



**ΑΝΟΙΚΤΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΥΠΡΟΥ**

**ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ
ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ**

**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ
«ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ»**

ΔΙΑΤΡΙΒΗ ΕΠΙΠΕΔΟΥ ΜΑΣΤΕΡ

ΤΙΤΛΟΣ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ

**ΕΚΤΙΜΗΣΕΙΣ ΚΙΝΔΥΝΩΝ ΚΑΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ
ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2013-2017**

ΟΝΟΜΑ ΦΟΙΤΗΤΗ

ΑΝΑΣΤΑΣΙΑ ΑΛΧΑΤΖΙΔΟΥ

ΟΝΟΜΑ ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΑ ΚΑΘΗΓΗΤΗ

ΝΙΚΟΛΑΟΣ ΦΙΛΙΠΠΑΣ

ΛΕΥΚΩΣΙΑ, ΙΟΥΝΙΟΣ, 2018

Ανοικτό Πανεπιστήμιο Κύπρου

Σχολή Οικονομικών Επιστημών και Διοίκησης

Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών *Τραπεζική και*

Χρηματοοικονομική

Μεταπτυχιακή Διατριβή

«Εκτιμήσεις κινδύνων και αξιολόγηση των μετοχικών Αμοιβαίων
Κεφαλαίων εσωτερικού την περίοδο 2013-2017»

Αναστασία Αλχατζίδου

Επιβλέπων Καθηγητής
Νικόλαος Δ. Φίλιππας

Η παρούσα μεταπτυχιακή διατριβή υποβλήθηκε προς μερική εκπλήρωση των απαιτήσεων για απόκτηση μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών στην Τραπεζική και Χρηματοοικονομική από τη Σχολή Οικονομικών Επιστημών και Διοίκησης του Ανοικτού Πανεπιστημίου Κύπρου.

Ιούνιος 2018

Περίληψη

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η εκτίμηση των κινδύνων και η αξιολόγηση της επίδοσης των Ελληνικών μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων την περίοδο 2013-2017.

Είναι η πρώτη φορά που πραγματοποιείται μια παρόμοια προσέγγιση, καθώς εξετάζεται το πως κινήθηκαν τα Ελληνικά μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια μετά την μεγάλη πτώση του Ελληνικού Χρηματιστηρίου.

Στο πρώτο κεφάλαιο της διπλωματικής εργασίας αναφέρεται ο ορισμός των Α/Κ, τα χαρακτηριστικά τους και τα είδη τους. Περιγράφεται ο τρόπος λειτουργίας τους, τι είναι οι μεριδιούχοι, ποιος είναι ο ρόλος του θεματοφύλακα και της Ανώνυμης Εταιρείας Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Παρουσιάζονται τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των Α/Κ καθώς και η νομοθεσία που υπάρχει στην Ελλάδα για αυτά.

Στο δεύτερο κεφάλαιο αναφερόμαστε θεωρητικά στους κινδύνους των Α/Κ και αναλύεται η έννοια της απόδοσης, του συνολικού κίνδυνου και του συστηματικού κίνδυνου. Επίσης αναφερόμαστε στην μέθοδο αξιολόγησης των διαχειριστών όπως την προσέγγισαν ο Treynor και ο Mazuy με το μοντέλο τους το 1966 και αναλύουμε τις μεθόδους επίδοσης ανά μονάδα κινδύνου των Α/Κ.

Στο τρίτο κεφάλαιο μέσω της αναλυτικής καταγραφής όλων των μετοχικών Α/Κ που διατηρήθηκαν το διάστημα 2013-2017 αλλά και του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών υπολογίσαμε τα καλύτερα μετοχικά Α/Κ σε όρους απλής απόδοσης, τον συνολικό τους κίνδυνο όπως αυτός προσεγγίζεται από την τυπική απόκλιση και τον συντελεστή συστηματικού κινδύνου (Beta). Ακόμη αναδεικνύονται τα Ελληνικά μετοχικά Α/Κ που οι διαχειριστές τους είχαν market timing και Stock Picking στην διάρθρωση του χαρτοφυλακίου τους και υπολογίζουμε τους δείκτες επίδοσης Sharpe και Treynor.

Τέλος στο τέταρτο κεφάλαιο αναφέρονται τα συμπεράσματα που διεξήχθησαν από τα εμπειρικά αποτελέσματα της ανάλυσης, και ύστερα ακολουθεί και η παράθεση της σχετικής βιβλιογραφίας που χρησιμοποιήθηκε.

Summary

The purpose of this Thesis paper is to determine the risks and evaluate the performance of the Greek Mutual Funds investing in stocks during the period 2013-2017.

It is the first time that this approach is used, as it examines how the Greek Mutual Funds investing in stocks performed following the big fall of the Greek Stock Market.

In the first chapter of the research, the definition of the Mutual Funds is provided, their characteristics and their various categories. Furthermore, description of the way the mutual funds are operating, the unitholders/shareholders, what is the role of the Custodian and of the Mutual Fund Management Companies (M.F.M.C) are also included. The advantages and disadvantages and the relevant Greek legislation are presented.

In the second chapter, the risks involved in the Mutual Funds are presented on a theoretical basis and the investment return, the total and the systematic risk are analyzed. Additionally, the model of measuring the performance of Mutual Funds of Treynor and Mazuy (1966) is presented along with an analysis of the return per unit of risk of the Mutual Funds.

In the third chapter, through the detailed listing of all the Mutual Funds investing in stocks that were in force through the period 2013-2017 and of the general index of Athens Stock Exchange, the best Mutual Funds are identified in terms of their simple return, their total risk, as it is approached through the Standard Deviation, and their Beta factor for systematic risk. Also, the Mutual Funds for which their fund managers had Market Timing and Stock Picking in their portfolio structure are identified and Sharpe and Treynor ratios are calculated.

In the last chapter, the fourth one, the results of the research analysis are presented and the bibliography used.

Ευχαριστίες

Ευχαριστώ πολύ τον καθηγητή μου Δρ. Νικόλαο Δ. Φίλιππα για την σημαντική βοήθεια του και καθοδήγηση του για την περάτωση της διπλωματικής μου εργασίας.

Πίνακας περιεχομένων

Περίληψη	3
Summary	4
Ευχαριστίες	5
Κεφάλαιο 1^ο Ορισμός Αμοιβαίων Κεφαλαίων, χαρακτηριστικά και γενικές πληροφορίες	8
Τι είναι Αμοιβαίο Κεφάλαιο	8
Είδη Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	10
1.1.1 Εισαγωγή	10
1.1.2 Είδη Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	10
Πλεονεκτήματα Αμοιβαίων Κεφαλαίων	30
Η νομοθεσία που διέπει τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελλάδα	36
Τι είναι τα Μεριδια στα Αμοιβαία Κεφάλαια	38
Ποιος είναι ο Ρόλος του Θεματοφύλακα	39
Τι είναι οι Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης (Α.Ε.Δ.Α.Κ.)	40
Κεφάλαιο 2: Μέθοδοι εκτίμησης των Κινδύνων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και η μέτρηση της επίδοσης του.....	41
Μέθοδοι εκτίμησης των Κινδύνων των Α/Κ.....	41
Πηγές επενδυτικών κινδύνων	41
Κίνδυνοι της διεθνούς βιβλιογραφίας.....	43
Προσέγγιση της Απόδοσης ενός Α/Κ.....	44
Προσέγγιση του κινδύνου	45
Τυπική Απόκλιση (standard deviation)	45
Συντελεστής Βήτα (beta)	46
Η θεωρητική προσέγγιση της μέτρησης της επίδοσης ενός Α/Κ.....	47
Μέθοδος Treynor	48
Μέθοδος Sharpe	48
Σύγκριση των δεικτών Treynor και Sharpe	49
Μέθοδος Jensen.....	49

Το μοντέλο των Treynor and Mazuy (1966).....	50
Η αξιολόγηση των Α/Κ από την Morning Star.....	54
Κεφάλαιο 3: Τα εμπειρικά αποτελέσματα των Ελληνικών μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων για το διάστημα 2013-2017.....	57
Παρουσίαση Παγκόσμιου και Ελληνικού Ενεργητικού της Αγοράς των Αμοιβαίων Κεφαλαίων	58
Εμπειρική Ανάλυση Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων 2013-2017.....	61
Εκτίμηση απόδοσης	62
Εκτίμηση Συνολικού Κινδύνου	65
Εκτίμηση συστηματικού κινδύνου(beta) και μη συστηματικού κινδύνου (Jensen Model)	66
Ο Συγχρονισμός και η Επιλεκτικότητα των διαχειριστών το διάστημα 2013-2017 (Treynor and Mazuy model).....	69
Η Αξιολόγηση της επίδοσης των μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων εσωτερικού για το διάστημα 2013-2017	72
Κεφάλαιο 4: Συμπεράσματα.....	75
Βιβλιογραφία.....	78
Α. Ελληνική βιβλιογραφία.....	78
Β. Ξένη βιβλιογραφία	78
Γ. Διαδικτυακή βιβλιογραφία.....	78

Κεφάλαιο 1^ο

Ορισμός Αμοιβαίων Κεφαλαίων, χαρακτηριστικά και γενικές πληροφορίες

Τι είναι Αμοιβαίο Κεφάλαιο

Τα Α/Κ αποτελούν μια μορφή εταιρείας επενδύσεων (Investment Company) που βασικό σκοπό έχουν την συγκέντρωση των αποταμιεύσεων των επενδυτών με σκοπό την τοποθέτησή τους σε χρηματιστηριακούς και άλλους τίτλους. Σύμφωνα με τον νόμο, το Α/Κ ορίζεται ως ομάδα περιουσίας που αποτελείται από κινητές αξίες και μετρητά, της οποίας τα επί μέρους στοιχεία ανήκουν εξ αδιαιρέτου σε περισσότερα από ένα πρόσωπα. Τα βασικά χαρακτηριστικά ενός Α/Κ είναι ότι στερείται νομικής προσωπικότητας και το κεφάλαιο του είναι μεταβλητό (open-end fund) (Φιλίππας 2010)

Σκοπός από την πλευρά του επενδυτή είναι η επιλογή ενός Α/Κ που θα του αποφέρει την μέγιστη απόδοση των χρημάτων του, με την κατάλληλη διασπορά του κινδύνου στις επενδύσεις που περιλαμβάνονται σε αυτό.

