υφίστανται το κόστος από την πώληση μετοχών καθώς και από την προεξόφληση άλλων αξιόγραφων, σε τιμή χαμηλότερη από την τιμή αγοράς. Στο βαθμό που το αμοιβαίο κεφάλαιο οφείλει να εξαγοράζει όσα μερίδια επιθυμούν να ρευστοποιήσουν οι μεριδιούχοι του, τότε οι διαχειριστές είναι υποχρεωμένοι εκ των πραγμάτων να διατηρούν - σε περιόδους ύφεσης της αγοράς και όχι μόνο - υψηλά ρευστά διαθέσιμα, προκειμένου να είναι σε θέση να καλύψουν ένα μεγάλο αριθμό εξαγορών. Έτσι η δομή των αμοιβαίων κεφαλαίων οδηγεί τους διαχειριστές σε καταστρατήγηση των προσωπικών τους επιλογών και πολλές φορές σε κακές επενδυτικές αποφάσεις: αγοράζουν σε υψηλές τιμές, πωλούν σε χαμηλές και κρατούν μεγάλα ποσά χωρίς να τα επενδύουν αποτελεσματικά.

Ένα μικρής σημασίας μειονέκτημα των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι ότι οι αμοιβές διάθεσης και εξαγοράς και οι αμοιβές διαχείρισης μειώνουν την καθαρή απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου. Αυτό αποκτά ιδιαίτερη σημασία για επενδυτές οι οποίοι για διάφορους λόγους αποφάσισαν να ρευστοποιήσουν τα μερίδιά τους σε μικρό χρονικό διάστημα.

Τέλος, υπάρχει ένα ακόμα πρόβλημα με τα αμοιβαία κεφάλαια το οποίο δεν είναι ακριβώς μειονέκτημα αλλά χρειάζεται να αναφερθεί. Για να το θέσουμε απλά: ακόμη και οι επαγγελματίες πρέπει να παρακολουθούνται και να ελέγχονται. Μερικοί πιστεύουν ότι επειδή τα αμοιβαία κεφάλαια διαχειρίζονται από επαγγελματίες μπορεί να αγορασθούν και να ξεχασθούν.

Αυτό δεν είναι πάντα αλήθεια. Η στρατηγική διαχείρισης των αμοιβαίων κεφαλαίων, αλλά και ο ίδιος ο διαχειριστής πολλές φορές αλλάζει ή χάνει την επαφή με την πραγματικότητα. Ακόμα και εάν έχετε αγοράσει αυτό που φαίνεται να είναι το καλύτερο αμοιβαίο κεφάλαιο στον κόσμο ή θεωρείται ότι το συγκεκριμένο αμοιβαίο κεφάλαιο σας ταιριάζει απόλυτα, χρειάζεται να το ελέγχετε τακτικά για να βλέπετε εάν αποδίδει όσο αναμένατε και εάν οι λόγοι για τους οποίους το αγοράσατε ισχύουν ακόμα και σήμερα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8 : ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ): Οι ΟΣΕΚΑ, είτε έχουν συμβατική μορφή (αμοιβαία κεφάλαια διαχειριζόμενα από εταιρεία

διαχείρισης) είτε καταστατική μορφή (εταιρεία επενδύσεων), πρέπει να διαθέτουν τα εξής χαρακτηριστικά:

- έχουν αποκλειστικό σκοπό τη συλλογική επένδυση κεφαλαίων που συγκεντρώνονται από το κοινό σε κινητές αξίες και/ή άλλα ρευστά στοιχεία ενεργητικού·
- η λειτουργία τους βασίζεται στην αρχή της κατανομής των κινδύνων
- τα μερίδια εξαγοράζονται ή εξοφλούνται με στοιχεία του ενεργητικού των οργανισμών αυτών.

Κίνδυνος Αγοράς

Ο κίνδυνος εμφάνισης ζημιών για τον ΟΣΕΚΑ, ο οποίος ενδέχεται να προκύψει από τη διακύμανση της αγοραίας αξίας των θέσεων του χαρτοφυλακίου λόγω μεταβολών σε παραμέτρους της αγοράς όπως οι τιμές των μετοχών, τα επιτόκια, οι ισοτιμίες ξένου συναλλάγματος και η φερεγγυότητα ενός εκδότη.

Οι Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ) για τον υπολογισμό της συνολικής έκθεσης σε κίνδυνο, συνήθως, ακολουθούν τη μεθοδολογία της προσέγγισης βάσει των υποχρεώσεων (Commitment Approach.) Ο συνολικός κίνδυνος στον οποίο εκτίθεται ο ΟΣΕΚΑ σε σχέση με τα παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα δεν δύναται να υπερβαίνει τη συνολική αξία του ενεργητικού του.

Συγκεκριμένα, σύμφωνα με την Απόφαση 3/645/30.04.2013 του Δ.Σ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς:

- Η συνολική έκθεση σε κίνδυνο υπολογίζεται σε καθημερινή βάση και τηρούνται τα όρια σε διαρκή βάση.
- Υπολογίζεται η υποχρέωση κάθε παράγωγου χρηματοπιστωτικού μέσου σύμφωνα με τα οριζόμενα στο Κεφάλαιο 2 της εν λόγω Απόφασης, Άρθρο 4 έως και Άρθρο 7. Ειδικότερα, στην περίπτωση χρήσης εξωχρηματιστηριακών παράγωγων παρακολουθείται η ακριβής και δίκαιη αποτίμηση τους, η οποία δεν στηρίζεται αποκλειστικά στις τιμές που δηλώνονται στην αγορά από τον αντισυμβαλλόμενο, αλλά χρησιμοποιώντας κατάλληλες προσαρμοσμένες μεθοδολογίες οι οποίες εγκρίνονται από το Διοικητικό Συμβούλιο της Α.Ε.Δ.Α.Κ.
- Πραγματοποιείται συμψηφισμός (netting) και αντιστάθμιση κινδύνου (hedging) των θέσεων που έχουν ληφθεί. Για κάθε διακανονισμό συμψηφισμού ή

αντιστάθμισης κινδύνου, υπολογίζεται η καθαρή υποχρέωση (net commitment) του παραγώγου ως εξής:

- I) Η ακαθάριστη υποχρέωση (gross commitment) ισούται με το άθροισμα των υποχρεώσεων των επιμέρους παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων (συμπεριλαμβανομένων των ενσωματωμένων παραγώγων), αφού έχει προηγηθεί ο συμψηφισμός των θέσεων.
- II) Αν ο διακανονισμός συμψηφισμού ή αντιστάθμισης κινδύνου περιλαμβάνει θέσεις σε κινητές αξίες, η αγοραία αξία των κινητών αξιών δύναται να απομειώσσει την ως άνω ορισθείσα ακαθάριστη υποχρέωση.
- III) Η απόλυτη τιμή των ως άνω υπολογισμών συνιστά την καθαρή υποχρέωση σε παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα.

Η συνολική έκθεση σε κίνδυνο ισούται με το άθροισμα:

- i. της απόλυτης τιμής της υποχρέωσης κάθε παράγωγου χρηματοπιστωτικού μέσου, το οποίο δεν έχει περιληφθεί σε διακανονισμό συμψηφισμού ή αντιστάθμισης κινδύνου,
- ii. της απόλυτης τιμής της καθαρής υποχρέωσης κάθε παράγωγου χρηματοπιστωτικού μέσου, η οποία προκύπτει μετά το διακανονισμό συμψηφισμού ή αντιστάθμισης κινδύνου που περιγράφηκε ανωτέρω, και
- iii. του αθροίσματος των απόλυτων τιμών των υποχρεώσεων που συνδέονται με τεχνικές αποτελεσματικής διαχείρισης χαρτοφυλακίου.

Κίνδυνος Αντισυμβαλλομένου

Ο κίνδυνος εμφάνισης ζημιών για τον ΟΣΕΚΑ σε περίπτωση που ο αντισυμβαλλόμενος του σε μία συναλλαγή δεν τηρήσει τις υποχρεώσεις του έως την οριστικοποίηση/εκκαθάριση της συναλλαγής.

Για την αντιμετώπιση του κινδύνου αντισυμβαλλομένου η ΑΕΔΑΚ:

- i. Πραγματοποιεί το σύνολο των χρηματιστηριακών της συναλλαγών (μετοχές, παράγωγα) για λογαριασμό των ΟΣΕΚΑ μέσω οργανωμένων χρηματιστηριακών αγορών που εγγυώνται την ορθή εκτέλεση και εκκαθάριση των πράξεων, ενώ στην περίπτωση παράγωγων προϊόντων αποτιμά σε ημερήσια βάση την αγοραία

αξία των θέσεων σε παράγωγα και προβαίνει τουλάχιστον σε ημερήσιο καθορισμό περιθωρίων.

- ii. Τα παραπάνω ισχύουν και για το μεγαλύτερο μέρος των συναλλαγών ομολόγων που υλοποιούνται μέσω ΗΔΑΤ, και εκκαθαρίζονται μέσω διεθνώς αναγνωρισμένων οργανισμών όπως η Τράπεζα της Ελλάδος (ΟΕΔ), CLEARSTREAM ή EUROCLEAR. Σε περίπτωση εξωχρηματιστηριακής συναλλαγής προκειμένου να ελαχιστοποιηθεί ο κίνδυνος που απορρέει από την αδυναμία ομαλής ολοκλήρωσης του διακανονισμού οι ΑΕΔΑΚ έχουν καθιερώσει την πρακτική παράδοσης έναντι πληρωμής. Δηλαδή πραγματοποιείται πληρωμή/είσπραξη της αξίας των αξιόγραφων με την παράδοση των τίτλων.

Πιστωτικός Κίνδυνος & Κίνδυνος Αντισυμβαλλομένου

Ο πιστωτικός κίνδυνος που αντιμετωπίζουν οι ΑΕΔΑΚ προέρχεται μόνο από απαιτήσεις προμηθειών διαχείρισης των μεμονωμένων χαρτοφυλακίων Ιδιωτών & Θεσμικών Πελατών και από απαιτήσεις προμηθειών σύμφωνα με τις συμβάσεις διανομής ΟΣΕΚΑ εξωτερικού. Επιπλέον, οι ΑΕΔΑΚ αντιμετωπίζουν πιστωτικό κίνδυνο από τις προθεσμιακές καταθέσεις τους που τηρούν στις μητρικές τράπεζες.

Ο κίνδυνος αντισυμβαλλομένου αντιμετωπίζεται με την αξιολόγηση της φερεγγυότητας και της αξιοπιστίας των πελατών και συνεργατών της ΑΕΔΑΚ, ώστε να μην παρουσιάζονται προβλήματα καθυστερήσεων στις πληρωμές.

Υπολειπόμενος Κίνδυνος

Οι ΑΕΔΑΚ, συνήθως, δεν παρέχουν πιστώσεις ή δάνεια σε επενδυτές για διενέργεια συναλλαγών σε ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα, και δεν εφαρμόζουν αναγνωρισμένες τεχνικές μείωσης κινδύνου. Οι διαδικασίες αντιμετώπισης του υπολειπόμενου κινδύνου καλύπτονται από τις διαδικασίες αντιμετώπισης του Λειτουργικού Κινδύνου.

Κίνδυνος Συγκέντρωσης

Για τον περιορισμό του κινδύνου συγκέντρωσης οι ΑΕΔΑΚ καθορίζουν και κρίνουν κατά περίπτωση τη διασπορά των διαθεσίμων τους.

Κίνδυνος Αγοράς

Η Εταιρία δεν διατηρεί κανένα χαρτοφυλάκιο συναλλαγών και συνεπώς, δεν αντιμετωπίζει κίνδυνο αγοράς.

Λειτουργικός Κίνδυνος

Ως λειτουργικός κίνδυνος ορίζεται ο κίνδυνος επέλευσης ζημιών οφειλόμενων είτε στην ανεπάρκεια ή στην αστοχία εσωτερικών διαδικασιών, φυσικών προσώπων και συστημάτων είτε σε εξωτερικά γεγονότα, ο οποίος περιλαμβάνει και το νομικό κίνδυνο.

Τα περιουσιακά στοιχεία των ΟΣΕΚΑ και των χαρτοφυλακίων των μεμονωμένων πελατών τηρούνται και ελέγχονται από εξωτερικό θεματοφύλακα. Για την διασφάλιση και προστασία έναντι του κινδύνου απάτης, οι ΑΕΔΑΚ λειτουργούν εντός ενός πλαισίου διαδικασιών που περιλαμβάνει εκτενείς ελέγχους και δικλίδες ασφαλείας που ελαχιστοποιούν την πιθανότητα επέλευσης του κινδύνου αυτού.

Ο λειτουργικός κίνδυνος που προκύπτει από εξωγενείς παράγοντες σε περιπτώσεις κρίσεως και έκτακτων καταστάσεων εκτιμάται και αντιμετωπίζεται στα πλαίσια της υιοθέτησης συστήματος κρίσεων και έκτακτων καταστάσεων (disaster and recovery plan). Ως έκτακτες καταστάσεις νοούνται οι καταστάσεις των οποίων η πρόληψη δεν είναι δυνατή λόγω του απρόβλεπτου και εξωγενούς χαρακτήρα τους, καθώς και του μεγάλου μεγέθους τους, και που οφείλονται ιδίως σε έκτακτα περιστατικά.

Στα πλαίσια της επιτυχούς διαχείρισης του Λειτουργικού κινδύνου οι ΑΕΔΑΚ έχουν υιοθετήσει τη μεθοδολογία για την αξιολόγηση των Λειτουργικών Κινδύνων και του συναφούς Περιβάλλοντος Ελέγχου (Risk and Control Self-Assessment – RCSA). Σκοπός της μεθοδολογίας RCSA, είναι η θέσπιση μιας τυποποιημένης και διαφανούς προσέγγισης στην αναγνώριση, αξιολόγηση και αντιμετώπιση των δυνητικών Λειτουργικών Κινδύνων που ενυπάρχουν στις δραστηριότητες της ΑΕΔΑΚ.

Κίνδυνος Ρευστότητας

Οι ΑΕΔΑΚ συνήθως δε διατρέχουν κίνδυνο ρευστότητας, δεδομένου ότι τα Ίδια Κεφάλαιά τους υπερκαλύπτουν τις περιορισμένες και ελεγχόμενες υποχρεώσεις, οι απαιτήσεις στο μεγαλύτερο μέρος τους είναι άμεσα εισπρακτέες και δεν υπάρχουν σημαντικές μακροπρόθεσμες επενδύσεις. Επιπλέον, τις περισσότερες φορές

υπογράφονται συμβάσεις πιστώσεως ανοικτού (αλληλόχρεου) λογαριασμού με τις μητρικές τράπεζες προς κάλυψη οποιασδήποτε βραχυπρόθεσμης ανάγκης προκύψει. Εάν η ανάγκη παρουσιάσει μονιμότερο χαρακτήρα η ΑΕΔΑΚ θα προβεί σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

Κίνδυνος Κεφαλαίων

Τα βασικά Ίδια Κεφάλαια, δυνάμει της 7/609/9.2.2012 Απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, αποτελούνται από το Μετοχικό Κεφάλαιο, το τακτικό αποθεματικό, τα αποτελέσματα Κερδών/Ζημιών εις νέο τα οποία έχουν ελεγχθεί από ορκωτούς ελεγκτές, τα ενδιάμεσα αποτελέσματα περιόδου και τα άυλα πάγια περιουσιακά στοιχεία.

Η ΑΕΔΑΚ διαθέτει Ίδια Κεφάλαια, τα οποία είναι ανά πάσα στιγμή ίσα ή μεγαλύτερα από το υψηλότερο από το άθροισμα των κεφαλαιακών απαιτήσεων για τον πιστωτικό κίνδυνο και τον κίνδυνο αγοράς και του 25% των παγίων εξόδων του τελευταίου έτους. Ανά τακτά χρονικά διαστήματα ελέγχονται τα Ίδια Κεφάλαια ώστε ο συντελεστής Φερεγγυότητας και ο δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας να διατηρούνται σε ύψος ανώτερο του 8%.

Κίνδυνος Κανονιστικής Συμμόρφωσης

Ως κίνδυνος Κανονιστικής Συμμόρφωσης ορίζεται ο κίνδυνος νομικών και εποπτικών κυρώσεων, οικονομική ζημία ή ζημία στη φήμη που μπορεί να υποστεί μία ΑΕΔΑΚ ως αποτέλεσμα της αποτυχίας της να συμμορφωθεί με τους νόμους, τις αποφάσεις των εποπτικών αρχών, τους κανόνες αυτορρύθμισης και τους κώδικες δεοντολογίας. Οι ΑΕΔΑΚ γι αυτό θεσπίζουν ανεξάρτητες και αποτελεσματικές διαδικασίες κανονιστικής συμμόρφωσης για την αντιμετώπιση των κινδύνων από τη μη συμμόρφωσή τους με τις υποχρεώσεις που απορρέουν από τη νομοθεσία και των κινδύνων από τις διαδικασίες, τις δραστηριότητες και τα συστήματά τους, τις οποίες επαναξιολογούν και επικαιροποιούν ανά τακτά διαστήματα.

Κίνδυνος Στρατηγικής

Ως κίνδυνος Στρατηγικής ορίζεται ο κίνδυνος αρνητικών επιδράσεων στην κερδοφορία και στο κεφάλαιο μιας εταιρίας λόγω λανθασμένων ή ελλειπών

αποφάσεων της διεύθυνσης ή αποτυχιών στην προσαρμογή των αλλαγών του οικονομικού περιβάλλοντος.