Η περιουσία που περιλαμβάνεται σε ένα Α/Κ ονομάζεται καθαρό ενεργητικό και χωρίζεται σε τμήματα με την ίδια αξία που ονομάζονται μερίδια και οι κάτοχοι τους μεριδιούχοι.

Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς εγκρίνει τις εταιρείες διαχείρισης των Α/Κ, οι οποίες ονομάζονται Ανώνυμες Εταιρίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.) .

Οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. μαζί με τον θεματοφύλακα και τους μεριδιούχους αποτελούν τους φορείς λειτουργίας ενός Α/Κ.

Το ενεργητικό του Α/Κ φυλάσσεται από τράπεζα που λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα και ίδια έχει καθήκοντα Θεματοφύλακα. Ο ρόλος του θεματοφύλακα είναι πολύ σημαντικός καθώς εγγυάται την ασφάλεια των χρημάτων των επενδυτών και προστατεύει τα συμφέροντα τους σε περίπτωση κακής διαχείρισης από τις Α.Ε.Δ.Α.Κ, μέσω αυστηρών ελέγχων που διενεργεί.

Ο Θεματοφύλακας έχει ως καθήκον να κρατάει όλα τα περιουσιακά στοιχεία του Α/Κ όπως μετρητά, Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου, ομόλογα, μετοχές κ.λπ., να εισπράττει τους τόκους, τα μερίσματα και να εκτελεί

καθήκοντα ταμία. Επιπλέον, προβαίνει σε αγορές και πωλήσεις χρεογράφων ή μετοχών για το χαρτοφυλάκιο του Α/Κ ακολουθώντας φυσικά όλες τις νόμιμες οδηγίες της Εταιρείας Διαχείρισης.

Ακόμη σημαντικό είναι να αναφέρουμε πως ο Θεματοφύλακας ευθύνεται για κάθε αμέλεια που αφορά εκπλήρωση των υποχρεώσεων του ως σύνολο και είναι συνυπεύθυνος με την Α.Ε.Δ.Α.Κ. για κάθε παρατυπία ή κακή διαχείριση. Για τις υπηρεσίες που προσφέρει ο Θεματοφύλακας εισπράττει νόμιμη αμοιβή, η οποία αναφέρεται στον κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Για να συμμετέχει ένα Α/Κ χρειάζεται έναν ονομαστικό τίτλο, ο οποίος εκδίδεται από την Εταιρεία Διαχείρισης και προσυπογράφεται από τον Θεματοφύλακα (τίτλος μεριδίου). Οι τίτλοι μεριδίου μπορούν να εκδίδονται για ένα ή περισσότερα μερίδια ή κλάσματα μεριδίου και πρέπει να περιέχουν:

- α) την ονομασία του αμοιβαίου κεφαλαίου,
- β) τον αριθμό της άδειας σύστασής του,
- γ) τις επωνυμίες της Α.Ε. Διαχείρισης και του Θεματοφύλακα,
- δ) τον αριθμό των μεριδίων που αντιστοιχούν στον τίτλο,
- ε) το ονοματεπώνυμο και τη διεύθυνση κατοικίας του μεριδιούχου ή των μεριδιούχων και
- στ) τη βεβαίωση ότι καταβλήθηκε ολοσχερώς η αξία των μεριδίων.

Είδη Αμοιβαίων Κεφαλαίων

1.1.1 Εισαγωγή

Επειδή οι επενδυτές διαφέρουν σε χαρακτηριστικά μεταξύ τους, οι εταιρείες διαχείρισης προσφέρουν μια σειρά από εναλλακτικά προϊόντα (funds) για να καλύπτουν τις ανάγκες τους. Οι ανάγκες τους μπορεί να αφορούν το ύψος του κινδύνου που θέλουν να αναλάβουν, την ηλικία τους, τα κεφάλαια που διαθέτουν προς επένδυση, τους χρηματοοικονομικούς τους στόχους, τις τωρινές τους ανάγκες, τις μελλοντικές τους ανάγκες.

Γεγονός είναι πως τα τελευταία χρόνια παρατηρείται παγκοσμίως μια πάρα πολύ γρήγορη ανάπτυξη στα Α/Κ με μια συνεχή και ανοδική πορεία. Ως αποτέλεσμα αυτού είναι η δημιουργία συνεχώς νέων κατηγοριών Α/Κ ώστε να καλύπτονται οι ανάγκες του επενδυτικού κοινού. Τέτοιες κινήσεις αποδεικνύουν το πόσο θετικά κινείται η αγορά Α/Κ και το πόσο στηρίζεται αυτή η αγορά από τους ειδικούς αλλά και τους θεσμικούς επενδυτές. Στο σημείο αυτό θα γίνει αναφορά στα είδη των Α/Κ στην Ελλάδα.

1.1.2 Είδη Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Ο λόγος που δικαιολογεί την ύπαρξη διαφόρων κατηγοριών Α/Κ είναι για να ικανοποιούνται οι ανάγκες των επενδυτών. Στην αγορά σήμερα υπάρχουν πολλά διαφορετικά είδη Α/Κ που σκοπό έχουν να ελκύσουν το επενδυτικό ενδιαφέρον αφού η γκάμα τους περιλαμβάνει όλων των ειδών τις πιθανές επενδύσεις.

Το βασικό συστατικό κάθε επιτυχημένου προϊόντος είναι η ικανότητά του να ικανοποιεί συγκεκριμένες αγοραστικές ανάγκες έτσι ώστε οι καταναλωτές του να αποκομίζουν συγκεκριμένα οφέλη.

Βάσει του επενδυτικού τους σκοπού τα Α/Κ κατατάσσονται σε τρεις βασικές κατηγορίες, οι οποίες περιλαμβάνουν αρκετές υποκατηγορίες. Οι τρεις βασικές κατηγορίες Α/Κ βάσει του σκοπού επένδυσης είναι οι εξής:

- Μετοχικά (επενδύουν σε μετοχές του χρηματιστηρίου).

- Σταθερού εισοδήματος (επενδύουν σε ομόλογα).
- Αγορών χρήματος (επενδύουν σε βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα)

Παρόλο που το συνολικό ενεργητικό των Α/Κ στην Ελλάδα τα τελευταία χρόνια έχει συρρικνωθεί αρκετά ο αριθμός των υπαρχόντων Α/Κ είναι ικανοποιητικός και η ποικιλία των προσφερόμενων Α/Κ παρουσιάζει εξαιρετικό ενδιαφέρον. Φυσικά, στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, ο αριθμός των Α/Κ ανέρχεται σε μερικές δεκάδες χιλιάδες, ενώ παράλληλα υπάρχει μια σημαντική εξειδίκευση, ούτως ώστε αυτά να καλύπτουν όλες σχεδόν τις ανάγκες των επενδυτών. (Φίλιππας, 2010)

Ενδεικτικά θα αναφέρουμε τις βασικές κατηγορίες των Α/Κ που είναι γνωστές στις διεθνείς κεφαλαιαγορές και κυρίως στις Η.Π.Α. και στις οποίες μπορούμε να κατατάξουμε οποιοδήποτε Α/Κ. Αυτές είναι οι παρακάτω:

- Αμοιβαία Κεφάλαια χρηματαγοράς (money market funds)
- Αμοιβαία Κεφάλαια ομολογιών (bond funds)
- Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια (stock funds)
- Υβριδικά Αμοιβαία Κεφάλαια (Hybrid funds)
- Διεθνή Αμοιβαία Κεφάλαια (international funds)
- Σύνθετα Αμοιβαία Κεφάλαια
- Δεικτοποιημένα Αμοιβαία Κεφάλαια (Index funds)
- Αμοιβαία Κεφάλαια Αντιστάθμισης Κινδύνου (Hedge funds)
- Χρηματιστηριακώς Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια (ETFs)
- Άλλου τύπου Αμοιβαία Κεφάλαια.

1.2.2.1 Αμοιβαία Κεφάλαια Χρηματαγοράς

Τα Α/Κ χρηματαγοράς και επενδύουν σε βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα, τα οποία πωλούνται σε διάφορες χρηματαγορές. Σε γενικές γραμμές είναι τα πιο ασφαλή και ταυτόχρονα έχουν τη μικρότερη χρονική διάρκεια λήξης όπως τα Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου, τα πιστοποιητικά καταθέσεων μεγάλων τραπεζών ή μεγάλων εταιρειών και τα εμπορικά γραμμάτια (commercial papers).

Επενδύουν τουλάχιστον ποσοστό επένδυσης εξήντα πέντε τοις εκατό (65%) επί του καθαρού ενεργητικού του (μέσος όρος του καθαρού ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου ανά ημερολογιακό τρίμηνο) σε μέσα χρηματαγοράς και τοποθετούν το ενεργητικό τους σε καταθέσεις που τηρούνται σε πιστωτικά ιδρύματα. Επενδυτικός τους σκοπός είναι η διατήρηση της αξίας του αρχικού ενεργητικού τους και η παροχή αποδόσεων ανάλογων με τις αποδόσεις στις χρηματαγορές σε βραχυπρόθεσμο – μεσοπρόθεσμο ορίζοντα.

Να αναφέρουμε πως τα Α/Κ Χρηματαγοράς, προσφέρουν στους επενδυτές 1) ελάχιστο κίνδυνο, 2) ασφάλεια και 3) ρευστότητα.

1.2.2.2 Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια

Επενδυτικός σκοπός των ομολογιακών Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι η επίτευξη της υψηλότερης δυνατής απόδοσης τόσο από υπεραξία όσο και από εισόδημα, σε μέσο-μακροπρόθεσμη βάση.

Τα χρήματα όμως τα οποία επενδύονται σε μερίδια Α/Κ ομολογιών χρησιμοποιούνται για την αγορά ομολογιών, πράγμα που σημαίνει ότι χρησιμοποιούνται πολλές φορές για μακροπρόθεσμα δάνεια, τα οποία έχουν εκδοθεί από το κράτος, από δημόσιες εταιρείες ή από μεγάλες ιδιωτικές εταιρείες. Κάθε ομολογία φέρει ένα συγκεκριμένο επιτόκιο, το οποίο πρέπει να πληρωθεί σε κάποιο συγκεκριμένο χρονικό διάστημα.

Τα ομολογιακά Α/Κ είναι πιθανό να πετύχουν υψηλότερες αποδόσεις από τις προθεσμιακές καταθέσεις και τις επενδύσεις στην αγορά χρήματος, αλλά αυτό δεν σημαίνει πως δεν έχουν κίνδυνο. Λόγω του ότι υπάρχουν πολλοί διαφορετικοί τύποι ομολόγων, τα ομολογιακά Α/Κ μπορούν να διαφέρουν σημαντικά ανάλογα με το πού επενδύουν. Για παράδειγμα, ένα Α/Κ που ειδικεύεται σε υψηλής απόδοσης ομόλογα υψηλού κινδύνου είναι πολύ πιο επικίνδυνο από ένα Α/Κ που επενδύει σε τίτλους του δημοσίου. Επιπλέον, σχεδόν όλα τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια υπόκεινται σε κίνδυνο επιτοκίου, το οποίο σημαίνει ότι αν το επιτόκιο αυξάνεται η αξία του Α/Κ μειώνεται. Παράδειγμα είναι τα Α/Κ τα οποία επενδύουν σε Ελληνικά ομόλογα.

Στην ουσία, η αγορά μιας ομολογίας ισοδυναμεί με "κλείδωμα" των χρημάτων με το συγκεκριμένο επιτόκιο για όλη τη διάρκεια ζωής της ομολογίας, η οποία συνήθως κυμαίνεται από 10 έως 30 έτη. Η δέσμευση των χρημάτων για

τόσο μεγάλο χρονικό διάστημα αποτελεί μία σημαντική πηγή κινδύνου, ο οποίος ονομάζεται κίνδυνος του επιτοκίου. Όπως είναι φυσικό, η διακύμανση του επιτοκίου θα οδηγήσει και στη διακύμανση της αγοράς της τιμής της ομολογίας. Εάν τα επιτόκια αυξηθούν ενώ κάποιος έχει ήδη αγοράσει μια ομολογία με συγκεκριμένο επιτόκιο, η τρέχουσα τιμή των παλαιών ομολογιών θα μειωθεί, αφού οι επενδυτές θα μπορούν να αγοράσουν νέες ομολογίες με υψηλότερο επιτόκιο. Από την άλλη μεριά, εάν τα επιτόκια μειωθούν, η τρέχουσα τιμή των παλαιών ομολογιών θα αυξηθεί. (Φίλιππας 2010)

Ορισμένα A/K εισοδήματος μπορεί να επενδύουν και σε μετοχές, σε μικρά συνήθως ποσοστά του χαρτοφυλακίου. Ωστόσο, η επένδυση σε μετοχές είναι δυνατόν να γίνεται και σε μεγαλύτερο ποσοστό. Κάτι τέτοιο, πάντως, πρέπει υποχρεωτικά να αναφέρεται στον κανονισμό ή το ενημερωτικό φυλλάδιο του επενδυτή.

Τα Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια επενδύουν άνω του 65% του ενεργητικού τους σε ομόλογα αλλά παράλληλα επιτρέπεται να επενδύουν και μέχρι το 10% του ενεργητικού τους σε μετοχές.

Τα A/K ομολογιών δεν είναι τίποτε άλλο από ένας συνδυασμός διαφόρων τύπων μακροπροθέσμων ομολογιών. Με σκοπό την παροχή εισοδήματος στους επενδυτές. Θεωρούνται μία επένδυση σχετικά χαμηλού κινδύνου και σε μακροπρόθεσμη βάση είναι πολύ πιθανό να επιτύχουν υψηλότερες αποδόσεις από τα A/K χρηματαγοράς.

Μία ειδική κατηγορία A/K ομολογιών, είναι **τα A/K ομολογιών υψηλής απόδοσης (High Yield Bond Funds)**.

Αυτά τα A/K διατηρούν τουλάχιστον τα 2/3 από το χαρτοφυλακίο τους σε ομολογίες οι οποίες εκδίδονται από ιδιωτικές εταιρείες A/K. Αυτές αξιολογούνται και κατατάσσονται από παγκόσμιους οίκους αξιολόγησης.

Ο βαθμός του αναλαμβανόμενου κινδύνου σίγουρα για τους επενδυτές αποτελεί κριτήριο επιλογής A/K καθώς για την επίτευξη υψηλότερων αποδόσεων οι επενδυτές πρέπει να αναλάβουν ένα μεγαλύτερο βαθμό κινδύνου ως προς τις υψηλής πιστοληπτικής ικανότητας ομολογίες, οι οποίες είναι λιγότερο επικίνδυνες και πιο ασφαλείς και προσφέρουν χαμηλότερες αποδόσεις.

Επίσης άλλη μια ειδική κατηγορία A/K είναι τα **Αφορολόγητα A/K ομολογιών**. Η συγκεκριμένη κατηγορία είναι ιδιαίτερα δημοφιλής στην αγορά των Η.Π.Α. , και περιλαμβάνει A/K δημοτικών ομολογιών. Στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνονται οι πιο κάτω υποκατηγορίες:

- *A/K Βραχυπροθέσμων Δημοτικών Ομολογιών (Short Term Municipal Bond Funds)*: έχουν μικρή διάρκεια λήξης και επενδύουν σε δημοτικά χρεόγραφα. Επίσης είναι γνωστά και ως A/K χρηματαγοράς απαλλαγμένα από φόρους.
- *A/K Μακροπροθέσμων Δημοτικών Ομολογιών (Long Term Municipal Bond Funds)*: Επενδύουν σε ομολογίες των Δήμων της Αμερικής και εκδίδονται με σκοπό την χρηματοδότηση σχολείων, νοσοκομείων, αεροδρομίων, γεφυρών, δρόμων και άλλων δημοσίων έργων. Συνήθως το εισόδημα που προέρχεται από τα χρεόγραφα αυτά δε φορολογείται από την Ομοσπονδιακή Κυβέρνηση, αλλά μπορεί να φορολογείται από την πολιτεία και τους τοπικούς νόμους.
- *Βραχυπρόθεσμα Πολιτειακά A/K Ομολογιών (State Municipal Bond Funds - Short Term)*: Στα χαρακτηριστικά είναι ακριβώς ίδια με τα δημοτικά να προαναφέραμε, με την μόνη διαφορά πως στην διάρθρωση του χαρτοφυλάκιού τους εμπεριέχουν εκδόσεις μιας μόνο πολιτείας. Ένας κάτοικος μίας τέτοιας πολιτείας έχει το πλεονέκτημα να λαμβάνει αφορολόγητο εισόδημα από τα χρεόγραφα αυτά, τόσο από την Ομοσπονδία, όσο και από την Πολιτεία.
- *Μακροπρόθεσμα Πολιτειακά Δημοτικά A/K Ομολογιών (State Municipal Bond Funds - Long Term)*: Είναι ίδια με τα μακροπρόθεσμα A/K δημοτικών ομολογιών που αναφέραμε προηγουμένως, με τη διαφορά ότι τα χαρτοφυλάκια τους εμπεριέχουν εκδόσεις μόνο μίας πολιτείας. Και στην περίπτωση αυτή, ένας κάτοικος μίας τέτοιας πολιτείας έχει το πλεονέκτημα να λαμβάνει αφορολόγητο εισόδημα, τόσο από την Ομοσπονδία, όσο και από την Πολιτεία.

1.2.2.3 Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια

Τα μετοχικά είναι τα A/K που επενδύουν σε μετοχές και αντιπροσωπεύουν τη μεγαλύτερη κατηγορία των A/K. Σε γενικές γραμμές, ο στόχος των επενδύσεων της κατηγορίας αυτής των A/K είναι η μακροχρόνια αύξηση του κεφαλαίου. Υπάρχουν, ωστόσο, πολλοί διαφορετικοί τύποι των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων, επειδή υπάρχουν πολλά διαφορετικά είδη μετοχών.