Κίνδυνος Φήμης

Οι ΑΕΔΑΚ συμμορφώνονται, συνήθως, με τη νομοθεσία και τις αποφάσεις των εποπτικών αρχών εφαρμόζοντας αποτελεσματικές και διαφανείς διαδικασίες σε όλες τις λειτουργίες τους. Σε συνδυασμό με τη βασική επιδίωξή τους που είναι η διασφάλιση των συμφερόντων των πελατών τους επιτυγχάνεται η ελαχιστοποίηση του παραπάνω κινδύνου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9 : Value at Risk (VaR) – Αξία σε κίνδυνο (Δυνητική Ζημία)

Μία πολύ γνωστή μέθοδος προσδιορισμού της μέγιστης ζημιάς που μπορεί να χρησιμοποιήσει ο επενδυτής σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, σε ένα συγκεκριμένο διάστημα εμπιστοσύνης αποτελεί η μέθοδος Value at Risk. Το διάστημα εμπιστοσύνης που χρησιμοποιείται είναι 95% ή 99%. Εάν για παράδειγμα η VaR μιας επένδυσης σε μετοχές είναι €4.000 για χρονικό διάστημα 95%, αυτό σημαίνει ότι υπάρχει μόνο 5% πιθανότητα η ημερήσια ζημία από την επένδυση να ξεπερνάει το ποσό των €4.000.

Εμφάνιση του VaR

Ο πρόεδρος της JP Morgan ζήτησε κάποτε να βλέπει κάθε μέρα μία αναφορά που να αναφέρει τον κίνδυνο ζημιάς για τις επόμενες 24 ώρες για όλες τις δραστηριότητες του χαρτοφυλακίου της τράπεζας. Το σύστημα που κατασκευάστηκε ονομάστηκε Value at Risk (VaR) ή η μέγιστη πιθανή ζημία κατά την επόμενη μέρα.

Οι λόγοι που ώθησαν την εταιρεία αυτή, στην κατασκευή μιας τεχνικής μεθόδου, που θα μετράει τους κινδύνους (πιστωτικός, αγοράς και ρευστότητας) στους οποίους είναι εκτεθειμένο ένα πιστωτικό ίδρυμα, ήταν :

1. Η ανάγκη μεγαλύτερης διαφάνειας στη διαχείριση κινδύνου αφού η διαφάνεια αποτελεί και το κλειδί σε αυτήν.
2. Ο προσδιορισμός ενός σημείου αναφοράς (benchmark), το οποίο επιτρέπει να γίνονται συγκρίσεις μεταξύ των διαφόρων κινδύνων, οι οποίοι όμως έχουν μετρηθεί με τα ίδια μέτρα και σταθμά.

3. Η δυνατότητα να παρέχει προβλέψεις και συμβουλές στους πελάτες της , πιο αξιόπιστες και ακριβείς .

Η θεωρία του VaR δεν είναι περίπλοκη, αλλά η επιχειρησιακή προσπάθεια για να υπολογιστεί είναι τεράστια. Το 1994 το σύστημα RiskMetrics γίνεται δημόσια γνωστό και πολλοί οργανισμοί αρχίζουν την εφαρμογή του.

Ορισμός του VaR

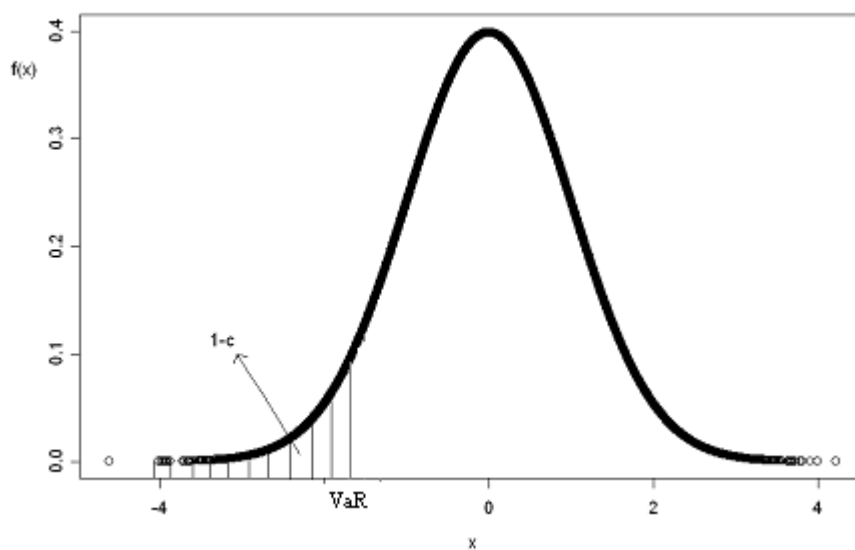
Το VaR ορίζεται ως το μέγιστο ποσό ζημιάς που μπορεί να υποστεί μια θέση ή ένα χαρτοφυλάκιο που έχουν αποτιμηθεί για ένα δεδομένο επίπεδο εμπιστοσύνης και για καθορισμένη χρονική περίοδο.

Με άλλα λόγια είναι σαν να λέμε ότι « έχουμε X τοις εκατό βεβαιότητα ότι δεν θα χάσουμε περισσότερα από V χρήματα τις επόμενες N μέρες » όπου V το VaR , X το επίπεδο εμπιστοσύνης και N ο χρονικός ορίζοντας. Από τον ορισμό φαίνεται ότι το VaR είναι συνάρτηση του επιπέδου εμπιστοσύνης και του χρονικού διαστήματος. Ως εκ τούτου, η επιλογή των δύο αυτών παραγόντων είναι ένα εξαιρετικά ευαίσθητο σημείο που επηρεάζει την ακρίβεια και την αξιοπιστία του αποτελέσματος .

Από τον ορισμό του VaR είδαμε ότι είναι το ποσοστιαίο σημείο της κατανομής των απωλειών, δηλαδή ένα μέρος της γραφικής παράστασης τέτοιο ώστε η περιοχή που βρίσκεται δεξιά του να αντιπροσωπεύει μια ορισμένη πιθανότητα c :

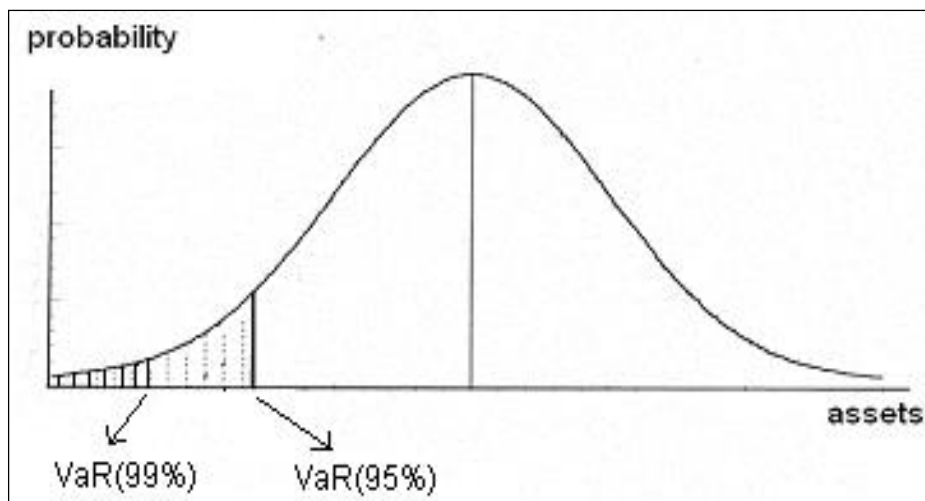
$$1 - c = P (X \leq VaR)$$

Για $c=95\%$ είμαστε κατά 95% σίγουροι ότι δεν θα έχουμε απώλειες μεγαλύτερες του VaR. Στο διάγραμμα που ακολουθεί φαίνεται η τιμή του VaR όταν το X (απόδοση) κατανέμεται κανονικά.



Γράφημα 1. Διαγραμματική παρουσίαση του VAR.

Το επίπεδο εμπιστοσύνης , καθορίζει ποια είναι η πιθανότητα η επένδυσή μας να έχει απόδοση χειρότερη του VaR. Το ιδανικό επίπεδο εμπιστοσύνης είναι 99,99%. Όμως γι' αυτό το επίπεδο ο προσδιορισμός της κατανομής στα άκρα δεν θα ήταν ακριβής.



Γράφημα 2. Σύγκριση των τιμών του VaR για διάφορα επίπεδα εμπιστοσύνης.

Παρατηρούμε ότι για μεγάλα επίπεδα εμπιστοσύνης παίρνουμε μεγαλύτερη εκτίμηση για το VaR απ' ότι για μικρότερα. Επομένως το επίπεδο εμπιστοσύνης επηρεάζει την εκτίμηση που παίρνουμε για το VaR.

Εφαρμογές του VaR

Παθητική χρήση: Το VaR χρησιμοποιείται ως ένα εργαλείο αναφοράς στην έκθεση του χρηματοοικονομικού κινδύνου. Για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είναι πολύ βολική η χρήση ενός αριθμού ως κοινό μέτρο κινδύνου, το οποίο είναι κατανοητό και χρησιμοποιείται από όλη την ιεραρχία από την διεύθυνση μέχρι τους μετόχους.

Αμυντική χρήση: Τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα χρησιμοποιούν το VaR ως εργαλείο έλεγχου του κινδύνου τους δηλαδή για να θέσουν minimum όρια για την επάρκεια των κεφαλαίων τους ή για την απόδοση στους χρηματιστές. Γενικά το VaR δίνει τη δυνατότητα στην επιχείρηση να ελέγχει άμεσα και καλύτερα τα ανοίγματα της.

Συγκριτική χρήση: Στην περίπτωση αυτή το VaR χρησιμοποιείται ως αντικειμενικό μέτρο σύγκρισης μεταξύ δύο ή περισσότερων αγορών.

Ενεργή διαχείριση του κινδύνου: Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μπορούν να το χρησιμοποιήσουν για να αποφασίσουν τον βαθμό υποκατάστασης μεταξύ κινδύνου και απόδοσης. Έτσι υπολογίζουν το μέγιστο κεφάλαιο που θα δεσμευθεί για την αποφυγή της χρεοκοπίας.

Γενικά βήματα υπολογισμού του VaR

Τα βήματα που ακολουθούνται για τον υπολογισμό του VaR είναι:

- Αποτίμηση του χαρτοφυλακίου με τιμές της αγοράς
- Μέτρηση της μεταβλητότητας των παραμέτρων κινδύνου (τυπική απόκλιση)
- Προσδιορισμός του χρονικού ορίζοντα της μέτρησης του VaR
- Προσδιορισμός του επιπέδου εμπιστοσύνης για τον υπολογισμό του VaR
- Υπολογισμός του VaR

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ

Έστω ένα χαρτοφυλάκιο αξίας $A=100000$ Ευρώ, με τυπική απόκλιση $\sigma=0.15$, όπου χρησιμοποιήθηκαν για τον υπολογισμό της τα στοιχεία $k=252$ εργάσιμων ημερών. Θέλουμε να υπολογίσουμε το VaR του για τις επόμενες $T=10$ εργάσιμες μέρες με επίπεδο εμπιστοσύνης $c=99\%$ (που αντιστοιχεί σε $Z_{1-c}=2.33$ τυπικές αποκλίσεις από το μέσο σύμφωνα με την κανονική κατανομή).

Υπολογισμός:

$$VaR = A \cdot \sigma \sqrt{T/k} \cdot Z_{1-c}$$

$$VaR = 100000 \cdot 0.15 \sqrt{10/252} \cdot 2.33 = 7000 \text{ €}$$

Αυτό σημαίνει πως τις επόμενες 10 ημέρες και με πιθανότητα 99% η ζημιά που μπορεί να υποστεί το χαρτοφυλάκιό μου δεν θα υπερβεί τα 7000 Ευρώ. Εάν υποτεθεί ότι ο κίνδυνος παραμένει στάσιμος, μπορούμε να πούμε ότι αναμένουμε να υπερβούμε την ζημιά των 7000 Ευρώ (σε διαστήματα 2 εβδομάδων) μία φορά στα 4 χρόνια.

Μέθοδοι υπολογισμού του VaR

Οι μέθοδοι που έχουν αναπτυχθεί, μετρούν το εύρος των πιθανών ζημιών που μπορεί να προκύψουν, για ένα χαρτοφυλάκιο ή για μια υποκείμενη αξία, χρησιμοποιώντας εκτιμώμενες διακυμάνσεις, που ορίζουν ουσιαστικά μία δυσμενή μεταβολή τιμών ή επιτοκίων, και συσχετίσεις, που δείχνουν πως μεταβάλλονται τα επιτόκια ή οι τιμές σε σχέση με το σύνολο ή μεταξύ τους.

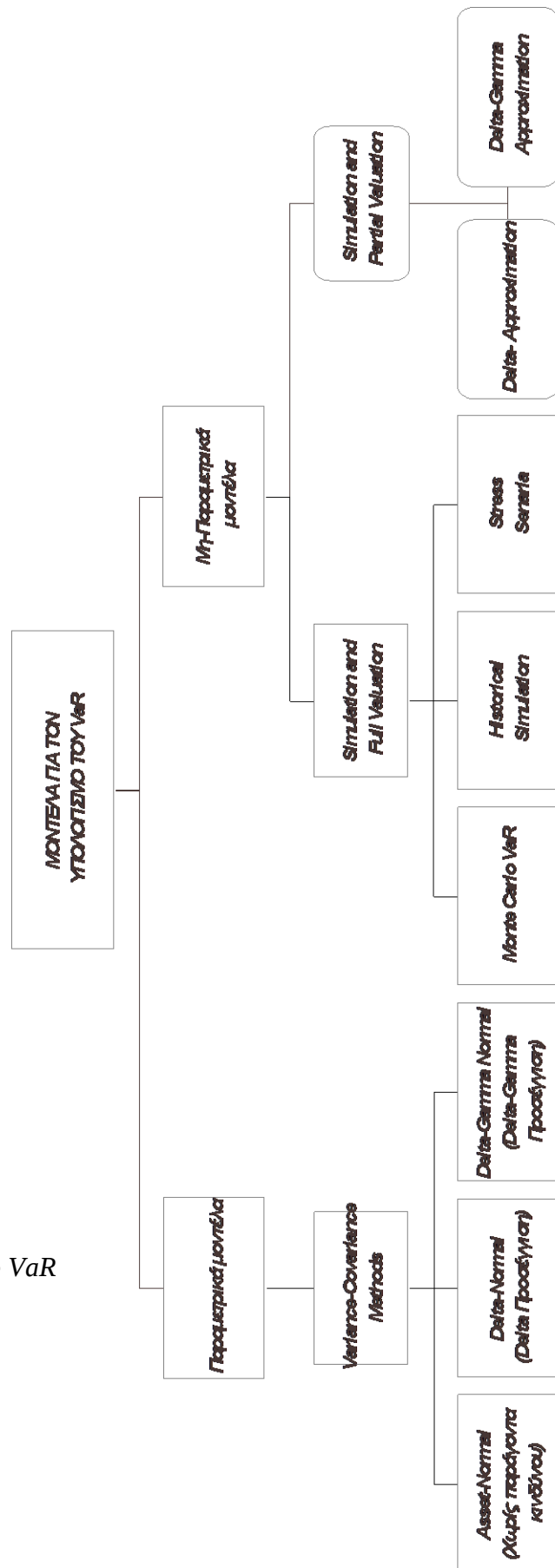
Η μέθοδος αυτή είναι γνωστή από την δεκαετία του 1950 όταν τεχνικές βελτιστοποίησης χαρτοφυλακίου, είχαν αναπτυχθεί στα πλαίσια της θεωρίας Markowitz. Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή οι επενδυτές λαμβάνουν υπόψη ταυτόχρονα και την αναμενόμενη απόδοση και τον κίνδυνο. Έτσι κατά τον Markowitz, ένα χαρτοφυλάκιο θεωρείται αποδοτικό όταν δεν υπάρχει κανένα άλλο το οποίο α) με δεδομένη προσδοκώμενη απόδοση να έχει μικρότερο κίνδυνο και β) με δεδομένο κίνδυνο να έχει μεγαλύτερη προσδοκώμενη απόδοση.

Μπορούμε να ταξινομήσουμε τις μεθόδους του VaR σε δύο κατηγορίες ανάλογα με το αν υποθέσουμε κανονικότητα ή όχι. Η πρώτη αναφέρεται στις μεθόδους variance-covariance ενώ η δεύτερη χωρίζεται σε partial και full valuation.

Στο παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζονται αναλυτικά οι διάφορες μέθοδοι υπολογισμού του VaR.

Μέθοδοι υπολογισμού του VaR

Γράφημα 3. Μέθοδοι υπολογισμού του VaR



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10. ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Η αποδοτικότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι το σημαντικότερο στοιχείο μέτρησης της ικανότητας των διαχειριστών να επιλέγουν τις πλέον κατάλληλες επενδύσεις και να επιφέρουν τις απαιτούμενες αλλαγές στη σύνθεση του χαρτοφυλακίου ώστε οι όποιες μεταβολές στις αγορές να αντιμετωπίζονται άμεσα και με επιτυχία. Η επιτυχία αυτή συνοψίζεται σε μια χαρακτηριστική μεταβλητή: την απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η απόδοση αυτή είναι συγκρίσιμη με τις αποδόσεις των άλλων αμοιβαίων κεφαλαίων στην ίδια κατηγορία και οδηγεί σε μια σειρά κατάταξης που αποτελεί την έσχατη αξιολόγηση των διαχειριστών.

Από την πλευρά του επενδυτή, η σειρά κατάταξης είναι σημαντική για να διαπιστώσει εάν οι διαχειριστές το αμοιβαίου κεφαλαίου που έχει επιλέξει εφαρμόζουν καλή ή κακή διαχείριση. Ακόμη πιο σημαντικό όμως είναι το μέγεθος της απόδοσης καθώς αυτή είναι που απολήγει στον επενδυτή. Η έσχατη μέτρηση της επιτυχίας της επένδυσής του γίνεται με τη σύγκριση της απόδοσης αυτής με το κόστος ευκαιρίας που έχει κάθε επενδυτής. Εάν διαπιστώνει ότι το κόστος ευκαιρίας της συγκεκριμένης επένδυσης υπολείπεται σημαντικά από το κόστος ευκαιρίας άλλων τότε χαρακτηρίζεται ως αποτυχημένη και ενέργειες μπορούν να γίνουν για τη ρευστοποίησή της και αναζήτηση άλλης περισσότερο υποσχόμενης επενδυτικής επιλογής.