Γνωρίζουμε πως η επένδυση σε μετοχικούς τίτλους αποτελεί επένδυση υψηλού κινδύνου, στο βαθμό που δεν υπάρχει ούτε εγγύηση αλλά ούτε και ασφάλεια για το επίπεδο της απόδοσης του συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου.

Το γιατί να αναλαμβάνει ένας επενδυτής τέτοιους κινδύνους είναι πως οι αποδόσεις σε μετοχικούς τίτλους ήταν επιτοπλήστον αρκετά μεγαλύτερες από τις αντίστοιχες των τραπεζικών καταθέσεων, των Εντόκων Γραμματίου του Δημοσίου (Ε.Γ.Ε.Δ.) και των ομολόγων. Όμως να μην ξεχνάμε πως πολλές φορές μέσα σε μικρά χρονικά διαστήματα οι επενδυτές μετοχικών τίτλων έχουν υποστεί σημαντικές απώλειες.

Ας μην ξεχνάμε πως η τιμή μιας μετοχής κάποιας συγκεκριμένης εταιρείας επηρεάζεται από τον κλάδο στον οποίο ανήκει αλλά κυρίως από τα σχετικά της οικονομικά αποτελέσματα. Ακόμη η τιμή μιας μετοχής επηρεάζεται από τις οικονομικές, πολιτικές και κοινωνικές συνθήκες που επικρατούν στις παγκόσμιες χρηματιστηριακές αγορές.

Λογικό επακόλουθο είναι λοιπόν, τα Α/Κ που περιλαμβάνουν στο χαρτοφυλάκιό τους μετοχικούς τίτλους, να υφίστανται πολλές από τις προηγούμενες επιδράσεις. Όμως, επειδή ένα Α/Κ διαφοροποιείται κατέχοντας πολλές διαφορετικές μετοχές, οι διακυμάνσεις των τιμών των μεριδίων του είναι ηπιότερες και ο κίνδυνος μικρότερος. Βέβαια, υπάρχουν διεθνώς πολλές κατηγορίες μετοχικών Α/Κ, οι οποίες διακρίνονται ανάλογα με το είδος των μετοχών που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιό τους. Ενδεικτικά θα αναφέρουμε παρακάτω τις κυριότερες κατηγορίες Μετοχικών Α/Κ.

1.2.2.3.1 Κατηγορίες Μετοχικών Α/Κ

Τα διαφορετικά χαρακτηριστικά που έχουν τα Α/Κ μεταξύ τους αποτελούν το κριτήριο κατάταξης τους σε διάφορες κατηγορίες. Πιο συγκεκριμένα το μέγεθος της εταιρείας, η μερισματική πολιτική που ακολουθούν, οι προοπτικές ανάπτυξης που έχουν, καθώς και η ευαισθησία τους στις αλλαγές του οικονομικού κύκλου αποτελούν κριτήρια. Θα δούμε τώρα αναλυτικότερα τις προαναφερθείσες κατηγορίες

1. Με βάση το μέγεθος των εταιρειών στις οποίες επενδύουν

Για να προσεγγίσουμε το μέγεθος μιας εταιρείας μπορούμε να το κάνουμε μέσω της χρηματιστηριακής της αξίας, δηλαδή από το γινόμενο της τιμής της μετοχής επί τον αριθμό των μετοχών που βρίσκονται σε κυκλοφορία. Αυτό αποτελεί αδιαμφισβήτητα ένα μέτρο προσέγγισης του μεγέθους της. Οι εταιρείες σε όλες τις χώρες του κόσμου διακρίνονται σε μεγάλης, μεσαίας, μικρής και πολύ μικρής κεφαλαιοποίησης. Πιο συγκεκριμένα, στις Η.Π.Α., οι προαναφερθείσες κατηγορίες περιγράφονται με τα όρια των \$ 10 δις, \$ 2 δις και \$ 300 εκατ. αντίστοιχα, ως εξής:

- **Μεγάλης κεφαλαιοποίησης** χαρακτηρίζονται οι εταιρείες των οποίων η χρηματιστηριακή αξία είναι μεγαλύτερη των \$ 10 δις. Στην κατηγορία αυτή ανήκουν οι μεγαλύτερες και πιο επιτυχημένες εταιρείες οι οποίες συνήθως αποκαλούνται και blue chips.
- **Μεσαίας κεφαλαιοποίησης** χαρακτηρίζονται οι εταιρείες μεσαίου μεγέθους με βάση την χρηματιστηριακή αξία που έχουν, η οποία κυμαίνεται από \$ 2 δις έως \$ 10 δις.
- **Μικρής κεφαλαιοποίησης** ονομάζονται οι μικρές εταιρείες με χρηματιστηριακή αξία που κυμαίνεται από \$ 300 εκατ. έως \$ 2 δις.
- Τέλος, οι **πολύ μικρής κεφαλαιοποίησης** είναι οι εταιρείες με χρηματιστηριακή αξία μικρότερη των \$ 300 εκατ. και που συνήθως παρουσιάζουν περιορισμένη εμπορευσιμότητα.

Λογικό είναι πως τα κριτήρια διάκρισης είναι διαφορετικά από χώρα σε χώρα. Παραδείγματος χάριν στις αναδυόμενες αγορές μια εταιρεία με χρηματιστηριακή αξία \$ 300 εκατ. μπορεί να συγκαταλέγεται στις εταιρείες μεγάλης κεφαλαιοποίησης.

Αξίζει να αναφέρουμε πως, συνήθως οι μετοχές των μεγαλύτερων εταιρειών είναι πιο ασφαλείς και εμφανίζουν χαμηλότερη μεταβλητότητα, αλλά και χαμηλότερες αποδόσεις. Ενώ οι μετοχές των μικρότερων εταιρειών είναι λιγότερο ασφαλείς και εμφανίζουν υψηλή μεταβλητότητα και υψηλότερες αποδόσεις. Επιπλέον, οι μικρότερες εταιρείες εμφανίζουν ένα ακόμα χαρακτηριστικό κινδύνου που συνδέεται με τη χαμηλή εμπορευσιμότητα τους (liquidity risk), το οποίο οι επενδυτές των Α/Κ αυτού του τύπου πρέπει να λαμβάνουν υπόψιν.

2. Με βάση τον επενδυτικό σκοπό

Τα μετοχικά Α/Κ ανάλογα με την πλειοψηφία των μετοχών που περιλαμβάνουν στο χαρτοφυλάκιο τους, διακρίνονται σε υπεραξίας (growth) και εισοδήματος (income). Ενδεικτικά να αναφέρουμε πως οι μετοχές growth εμφανίζουν υψηλούς δείκτες P/E και P/BV, ενώ οι μετοχές εισοδήματος αντίστοιχους χαμηλούς.

Με βάση λοιπόν τον επενδυτικό σκοπό τα μετοχικά Α/Κ διακρίνονται στις παρακάτω κατηγορίες:

- Επιθετικά υπεραξίας Α/Κ (aggressive growth funds),
- Α/Κ υπεραξίας ή αναπτυξιακά Α/Κ (growth funds),
- Αμοιβαία Κεφάλαια εισοδήματος (income funds,)
- Αμοιβαία Κεφάλαια υπεραξίας και εισοδήματος (growth and income funds),
- Κλαδικά Αμοιβαία Κεφάλαια (sector funds) και
- Δεικτοποιημένα Αμοιβαία Κεφάλαια (index funds).

• **Επιθετικά Υπεραξίας Α/Κ**

Τα συγκεκριμένα Α/Κ έχουν ως επενδυτικό σκοπό την επίτευξη των μέγιστων κεφαλαιακών κερδών (υπεραξίας), μέσω της ανάληψης υψηλών επενδυτικών κινδύνων. Για την επίτευξη υψηλών κεφαλαιακών κερδών επενδύουν και σε μετοχές υψηλού κινδύνου όπως: κερδοσκοπικές, αναπτυσσόμενων εταιρειών, κ.λπ. γεγονός είναι πως κάποιες φορές τα Α/Κ του τύπου αυτού αυξάνουν τη σχετική τους επικινδυνότητα χρησιμοποιώντας στρατηγικές μόχλευσης ή στρατηγικές short selling.

Όπως είναι λογικό, τα επιθετικά Α/Κ υπεραξίας είναι υψηλού κινδύνου με αποτέλεσμα να επιτυγχάνουν σημαντικές αποδόσεις όταν οι αγορές είναι ανοδικές (bull markets) και να υπόκεινται σε ανάλογες απώλειες όταν οι αγορές είναι καθοδικές (bear markets).

Πιο συγκεκριμένα τα Α/Κ επιθετικού τύπου έχουν την τάση να συγκεντρώνουν το ενεργητικό τους σε εξειδικευμένους κλάδους όπως: τεχνολογίας, υγείας κ.α. ή σε μετοχές μικρών εταιρειών και μετοχές εταιρειών σημαντικής αναμενόμενης ανάπτυξης. Όπως είναι φυσικό, οι αποδόσεις των επιθετικών Α/Κ υπεραξίας προέρχονται κυρίως από τις κεφαλαιακές αποδόσεις των μετοχών στις οποίες επενδύουν και όχι από τις αντίστοιχες μερισματικές.

Τα Α/Κ αυτού του τύπου συνήθως απευθύνονται σε επενδυτές με μακροπρόθεσμο ορίζοντα, οι οποίοι είναι θετικοί στο να δεχθούν υψηλούς κινδύνους με την προοπτική να αποκομίσουν και υψηλές υπεραξίες. Επιπροσθέτως, προτείνονται σε επενδυτές οι οποίοι έχουν την ικανότητα να προβλέπουν τις δυναμικές και μεταβαλλόμενες συμπεριφορές των χρηματιστηριακών αγορών.

- **Α/Κ Υπεραξίας ή Αναπτυξιακά**

Σκοπός αυτής της κατηγορίας είναι μακροπρόθεσμα να αυξήσουν τα κεφαλαιακά κέρδη τους. Όμως, τα Α/Κ του τύπου αυτού, σε αντίθεση με τα επιθετικά, δε χρησιμοποιούν κερδοσκοπικές τακτικές όπως μόχλευση ή short selling. Όπως είναι φυσικό, τα αναπτυξιακά Α/Κ, είναι λιγότερο επικίνδυνα από τα επιθετικά, στο βαθμό που επιλέγουν μετοχές εταιρειών οι οποίες έχουν καλό παρελθόν, υψηλή κερδοφορία και πολύ καλό όνομα.

Τα Α/Κ του τύπου αυτού ενέχουν υψηλό κίνδυνο, απευθύνονται σε επενδυτές οι οποίοι αποβλέπουν σε μακροχρόνια κεφαλαιακά κέρδη τα οποία θα προκύψουν από επενδύσεις σε καλές εταιρείες.

- **Α/Κ Εισοδήματος**

Τα αμοιβαία κεφάλαια εισοδήματος είναι πιο γνωστά ως Α/Κ εισοδήματος από μετοχές (common stock income funds), για λόγους διάκρισης από άλλα Α/Κ, όπως τα ομολογιακά, τα οποία προσφέρουν εισόδημα επενδύοντας αποκλειστικά σε χρεόγραφα. Το μεγαλύτερο τμήμα του χαρτοφυλακίου των Α/Κ αυτού του τύπου αποτελείται συνήθως από μετοχές εταιρειών οι οποίες διανέμουν το υψηλότερο ποσοστό των κερδών τους με τη μορφή μερισμάτων. Το υπόλοιπο τμήμα του χαρτοφυλακίου τους αποτελείται από προνομιούχες μετοχές και ομολογίες. Είναι προφανές ότι, τα Α/Κ του τύπου αυτού ενέχουν χαμηλότερο κίνδυνο από τα προαναφερθέντα Α/Κ κοινών μετοχών.

- **Α/Κ Υπεραξίας και Εισοδήματος**

Τα Α/Κ της κατηγορίας αυτής, επενδύουν κυρίως σε κοινές μετοχές εταιρειών οι οποίες έχουν δείξει σημαντικές παρελθούσες αυξήσεις στις τιμές των μετοχών τους, αλλά και ταυτόχρονα ακολουθούν μια σταθερή μερισματική πολιτική. Ο τύπος των Α/Κ αυτών, προσπαθεί να συνδυάσει μακροπρόθεσμα κεφαλαιακά κέρδη και ταυτόχρονα μια σταθερή ροή εισοδήματος με τη μορφή μερισμάτων. Γενικά, τα Α/Κ του τύπου αυτού επενδύουν κυρίως σε μετοχές

εταιρειών δημοσίων υπηρεσιών (public utilities), σε εταιρικές μετατρέψιμες ομολογίες, καθώς και σε μετατρέψιμες προνομιούχες μετοχές.

- **Κλαδικά A/K**

Τ A/K που εξειδικεύονται σε συγκεκριμένους κλάδους όπως παραδείγματος χάριν η υγεία, η ενέργεια, η τεχνολογία κλπ, περιλαμβάνονται στην κατηγορία αυτή. Τα τελευταία χρόνια ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζουν τα A/K που επενδύουν σε κλάδους όπως η βιοτεχνολογία. Προφανές είναι πως ο συγκεκριμένος τύπος A/K παρουσιάζει υψηλή επικινδυνότητα, αφού οι επενδύσεις τους περιορίζονται σε μετοχές συγκεκριμένων κλάδων.

- **Δεικτοποιημένα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια (Stock Index Funds)**

Με τον όρο δεικτοποιημένο Αμοιβαίο Κεφάλαιο (ΔΑΚ) εννοούμε ένα A/K που είναι συνδεδεμένο με ένα δείκτη, δηλαδή μία παράμετρο που εκφράζει την εξέλιξη σε μια συγκεκριμένη αγορά τίτλων.

Για πρώτη φορά στα συνταξιοδοτικά ιδρύματα των Η.Π.Α. την δεκαετία του 70 είχαμε την εμφάνιση αυτού του τύπου A/K πάνω στον δείκτη Standard & Poor's 500 (S&P 500). Αξίζει να επισημανθεί ότι η τεχνική της δεικτοποίησης δεν εφαρμόστηκε μόνο στις μετοχές, αλλά και στις ομολογίες όπου το 1986 εμφανίστηκε το πρώτο ΔΑΚ ομολογιών βασισμένο στο δείκτη Lehman Brothers Aggregate Bond.

Τα Δεικτοποιημένα A/K εμφανίζουν μια σπουδαία ανάπτυξη τα τελευταία χρόνια, καθώς έχουν διαφάνεια και χαμηλά διοικητικά έξοδα λόγω των ελάχιστων αγοραπωλησιών μετοχών τις οποίες πραγματοποιούν.

3. Με βάση τη γεωγραφική κατανομή Διεθνή A/K

Τις περισσότερες περιπτώσεις τα διεθνή A/K επιτρέπεται να επενδύουν σε οποιαδήποτε χώρα εκτός από τη χώρα στην οποία εδρεύει το A/K. Για παράδειγμα, ένα διεθνές A/K το οποίο διατίθεται στην αγορά των Η.Π.Α. δεν επιτρέπεται να επενδύει στις Η.Π.Α.. Τα διεθνή A/K στις Η.Π.Α. μπορεί να διακρίνονται σε υποκατηγορίες ανάλογα με τις επενδύσεις τους σε

συγκεκριμένες γεωγραφικές περιοχές. Έτσι, υπάρχουν τα Α/Κ αναδυόμενων αγορών, τα ευρωπαϊκά μετοχικά Α/Κ ή τα μετοχικά Α/Κ Ειρηνικού κ.λπ.

- **Α/Κ Αναδυόμενων Αγορών**

Τα τελευταία χρόνια τα Α/Κ αναδυόμενων αγορών εμφανίζουν πολύ σημαντικές αποδόσεις και έχουν αναπτύξει μεγάλη φήμη λόγω των σημαντικών τους κερδών. Γεγονός είναι πως, σε χώρες οι οποίες βρίσκονται στα πρώτα στάδια της οικονομικής ανάπτυξης τους και έχουν σχετικά υποανάπτυκτες κεφαλαιαγορές, σίγουρα επικρατούν μεγάλες επενδυτικές ευκαιρίες τόσο για ανάπτυξη, όσο φυσικά και για την πραγματοποίηση σημαντικών κεφαλαιακών κερδών.

Φυσικά η πιθανότητα σημαντικών απωλειών αντί για μεγάλες αποδόσεις οι συγκεκριμένες αγορές εμφανίζουν περισσότερες πιθανότητες. Συγκεκριμένα ο δείκτης της Morgan Stanley για τις αναδυόμενες αγορές ο οποίος αποτελεί τον καταλληλότερο δείκτη αναφοράς για τα Α/Κ που επενδύουν σε αυτές τις χώρες κατέγραψε κέρδη της τάξης του 64% το 1999, ενώ το επόμενο έτος υποχώρησε κατά 32%. Το ίδιο συνέβη το έτος 2007 στην Κίνα, την Ινδία και τη Ρωσία όπου που πέτυχαν εντυπωσιακές αποδόσεις, ενώ παρουσίασαν ις ανάλογες απώλειες το 2008.

Φυσικά για να χαρακτηριστεί μια χώρα αναδυόμενη πρέπει να έχει κάποια συγκεκριμένα χαρακτηριστικά. Παραδείγματος χάριν σύμφωνα με την Παγκόσμια Τράπεζα ως αναδυόμενες χαρακτηρίζονται οι χώρες που εμφανίζουν κατά κεφαλήν ετήσιο εισόδημα μικρότερο από \$ 10.000.

Το έτος 2010 ο κατάλογος με τις αναδυόμενες χώρες περιλάμβανε είκοσι δύο (22) χώρες από τη Λατινική Αμερική, την Αφρική, την Ανατολική Ευρώπη, τη Ρωσία και από την Ασία. Οι πιο γνωστές είναι οι χώρες BRICs (Brazil, Russia, India, China, and South Africa), και οι χώρες MINT (Mexico, Indonesia, Nigeria, and Turkey) .

- **Διεθνή-Παγκόσμια Α/Κ**

Τα διεθνή ή ξένων κεφαλαίων Α/Κ επενδύουν σε αγορές μόνο εκτός της χώρας. Τα παγκόσμια Α/Κ επενδύουν σε οποιοδήποτε σημείο σε όλο τον κόσμο, συμπεριλαμβανομένης της χώρας απ' την οποία προέρχεται.

Είναι βέβαια δύσκολο να καταταγούν αυτά τα A/K είτε ως πιο επικίνδυνα ή πιο ασφαλή από τις εγχώριες επενδύσεις. Τείνουν να είναι πιο ασταθή συνήθως σε πολιτικούς κινδύνους, αλλά μέσα από την διαφοροποίηση και την ισορροπία του χαρτοφυλακίου τους δεν μπορούν μειώσουν εύκολα τον κίνδυνο.