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

ΟΙ ΚΛΑΣΙΚΕΣ ΑΠΟΨΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΜΕΤΡΗΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Από τη στιγμή της δημοσίευσης της πρωτοπόρας εργασίας του Harry Markowitz της Θεωρίας του Χαρτοφυλακίου το 1952, η αξιολόγηση των αμοιβαίων κεφαλαίων έλαβε νέες διαστάσεις. Η αξιολόγηση αυτή πρέπει να λαμβάνει υπόψη τις

δυνατότητες που προσφέρει η διαφοροποίηση του κινδύνου ανάμεσα σε διάφορα αξιόγραφα και η μεταχείριση του αμοιβαίου κεφαλαίου ως χαρτοφυλάκιο. Τα δύο χαρακτηριστικά της απόδοσης και του κινδύνου είναι αρκετά να περιγράψουν τη θέση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου στο φάσμα των διαφορετικών επενδύσεων και να προδιαγράψουν την ελκυστικότητά του. Αυτό που βέβαια αφήνει περιθώρια διαφορετικής εκτίμησης ήταν ο τρόπος υπολογισμού του κινδύνου. Η αρχική μέτρηση του κινδύνου ως η διακύμανση των αποδόσεων βελτιώθηκε με το διαχωρισμό του σε συστηματικό και μη συστηματικό κίνδυνο. Η ανάπτυξη του Υποδείγματος Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (CAPM) εισήγαγε τη μέτρηση βήτα ως την κατάλληλη μέτρηση του κινδύνου ενός πλήρους διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου. Επίσης επέτρεψε τη σύγκριση διαφορετικών χαρτοφυλακίων με βάση την αγοραία τιμή που θα έπρεπε να έχει το χαρτοφυλάκιο για τον κίνδυνο στον οποίο είναι εκτεθειμένο. Οι εξελίξεις αυτές σημάδεψαν και την ανάπτυξη διαφορετικών τρόπων μέτρησης της αποδοτικότητας στη δεκαετία του 1960. Οι τρεις γνωστότερες μέθοδοι παρουσιάζονται παρακάτω.

α. Treynor (1965)

Ο Jack Treynor ήταν ο πρώτος που δημιούργησε δείκτη αξιολόγησης της αποδοτικότητας ενός αμοιβαίου κεφαλαίου που συγκρίνεται με τα άλλα αμοιβαία κεφάλαια λαμβάνοντας υπόψη τόσο το μακροοικονομικό όσο και το μικροοικονομικό επίπεδο στο οποίο λειτουργούν. Συγκεκριμένα, από την απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου αφαίρεσε την απόδοση που θα μπορούσε να είχε επιτύχει ο επενδυτής τοποθετώντας τα χρήματά του σε έντοκα γραμμάτια του δημοσίου ή άλλη ανάλογη ακίνδυνη επένδυση. Περαιτέρω, η επιπλέον απόδοση που δημιουργείται προσαρμόζεται ανάλογα με το συστηματικό κίνδυνο στον οποίο εκτίθεται (Μυλωνάς, 1999).

Συμβολίζοντας με $A_{A/K}$ την απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο, με $A_{ΕΓΕΔ}$ την ακίνδυνη απόδοση από επένδυση σε έντοκα γραμμάτια του δημοσίου για την ίδια περίοδο και με $\beta_{A/K}$ το συστηματικό κίνδυνο βήτα του αμοιβαίου κεφαλαίου, ο δείκτης αξιολόγησης $T_{A/K}$ του Treynor υπολογίζεται ως εξής:

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

Ο δείκτης $T_{A/K}$ είναι απόλυτα σύμφωνος με την επικρατούσα άποψη ότι καλώς διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια εμφανίζουν μόνο συστηματικό κίνδυνο καθώς μέσω της διαφοροποίησης εξαλείφουν παντελώς το μη συστηματικό κίνδυνο. Επομένως χρησιμοποιώντας το συστηματικό κίνδυνο *βήτα* επιτυγχάνεται η δέουσα προσαρμογή στην απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου. Όμως προβλήματα μπορούν να δημιουργηθούν κάτω από ορισμένες συνθήκες. Αυτά επεδίωξε να τα αντιμετωπίσει ο δείκτης Sharpe.

β. Sharpe (1966)

Ο μετέπειτα Νομπελίστας William Sharpe αναγνώρισε την αξία του δείκτη Treynor ευθύς μόλις δημοσιεύθηκε η ανωτέρω εργασία. Πρότεινε, όμως, ένα δικό του δείκτη για τις περιπτώσεις εκείνες όπου ο δείκτης Treynor δεν αναμενόταν να έχει ικανοποιητική ικανότητα πρόβλεψης:

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

Η μόνη διαφορά του δείκτη Sharpe από το δείκτη Treynor είναι ο παρονομαστής. Ο Sharpe αντικατέστησε τη μέτρηση του συστηματικού κινδύνου *βήτα* με το συνολικό κίνδυνο ενός χαρτοφυλακίου $\sigma_{A/K}$. Φυσικά, εάν τα αμοιβαία κεφάλαια είναι πλήρως διαφοροποιημένα δεν αναμένεται σοβαρή διαφορά στην κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων μεταξύ των δύο δεικτών. Διαφορά θα παρουσιασθεί εάν τα αμοιβαία κεφάλαια δεν είναι καλά διαφοροποιημένα οπότε ο δείκτης Sharpe θα περιλάβει και το μη συστηματικό κίνδυνο που εισάγει η ατελής διαφοροποίηση με αποτέλεσμα την απόκλισή του από το δείκτη Treynor. Έτσι με τη χρήση και των δύο δεικτών για την ίδια περίοδο έμμεσα εξετάζεται και ο βαθμός διαφοροποίησης που επιτυγχάνουν τα αμοιβαία κεφάλαια. Εάν οι διαφορές κατάταξης των αμοιβαίων κεφαλαίων μεταξύ των δύο δεικτών είναι ελάχιστες, τότε θεωρείται ότι τα αμοιβαία κεφάλαια έχουν επιτύχει μεγάλο βαθμό διαφοροποίησης, και αντιστρόφως. Βέβαια στο βαθμό που εξετάζονται ιστορικές τιμές, προσωρινά γεγονότα μπορεί να έχουν επιφέρει κάποιες αποκλίσεις στις αποδόσεις που δεν εξηγούνται από το συστηματικό κίνδυνο αλλά αντικατοπτρίζονται στο συνολικό κίνδυνο με μεγαλύτερη ακρίβεια. Έτσι ο συστηματικός κίνδυνος (και κατά συνέπεια ο δείκτης Sharpe) επιδεικνύει μεγαλύτερη ικανότητα μέτρησης του κινδύνου σε ιστορικές τιμές. Αντίθετα, ο συστηματικός κίνδυνος *βήτα* (και κατά συνέπεια ο

δείκτης Treynor) έχει μεγαλύτερη ικανότητα να προβλέπει μελλοντικές τιμές και επομένως την πρόβλεψη της αποδοτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Ο Sharpe υπολόγισε τους δείκτες Sharpe και Treynor σε ένα δείγμα 34 αμοιβαίων κεφαλαίων την περίοδο 1954-63. Από τα αποτελέσματα εξάγονται κάποια βασικά συμπεράσματα για τη σχέση κινδύνου και απόδοσης καθώς και για τη χρησιμότητα των δύο δεικτών. Συγκεκριμένα, διαπιστώθηκε, ότι αμοιβαία κεφάλαια με υψηλές αποδόσεις χαρακτηρίζονται από μεγαλύτερη διακύμανση απ' ότι αμοιβαία κεφάλαια με μικρότερες αποδόσεις, η θετική δε αυτή σχέση κινδύνου - απόδοσης είναι γραμμική. Όσον αφορά τους δύο δείκτες, η σειρά κατάταξης των αμοιβαίων κεφαλαίων στην οποία καταλήγουν δεν είναι διαφορετική γεγονός που υποδηλώνει ότι τα αμοιβαία κεφάλαια ακολουθούν πολιτική ικανής διαφοροποίησης. Επίσης, η αποδοτικότητα στο παρελθόν αναδεικνύεται ως σημαντική παράμετρος πρόβλεψης αποδοτικότητας στο μέλλον.

Πέραν όμως αυτών των αποτελεσμάτων, ο Sharpe αναφέρθηκε και στην ικανότητα των διαχειριστών να επιτυγχάνουν ικανοποιητικές αποδόσεις. Παρόλο που κατά μέσο όρο διαφαίνεται ότι τα αμοιβαία κεφάλαια επιλέγουν χαρτοφυλάκια παρόμοια με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς (Dow Jones Industrial Average), εν τούτοις όταν το κόστος της διαχείρισης ληφθεί υπόψη, το τελικό αποτέλεσμα είναι μια απόδοση κατώτερη του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Αυτό άμεσα θα μπορούσε να εκληφθεί ως ένας χαρακτηρισμός της ικανότητας των διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων. Με άλλα λόγια κατά μέσον όρο τα αμοιβαία κεφάλαια έχουν διαχειριστές που αδυνατούν να επιτύχουν αποδόσεις μεγαλύτερες του επιπέδου της αγοράς στο βαθμό που να καλύπτουν τα έξοδα διαχείρισης. Ως εκ τούτου η καθαρή τους απόδοση υπολείπεται της απόδοσης που επιτυγχάνεται από ένα αντιπροσωπευτικό χαρτοφυλάκιο της αγοράς ή ένα τυχαία καλώς διαμορφωμένο χαρτοφυλάκιο. Βέβαια απομένει να αποδειχθεί εάν υπάρχουν αμοιβαία κεφάλαια που επιτυγχάνουν επαναλαμβανόμενες αποδόσεις καλύτερες του μέσου όρου.

Για τη χρησιμότητα που επιδεικνύουν οι δύο ανωτέρω δείκτες κάτω από διαφορετικές συνθήκες ακόμη και σήμερα χρησιμοποιούνται για την κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων ανάλογα με την αποδοτικότητά τους. Και οι δύο δείκτες είναι αναφορικοί για ένα αμοιβαίο κεφάλαιο και θα πρέπει να συγκριθούν με τους δείκτες άλλων αμοιβαίων κεφαλαίων καθώς και ένα αντιπροσωπευτικό δείκτη του χρηματιστηρίου ώστε να δημιουργηθεί η ανάλογη σειρά κατάταξης. Όσο μεγαλύτεροι είναι οι δείκτες Sharpe και Treynor σε σχέση με άλλα αμοιβαία κεφάλαια, τόσο καλύτερη η κατάταξη

και αξιολόγηση του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η αδυναμία των δεικτών αυτών έγκειται στο γεγονός ότι τα μεγέθη που χρησιμοποιούνται είναι μέσα μεγέθη, και η σύγκριση που γίνεται με το δείκτη του χρηματιστηρίου αλλά και μεταξύ τους στερείται της δυνατότητας στατιστικού ελέγχου. Αυτό το μειονέκτημα αντιμετωπίστηκε αποτελεσματικά από τον Jensen (1968).

γ. Jensen (1968)

Ο Michael Jensen ακολούθησε το παράδειγμα των Treynor και Sharpe αναδεικνύοντας μια νέα μέτρηση της αποδοτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων βασισμένη στις νέες θεωρήσεις της διαφοροποίησης του κινδύνου μέσω της επιλογής του χαρτοφυλακίου και του CAPM. Χρησιμοποιώντας ως σημείο αναφοράς το υπόδειγμα αυτό, ο Jensen ανέπτυξε την τεχνική αξιολόγησης της αποδοτικότητας ενός αμοιβαίου κεφαλαίου σε μια συγκεκριμένη περίοδο λαμβάνοντας υπόψη όχι μέσα μεγέθη αλλά ιστορικές παρατηρήσεις του μακροοικονομικού περιβάλλοντος, όπως αυτό αντικατοπτρίζεται στα επιτόκια και στο δείκτη τιμών του χρηματιστηρίου. Περαιτέρω, η τεχνική αυτή εξετάζει τη στατιστική 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 εμφανίζει. Για την εφαρμογή αυτής της τεχνικής αξιολόγησης ο Jensen χρησιμοποίησε την εξής παλινδρόμηση:

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

όπου: $A_{A/K}$, $A_{EΓΕΔ}$ και $A_{ΓΔΧΑΑ}$ είναι οι αποδόσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου, του εντόκου γραμματίου ελληνικού δημοσίου και του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου, αντίστοιχα. Οι παράμετροι $\alpha_{A/K}$ και $\beta_{A/K}$ είναι παράμετροι που εκτιμώνται από την παλινδρόμηση και είναι σταθεροί για το συγκεκριμένο αμοιβαίο κεφάλαιο και την περίοδο της ανάλυσης. Τέλος, $\varepsilon_{A/K}$ συμβολίζει τις αποκλίσεις που εμφανίζει η απόδοση από τη γραμμή της παλινδρόμησης και έχει προσδοκώμενη τιμή ίση με το μηδέν.

Η όλη χρησιμότητα της τεχνικής Jensen έγκειται στην ικανότητα προσδιορισμού ενός αξιόπιστου $\alpha_{A/K}$. Στην παλινδρόμηση αυτή το $\alpha_{A/K}$ (άλφα) μετρά την ικανότητα των διαχειριστών να επιτύχουν αποδόσεις οι οποίες υπερβαίνουν την αναμενόμενη απόδοση για τον κίνδυνο που εμφανίζουν και τα επιτόκια που επικρατούν, να μην επιτύχουν αποδόσεις διαφορετικές από την αναμενόμενη απόδοση ή να επιτύχουν

αποδόσεις που υπολείπονται της αναμενόμενης. Σύμφωνα με το υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων και στο πλαίσιο μιας αποτελεσματικής κεφαλαιαγοράς, η αναμενόμενη απόδοση των διαχειριστών είναι αυτή που προσδιορίζεται από τη γραμμή αξιογράφων στο επίπεδο κινδύνου του αμοιβαίου κεφαλαίου. Εφόσον από τις αποδόσεις στην προηγούμενη εξίσωση έχει αφαιρεθεί η απόδοση του ακίνδυνου αξιογράφου, η παράμετρος $\alpha_{A/K}$ δεν θα πρέπει να διαφέρει από το μηδέν. Στο βαθμό που οι διαχειριστές ενός αμοιβαίου κεφαλαίου έχουν ικανότητες ορθής επιλογής των αξιογράφων και επιτυγχάνουν αποδόσεις πέραν των αναμενόμενων, το $\alpha_{A/K}$ θα είναι στατιστικά σημαντικό και μεγαλύτερο του μηδενός. Αντίθετα, εάν οι διαχειριστές ενός αμοιβαίου κεφαλαίου δεν έχουν την ικανότητα να προβούν στη σωστή διαφοροποίηση του κινδύνου ή στην επιλογή των αξιογράφων που δεν είναι υπερτιμημένα, τότε είναι δυνατόν τα αμοιβαία κεφάλαια να επιτύχουν αποδόσεις κατώτερες της αναμενόμενης. Στην περίπτωση αυτή το $\alpha_{A/K}$ θα ήταν αρνητικό και στατιστικά σημαντικό. Ενώ το πρόσημο του $\alpha_{A/K}$ υποδηλώνει την επιτυχημένη (θετικό) ή αποτυχημένη (αρνητικό) διαχείριση που εξασκείται στο αμοιβαίο κεφάλαιο, η στατιστική σημαντικότητα είναι το απαραίτητο στοιχείο που πιστοποιεί ή όχι την επιτυχία ή αποτυχία των διαχειριστών. Η ανυπαρξία στατιστικής σημαντικότητας του $\alpha_{A/K}$ οδηγεί στο συμπέρασμα ότι το αμοιβαίο κεφάλαιο απλά επιτυγχάνει την αναμενόμενη απόδοση.

Ο Jensen εφάρμοσε τη μεθοδολογία του σε 115 ανοικτά αμοιβαία κεφάλαια στην περίοδο 1945 - 1964. Τα αποτελέσματα, από τη μελέτη αυτή είναι παρόμοια των αποτελεσμάτων του Sharpe: η αποδοτικότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων μετά τον υπολογισμό των διαχειριστών εξόδων ήταν κατώτερη της αποδοτικότητας ενός τυχαία επιλεγμένου χαρτοφυλακίου που είχε παρόμοιο κίνδυνο. Αλλά ακόμη και χωρίς τον υπολογισμό των εξόδων, η αποδοτικότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν διέφερε από αυτή του τυχαία επιλεγμένου χαρτοφυλακίου. Έτσι συμπεραίνεται ότι γενικά οι διαχειριστές δεν χαρακτηρίζονται από ιδιαίτερες ικανότητες επιλογής ή διαχείρισης χαρτοφυλακίου ή ακόμη και από κατοχή και αξιοποίηση ιδιωτικών πληροφοριών.

ΟΙ ΣΥΓΧΡΟΝΕΣ ΑΠΟΨΕΙΣ

Μετά από τις κλασικές εργασίες των Treynor / Sharpe / Jensen και τη γενική παραδοχή ότι οι επαγγελματίες διαχειριστές δεν μπορούν να επιτύχουν αποδόσεις

σύμφωνα με τις αποδόσεις της αγοράς καλύπτοντας ταυτοχρόνως τα έξοδά τους, το ακαδημαϊκό ενδιαφέρον για τα αμοιβαία κεφάλαια μειώθηκε σημαντικά για δύο συνεχείς δεκαετίες. Μόνο από τα τέλη της δεκαετίας του '80 άρχισε μια ζοηρή αναζήτηση της αλήθειας για τις ικανότητες των διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων. Χρησιμοποιώντας νέα στοιχεία και μεθοδολογίες ένας σημαντικός αριθμός ερευνητών κατέγραψε αποδοτικότητες μεγαλύτερες από τις αναμενόμενες από το επίπεδο της αγοράς. Όμως χρησιμοποιώντας παρόμοια στοιχεία αλλά λαμβάνοντας υπόψη κάποιους άλλους παράγοντες, ένας αυξανόμενος αριθμός ερευνητών αδυνατεί να ανακαλύψει στα στοιχεία τις ικανότητες εκείνες των διαχειριστών που τους διακρίνουν από τους μη επαγγελματίες ή απληροφόρητους επενδυτές. Κατωτέρω γίνεται η αναφορά των κυριότερων εργασιών.