Τα A/K του συγκεκριμένου τύπου επιτρέπεται να επενδύουν σε όλες τις χώρες του πλανήτη συμπεριλαμβανομένης και της χώρας στην οποία έχει την καταστατική του έδρα το A/K. Βασικός τους στόχος είναι η επίτευξη κεφαλαιακών κερδών, ενώ συνήθως τοποθετούν τα υπό διαχείριση κεφάλαια στις χρηματιστηριακές αγορές των Η.Π.Α., της Ευρώπης, της Ασίας και της Αφρικής. Κάποιοι επενδυτές θεωρούν αυτή τη διαφοροποίηση ως αποτελεσματικό μέσο αντιμετώπισης του κινδύνου που προέρχεται από τις μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών, καθώς και της μεταβλητότητας των διεθνών κεφαλαιαγορών.

4. Με βάση τον κλάδο ή τον τομέα της οικονομίας

Αυτά τα A/K επενδύουν σε ένα συγκεκριμένο κλάδο ή τομέα της οικονομίας. Συνήθως τα A/K αυτού του τύπου εξειδικεύονται σε έναν ή δύο κλάδους παρόλο που οι κλάδοι μπορούν να ποικίλουν μεταξύ τους. Σίγουρα παράδειγμα αποτελεί ο κλάδος της τεχνολογίας με τα αντίστοιχα A/K, ο οποίος γνώρισε ιδιαίτερα μεγάλη ανάπτυξη την της δεκαετίας του '90. Επειδή τα κλαδικά A/K λόγω της μεγάλης εξειδίκευσης που διαθέτουν αντιμετωπίζουν και μεγαλύτερους κινδύνους που συνδέονται με τον κλάδο και τις μεταβολές που επηρεάζουν ολόκληρη την χρηματιστηριακή αγορά.

Σύμφωνα με στοιχεία της Morningstar, στα τέλη του 1999, 9 από τα 10 A/K με τις καλύτερες αποδόσεις δεκαετίας ήταν A/K που επένδυναν στον κλάδο της τεχνολογίας. Ωστόσο, στις αρχές του 2002, μόλις 2 A/K από αυτά παρέμειναν στα καλύτερα 10. Πολλοί επενδυτές ανακαλύψαν τα συγκεκριμένα κλαδικά A/K τη στιγμή που οι αποδόσεις τους είχαν προσεγγίσει το ανώτατο σημείο, για τον απλό λόγο ότι οι αμύητοι επενδυτές έχουν την τάση να "κυνηγούν" A/K που έχουν σημειώσει υψηλές παρελθούσες αποδόσεις. Επιπρόσθετα, φαίνεται και ότι οι εταιρείες διαχείρισης δημιουργούν A/K όταν οι αποδόσεις συγκεκριμένων κατηγοριών επενδύσεων έχουν φτάσει στα ανώτατα επίπεδά τους. Ως εκ τούτου απαιτείται ιδιαίτερη προσοχή από το επενδυτικό κοινό. Επιπλέον, τα κλαδικά A/K εμφανίζουν υψηλότερα έξοδα από τα υπόλοιπα, επειδή οι διαχειριστές τους χρειάζεται να καταβάλλουν μεγαλύτερη προσπάθεια και έρευνα προκειμένου να αποκτήσουν βαθιά γνώση των ιδιομορφιών που αυτά παρουσιάζουν. Τα κλαδικά A/K μπορούν να χρησιμεύσουν στη

διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου ενός επενδυτή το οποίο είναι ήδη επικεντρωμένο σε άλλους κλάδους. (Φίλιππας, 2010)

Μερικές δημοφιλείς κατηγορίες κλαδικών Α/Κ είναι οι παρακάτω:

Υπηρεσίες κοινής ωφέλειας: Οι επενδύσεις αυτών των Α/Κ είναι σε μετοχές επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας όπως ηλεκτρισμός, φυσικό αέριο και εταιρείες τηλεφωνιών.

Τεχνολογίας: Τα Α/Κ αυτά επενδύουν σε μετοχές εταιρειών οι οποίες ασχολούνται με την ανάπτυξη, διανομή και εξυπηρέτηση εφαρμογών τεχνολογίας, καθώς και εταιρείες που συνδέονται με Η/Υ.

Τηλεπικοινωνιών: Τα συγκεκριμένα Α/Κ επενδύουν σε μετοχές επιχειρήσεων κατασκευής εξοπλισμού και παροχής υπηρεσιών τηλεπικοινωνιών.

Χρηματοοικονομικών υπηρεσιών: Τα Α/Κ αυτού του τύπου επενδύουν σε μετοχές τραπεζών, χρηματιστηριακών εταιριών εταιρίες διαχείρισης Α/Κ, ασφαλιστικές εταιρίες, δηλαδή εταιρίες του χρηματοοικονομικού τομέα.

Υπηρεσίες υγείας: Τα συγκεκριμένα Α/Κ επενδύουν σε μετοχές εταιρειών που εξειδικεύονται στο τομέα παροχής υπηρεσιών υγείας, όπως νοσοκομεία, φαρμακευτικές εταιρείες, εταιρείες βιοτεχνολογίας καθώς και εταιρείες ασφαλίσεων υγείας.

Φυσικών πόρων: Τα Α/Κ αυτά επενδύουν σε μετοχές επιχειρήσεων που ασχολούνται με την εξόρυξη, επεξεργασία και διανομή φυσικών πόρων. Τέτοιοι πόροι είναι το πετρέλαιο, τα μέταλλα, η ξυλεία, το κάρβουνο κλπ.

Πολύτιμα μέταλλα: Τα Α/Κ αυτά επενδύουν σε μετοχές εταιρειών που ασχολούνται με την εξόρυξη, επεξεργασία και διανομή πολύτιμων μετάλλων, παραδείγματος χάριν ο χρυσός, το ασήμι και η πλατίνα. Η πορεία των κερδών των συγκεκριμένων εταιρειών συνδέεται άμεσα με τη χρηματιστηριακή τιμή των συγκεκριμένων μετάλλων στις διεθνείς αγορές. Πρέπει να σημειωθεί ότι οι αποδόσεις των συγκεκριμένων Α/Κ μπορεί να είναι περισσότερο ευμετάβλητες από τις αντίστοιχες των υποκείμενων αγαθών.

Ακίνητα: Τα Α/Κ ακίνητης περιουσίας είναι ομάδα περιουσίας, η οποία σχηματίζεται από ακίνητα, κινητές αξίες και μετρητά. Επειδή τα ακίνητα ως επένδυση εμφανίζουν μικρή συσχέτιση με τη χρηματιστηριακή αγορά τα κάνει να αποτελούν ελκυστική επένδυση όταν οι μετοχές μεγάλης κεφαλαιοποίησης έχουν μεγάλες απώλειες. Επίσης τα Α/Κ ακινήτων εμφανίζουν αρνητική συσχέτιση και με τα ομόλογα. Για τον λόγο αυτό τα περισσότερα Α/Κ αυτού του τύπου τοποθετούν τα κεφάλαιά τους σε επενδυτικές εταιρείες ακινήτων οι οποίες συνήθως διανέμουν το μεγαλύτερο τμήμα των εισοδημάτων που εισπράττουν ως μέρισμα στους μετόχους τους

5. Quant Funds

Τα Quant funds, ή quantitative funds ακολουθούν επενδυτική στρατηγική που αφορά την διαχείριση του χαρτοφυλακίου τους από υπολογιστικά προγράμματα. Μέσω αυτού του τρόπου διαχείρισης του χαρτοφυλακίου επιτυγχάνουν χαμηλά κόστη διαχείρισης καθώς μεγάλο μέρος της επιλογής μετοχών και της διαχείρισης του χαρτοφυλακίου γίνεται υπολογιστικά. Πιο συγκεκριμένα χρησιμοποιούν εξειδικευμένα προγράμματα υπολογιστών που βασίζονται στη χρήση χρηματοοικονομικών μεταβλητών όπως είναι ο δείκτης P/E, ο αναμενόμενος ρυθμός αύξησης των κερδών (growth) και οι ιστορικές αποδόσεις των μετοχών.

Μέσω των υπολογιστών διαχείρισης, τα quant funds εκμηδενίζουν το υποκειμενικό ή συναισθηματικό στοιχείο από τις επενδυτικές επιλογές, δημιουργώντας μια πειθαρχημένη επενδυτική στρατηγική.

Η μεταβλητότητα αυτών των Α/Κ αναμένεται να είναι υψηλότερη από αυτήν του χρηματιστηριακού δείκτη που αποτελεί Benchmark για αυτά. Επιπλέον, το γεγονός ότι οι στρατηγικές αυτές επένδυσης προστατεύονται αυστηρά από τους διαχειριστές οδηγεί σε ορισμένες περιπτώσεις στην έλλειψη διαφάνειας σχετικά με την ακολουθούμενη στρατηγική.

6. A/K Χρυσού (Gold Funds)

Η επένδυση σε A/K Χρυσού (Gold mutual funds) επενδύουν σε εταιρικές μετοχές που σχετίζονται με την αγορά του χρυσού ή με την εξόρυξη του. Αυτού του είδους οι επενδύσεις συμβάλλουν αποτελεσματικά στην διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου των επενδυτών. Ο χρυσός και άλλα πολύτιμα μέταλλα χρησιμοποιούνται στα χαρτοφυλάκια για λόγους αντιστάθμισης κινδύνου. Σε περιόδους με ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα πληθωρισμού ο χρυσός θα μπορούσε να διασφαλίσει τον πλούτο των επενδυτών σε μεγαλύτερο βαθμό από οποιαδήποτε άλλη επένδυση.

Φυσικά τα συγκεκριμένα A/K δεν θα μπορούσαν να είναι η βάση ενός χαρτοφυλακίου αλλά με την παρουσία τους σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μπορεί να οδηγήσει στην επίτευξη των στόχων των επενδυτών, είτε αυτοί είναι μεμονωμένοι είτε θεσμικοί.

Σημαντικό βέβαια είναι οι επαγγελματίες διαχειριστές να μπορούν να αντιληφθούν τις τάσεις που ακολουθεί η αγορά του χρυσού για να εξασφαλίσουν στους μεριδιούχους την καλύτερη δυνατή απόδοση.

1.2.2.4 Υβριδικά A/K (Hybrid Funds)

Τα υβριδικά A/K επενδύουν τόσο σε μετοχικούς τίτλους, όσο και σε ομόλογα. Η επικινδυνότητα τους είναι μεταξύ των μετοχικών και των αντίστοιχων ομολογιακών A/K. Ο κίνδυνος ενός υβριδικού A/K εξαρτάται από τα ποσοστά κατανομής του ενεργητικού του, δηλαδή μεταξύ των μετοχών και των ομολόγων καθώς και από την ικανότητα του διαχειριστή να μεταβάλει τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου του ανάλογα με τις συνθήκες της αγοράς. Τα υβριδικά A/K χωρίζονται σε μικτού τύπου (balanced) και κατανομής περιουσιακών στοιχείων (asset allocation). Οι κατηγορίες αυτές παρουσιάζονται παρακάτω.

1. Μικτά A/K (Balanced Funds)

Τα A/K μικτού τύπου επενδύουν σε μετοχές, ομόλογα και βραχυπρόθεσμα προϊόντα ισοδύναμα του χρήματος με συγκεκριμένα ποσοστά. Μια συνηθισμένη κατανομή του ενεργητικού σε ένα μικτό A/K θα περιλάμβανε μετοχές και

ομόλογα σε ποσοστό περίπου 50%. Για το λόγο αυτό ονομάζονται και ισορροπημένα Α/Κ.

2. Α/Κ Κατανομής Περιουσιακών Στοιχείων (Asset Allocation Funds)

Ένα Α/Κ του τύπου αυτού επενδύει σε μετοχές, ομόλογα και βραχυπρόθεσμα προϊόντα. Ωστόσο, ο διαχειριστής αυτού του τύπου του Α/Κ μπορεί να προσαρμόζει τη σύνθεση των περιουσιακών στοιχείων που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο του ανάλογα με τις μεταβαλλόμενες συνθήκες που μπορεί να επικρατούν στην αγορά, αλλά και με τις προσωπικές του οικονομικές εκτιμήσεις. Ο διαχειριστής μεταβάλλει τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου του χωρίς συγκεκριμένους περιορισμούς προκειμένου να επιτύχει τη μέγιστη δυνατή επίδοση.

1.2.2.5 Παγκόσμια / Διεθνή Αμοιβαία Κεφάλαια

Η κατηγορία αυτή των Α/Κ αφορά τα Α/Κ που επενδύουν σε αγορές εκτός της χώρας. Τα παγκόσμια Α/Κ επενδύουν σε οποιοδήποτε σημείο σε όλο τον κόσμο, συμπεριλαμβανομένης όμως και της χώρας απ' την οποία προέρχεται.

Ο χαρακτηρισμός του βαθμού επικινδυνότητας τους όμως είναι δύσκολο να τα κατατάξει κανείς στο εάν είναι πιο επικίνδυνα ή πιο ασφαλή από τις εγχώριες επενδύσεις. Γενικά έχουν την τάση να είναι πιο ασταθή σε πολιτικούς κινδύνους, αλλά από την άλλη πλευρά, δεν μπορούν, ως μέρος ενός καλά ισορροπημένου χαρτοφυλακίου, να μειώσουν ουσιαστικά τον κίνδυνο αυξάνοντας την διαφοροποίηση.

1.2.2.6 Σύνθετα Αμοιβαία Κεφάλαια

Τα Σύνθετα Αμοιβαία Κεφάλαια μπορούν να επενδύουν σε όλα τα χρηματοπιστωτικά μέσα που προβλέπονται στο ν. 3283/2004. Τα Σύνθετα

Αμοιβαία Κεφάλαια εφαρμόζουν διαχείριση που αποσκοπεί, βάσει μαθηματικού τύπου, στην επίτευξη προκαθορισμένης απόδοσης κατά τη λήξη τους, διακρατώντας καθ' όλη τη διάρκειά τους τα στοιχεία του ενεργητικού που απαιτούνται για την επίτευξη του στόχου τους. Η προκαθορισμένη απόδοσή τους αναφέρεται σε ορισμένο αριθμό σεναρίων, τα οποία βασίζονται στην αξία των υποκείμενων στοιχείων και προσφέρουν στους μεριδιούχους διαφορετικές αποδόσεις ανά σενάριο.

Καθ' όλη τη διάρκεια του αμοιβαίου κεφαλαίου, οι μεριδιούχοι δεν επιτρέπεται να εκτίθενται σε περισσότερα του ενός σεναρίου απόδοσης. Η μέγιστη δυνατή απώλεια του αμοιβαίου κεφαλαίου, όταν μεταβάλλεται το προφίλ απόδοσης του χαρτοφυλακίου του, δεν μπορεί να υπερβεί το εκατό τοις εκατό (100%) της αρχικής τιμής διάθεσης του μεριδίου. Η μεταβολή που επιφέρει η απόδοση ενός υποκείμενου στοιχείου ενεργητικού στο προφίλ απόδοσης του αμοιβαίου κεφαλαίου κατά τη μετάβαση από ένα σενάριο απόδοσης σε ένα άλλο πρέπει να είναι εντός των επενδυτικών ορίων του ν. 3283/2004, όπως εφαρμόζονται στην αρχική αξία του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου.

1.2.2.7 Δεικτών (Index funds)

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια Δείκτη αναπαράγουν την απόδοση ενός ευρύτερου δείκτη της αγοράς. Επενδύουν ποσοστό τουλάχιστον 95% του καθαρού ενεργητικού τους σε κινητές αξίες οι οποίες περιλαμβάνονται στο δείκτη τον οποίο αναπαράγουν. Επίσης σε παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα με υποκείμενη αξία είτε το δείκτη που αναπαράγουν είτε τις κινητές αξίες που περιλαμβάνονται στο δείκτη που αναπαράγουν, είτε τρίτους δείκτες οι οποίοι έχουν υψηλό συντελεστή συσχέτισης με το δείκτη που αναπαράγουν. Δεν επιτρέπεται να επενδύουν σε παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα με σκοπό την κάλυψη ή τη μείωση (αντιστάθμιση) του κινδύνου των στοιχείων που συνθέτουν το δείκτη που αναπαράγουν.

1.2.2.8 Αμοιβαία Κεφάλαια Αντιστάθμισης Κινδύνου (Hedge Funds)

Τα hedge funds θεωρούνται είναι επενδυτικά «οχήματα» τα οποία μπορούν να ενσωματώνουν μια ευρύτερη γκάμα επενδύσεων και χρηματοοικονομικών προϊόντων σε σχέση με άλλα επενδυτικά μοντέλα. Αυτά όμως τα Α/Κ είναι διαθέσιμα μόνο σε συγκεκριμένους επενδυτές όπως τα Ασφαλιστικά Ταμεία, Ιδρύματα και επενδυτές με πολύ υψηλά ποσά προς επένδυση δεν είναι δηλαδή διαθέσιμα στο ευρύ κοινό και επίσης τα διαχειρίζονται επαγγελματίες διαχειριστές. Τα hedge funds μειώνουν τις διακυμάνσεις των αποδόσεων τους και κατά συνέπεια τον κίνδυνο. Το είδος των επενδυτών που μπορούν να επενδύσουν καθορίζεται από τις ρυθμιστικές αρχές της εκάστοτε χώρας. Επίσης, προστατεύουν το αρχικό κεφάλαιο των επενδυτών και σαν στόχο έχουν να επιτυγχάνουν θετικές αποδόσεις διαχρονικά άσχετα με το τι συμβαίνει στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου.

Γεγονός είναι πως τα hedge funds μπορούν να παρέχουν πολλές διαφορετικές στρατηγικές. Ακριβώς αυτή η διαφορετικότητα είναι που διαφοροποιεί σημαντικά τις αποδόσεις τους, τη μεταβλητότητα τους και τον κίνδυνο. Επιπλέον, τα κλασσικά αμοιβαία κεφάλαια έχουν περισσότερους περιορισμούς στη χρήση δανειακών κεφαλαίων για επενδύσεις στις ανοικτές πωλήσεις αλλά και στη χρήση των παραγώγων σε σχέση με hedge funds . Έτσι επιτρέπεται η χρήση επενδυτικών στρατηγικών που διαφέρουν από τις στρατηγικές των κλασσικού τύπου αμοιβαίων κεφαλαίων, δημιουργώντας βέβαια και ορισμένους κινδύνους. Τέλος θα πρέπει να αναφερθεί ότι υπάρχει ένα πολύ μεγάλο εύρος hedge funds. Για παράδειγμα, υπάρχουν αυτά που έχουν σχεδόν μηδενικό κίνδυνο αλλά και αυτά που προσφέρουν έναν αρκετά υψηλό κίνδυνο. (Φίλιππας, 2010)

1.2.2.9 Χρηματιστηριακώς Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια (Exchange Traded Funds- ETFs)

Τα χρηματιστηριακώς διαπραγματεύσιμα Α/Κ είναι χαρτοφυλάκια παθητικής διαχείρισης που στόχο έχουν να ακολουθούν την απόδοση ενός χρηματιστηριακού ή κλαδικού δείκτη, παρέχοντας συνήθως υψηλότερη ημερήσια ρευστότητα και χαμηλότερες χρεώσεις από ότι τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων, καθιστώντας τα έτσι ως ελκυστική εναλλακτική λύση για μεμονωμένους

επενδυτές. Τα μερίδια ETFs είναι μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων τα οποία εκδίδονται από Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.) και διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο. Η αγοραπωλησία γίνεται κατά τη διάρκεια των ωρών διαπραγμάτευσης του χρηματιστηρίου μέσω των μελών του.