α. Οι Διαχειριστές νικούν την αγορά

Μια σειρά από μελέτες στη δεκαετία του '80 παρουσίασε αποτελέσματα σημαντικά διαφορετικά από τα αποτελέσματα των κλασικών. Συγκεκριμένα, ο Henriksson (1984) και οι Chang και Lewellen (1984), με πιο πρόσφατα στοιχεία που κάλυπταν τη δεκαετία του '70, διαπίστωσαν ότι οι αποδόσεις μετά την αφαίρεση των διαχειριστικών εξόδων ήταν παρόμοιες με τις αναμενόμενες από το CAPM. Αυτό υποδηλώνει ότι οι διαχειριστές επέτυχαν μικτές αποδόσεις μεγαλύτερες από ένα τυχαίο αλλά καλώς διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο σε τέτοιο βαθμό ώστε να καλύψουν τα έξοδα που συνεπάγεται η διαχείρισή τους. Προφανώς οι διαχειριστές κατέχουν κάτι περισσότερο από τους απλοϊκούς επενδυτές είτε υπό τη μορφή διαχειριστικής ικανότητας είτε υπό τη μορφή ιδιωτικών πληροφοριών είτε και των δύο.

Στη συνέχεια μια πολυσυζητημένη μελέτη του Ippolito (1989) που χρησιμοποίησε αποδόσεις αμοιβαίων κεφαλαίων στην περίοδο 1965 - 1984 προχώρησε σε πιο τολμηρά συμπεράσματα. Σύμφωνα με τον Ippolito, οι διαχειριστές επιτυγχάνουν καθαρές αποδόσεις (μετά την αφαίρεση των διαχειριστικών εξόδων) ελαφρώς μεγαλύτερες από τις προβλεπόμενες από το CAPM.

Οι Grinblatt και Titman σε δύο άρθρα τους το 1989 και 1993 υποστήριξαν ότι την περίοδο 1975 - 1984 οι μικτές αποδόσεις (πριν την αφαίρεση των διαχειριστικών εξόδων) των μετοχικών και επιθετικών (aggressive) μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων ήταν μεγαλύτερες των προβλεπόμενων κατά 2 - 3%. Αυτή η υπεραπόδοση δεν ευρέθη να σχετίζεται με γνωστές ανωμαλίες στις αποδόσεις (όπως το φαινόμενο του μικρού

μεγέθους κεφαλαιοποίησης). Τα στοιχεία που χρησιμοποιούν οι Grinblatt και Titman είναι διαφορετικά από άλλες εργασίες ότι τόσο στη χρονική περίοδο όσο στην προέλευση και σύνθεσή τους. Συγκεκριμένα, αντί των πραγματικών αποδόσεων που επιτυγχάνουν οι επενδυτές των αμοιβαίων κεφαλαίων για τον υπολογισμό της αποδοτικότητας, οι Grinblatt και Titman χρησιμοποιούν τις αποδόσεις των συγκεκριμένων μετοχών καθώς και του αριθμού που εμφανίζεται στις τριμηνιαίες εκθέσεις της σύνθεσης του χαρτοφυλακίου τους. Με αυτό τον τρόπο οι Grinblatt και Titman ισχυρίζονται ότι προσφέρουν καλύτερες εκτιμήσεις των ικανοτήτων των διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων.

Οι Gallo και Swanson (1996) ανέλυσαν την αποδοτικότητα 37 διεθνών αμοιβαίων κεφαλαίων που έχουν την έδρα τους στις ΗΠΑ στην περίοδο 1985 - 1993. Και ενώ η χρήση ενός υποδείγματος αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων δύο παραγόντων επιβεβαιώνει προηγούμενα συμπεράσματα για τα διεθνή αμοιβαία κεφάλαια ότι η αποδοτικότητά τους δεν υπολείπεται της απόδοσης αντιπροσωπευτικών δεικτών της διεθνούς κεφαλαιαγοράς, η χρήση του Υποδείγματος Εξισορροποιητικής Αγοραπωλησίας (YEA) (Arbitrage Pricing Model) τα βελτιώνει. Συγκεκριμένα οι Gallo και Swanson ισχυρίζονται ότι οι μεταβολές στις αποδόσεις των διεθνών αμοιβαίων κεφαλαίων εξηγούνται κατά 98,6% από δύο κοινούς παράγοντες, η προβλεπτική δε ικανότητα του υποδείγματος YEA υπερέχει της ικανότητας του εναλλακτικού υποδείγματος ανωτέρω. Με τη χρήση του υποδείγματος YEA, οι Gallo και Swanson ανακαλύπτουν ότι η αποδοτικότητα των διεθνών αμοιβαίων κεφαλαίων είναι πολύ καλή στην περίοδο που εξετάστηκε εκτιμώντας ότι το μέσο *άλφα* είναι +0,9 και στατιστικά σημαντικό.

β. Οι Διαχειριστές δεν νικούν την αγορά

Οι απόψεις που παρουσιάστηκαν ανωτέρω ήταν επόμενο να εγείρουν το ακαδημαϊκό ενδιαφέρον καθόσον ήταν διαμετρικά αντίθετες από τις μέχρι τότε επικρατούσες απόψεις. Οι Elton, Gruber, Das και Hlavka (1993) επαναλαμβάνοντας τη μεθοδολογία που ακολούθησε ο Ippolito (1989) και χρησιμοποιώντας τα ίδια στοιχεία διαπίστωσαν ότι τα αποτελέσματα είναι ευαίσθητα στο δείκτη που χρησιμοποιείται.

Οι Elton, Gruber, Das και Hlavka αναγνωρίζοντας την αυξημένη σημασία που έλαβαν οι μετοχές μικτής κεφαλαιοποίησης στη δεκαετία του '80, συμπεριέλαβαν ένα δείκτη που περιέχει μεγάλο αριθμό μικρής κεφαλαιοποίησης μετοχών και απέδειξαν

ότι οι αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν υπερβαίνουν τις αναμενόμενες αποδόσεις. Οι Elton, Gruber και Blake (1996), σε ανάλογη εργασία κατέληξαν ότι τα αμοιβαία κεφάλαια παρουσιάζουν αρνητικές αποδόσεις στο διάστημα 1977 - 1993.

Αποδόσεις που υπερβαίνουν τις αναμενόμενες από αποδεκτά υποδείγματα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων δύναται να προέρχονται από απλοϊκούς κανόνες και τακτικές επένδυσης που επιτυγχάνουν να εκμεταλλευθούν κάποιες διαχρονικές ανωμαλίες στις τιμές. Οι Grinblatt, Titman και Wermers (1995) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι επενδυτικές τεχνικές της στιγμιαίας επένδυσης (αγορά επιτυχημένων και πώληση αποτυχημένων αμοιβαίων κεφαλαίων) μπορεί να οδήγησαν μερικούς τουλάχιστον στο συμπέρασμα των προηγούμενων εργασιών των Grinblatt και Titman (1989, 1993) ότι οι διαχειριστές επιτυγχάνουν υπέρμετρες αποδόσεις.

Ένας άλλος λόγος των υπέρμετρων αποδόσεων που επιτυγχάνουν οι διαχειριστές είναι το γεγονός ότι τα στοιχεία περιλαμβάνουν τη δεκαετία του 1970, μια δεκαετία στην οποία υπήρξαν επιτυχείς επενδυτικές στρατηγικές. Αυτή όμως η επιτυχημένη πορεία ήταν πρόσκαιρη χωρίς δείγμα συνέχισης στην επόμενη δεκαετία. Ο Malkiel (1995) εξέτασε τις δεκαετίες '70 και '80 σε αντιπαράθεση και απομόνωσε το φαινόμενο κάποιων υπέρμετρων αποδόσεων αποκλειστικά στη δεκαετία του '70. Έτσι το φαινόμενο των υπέρμετρων αποδόσεων αποδείχθηκε ότι έχει χρονική εξάρτηση.

Ένας ακόμη λόγος και ίσως ο κυριότερος είναι το θέμα της βιωσιμότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων και ο τρόπος με τον οποίο καταρτίζεται το δείγμα. Οι μελέτες στη δεκαετία του '80 είχαν θεωρήσει το θέμα της βιωσιμότητας όχι ιδιαίτερα σημαντικό για να επηρεάσει τα αποτελέσματα. Η προσπάθεια εφαρμογής νέων μεθοδολογιών, ύπαρξη πολυάριθμων νέων στοιχείων και προσπάθεια αποφυγής ελλিপών παρατηρήσεων απέτρεψε τους ερευνητές από το να δώσουν την απαραίτητη προσοχή στο θέμα της βιωσιμότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Το θέμα της βιωσιμότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων εγείρεται από το γεγονός ότι ορισμένα από αυτά δεν καταφέρνουν να επιβιώσουν δια μέσου του χρόνου. Κάποια στιγμή λόγω αποτυχημένων επιδόσεων και κακής επενδυτικής πολιτικής μειώνεται σημαντικά η αξία του ενεργητικού τους, με την αθρόα έξοδο των μεριδιούχων χωρίς δυνατότητα προσέλκυσης νέων. Εκ των πραγμάτων το αμοιβαίο κεφάλαιο εξαναγκάζεται σε ρευστοποίηση των υπάρχουσών κινητών αξιών και την εκκαθάριση και απόδοση του εναπομείναντος ποσού στους υπάρχοντες μεριδιούχους. Μπορεί επίσης το αμοιβαίο κεφάλαιο να συγχωνευθεί με ήδη επιτυχημένο υπάρχον που

ανήκει στην ίδια ΑΕΔΑΚ. Σε μια μεγάλη αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων όπως είναι αυτή των ΗΠΑ που λειτουργεί για πολλές δεκαετίες, δεν είναι ασυνήθιστο το γεγονός αμοιβαία κεφάλαια να οδηγούνται σε εξαφάνιση. Όμως η τακτική των ερευνητών να απορρίπτουν τα αμοιβαία κεφάλαια που κατά το χρονικό διάστημα της μελέτης σταμάτησαν τις εργασίες τους οδηγεί σε υπερεκτίμηση των αποδόσεων των υπό μελέτη αμοιβαίων κεφαλαίων καθώς και τα εναπομείναντα είναι εξ ορισμού τα επιτυχημένα ή τα λιγότερο αποτυχημένα.

Το λάθος υπερεκτίμησης κυμαίνεται ανάλογα με την περίοδο που εξετάζεται και τη μεθοδολογία που ακολουθείται. Οι Blake, Elton και Gruber (1993) υπολόγισαν ότι το λάθος της υπερεκτίμησης από το πρόβλημα της βιωσιμότητας για τα αμοιβαία κεφάλαια ομολογιών ανέρχεται σε 0,27% ανά έτος. Τα μεγαλύτερα λάθη υπολόγισε ο Malkiel (1995) στο 1,5% ετησίως. Πρόκειται βέβαια για απλές αποδόσεις που δεν είναι προσαρμοσμένες για τον κίνδυνο. Οι Elton, Gruber και Blake (1996) υπολόγισαν λάθη υπερεκτίμησης κάνοντας διαφορετικές υποθέσεις επανεπένδυσης, χρησιμοποιώντας διαφορετικά υποδείγματα και αποδόσεις. Τα λάθη κυμαίνονται γύρω στο 0,7% ετησίως. Όμως, για αποδόσεις μη προσαρμοσμένες στον κίνδυνο, τα λάθη υπερεκτίμησης υπερβαίνουν αυτά του Malkiel (1995) και κυμαίνονται από 1,87% έως 2,28% ανά έτος, ανάλογα με την υπόθεση της επενδυτικής πολιτικής. Τα μεγέθη αυτά είναι πολύ μεγάλα για να αποδοθούν στην ιδιαιτερότητα της μεθοδολογίας ή του δείγματος. Διαφορετικά, τα αποτελέσματα κινδυνεύουν να εμπεριέχουν υπερεκτιμήσεις των ικανοτήτων που αποδίδονται σε όλους τους διαχειριστές ενώ στην πραγματικότητα αφορά μόνο αυτούς που πέτυχαν τη διατήρησή τους.

Οι Ferson και Schadt (1996) και Ferson και Warther (1996) αποτελούν τους πιο πρόσφατους υποστηρικτές της άποψης ότι οι αρνητικές αποδόσεις *άλφα* που έχουν εμφανισθεί κατά καιρούς στη βιβλιογραφία είναι αποτέλεσμα ανεπάρκειας της μεθοδολογίας και όχι αδυναμίας των αμοιβαίων κεφαλαίων να παράγουν τις αναμενόμενες αποδόσεις. Είναι πιθανόν τα αρνητικά *άλφα* να δημιουργούνται από ελλιπή περιγραφή του υποδείγματος Jensen όπου σημαντικές δημόσια γνωστές πληροφορίες που συσχετίζονται με το συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου να αγνοούνται. Οι ανωτέρω ερευνητές εφαρμόζοντας τη μεθοδολογία της "αποδοτικότητας υπό αίρεση", έλαβαν υπόψη παράγοντες που σχετίζονται με τη μεταβαλλόμενη φύση του συστηματικού κινδύνου και παρουσίασαν συμπεράσματα

όπου το άλφα του Jensen σε ένα δείγμα 67 αμοιβαίων κεφαλαίων στην περίοδο 1968-1990 είναι θετικό, χωρίς όμως να διαφέρει στατιστικά από το μηδέν.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11: ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Το βασικό κριτήριο επιλογής ενός αμοιβαίου κεφαλαίου είναι η προσαρμογή του επενδυτή σε εκείνο το αμοιβαίο κεφάλαιο το οποίο ταιριάζει στις επενδυτικές του ανάγκες, στον κίνδυνο δηλαδή που θέλει να αναλάβει, αλλά και το χρονικό διάστημα που θέλει να δεσμεύσει τα χρήματά του. Είναι προφανές ότι, εάν ο επενδυτής θέλει να αναλάβει περιορισμένο κίνδυνο, θα διαλέξει μεταξύ των ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων, τα οποία θα του εξασφαλίσουν μια σίγουρη, αλλά όχι πολύ μεγάλη απόδοση, ενώ εάν θέλει υψηλές δυνητικές αποδόσεις, θα επιλέξει μεταξύ των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων των οποίων ο κίνδυνος είναι αυξημένος. Τέλος, θα πρέπει να στραφεί σε αμοιβαία κεφάλαια μικτού τύπου εάν ο κίνδυνος που θέλει να αναλάβει είναι μέτριος. Όσοι επενδυτές δεν εμπιστεύονται το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, μπορούν να επενδύσουν στα διεθνή αμοιβαία κεφάλαια με την υπενθύμιση ότι οι ευκαιρίες που παρουσιάζονται στη χρηματιστηριακή αγορά των Αθηνών, δεν υπάρχουν στις "ώριμες" χρηματιστηριακές αγορές της Ευρώπης. Οι μεγάλοι επενδυτές, αλλά κυρίως οι επιχειρηματίες οι οποίοι θέλουν να τοποθετήσουν τα χρήματά τους έντοκα και για σύντομο χρονικό διάστημα, έχουν πλέον τη δυνατότητα να επιλέξουν μεταξύ μιας τεράστιας ποικιλίας αμοιβαίων κεφαλαίων διαχείρισης διαθεσίμων εγχώριων ή διεθνών.

Ένα δεύτερο κριτήριο επιλογής αμοιβαίων κεφαλαίων είναι η ιστορική του απόδοση για την κατηγορία που ανήκει. Στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, η επιλογή των καλύτερων αμοιβαίων κεφαλαίων γίνεται με βάση τις ιστορικές τους αποδόσεις για περιόδους ενός, τριών, πέντε ή ακόμη και δέκα ετών για την κατηγορία που ανήκουν. Στην εγχώρια αγορά, επειδή η ιστορία των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι μικρή, το προηγούμενο κριτήριο δεν μπορεί να εφαρμοσθεί. Είναι σαφές πάντως ότι, η απόδοση μόνο μιας χρονιάς δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως οδηγός για τη μελλοντική πορεία του. Επιπροσθέτως, είναι πλέον σαφές ότι οι αποδόσεις διαφορετικών αμοιβαίων κεφαλαίων δεν είναι συγκρίσιμες, στο βαθμό που οι επενδυτές αναλαμβάνουν και ως εκ τούτου εκτίθενται σε διαφορετικό επίπεδο κινδύνου.

Ένα τρίτο κριτήριο επιλογής αμοιβαίων κεφαλαίων είναι η ύπαρξη "οικογένειας" αμοιβαίων κεφαλαίων. Με τον όρο "οικογένεια" εννοούμε μια σειρά αμοιβαίων κεφαλαίων που προσφέρει μια εταιρεία διαχείρισης, με σκοπό να καλυφθούν όλες οι διαφορετικές ανάγκες (σχέση: απαιτούμενη απόδοση - κίνδυνος) των επενδυτών. Η τάση της αγοράς είναι να επεκτείνεται ο προσφερόμενος αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων, στο βαθμό που επιτυγχάνονται, εκτός των άλλων, σημαντικές οικονομίες κλίμακας.

Θα πρέπει να σημειώσουμε ότι όλες οι εταιρείες διαχείρισης προσφέρουν τη δυνατότητα μετάβασης από το ένα αμοιβαίο κεφάλαιο στο άλλο με χαμηλό ή πολλές φορές μηδενικό κόστος.

Το γεγονός αυτό δημιουργεί δύο επιπλέον δυνατότητες στους επενδυτές:

1. να εκμεταλλευθούν στο έπακρο τις επικρατούσες συνθήκες στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου π.χ. σε μια περίοδο οικονομικής ύφεσης να μεταφέρουν τα χρήματά τους σε ομολογιακό αμοιβαίο κεφάλαιο, ενώ σε μια περίοδο ανάκαμψης της οικονομίας να μεταφέρουν τα χρήματά τους σε μετοχικό αμοιβαίο κεφάλαιο.
2. να επιλέξουν δικούς τους συνδυασμούς του χαρτοφυλακίου τους, ώστε να επιτύχουν ακόμα μεγαλύτερη διαφοροποίηση του κινδύνου π.χ.:
 - 30% ομολογιών
 - 20% μικτό
 - 30% μετοχικό
 - 10% διεθνικό ομολογιών
 - 10% διεθνικό μετοχών

Με αυτό τον τρόπο, τους παρέχεται η δυνατότητα να διαχειρίζονται οι ίδιοι τις επενδύσεις τους, κάτι που για πολλούς επενδυτές είναι ιδιαίτερα σημαντικό.

Άλλα κριτήρια επιλογής αμοιβαίων κεφαλαίων είναι: το ύψος των προμηθειών διάθεσης και εξαγοράς που χρεώνει η εταιρεία διαχείρισης ανά κατηγορία αμοιβαίου κεφαλαίου, το ύψος της αμοιβής διαχείρισης, το ποιος διαχειρίζεται την περιουσία του αμοιβαίου κεφαλαίου, οι μέσες τιμές κτήσης των μετοχών, καθώς επίσης και το ύψος του λόγου των εξόδων (expense ratio). Ο λόγος των εξόδων είναι ένα μέτρο της αποτελεσματικότητας του αμοιβαίου κεφαλαίου, ο οποίος δείχνει την ικανότητα της εταιρείας διαχείρισης να κρατά τα κόστη χαμηλά. Ο λόγος αυτός προκύπτει από τη διαίρεση των ετήσιων εξόδων με το μέσο ετήσιο καθαρό ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου και είναι ένα στοιχείο που οι επενδυτές αξίζει να λάβουν υπόψιν τους στο

βαθμό που επηρεάζει την εξέλιξη της καθαρής τιμής και ως εκ τούτου, την τελική απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Εκτός από τα προαναφερθέντα κριτήρια επιλογής, ο υποψήφιος επενδυτής μικτών ή μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων πρέπει να προσέξει τη χρονική στιγμή αγοράς τους (timing). Η ρήση "αγόρασε χαμηλά", ισχύει σε μεγάλο βαθμό στην επένδυση σε μικτά και περισσότερο στα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια, στο βαθμό που υπάρχει ισχυρή εξάρτηση της πορείας των παραπάνω αμοιβαίων κεφαλαίων με αυτή της χρηματιστηριακής αγοράς των Αθηνών.

Η εγχώρια αλλά και η διεθνής εμπειρία αποκαλύπτει ότι ο μεγάλος όγκος των επενδυτών αγοράζει την περίοδο που οι χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών είναι υψηλές. Αυτό βέβαια έχει ως αποτέλεσμα όπως και οι καθαρές τιμές των μεριδίων να είναι υψηλές. Επιπλέον, οι ίδιοι επενδυτές, φαίνεται ότι προχωρούν σε βεβιασμένες εξαγορές των μεριδίων τους όταν οι τιμές των μετοχών πέφτουν. Η συμπεριφορά αυτή των επενδυτών έχει παρατηρηθεί αρχικά στην έκρηξη των τιμών των μετοχών το 1990. Πράγματι οι μεριδιούχοι των μικτών και μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων την περίοδο 30 Απριλίου έως 31 Αυγούστου 1990 υπερδιπλασιάστηκαν. Η ίδια συμπεριφορά των επενδυτών (να αγοράζουν δηλαδή σε περιόδους ανόδου του Χ.Α.Α.), παρατηρήθηκε και την περίοδο Φεβρουαρίου - Μαρτίου 1991, αμέσως μετά τη λήξη του πολέμου, όπου οι χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών παρουσίασαν σημαντική άνοδο, με αποτέλεσμα να αγοράσουν τα μερίδια των αμοιβαίων κεφαλαίων υπερτιμημένα. Όμως αξίζει να σημειωθεί ότι το επενδυτικό κοινό διαχρονικά ωριμάζει.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 12 : ΟΙ ΔΕΚΑ ΕΝΤΟΛΕΣ ΓΙΑ ΕΠΙΤΥΧΗΜΕΝΕΣ ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΙΣ

Είναι χρήσιμο λοιπόν, να καταγράψουμε τις "δέκα εντολές" για επιτυχημένες επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια, οι οποίες φαίνεται να ισχύουν ανεξαρτήτως τόπου και χρόνου (Φίλιππας, 2000).

1. Να κατανοήσεις πάντα σε τι επενδύεις

Μπορείς να χάσεις αρκετά χρήματα εάν επιλέξεις λανθασμένο είδος αμοιβαίου κεφαλαίου, σε σχέση με αυτό που πραγματικά ταιριάζει στο επενδυτικό σου προφίλ. Διάβασε προσεκτικά τα δωρεάν ενημερωτικά φυλλάδια που διανέμουν οι εταιρείες διαχείρισης, σχετικά με τα αμοιβαία κεφάλαια που διαθέτουν, καθώς και τις

ακολουθούμενες επενδυτικές στρατηγικές τους. Για πιο εξειδικευμένες ερωτήσεις μπορείς να απευθυνθείς στις ίδιες τις εταιρείες διαχείρισης.

2. Μη βιαστείς να αγοράσεις το πρώτο αμοιβαίο κεφάλαιο που σου φαίνεται ή σου λένε ότι είναι "καλό"

Μη λαμβάνεις παρορμητικά τις επενδυτικές σου αποφάσεις. Πρέπει πρώτα να συγκεκριμενοποιήσεις τους επενδυτικούς στο στόχους, να αποφασίσεις πόσα επιθυμείς να κερδίσεις από την επένδυσή σου, ταυτόχρονα με το ποσό που μπορείς να ρισκάρεις.

3. Αγόρασε όταν οι τιμές των μετοχών είναι χαμηλά

Η εντολή αυτή αφορά ιδιαίτερα τα μικτά και μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια, στο βαθμό που υπάρχει ισχυρή εξάρτηση της πορείας της απόδοσής τους, με αυτή της χρηματιστηριακής αγοράς.

4. Μη προσπαθήσεις να αποκομίσεις γρήγορα κέρδη

Επένδυε πάντα μακροπρόθεσμα. Θα ήταν προτιμότερο να προγραμματίσεις την επένδυση σε ορισμένα είδη αμοιβαίων κεφαλαίων, τουλάχιστον για μια περίοδο πέντε έως δέκα ετών.

5. Ανέμιξε τις επενδύσεις σου

Μπορείς να περιορίσεις τις δυσάρεστες συνέπειες απώλειας χρημάτων, επενδύοντας σε διαφορετικά είδη αμοιβαίων κεφαλαίων.

6. Επένδυσε τακτικά με κάθε πληρωμή σου, πριν να σου δοθεί η ευκαιρία να ξοδέψεις όλα τα χρήματά σου

Μπορείς με αυτόν τον τρόπο να σχηματίσεις σταδιακά ένα κεφάλαιο μεγάλης αξίας, ιδιαίτερα χρήσιμο για την περίοδο συνταξιοδότησής σου.

7. Ασχολήσου με τις επενδύσεις σου

Αφού αποφασίσεις πόσα χρήματα χρειάζεσαι και μέχρι πότε, όπως και πόσα είσαι διατεθειμένος να χάσεις, ψάξεις τις καλύτερες εναλλακτικές επενδύσεις που ανταποκρίνονται στον επενδυτικό σου στόχο. Στη συνέχεια παρακολούθησε την

εξέλιξη της επένδυσής σου, αλλά και των υπολοίπων ομοειδών αμοιβαίων κεφαλαίων, από τις οικονομικές στήλες του ημερήσιου τύπου.

8. Απόφυγε την πληρωμή υψηλών προμηθειών

Με τη διεύρυνση του θεσμού και την παράλληλη αποδοχή του από το ευρύ επενδυτικό κοινό, οι εταιρείες διαχείρισης υιοθετούν όλο και μικρότερα ποσοστά προμηθειών.

9. Βεβαιώσου ότι το αμοιβαίο κεφάλαιο, που έχεις επιλέξει, εξασφαλίζει ικανοποιητική απόδοση, ούτως ώστε η απόδοση που λαμβάνεις να ακολουθεί την πορεία των τιμών

Η ποσοστιαία απόδοση της επένδυσής σου θα πρέπει να υπερβαίνει τουλάχιστον το ποσοστό του πληθωρισμού που επικρατεί στην εγχώρια οικονομία και να αυξάνει την πραγματική αξία των χρημάτων σου.

10. Να γνωρίζεις πότε πρέπει να πουλήσεις τα μερίδιά σου

Προσπάθησε να εκτιμήσεις την πορεία του αμοιβαίου κεφαλαίου, στο οποίο έχεις επενδύσει, συγκριτικά με την πορεία των επιτοκίων και των τιμών των μετοχών, κατά τέτοιο τρόπο, ώστε να γνωρίζεις πότε πρέπει να "απαλλαγείς" από τα μερίδια ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, ή να τα μεταφέρεις σε άλλη κατηγορία, αποφεύγοντας την παραμονή σου σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο που ακολουθεί σταθερή πτωτική πορεία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 13 : ΓΙΑΤΙ ΠΡΕΠΕΙ ΝΑ ΑΞΙΟΛΟΓΟΥΝΤΑΙ ΟΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΕΣ

Τα τελευταία χρόνια ένα μεγάλο ποσοστό επενδύσεων πραγματοποιείται από επαγγελματίες διαχειριστές. Από μια κοινωνική σκοπιά, η αξιολόγηση της επίδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι ιδιαίτερης σπουδαιότητας γιατί πρέπει να γνωρίζουμε εάν, οι διαχειριστές ως ομάδα, προσθέτουν αξία στα χαρτοφυλάκια που διαχειρίζονται ή εάν απλά προκαλούν σπατάλες πόρων μέσω του υψηλού κόστους συναλλαγών που δημιουργεί η συνεχής ενεργητική διαχείριση.

Σε μικρο-επίπεδο είναι πολύ σημαντικό για έναν επενδυτή που τοποθετεί τα κεφάλαιά του στην επαγγελματική διαχείριση, να αξιολογεί τις επιδόσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου που επιλέγει σε σχέση με τα υπόλοιπα, αλλά και να κατανοεί - σε γενικές γραμμές - την πολιτική που θα ακολουθήσει ο διαχειριστής, έτσι ώστε να είναι ικανός να διακρίνει αν την ακολούθησε και σε ποιο βαθμό. Θα πρέπει λοιπόν ο επενδυτής να

μπορεί να απαντήσει σε ερωτήσεις όπως: α) Πόσο διαφοροποιημένο είναι το διαχειριζόμενο χαρτοφυλάκιο; β) Πόσο συχνά εκμεταλλεύεται βραχυπρόθεσμα ο διαχειριστής τις μεταβολές των τιμών; γ) Ποια είναι η αναλογία του χαρτοφυλακίου σε μετοχές και ομολογίες και σε ποιο βαθμό αλλάζει η αναλογία αυτή;

Εάν παρατηρήσουμε προσεκτικά τις επιδόσεις των διαχειριστών των αμοιβαίων κεφαλαίων, θα δούμε ότι κάποιοι διαχειριστές επέτυχαν καλύτερη απόδοση από ένα "παθητικό χαρτοφυλάκιο", όπως αυτό του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α., ενώ άλλοι επέτυχαν χειρότερη.

Ένας διαχειριστής αμοιβαίων κεφαλαίων μπορεί να επιτύχει κανονικά κέρδη εάν έχει την ικανότητα να επιλέγει υποτιμημένα αξιόγραφα και δεύτερον εάν με κατάλληλες κινήσεις τοποθετείται στην αγορά αγοράζοντας ή πωλώντας μετοχές ή άλλα αξιόγραφα σταθερού εισοδήματος.

Οποιαδήποτε ανάλυση λοιπόν της ικανότητας των διαχειριστών πρέπει να περιλαμβάνει την ικανότητα επιλογής των αξιογράφων και την ικανότητα συγχρονισμού των κινήσεών του. Ανεξάρτητα από τις πραγματικά υπάρχουσες δυσκολίες μέτρησης της επίδοσης των διαχειριστών των αμοιβαίων κεφαλαίων, οι κυριότεροι αποδέκτες των πληροφοριών αναφορικά με την επίδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι οι διαχειριστές (managers) και οι επενδυτές.

Οι Διαχειριστές

Στις αναπτυγμένες κεφαλαιαγορές συγκροτείται η επιτροπή αμοιβών (compensation committee) των διαχειριστών, η οποία χρειάζεται πληροφορίες για τη σχετική επίδοσή τους. Εάν ένας διαχειριστής αμοιβαίων κεφαλαίων συστηματικά επιτυγχάνει υψηλότερες αποδόσεις από ένα παθητικό χαρτοφυλάκιο ισοδύναμου κινδύνου, τότε ο διαχειριστής θα λάβει μία επιπλέον αμοιβή. Από την άλλη μεριά εάν ένας διαχειριστής συστηματικά επιτυγχάνει χαμηλότερες αποδόσεις από ένα παθητικό χαρτοφυλάκιο ισοδύναμου κινδύνου, τότε ίσως θα έπρεπε να αντικατασταθεί.

Οι Επενδυτές

Οι επενδυτές προσπαθούν να επιλέξουν το κατάλληλο αμοιβαίο κεφάλαιο χρησιμοποιώντας παρελθούσες πληροφορίες για την επίδοση των διαχειριστών. Εάν η αγορά δεν είναι αποτελεσματική, τότε ίσως ο καλύτερος διαχειριστής του παρελθόντος παραμείνει ο καλύτερος και στο μέλλον. Όμως εάν η αγορά είναι αποτελεσματική, τότε η παρελθούσα απόδοση (κατά μέσο όρο) δεν μπορεί να

χρησιμοποιηθεί για την πρόβλεψη της αντίστοιχης μελλοντικής. Εν τούτοις, είναι πιθανόν κάποιος να ανακαλύψει μερικούς καλούς διαχειριστές οι οποίοι να υπερείχαν της αγοράς (beat the market) στο παρελθόν και ίσως συνεχίσουν να επιτυγχάνουν καλύτερες αποδόσεις και στο μέλλον. Στις ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές εκτός από τους διαχειριστές και τους επενδυτές, και άλλες κατηγορίες ατόμων και οργανισμών χρειάζονται τις πληροφορίες για την αξιολόγηση της επίδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων. Κατ' αρχάς οι οικονομικές διευθύνσεις μεγάλων εταιρειών χρειάζονται τις πληροφορίες αυτές ώστε να αξιολογήσουν της αποτελεσματικότητα των διαχειριστών των συνταξιοδοτικών προγραμμάτων των εταιρειών τους για τους εργαζόμενους. Οι κυβερνητικές επιτροπές πρέπει να είναι σε θέση να αξιολογήσουν την επίδοση των δημοσίων συνταξιοδοτικών προγραμμάτων. Μεγάλες εταιρείες διαχείρισης χρειάζονται αξιόπιστα κριτήρια αξιολόγησης της επίδοσης των διαχειριστών τους. Τέλος, ορισμένα τμήματα τραπεζών διαχείρισης κεφαλαίων χρειάζονται παρόμοια αξιόπιστα κριτήρια αξιολόγησης της επίδοσης των διαφόρων επενδεδυμένων λογαριασμών πελατών. Παρά το γεγονός λοιπόν ότι οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι επαγγελματίες, πρέπει να ελέγχονται και να αξιολογούνται.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 14 : ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΜΕΤΡΩΝ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

ΣΥΝΟΛΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ (TOTAL RISK)

Ο συνολικός κίνδυνος του μεριδίου του αμοιβαίου κεφαλαίου, προσεγγίζεται από τη διακύμανση ή την τυπική απόκλιση των αποδόσεών του. Σύμφωνα με τη σύγχρονη θεωρία του χαρτοφυλακίου, ο συνολικός κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου διασπάται σε δύο επί μέρους: στο συστηματικό κίνδυνο ή συντελεστή βήτα και στον ειδικό κίνδυνο.

ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΒΗΤΑ (BETA COEFFICIENT)

Ο πιο απλός τρόπος προσέγγισης του κινδύνου της αγοράς (market risk) μέσα σε μια εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά, είναι με τη χρήση του συντελεστή βήτα. Ο συντελεστής αυτός είναι ένα μέτρο της σχετικής επικινδυνότητας της μετοχής ή του αμοιβαίου κεφαλαίου ως προς την εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά. Η εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά υποθέτουμε ότι προσεγγίζεται από το Γενικό Δείκτη του

Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Εξ ορισμού ο Γενικός Δείκτης του Χ.Α.Α. έχει συντελεστή βήτα = 1,0.

Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του συντελεστή βήτα μιας επένδυσης, τόσο πιο επικίνδυνη είναι η επένδυση αυτή. Μια μετοχή (ή ένα αμοιβαίο κεφάλαιο) με συντελεστή βήτα μεγαλύτερο από τη μονάδα θεωρείται επιθετική (επιθετικό), ενώ εάν ο συντελεστής βήτα είναι μικρότερος από τη μονάδα θεωρείται αμυντική (αμυντικό). Για παράδειγμα, εάν μια μετοχή (ή ένα αμοιβαίο κεφάλαιο) έχει συντελεστή βήτα ίσο με 1,2, τότε μια αύξηση του Γενικού Δείκτη κατά 10% θα οδηγήσει σε (κατά μέσο όρο) αύξηση της μετοχής (ή του αμοιβαίου κεφαλαίου) κατά 12%. Τα αμοιβαία κεφάλαια αυτού του είδους θα αποφέρουν σημαντικά κέρδη σε καταστάσεις όπου η αγορά χαρακτηρίζεται από συνεχή άνοδο των τιμών των μετοχών (bull market), αλλά συνήθως υφίστανται μεγάλες απώλειες όταν η αγορά ακολουθεί πτωτική πορεία (bear market).

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι, η τιμή ενός συντελεστή βήτα δεν δείχνει τη μεταβλητότητα ενός αμοιβαίου κεφαλαίου σε απόλυτους όρους, αλλά πόσο μεταβλητό είναι αυτό ως προς το δείκτη της χρηματιστηριακής αγοράς. Ενώ ο συντελεστής βήτα μιας μεμονωμένης μετοχής μπορεί να μεταβάλλεται διαχρονικά έντονα, ο αντίστοιχος συντελεστής ενός καλά διαφοροποιημένου αμοιβαίου κεφαλαίου μετοχών, δείχνει ικανοποιητική διαχρονική σταθερότητα. Το χαρακτηριστικό αυτό είναι σημαντικό πλεονέκτημα στη διαδικασία μέτρησης και πρόβλεψης του επιπέδου του συστηματικού κινδύνου των αμοιβαίων κεφαλαίων. Αμοιβαία κεφάλαια χρηματαγοράς, των οποίων η τιμή δεν παρουσιάζει καμία διακύμανση, έχουν βήτα ίσο με μηδέν, ενώ μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια μπορεί να έχουν συντελεστή βήτα που να πλησιάζει ή και να ξεπερνά τη μονάδα. Τέλος, αμοιβαία κεφάλαια μικτού τύπου θα έχουν συντελεστή βήτα χαμηλότερο της μονάδας (Φίλιππας, 2000).

Η ακριβής τιμή του βήτα των αμοιβαίων κεφαλαίων εξαρτάται από το ποσοστό του ενεργητικού το οποίο έχει επενδυθεί σε μετοχές και άλλα περιουσιακά στοιχεία που ενέχουν κίνδυνο ως προς τα υπόλοιπα επενδεδυμένα στοιχεία μηδενικού κινδύνου. Επιπλέον, το είδος των επιλεγμένων μετοχών (επιθετικών έναντι αμυντικών) αλλά και η στάθμιση που ο διαχειριστής επιλέγει για τα προαναφερθέντα είδη μετοχών συμβάλλει στην τελική διαμόρφωση του μεγέθους του συστηματικού κινδύνου ενός αμοιβαίου κεφαλαίου.

Για την εύρεση του συντελεστή βήτα ενός ελληνικού αμοιβαίου κεφαλαίου είναι απαραίτητη η εκτίμηση του πιο κάτω υποδείγματος, γνωστού στη Χρηματοοικονομική, ως υποδείγματος της αγοράς (market model)

$$R_{pt} - R_f = a_p + b_p(R_{mt} - R_f) + u_{it} \quad (*)$$

όπου:

R_{pt} είναι η απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου p κατά τη περίοδο t

R_{mt} είναι η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς, όπως αυτή προσεγγίζεται από το Γενικό Δείκτη του Χ.Α.Α.

R_f το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, το οποίο προσεγγίζεται από το επιτόκιο των τριμηνιαίων Εντόκων Γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου

b_p ο συντελεστής βήτα του αμοιβαίου κεφαλαίου p

a_p ο συντελεστής άλφα του αμοιβαίου κεφαλαίου p και τέλος

u_{it} ένας στοχαστικός όρος, ο οποίος υποθέτουμε ότι πληροί τις υποθέσεις του κλασσικού γραμμικού υποδείγματος.

Η εκτίμηση του παραπάνω υποδείγματος γίνεται συνήθως με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων και παρέχει προσεγγίσεις των συντελεστών άλφα και βήτα του αμοιβαίου κεφαλαίου. Στη διαδικασία εφαρμογής της μεθόδου αυτής υιοθετούνται αρκετά περιοριστικές υποθέσεις οι οποίες, όπως έχει δείξει η εμπειρική έρευνα, συχνά παραβιάζονται. Οι υποθέσεις αυτές αφορούν κυρίως στη συμπεριφορά του στοχαστικού όρου, οι οποίες χρησιμοποιώντας μαθηματικά σύμβολα είναι οι πιο κάτω:

$$E(u_i) = 0 \quad \forall t \quad (1)$$

$$Cov(u_{it}, u_{it+k}) = 0 \quad (2)$$

$$Cov(u_{it}, R_{mt}) = 0 \quad (3)$$

$$Var(u_{it}) = \sigma^2 \quad (4)$$

Η υπόθεση (1) υπονοεί ότι η αναμενόμενη τιμή του στοχαστικού όρου είναι μηδέν, ενώ η υπόθεση (2) αφορά στη διαχρονική ανεξαρτησία των καταλοίπων. Η υπόθεση (3) αναφέρεται στην ανεξαρτησία της μεταβλητής με το στοχαστικό όρο, ενώ η υπόθεση (4) υπονοεί ότι η διακύμανση των καταλοίπων είναι σταθερή για όλη την περίοδο του δείγματος. (Υπόθεση της Ομοσκεδαστικότητας). Επιπροσθέτως, γίνεται αποδεκτό ότι η τιμή του συστηματικού κινδύνου είναι σταθερή για όλη την περίοδο εκτίμησης.

Η συνήθης διεθνής πρακτική για την εκτίμηση του υποδείγματος της αγοράς για αμοιβαία κεφάλαια είναι η χρησιμοποίηση μηνιαίων στοιχείων (αποδόσεων) για μια περίοδο τριών ετών. Όμως η ίδια σχέση θα μπορούσε να εκτιμηθεί χρησιμοποιώντας στοιχεία μικρότερης χρονικής διάρκειας π.χ. εβδομαδιαία στοιχεία για μια περίοδο ενός έτους.

Πρέπει να σημειωθεί ότι η εκτίμηση του συντελεστή βήτα θα πρέπει να γίνεται προσεκτικά και με τη χρήση κατάλληλων οικονομετρικών τεχνικών. Κατ' αρχάς, οι τιμές του βήτα των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν πρέπει να χρησιμοποιούνται όταν αυτά δεν συσχετίζονται με την εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά. Για παράδειγμα, ένα αμοιβαίο κεφάλαιο το οποίο επενδύει σε χρυσό, μπορεί να έχει ένα χαμηλό βήτα. Αυτό συμβαίνει, όχι γιατί έχει ένα χαμηλό επίπεδο κινδύνου της αγοράς, αλλά επειδή ο κίνδυνος της αγοράς του, δεν συσχετίζεται με τη γενική χρηματιστηριακή αγορά.

Η χρησιμοποίηση του υποδείγματος για την εύρεση του κινδύνου των διεθνών (ή και διεθνικών) αμοιβαίων κεφαλαίων είναι λάθος, στο βαθμό που στο υπόδειγμα συσχετίζονται οι αποδόσεις του με τις αντίστοιχες της εγχώριας χρηματιστηριακής αγοράς. Επιπλέον, η διεθνής εμπειρία έχει δείξει ότι αμοιβαία κεφάλαια με υψηλό βήτα, μερικές φορές σε ανοδικές αγορές δεν έχουν ικανοποιητικές αποδόσεις, ενώ αμοιβαία κεφάλαια με χαμηλό συντελεστή συστηματικού κινδύνου σε καθοδικές αγορές πάνε πολύ άσχημα.

Τέλος, ο Roll (1977-78) έχει υποστηρίξει την αδυναμία του συντελεστή βήτα να είναι ένα 100% αξιόπιστο μέτρο κινδύνου. Όμως, η χρήση του συντελεστή αυτού, τόσο από ανθρώπους της αγοράς όσο και από θεωρητικούς, συνεχίζει αμείωτη. Προτείνεται, όπως χρησιμοποιείται στις προαναφερθείσες καταστάσεις με σχετική επιφυλακτικότητα και σε συνδυασμό με ένα άλλο μέτρο της επικινδυνότητας του αμοιβαίου κεφαλαίου, την τυπική απόκλιση.

ΕΙΔΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ (SPECIFIC RISK)

Ο ειδικός κίνδυνος αποτελεί το υπόλοιπο τμήμα του κινδύνου, το οποίο δεν οφείλεται στις γενικές διακυμάνσεις της χρηματιστηριακής αγοράς. Σε καλά διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια και αμοιβαία κεφάλαια, αναμένουμε όπως ο κίνδυνος αυτός τείνει στο μηδέν.

ΤΥΠΙΚΟ ΣΦΑΛΜΑ ΤΟΥ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗ ΒΗΤΑ (STANDARD ERROR OF BETA, S_b)

Το τυπικό σφάλμα είναι ένα μέτρο του δυνητικού σφάλματος της σημειακής εκτίμησης του συντελεστή βήτα. Όσο χαμηλότερη είναι η τιμή του τυπικού σφάλματος, τόσο μεγαλύτερη εμπιστοσύνη έχουμε στην αναγραφόμενη τιμή του συντελεστή βήτα.

ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ t ΤΟΥ STUDENT

Η τιμή αυτή προκύπτει από τη διαίρεση του συντελεστή βήτα με το τυπικό του σφάλμα:

$$t_b = \frac{B\eta\tau\alpha}{S_b}$$

Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του t τόσο μεγαλύτερη εμπιστοσύνη έχουμε στην αναγραφόμενη τιμή του συντελεστή βήτα. Εάν όμως η τιμή του t ενός συντελεστή βήτα είναι μικρότερη του 2, τότε δεχόμαστε ότι η τιμή αυτή είναι στατιστικά ίση με το μηδέν.

ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΑΛΦΑ (ALPHA COEFFICIENT)

Ο συντελεστής άλφα είναι ένα μέτρο που δείχνει τη σχέση μεταξύ του συντελεστή βήτα ενός αμοιβαίου κεφαλαίου και της επίδοσής του. Όσο μεγαλύτερος είναι ο συντελεστής Άλφα, τόσο καλύτερα για τον μεριδιούχο, αλλά και για την αξιολόγηση του διαχειριστή. Σε γενικές γραμμές, τιμές του άλφα μεγαλύτερες του μηδενός είναι επιθυμητές, ενώ μηδενικές τιμές του άλφα δείχνουν ότι η επίδοση του αμοιβαίων κεφαλαίου δοθείσης της επικινδυνότητάς της, ήταν αναμενόμενη. Τέλος, αρνητικές τιμές του άλφα δείχνουν ότι η επίδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου, με δεδομένο το επίπεδο κινδύνου, ήταν χειρότερη από την αναμενόμενη.

ΤΥΠΙΚΟ ΣΦΑΛΜΑ ΤΟΥ ΑΛΦΑ (STANDARD ERROR OF ALPHA, S_α)

Το τυπικό σφάλμα του Άλφα, είναι ένα μέτρο του δυνητικού σφάλματος της σημειακής εκτίμησής του. Όσο χαμηλότερη είναι η τιμή του τυπικού σφάλματος, τόσο μεγαλύτερη εμπιστοσύνη έχουμε στην αναγραφόμενη τιμή του συντελεστή Άλφα.

ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ t ΤΟΥ STUDENT ΤΟΥ ΑΛΦΑ

Η τιμή αυτή προκύπτει από τη διαίρεση του συντελεστή άλφα με το τυπικό του σφάλμα:

$$t_a = \frac{\text{Άλφα}}{S_a}$$

Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του t (και πάντα μεγαλύτερη του 2), τόσο μεγαλύτερη εμπιστοσύνη έχουμε στην αναγραφόμενη τιμή του συντελεστή Άλφα. Εάν η τιμή του t ενός συντελεστή άλφα είναι μικρότερη του 2, τότε δεχόμαστε ότι η τιμή αυτή είναι στατιστικά ίση με το μηδέν.

ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΥ R^2 (%)

Ο συντελεστής προσδιορισμού R^2 είναι ένα στατιστικό μέτρο που λαμβάνει τιμές μεταξύ του μηδενός και της μονάδας. Ο συντελεστής αυτός μετράει το ποσοστό των μεταβολών της καθαρής τιμής του μεριδίου του αμοιβαίου κεφαλαίου, το οποίο ερμηνεύεται από τις συνολικές κινήσεις της χρηματιστηριακής αγοράς. Επιπλέον, το R^2 αποτελεί ένα μέτρο τέλει διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου. Πιο συγκεκριμένα, ένα χαρτοφυλάκιο που είναι τέλεια διαφοροποιημένο, θα συσχετίζεται τέλεια με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς και ως εκ τούτου το σχετικό R^2 θα είναι ίσο με το 1,00. Αυτό είναι πολύ λογικό γιατί, πλήρης διαφοροποίηση απαιτεί εκμηδένιση όλου του μη συστηματικού κινδύνου και εάν το υπόλοιπο που παραμένει είναι μόνο συστηματικός κίνδυνος, ένα πλήρως διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο θα πρέπει να συσχετίζεται θετικά με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς που έχει μόνο συστηματικό κίνδυνο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 15 : ΣΥΓΧΡΟΝΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΕΠΙΛΕΚΤΙΚΟΤΗΤΑ

Μια σημαντική συμβολή της χρηματοοικονομικής θεωρίας στην αξιολόγηση των διαχειριστών είναι η παροχή ενός εξειδικευμένου τρόπου μέτρησης της απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων. Σύμφωνα με τον Fama (1972), η ικανότητα πρόβλεψης του διαχειριστή διακρίνεται σε δύο κατηγορίες: α) τις μικροπροβλέψεις (microforecasting), οι οποίες αναφέρονται στην ικανότητα πρόβλεψης των κινήσεων των τιμών μεμονωμένων μετοχών σε σχέση με την κίνηση του συνόλου των τιμών των μετοχών και β) τις μακροπροβλέψεις (macroforecasting), οι οποίες αναφέρονται στην ικανότητα πρόβλεψης της πορείας των τιμών των μετοχών γενικά ως προς την πορεία των επιτοκίων των τίτλων σταθερού εισοδήματος. Το πρώτο επιμέρους στοιχείο ονομάζεται συχνά "επιλογή μετοχών" ή "επιλεκτικότητα" (stock selection / selectivity), ενώ το δεύτερο "συγχρονισμός" (market timing).

Ορισμένοι διαχειριστές ισχυρίζονται ότι η διαχείριση χαρτοφυλακίου βασίζεται σε προνομιακή πληροφόρηση. Εάν αυτό αληθεύει, τότε βασικό ρόλο στη διαχείριση θα αποτελεί η ποιότητα της πληροφόρησης που κατέχει ο διαχειριστής. Τα στοιχεία αυτά αποτελούν βασικές προϋποθέσεις που πρέπει να πληροί ένας επαγγελματίας διαχειριστής χαρτοφυλακίου. Επιπλέον, θα πρέπει να έχει την ικανότητα να ελαχιστοποιεί τον μη-συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου του.

Αν ένας διαχειριστής χαρτοφυλακίου έχει την ικανότητα να κάνει σωστές προβλέψεις όσον αφορά στις κινήσεις της αγοράς ή τις μεταβολές των επιτοκίων, τότε, μπορεί να αλλάξει τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου του και να το προσαρμόσει σύμφωνα με τις νέες εξελίξεις της αγοράς. Για παράδειγμα, ένας διαχειριστής μετοχικού χαρτοφυλακίου, θα επέλεγε μετοχές υψηλών επιδόσεων (και κατ' επέκταση υψηλού κινδύνου) για το χαρτοφυλάκιό του, αν οι προβλέψεις του αναφέρονταν σε ανοδική αγορά. Η επιλογή του αυτή, θα οδηγήσει σε αύξηση του συστηματικού κινδύνου του χαρτοφυλακίου (υψηλός συντελεστής βήτα). Αντίθετα, αν οι προβλέψεις του αναφέρονταν σε καθοδική αγορά, θα μείωνε το συντελεστή βήτα του χαρτοφυλακίου, επιλέγοντας μετοχές χαμηλού κινδύνου και τοποθετώντας κεφάλαια σε άλλες, βραχυπρόθεσμες και περισσότερο ασφαλείς επενδύσεις (money market instruments), εξασφαλίζοντας έτσι αποδόσεις ανώτερες από τις αποδόσεις της αγοράς, προσαρμοσμένες στον κίνδυνο. Επίσης, ένας διαχειριστής χαρτοφυλακίου σταθερού εισοδήματος θα άλλαζε τη σταθμισμένη χρονική διάρκεια (duration) του χαρτοφυλακίου αν προσδοκούσε μεταβολές στο ύψος των επιτοκίων, αυξάνοντας τη σταθμισμένη χρονική διάρκεια υπό την προσδοκία πτώσης των επιτοκίων και αντιστρόφως. Υπό την προϋπόθεση ότι θα εκτελεστεί σωστά, η στρατηγική αυτή θα παρέχει επίσης υψηλότερες αποδόσεις, προσαρμοσμένες στον κίνδυνο. Τέλος, αν ένας διαχειριστής χαρτοφυλακίου και οι αναλυτές του είναι ικανοί να επιλέγουν συνεχώς υποτιμημένα αξιόγραφα (μετοχές ή ομολογίες) για ένα δεδομένο επίπεδο κινδύνου, τότε το χαρτοφυλάκιο αυτό θα παρουσιάσει επίσης υψηλή, προσαρμοσμένη στον κίνδυνο, απόδοση.

Ο δεύτερος παράγοντας που πρέπει να ληφθεί υπόψη για την εκτίμηση ενός διαχειριστή χαρτοφυλακίου, είναι η ικανότητά του για πλήρη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου. Η αγορά ανταμείβει εκείνους τους επενδυτές που υφίστανται μόνο συστηματικό κίνδυνο (κίνδυνο αγοράς), και όχι μη συστηματικό κίνδυνο. Αυτό συμβαίνει επειδή, όπως ήδη έχουμε αναφέρει, ο μη συστηματικός κίνδυνος μπορεί να εξαιρεθεί μέσω της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου. Κατά συνέπεια, οι

επενδυτές επιθυμούν να είναι τα χαρτοφυλάκια τους πλήρως διαφοροποιημένα, για να μπορούν με αυτόν τον τρόπο να εξαλείψουν το μη συστηματικό κίνδυνο. Το επίπεδο της διαφοροποίησης υπολογίζεται με τη συσχέτιση ανάμεσα στην απόδοση του χαρτοφυλακίου και στην απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Ένα πλήρως διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο είναι τέλεια συσχετισμένο με το πλήρως διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο της αγοράς.

Είναι πολύ σημαντικό να γνωρίζουμε και τις δύο προϋποθέσεις που πρέπει να πληροί ένας διαχειριστής χαρτοφυλακίου, διότι, κάποιες τεχνικές εκτίμησης χαρτοφυλακίων λαμβάνουν υπόψη τους μόνο τη μία προϋπόθεση και όχι την άλλη, ενώ άλλες τεχνικές λαμβάνουν υπόψη τους ανεπιφύλακτα και τις δύο προϋποθέσεις, χωρίς όμως να κάνουν κάποιο διαχωρισμό ανάμεσά τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 16: ΠΟΣΟΤΙΚΑ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ

ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΩΝ TREYNOR - MAZUY

Ένας ικανοποιητικός τρόπος μέτρησης της ικανότητας του συγχρονισμού, είναι η απευθείας σύγκριση των αποδόσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου με τις αποδόσεις της αγοράς. Οι Treynor και Mazuy (1996) παρουσίασαν διαγραμματικά τον τρόπο αυτό, με τη βοήθεια της χαρακτηριστικής γραμμής. Εάν ο διαχειριστής δεν μεταβάλλει την επικινδυνότητα του χαρτοφυλακίου του, ανεξάρτητα εάν η αγορά είναι ανοδική ή καθοδική, τότε η κλίση της γραμμής είναι σταθερή και η χαρακτηριστική γραμμή είναι ευθεία. Για τέτοιους είδους αμοιβαία κεφάλαια, ο τρόπος που είναι κατανοημένα τα νέφη των σημείων γύρω από τη χαρακτηριστική γραμμή, είναι ένας τρόπος μέτρησης για το πόσο καλά διαφοροποιημένα είναι τα χαρτοφυλάκια που διαχειρίζονται. Όσο περισσότερο διαφοροποιημένο είναι το χαρτοφυλάκιο του αμοιβαίου κεφαλαίου, τόσο μικρότερη θα είναι η κατανομή του νέφους των σημείων γύρω από τη χαρακτηριστική γραμμή, διότι θα αντανάκλα με μεγαλύτερη ακρίβεια τις μεταβολές των μετοχών.

Υπάρχει ακόμα η ακραία περίπτωση στην οποία, ο διαχειριστής του αμοιβαίου κεφαλαίου έχει την ικανότητα να προεξοφλεί με ακρίβεια όλες τις μεταβολές στις κινήσεις της αγοράς. Αυτό γίνεται με το συνδυασμό δύο χαρακτηριστικών γραμμών, από τις οποίες η μία εμφανίζει υψηλή, ενώ η άλλη εμφανίζει χαμηλή μεταβλητότητα. Όποτε ο διαχειριστής προβλέπει ανοδική αγορά, επιλέγει τη σύνθεση υψηλής μεταβλητότητας.

Συνήθως κανένας διαχειριστής δεν ισχυρίζεται ότι έχει την ικανότητα να προεξοφλεί τέλεια τις κινήσεις της αγοράς. Σύμφωνα με τους Treynor και Mazuy, υποθέτουμε ότι οι επαγγελματίες διαχειριστές έχουν κάποιες ικανότητες πρόβλεψης. Αν συμβαίνει αυτό, τότε, όσο καλύτερη απόδοση παρουσιάζει η αγορά, τόσο περισσότερες πιθανότητες υπάρχουν να έχει προβλέψει ο διαχειριστής αυτή την απόδοση και να έχει αυξήσει τη μεταβλητότητα του αμοιβαίου κεφαλαίου κατάλληλα.

Ο έλεγχος της επιτυχίας των προβλέψεων, είναι απλός: ο μόνος τρόπος με τον οποίο οι διαχειριστές των χαρτοφυλακίων των αμοιβαίων κεφαλαίων μπορούν να μετατρέψουν την ικανότητά τους να προεξοφλούν τις κινήσεις της αγοράς σε κέρδος για τους μεριδιούχους, είναι να αλλάζουν τη μεταβλητότητα του χαρτοφυλακίου συστηματικά και κατά τέτοιο τρόπο ώστε, η χαρακτηριστική γραμμή που προκύπτει να είναι καμπύλη με ανοδική κατεύθυνση.

Αν οι προβλέψεις του διαχειριστή αναφορικά με τις κινήσεις της αγοράς είναι στην πλειονηφία τους σωστές, τότε η χαρακτηριστική γραμμή δεν θα είναι πλέον ευθεία, αλλά καμπύλη. Ο βαθμός καμπυλότητας εξαρτάται από το βαθμό αλλαγής της μεταβλητότητας του χαρτοφυλακίου, ανάλογα με τις προσδοκίες για την πορεία της αγοράς.

Η προσέγγιση των Treynor και Mazuy για τον έλεγχο της καμπύλης, βασίστηκε στην εφαρμογή των στοιχείων απόδοσης, στην ακόλουθη δευτεροβάθμια σχέση:

$$R_{it} - R_{ft} = a_i + b_i(R_{mt} - R_{ft}) + c_i(R_{mt} - R_{ft})^2 + u_{it}$$

όπου:

R_{it} = η απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου i κατά τη χρονική περίοδο t

R_{mt} = η απόδοση της αγοράς κατά τη χρονική περίοδο t

R_{ft} = η απόδοση της επένδυσης μηδενικού κινδύνου κατά τη χρονική περίοδο t

u_{it} = μία τυχαία μεταβλητή (σφάλμα)

a_{it} , b_i και c_i = παράμετροι που πρόκειται να εκτιμηθούν από το υπόδειγμα.

ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ HENRIKSSON - MERTON

Οι Henriksson - Merton (1981) υποθέτουν ότι η τιμή του συστηματικού κινδύνου των αμοιβαίων κεφαλαίων μπορεί να πάρει δύο τιμές ανάλογα με το εάν η

χρηματιστηριακή αγορά είναι ανοδική ($r_m - r_f > 0$), b_{ju} ή καθοδική ($r_m - r_f \leq 0$), b_{jd} .

Εάν ο διαχειριστής είναι ικανός να προβλέψει με επιτυχία την πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς, τότε θα τροποποιήσει τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου του ως εξής:

α) εάν η χρηματιστηριακή αγορά βρίσκεται σε ανοδική φάση, τότε ο διαχειριστής μειώνει τα διαθέσιμά του και αυξάνει το ποσοστό των μετοχών στο χαρτοφυλάκιο του, αυξάνοντας παράλληλα και το συντελεστή βήτα.

β) εάν η αγορά βρίσκεται σε καθοδική φάση, ο διαχειριστής περιορίζει το ποσοστό των μετοχών του, αυξάνοντας τα διαθέσιμά του ή τα χρεόγραφα σταθερής απόδοσης, μειώνοντας παράλληλα το συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου.

Για τον έλεγχο της ικανότητας του συγχρονισμού, οι συγγραφείς πρότειναν ένα υπόδειγμα το οποίο προέρχεται από τις παρακάτω εξισώσεις παλινδρόμησης:

$$R_{it} = a_i + b_{id}R_{mt} + u_{it}, \text{ για όλα τα } t, \text{ όπου } R_{mt} \leq 0$$

$$R_{it} = a_i + b_{iu}R_{mt} + u_{it}, \text{ για όλα τα } t, \text{ όπου } R_{mt} > 0$$

Οι δύο πιο πάνω εξισώσεις μπορούν να συνδυαστούν και να απεικονισθούν όπως στο παρακάτω υπόδειγμα:

$$R_{it} = a_i + b_{id}R_{mt} + b_{io}R_{mt}D_{ut} + u_{it}$$

όπου:

$R_{it} = r_{it} - r_{ft}$ είναι η απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου (r_{it}) μείον το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο (r_{ft}),

$R_{mt} = r_{mt} - r_{ft}$ είναι η απόδοση του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α. (r_{mt}) μείον το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο,

u_{it} είναι μια τυχαία μεταβλητή,

D_{ut} είναι μια ψευδομεταβλητή, η οποία λαμβάνει την τιμή 1 εάν $R_{mt} > 0$ (ανοδική αγορά) και την τιμή 0 εάν $R_{mt} \leq 0$ (καθοδική αγορά),

b_{iu} είναι η τιμή του συντελεστή συστηματικού κινδύνου του αμοιβαίου i για ανοδικές αγορές,

b_{id} είναι η τιμή του συντελεστή συστηματικού κινδύνου του αμοιβαίου i για καθοδικές αγορές και

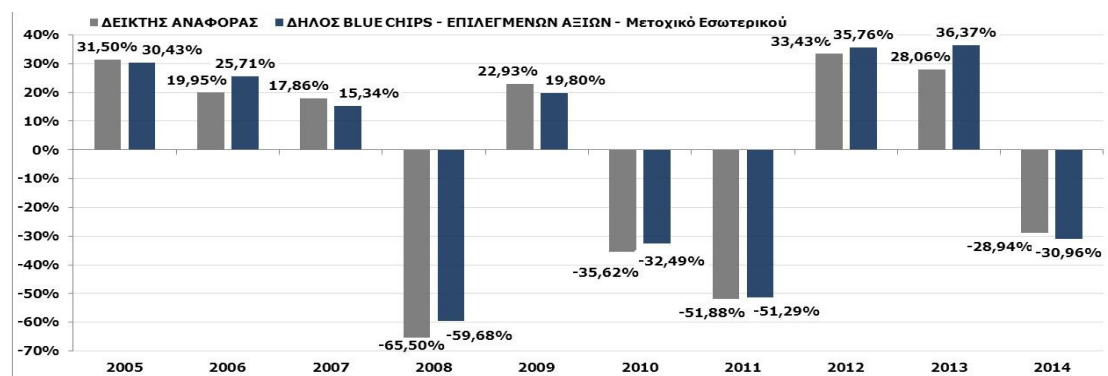
b_{io} απεικονίζει τη διαφορά των συντελεστών βήτα του αμοιβαίου κεφαλαίου μεταξύ των ανοδικών και καθοδικών αγορών ($\beta_{iu} - \beta_{id}$).

Υποθέτοντας ότι, το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Στοιχείων των Sharpe (1964), Lintner (1965) και Mossin (1966) ισχύει, τότε το a_i είναι η παράμετρος η οποία μετράει την επιλεκτικότητα, την επιπλέον δηλαδή απόδοση που επιτυγχάνει ένα αμοιβαίο κεφάλαιο i . Η ικανότητα του διαχειριστή για μάκρο-προβλέψεις μπορεί να αξιολογηθεί χρησιμοποιώντας το γνωστό κριτήριο t για το συντελεστή β_{io} , που αντιστοιχεί στη γνωστή υπόθεση μηδέν $\beta_{io} = 0$. Μια στατιστικά σημαντική θετική τιμή του β_{io} συνεπάγεται ότι ο διαχειριστής άλλαξε τη διάρθρωση του χαρτοφυλακίου του, με αποτέλεσμα να είναι πιο επικίνδυνο στις ανοδικές αγορές και λιγότερο επικίνδυνο στις καθοδικές αγορές και κρίνεται θετικά. Σε αντίθετη περίπτωση, εάν $\beta_{io} \leq 0$ σημαίνει ότι ο διαχειριστής δεν έλαβε υπόψιν του τις μεταβολές της αγοράς και η διάρθρωση του χαρτοφυλακίου του παρέμεινε ίδια ή ακόμα χειρότερα, ήταν σε αντίθετη κατεύθυνση από αυτήν της χρηματιστηριακής αγοράς. Πρέπει να σημειωθεί ότι, επειδή είναι πιθανό το υπόδειγμα να παρουσιάζει ετεροσκεδαστικότητα, προτείνεται η διόρθωση του προβλήματος με σχετικές οικονομετρικές τεχνικές [White (1980), Newey-West (1987)].

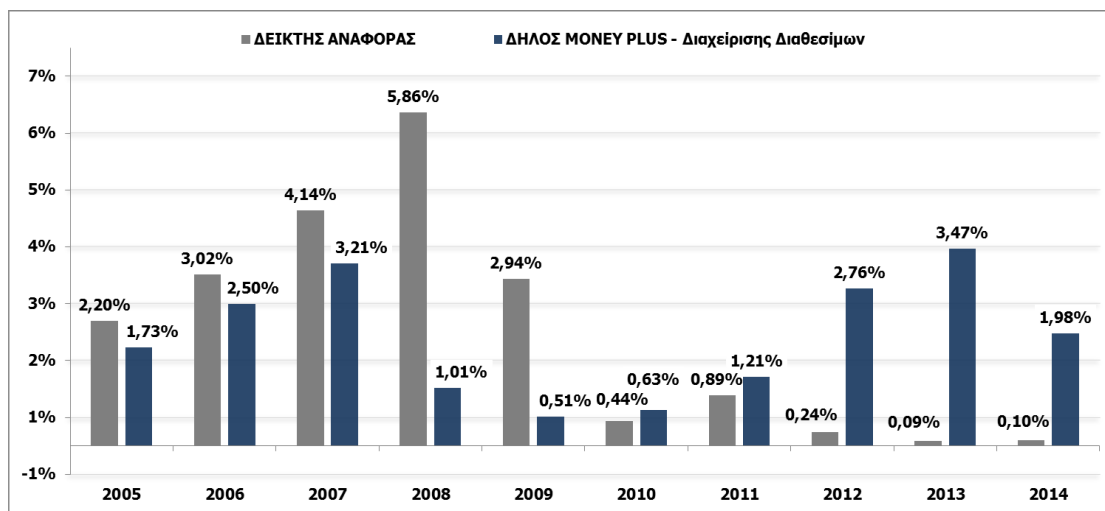
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 17 : ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ-ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στην παρούσα εργασία επιλέξαμε 3 αμοιβαία κεφάλαια (2 από την ελληνική αγορά και 1 από την αμερικάνικη) προκειμένου να τα μελετήσουμε. Ειδικότερα επιλέξαμε τα Α/Κ Δήλος Blue Chips Επιλεγμένων Αξιών -Μετοχικό Εσωτερικού και το Δήλος Money Plus – Διαχείρισης Διαθεσίμων της Εθνικής Asset Management ΑΕΔΑΚ και το Morgan Stanley Institutional Fund, Inc. Global Opportunity Portfolio Class A (MGGPX).

Το Δήλος Blue Chips έχει ως επενδυτικό σκοπό την επίτευξη της όσο το δυνατόν υψηλότερης απόδοσης κυρίως από υπεραξία αλλά και από μερίσματα. Για την επίτευξη του παραπάνω σκοπού το Α/Κ επενδύει σε ένα χαρτοφυλάκιο μεγάλης διασποράς επιλεγμένων μετοχών εσωτερικού, δίνοντας έμφαση σε μετοχές υψηλής κεφαλαιοποίησης (Blue Chips), που είναι εισηγμένες κυρίως στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Δευτερευόντως το Α/Κ επενδύει σε τίτλους σταθερού εισοδήματος, σε προϊόντα κεφαλαιαγοράς και σε μέσα χρηματαγοράς εσωτερικού – εξωτερικού και καταθέσεις. Το Α/Κ χρησιμοποιεί σαν αποδεκτό Δείκτη Αναφοράς τον Γενικό Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών (Γ.Δ).



Το Δήλος Money Plus – Διαχείρισης Διαθεσίμων έχει ως σκοπό την διατήρηση της αξίας του αρχικού ενεργητικού και την παροχή αποδόσεων αναλόγων με αυτές των χρηματαγορών. Το ενεργητικό του Α/Κ επενδύεται κυρίως σε μέσα χρηματαγοράς και τοποθετείται σε καταθέσεις που τηρούνται σε πιστωτικά ιδρύματα. Το Α/Κ μπορεί να επενδύσει σε κρατικούς ή εταιρικούς ομολογιακούς τίτλους ενώ δεν επιτρέπεται να επενδύσει, άμεσα ή έμμεσα, σε μετοχές ή εμπορεύματα, ούτε σε παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα με υποκείμενες αξίες μετοχές ή εμπορεύματα. Το Α/Κ έχει σαν αποδεκτό Δείκτη Αναφοράς τον EONIA Total Return Index.



To Morgan Stanley Institutional Fund, Inc. Global Opportunity Portfolio Class A (MGGPX) επιδιώκει μακροπρόθεσμη αύξηση κεφαλαίου, και επιδιώκει να επιτύχει τον επενδυτικό στόχο του επενδύοντας κυρίως σε ανεπτυγμένες και αναδυόμενες εταιρίες που βρίσκονται σε όλο τον κόσμο, με κεφαλαιοποίηση εντός του εύρους των επιχειρήσεων, που περιλαμβάνονται στον Morgan Stanley Capital International («MSCI») All Country World Index (δείκτης αναφοράς).

Παλινδρόμηση ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS

Τρέχοντας παλινδρόμηση χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα $r(t)-r_f(t)=\alpha+\beta(rm(t)-r_f)+u(t)$ για τις αποδόσεις του εν λόγω Α/Κ για την περίοδο 01/07/2010 – 30/06/2015, εξήχθησαν τα ακόλουθα αποτελέσματα, τα οποία παρουσιάζονται στους κάτωθι πίνακες.

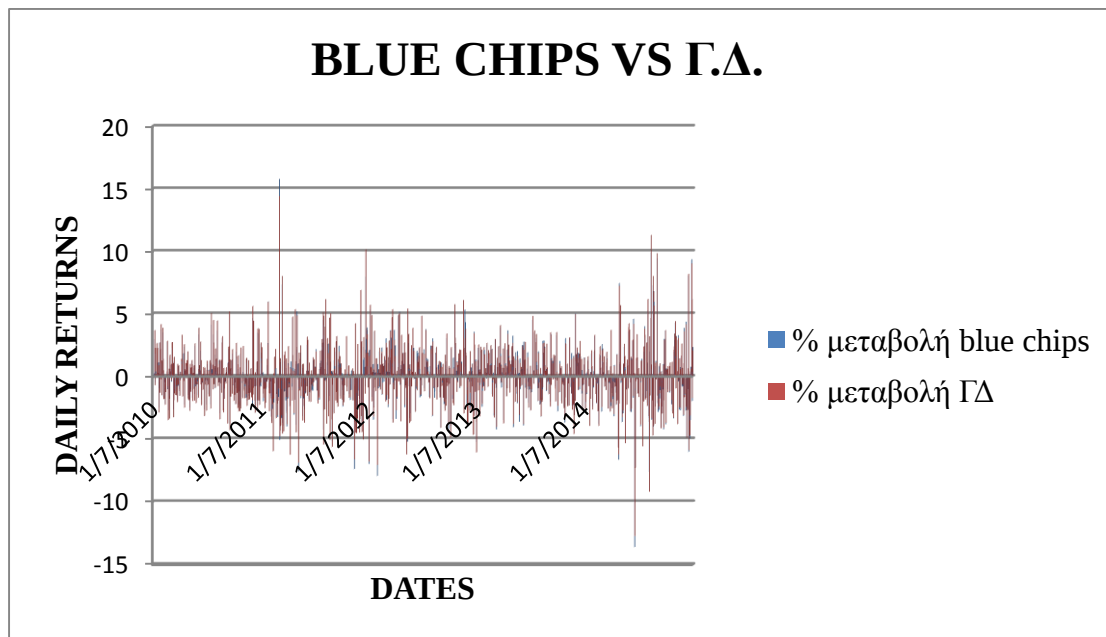
Performance Analysis	Fund	Index
Annualized Return	-10,41%	-11,47%
Annualized Volatility	35,20%	37,22%
Average Daily Return	-0,02%	-0,02%
Standard Deviation	2,22%	2,34%
Skewness	0,28	0,31
Kurtosis	4,41	3,14
Min	-13,65%	-12,78%
Max	15,75%	14,37%
# of Obs	1240	1240

Regression Analysis r(t)- $rf(t)=\alpha+\beta x_{rm}(t)+u(t)$	
α	0,0000
t-stat	-0,0548
β	0,9291
t-stat	185,8694
R2	96,54%

MarketAnalysis	Fund
SharpeRatio	-0,0150
TreynorRatio	-0,0004
Jensen's α	0,0000
M2	-0,0002

Για την περίοδο από **01/07/2010-30/06/2015** βλέπουμε ότι το Sharpe ratio είναι -0,0150. Αυτό σημαίνει ότι για κάθε 1%, παίρνουμε 0.0150 λιγότερη απόδοση για τον επιπλέον κίνδυνο που λαμβάνουμε διακρατώντας το A/K. Το Treynor ratio είναι -0,0004 το οποίο δείχνει την υπερβάλλουσα απόδοση για κάθε μονάδα συστηματικού κινδύνου. Το alpha του Jensen είναι 0,00 το οποίο υποδηλώνει ότι ο διαχειριστής πέτυχε την αναμενόμενη απόδοση με βάση το συστηματικό κίνδυνο που ανέλαβε. Το άλλο μέτρο μέτρησης κινδύνου είναι το $M^2 \equiv S \times \sigma_B + \overline{R_F}$ που για το ΔΗΛΟΣ Blue Chip είναι -0,0002 (όπου S=sharpe ratio, σ_B =τυπική απόκλιση του δείκτη αναφοράς και R_F =το μέσο riskfree επιτόκιο). Το μέτρο αυτό εκφράζει την πορεία ενός A/K σε σχέση με την αγορά σε ποσοστιαίους όρους και θεωρήθηκε από τους Modigliani & Modigliani πιο εύκολο στην κατανόηση. Για ένα A/K με οποιοδήποτε κίνδυνο και απόδοση, το μέτρο αυτό είναι ισοδύναμο με την απόδοση που το κεφάλαιο θα είχε πετύχει αν είχε τον ίδιο κίνδυνο με αυτόν του δείκτη της αγοράς. Επομένως, το αμοιβαίο με το υψηλότερο Modigliani measure όπως και το αμοιβαίο με το υψηλότερο Sharpe ratio θα είχε την υψηλότερη απόδοση για οποιοδήποτε επίπεδο κινδύνου. Και αυτό το μέτρο δείχνει ότι η απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου δεν ακολούθησε αυτή του χαρτοφυλάκιο αναφοράς του. Το beta είναι 0,9291 το οποίο επίσης δείχνει ότι το χαρτοφυλάκιο δεν μεταβολές από την

αγορά, αλλά την ακολουθεί. Οι αποδόσεις τόσο του ΔΗΛΟΣ Blue Chips, όσο και του Γ.Δ, φαίνονται στο ακόλουθο διάγραμμα.



Παλινδρόμηση ΔΗΛΟΣ MONEY PLUS

Τρέχοντας παλινδρόμηση χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα $r(t)-rf(t)=\alpha+\beta(rm(t)-rf(t))+u(t)$ για τις αποδόσεις του εν λόγω Α/Κ για την περίοδο 01/07/2010 – 30/06/2015, εξήχθησαν τα ακόλουθα αποτελέσματα, τα οποία παρουσιάζονται στους κάτωθι πίνακες.

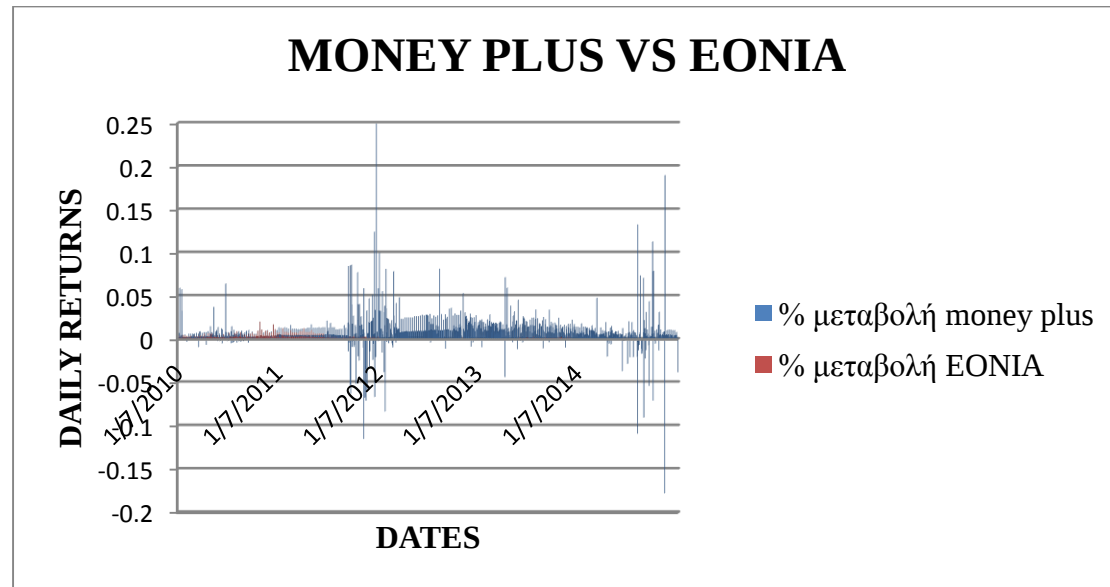
PerformanceAnalysis	Fund	Index
AnnualizedReturn	2,12%	0,31%
AnnualizedVolatility	0,30%	0,03%
AverageDailyReturn	0,01%	0,00%
Standard Deviation	0,02%	0,00%
Skewness	1,75	3,34
Kurtosis	43,09	18,35
Min	-0,18%	0,00%
Max	0,25%	0,02%
# ofObs	1254	1254

Regression Analysis r(t)- $r_f(t)=\alpha+\beta x_{rm}(t)+u(t)$	
α	0,0000
t-stat	0,4748
β	0,5340
t-stat	3,2725
R2	0,85%

MarketAnalysis	Fund
SharpeRatio	-0,3107
TreynorRatio	-0,0001
Jensen's α	0,0000
M2	0,0001

Για την περίοδο από **01/07/2010-30/06/2015** βλέπουμε ότι το Sharpe ratio είναι - 0,3107. Αυτό σημαίνει ότι για κάθε 1%, παίρνουμε 0.3107 λιγότερη απόδοση για τον επιπλέον κίνδυνο που λαμβάνουμε διακρατώντας το A/K. Το Treynor ratio είναι - 0,0001 το οποίο δείχνει την υπερβάλλουσα απόδοση για κάθε μονάδα συστηματικού κινδύνου. Το alpha του Jensen είναι 0,00 το οποίο υποδηλώνει ότι ο διαχειριστής πέτυχε την αναμενόμενη απόδοση με βάση το συστηματικό κίνδυνο που ανέλαβε. Το άλλο μέτρο μέτρησης κινδύνου είναι το $M^2 \equiv S \times \sigma_B + \overline{R_F}$ που για το ΔΗΛΟΣ Money Plus είναι 0,0001 (όπου S=sharpe ratio, σ_B =τυπική απόκλιση του δείκτη αναφοράς και R_F =το μέσο risk free επιτόκιο). Το μέτρο αυτό εκφράζει την πορεία ενός A/K σε σχέση με την αγορά σε ποσοστιαίους όρους και θεωρήθηκε από τους Modigliani & Modigliani πιο εύκολο στην κατανόηση. Για ένα A/K με οποιοδήποτε κίνδυνο και απόδοση, το μέτρο αυτό είναι ισοδύναμο με την απόδοση που το κεφάλαιο θα είχε πετύχει αν είχε τον ίδιο κίνδυνο με αυτόν του δείκτη της αγοράς. Επομένως, το αμοιβαίο με το υψηλότερο Modigliani measure όπως και το αμοιβαίο με το υψηλότερο Sharpe ratio θα είχε την υψηλότερη απόδοση για οποιοδήποτε επίπεδο κινδύνου. Το μέτρο αυτό δείχνει ότι η απόδοση του αμοιβαίου

κεφαλαίου ακολούθησε αυτή του χαρτοφυλάκιο αναφοράς του. Το beta είναι 0,5340 το οποίο επίσης δείχνει ότι το χαρτοφυλάκιο είναι αμυντικό. Οι αποδόσεις τόσο του ΔΗΛΟΣ Money Plus, όσο και του EONIA Total Return Index, φαίνονται στο ακόλουθο διάγραμμα.



Παλινδρόμηση MORGAN STANLEY (MGGPX)

Τρέχοντας παλινδρόμηση χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα $r(t) - rf(t) = \alpha + \beta(rm(t) - rf(t)) + u(t)$ για τις αποδόσεις του εν λόγω Α/Κ για την περίοδο 01/07/2010 – 30/06/2015, εξήχθησαν τα ακόλουθα αποτελέσματα, τα οποία παρουσιάζονται στους κάτωθι πίνακες.

PerformanceAnalysis	Fund	Index
AnnualizedReturn	17,61%	17,91%
AnnualizedVolatility	17,10%	28,20%
AverageDailyReturn	0,07%	0,08%
Standard Deviation	1,08%	1,78%
Skewness	-0,36	-2,60
Kurtosis	3,53	43,91
Min	-6,40%	-26,83%
Max	5,65%	10,97%

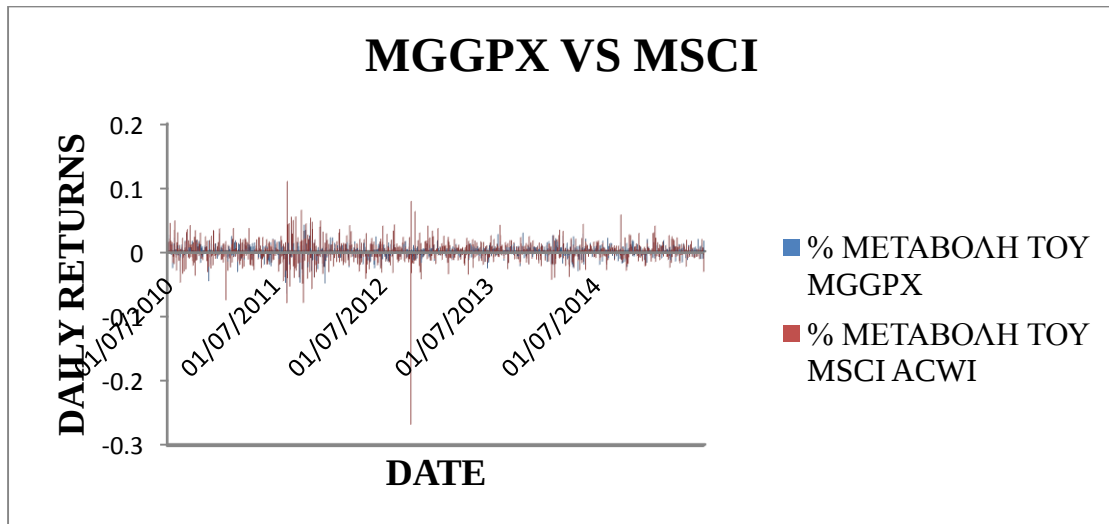
# ofObs	1257	1257
---------	------	------

Regression Analysis r(t)- $rf(t)=\alpha+\beta x_{rm}(t)+u(t)$	
α	0,0004
t-stat	1,6745
β	0,3408
t-stat	24,0683
R2	31,58%

MarketAnalysis	Fund
SharpeRatio	0,0649
TreynorRatio	0,0021
Jensen's α	0,0004
M2	0,0012

Για την περίοδο από **01/07/2010-30/06/2015** βλέπουμε ότι το Sharpe ratio είναι 0,0649. Αυτό σημαίνει ότι για κάθε 1%, παίρνουμε 0.0649 περισσότερη απόδοση για τον επιπλέον κίνδυνο που λαμβάνουμε διακρατώντας το A/K. Το Treynor ratio είναι 0,0021 το οποίο δείχνει την υπερβάλλουσα απόδοση για κάθε μονάδα συστηματικού κινδύνου. Το alpha του Jensen είναι 0,0004 το οποίο υποδηλώνει ότι ο διαχειριστής κινήθηκε όπως η αγορά. Το άλλο μέτρο μέτρησης κινδύνου είναι το $M^2 \equiv S \times \sigma_B + \overline{R_F}$ που για το MGGPX είναι 0,0012 (όπου S=sharpe ratio, σ_B =τυπική απόκλιση του δείκτη αναφοράς και R_F =το μέσο riskfree επιτόκιο). Το μέτρο αυτό εκφράζει την πορεία ενός A/K σε σχέση με την αγορά σε ποσοστιαίους όρους και θεωρήθηκε από τους Modigliani & Modigliani πιο εύκολο στην κατανόηση. Για ένα A/K με οποιοδήποτε κίνδυνο και απόδοση, το μέτρο αυτό είναι ισοδύναμο με την απόδοση που το κεφάλαιο θα είχε πετύχει αν είχε τον ίδιο κίνδυνο με αυτόν του δείκτη της αγοράς. Επομένως, το αμοιβαίο με το υψηλότερο Modigliani measure όπως και το αμοιβαίο με το υψηλότερο Sharpe ratio θα είχε την υψηλότερη απόδοση για οποιοδήποτε επίπεδο κινδύνου. Και αυτό το μέτρο δείχνει ότι η απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου δεν ακολούθησε αυτή του χαρτοφυλάκιο

αναφοράς του. Το beta είναι 0,3408 το οποίο επίσης δείχνει ότι το χαρτοφυλάκιο είναι αμυντικό και όχι επιθετικό στις μεταβολές της αγοράς ($\beta < 1$). Οι αποδόσεις τόσο του MGGPX, όσο και του MSCI World Index, φαίνονται στο ακόλουθο διάγραμμα.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 18

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Καραθανάσης Γ. & Λυμπερόπουλος Γ., Αμοιβαία Κεφάλαια, Εκδόσεις Μπένου, 2002, σελ 110
2. Μυλωνάς Νικόλαος, Χρηματοοικονομικά Υποδείγματα για Επιχειρηματικές Αποφάσεις, Εκδόσεις Τυπωθήτω, 2012, σελ.146-148
3. Μυλωνάς Νικόλαος, Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια, Εκδόσεις Σάκκουλα, 1999, σελ.59-73, 131-139
4. Σχοινιωτάκης Ν., Συλλιγάρδος Γ. (2010), Διαχείριση Τραπεζικών και Χρηματοοικονομικών Κινδύνων, Εκδόσεις Δίσιγμα
5. Φίλιππας Νικόλαος, Αμοιβαία Κεφάλαια και Χρηματιστηριακό Περιβάλλον, Εκδόσεις Globus Invest, 2000, σελ. 31-34, 126-129,160-162, 183-191
6. Φίλιππας Νικόλαος, Επενδύσεις, Εκδόσεις Πανεπιστημιακό, 2005, σελ. 55-61
7. CFA Program Curriculum, Ethical and Professional Standards and Quantitative Methods, 2013 Level I, pages 375-376
8. Markowitz, H., “Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments”, New York, 1959, John Wiley
9. Philippe Jorion, Value at Risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk (3rd edition), McGraw-Hill, 2007, pages 106-108

ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

- Markowitz, H., “Portfolio Selection”, Journal of Finance, 1952, pp.77-91
- Modigliani F. and Modigliani L. “Risk-Adjusted Performance”, Journal of Portfolio Management 23, 1997, pp.45-54
- Sharpe W.F. “Mutual Fund Performance”, Journal of Business, 1966, pp.119-138
- Tasche D. (2000), Risk Contributions and Performance Measurement, working paper, University of Munich
- Treynor J. “How to Rate Management of Investment Funds”, Harvard Business Review, 1965, pp.63-75
- Treynor J. and Mazuy K. “Can Mutual Funds Outguess the Market?”, Harvard Business Review, 1966, pp.131-136
- Jensen C.M. “Risk, the Pricing of Capital Assets and Evaluation of Investment Portfolios”, Journal of Business, 1967, pp.167-247

ΔΙΑΔΙΚΤΥΑΚΟΙ ΤΟΠΟΙ

www.bankofgreece.gr

www.nbgam.gr

www.morningstar.com

www.trasury.gov

www.msci.com

https://index.db.com/dbiqweb2/index/eonia_total_return

www.helex.gr

www.bloomberg.com