1.2.2.10 Άλλου τύπου Αμοιβαία Κεφάλαια

Στην συγκεκριμένη κατηγορία Α/Κ θα αναφέρουμε ενδεικτικά δύο κατηγορίες οι οποίες λόγω των απαιτήσεων των επενδυτών έχουν αναπτυχθεί τα τελευταία χρόνια.

Συμπεριφορικά Αμοιβαία Κεφάλαια (Behavioral Funds)

Τα συμπεριφορικά Α/Κ επιχειρούν να επωφεληθούν από τις ευκαιρίες που προκύπτουν παγκοσμίως όπως τις ανωμαλίες των τιμών οι οποίες βασίζονται στη ψυχολογία των επενδυτών, τη λήψη αποφάσεων και την παράλογη συμπεριφορά. Η επενδυτική στρατηγική για τα συμπεριφορικά Α/Κ μπορεί να στοχεύει στα ακόλουθα:

- Να αναγνωρίσουν τις παράλογες προκαταλήψεις στην αγορά, οι οποίες μπορεί να επιδεινώσουν την επίδραση των αρνητικών ειδήσεων στις τιμές των μετοχών σε πολύ βαθύτερα επίπεδα ή να υπερεκτιμήσουν την επίδραση των θετικών ειδήσεων από την άντληση των τιμών των μετοχών σε υψηλότερα επίπεδα.
- Να αναγνωρίσουν τις μετοχές που έχουν προσωρινά χαμηλότερους/υψηλότερους από το αναμενόμενο δείκτες (όπως η αναλογία τιμής προς κέρδη).
- Να αναγνωρίσουν τις μετοχές που μπορεί να έχουν προσωρινά μικρότερη απόδοση σε σχέση με το σύνολο της αγοράς αλλά συνεχίζουν να έχουν ισχυρά θεμελιώδη μεγέθη.
- Να αναγνωρίσουν τις μετοχές που βασίζονται σε πιθανές εξελίξεις και οδηγούν σε κερδοφόρες ευκαιρίες.

Αμοιβαία Κεφάλαια σε Bitcoin

Μια άλλη καινούργια τάση A/K αποτελούν τα αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν σε Bitcoin. Το Bitcoin αποτελεί ένα είδος ηλεκτρονικού Χρήματος και ανήκει στα κρυπτονομίσματα.

Ενδεικτικά θα αναφέρουμε κάποια A/K που στην διάρθρωση του χαρτοφυλακίου τους εμπεριέχουν Bitcoin ως επένδυση. Αυτά είναι το KINAX fund, WWWEX fund , WWNPX fund , KMKNX fund , KSCOX fund , το ARKW ETF καθώς και άλλα δημιουργούνται συνεχώς για να καλύψουν τις επενδυτικές απαιτήσεις.

Ενδεικτικά να αναφέρουμε μερικά χαρακτηριστικά που διέπουν την διάρθρωσή του χαρτοφυλακίου του ARKW ETF. Αρχικά ανήκει στην κατηγορία των ETFs της εταιρείας ARK Investment Management. Η συγκεκριμένη εταιρία έχει δύο A/K το ARKK και το ARKW που επενδύουν στο Bitcoin. Είναι δύο ενεργά διαχειριζόμενα (actively managed) A/K και επενδύουν σε εταιρίες με τεχνολογίες επόμενης γενιάς όπως είναι η Amazon, η Netflix και το Facebook οι οποίες κυριαρχούν και θα κυριαρχήσουν μελλοντικά.

Τα Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα που παρουσιάζουν τα Αμοιβαία Κεφαλαία

Με όλα τους τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα, τα αμοιβαία κεφάλαια έχουν γίνει εξαιρετικά δημοφιλή τα τελευταία 20 χρόνια. Αυτό που κάποτε ήταν απλώς άλλο ένα δυσνόητο επενδυτικό μέσο είναι πλέον μέρος της καθημερινής μας ζωής. Πάρα πολύς κόσμος παγκοσμίως επενδύει σήμερα σε Α/Κ.

Πλεονεκτήματα Αμοιβαίων Κεφαλαίων

➤ **Επαγγελματική διαχείριση**

Η επιτυχία ενός αμοιβαίου κεφαλαίου εναπόκειται σε πολύ μεγάλο βαθμό στην ικανότητα των διαχειριστών του. Όπως έχουμε προαναφέρει τα Α/Κ τα διαχειρίζονται εξειδικευμένοι διαχειριστές, οι οποίοι κρίνονται από την επίδοση του επιτυγχάνουν και από το ύψος των κερδών που αποκομίζουν.

Οι εταιρείες που διαχειρίζονται Α/Κ προσλαμβάνουν τους διαχειριστές οι οποίοι είναι υπεύθυνοι για τη διεξαγωγή των απαιτούμενων ερευνών και των οικονομικών αναλύσεων που πρέπει να διεκπεραιωθούν με στόχο να επιλεγεί η σωστή διάρθρωση του χαρτοφυλακίου του Α/Κ. Στις υποχρεώσεις των διαχειριστών συμπεριλαμβάνονται επίσης οι αποφάσεις αγοράς και πώλησης των κεφαλαίων, η διαφοροποίηση των χρηματοπιστωτικών προϊόντων, η απόδοση των επενδύσεων κ.λ.π.

➤ **Διαφοροποίηση**

Τα αμοιβαία κεφάλαια επενδύουν σε ένα ευρύ φάσμα αξιών. Αυτό μειώνει τον επενδυτικό κίνδυνο, μειώνοντας επιπλέον την επίδραση μιας πιθανής μείωσης της αξίας μιας τοποθέτησης του Α/Κ. Οι επενδυτές των Α/Κ μπορούν να επωφεληθούν από τις τεχνικές διαφοροποίησης τοποθετώντας τα κεφάλαια τους σε μεγάλο εύρος επιλογών.

➤ **Χαμηλό Κόστος**

Η επένδυση σε Α/Κ συνεπάγεται με τη μείωση ή ακόμη και εξάλειψη του κόστους της αγοράς και πώλησης των μεμονωμένων τίτλων που απαιτούνται για

την δημιουργία ενός χαρτοφυλακίου. Τα κόστη προμήθειας μπορεί να είναι αυξημένα, ειδικά εάν στη διαχείριση Active και εμπλέκονται συχνές συναλλαγές. Αντίθετα, ο κάτοχος ενός A/K δεν επιβαρύνεται από τα επιπρόσθετα κόστη ενός χαρτοφυλακίου που σχετίζονται με τις οικονομικές αναλύσεις, τις επενδυτικές συμβουλές, τις υπηρεσίες παρακολούθησης των χρηματοοικονομικών τίτλων καθώς όλες αυτές οι διαδικασίες διενεργούνται από τους διαχειριστές του εκάστοτε αμοιβαίου κεφαλαίου. Τα αμοιβαία κεφάλαια λόγω του μεγάλου όγκου συναλλαγών αλλά και της μεγάλης διαπραγματευτικής δύναμης που διαθέτουν, μέσω των οικονομιών κλίμακας, έχουν τη δυνατότητα να επιτυγχάνουν καλύτερους όρους αγοράς και πώλησης συγκριτικά με αυτούς ενός μεμονωμένου επενδυτή.

➤ **Άνεση και ευελιξία**

Ο επενδυτής έχει στην κατοχή του τίτλους μιας επένδυσης και όχι πολλών, απολαμβάνοντας επίσης και τα οφέλη από ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο και ένα ευρύ φάσμα υπηρεσιών. Οι διαχειριστές του A/K αποφασίζουν σε ποιους τίτλους, ομόλογα κλπ θα επενδύσουν και ο επενδυτής καρπώνεται την απόδοση των μεριδίων του χωρίς να κάνει τίποτα. Είναι εύκολο για ένα επενδυτή να αγοράσει και να πουλήσει μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων, είτε χρησιμοποιώντας το διαδίκτυο είτε πιο απλά με ένα τηλεφώνημα.

➤ **Γρήγορη, εξατομικευμένη εξυπηρέτηση**

Τα περισσότερα A/K προσφέρουν πλέον κατατοπιστικές ιστοσελίδες και μια σειρά από υπηρεσίες για άμεση πρόσβαση των επενδυτών σε πληροφορίες σχετικά με το λογαριασμό τους. Επίσης με ένα τηλεφώνημα ο επενδυτής έρχεται σε επαφή με έναν εκπαιδευμένο ειδικό διαχειριστή της εταιρείας αμοιβαίων κεφαλαίων που μπορεί να του παρέχει χρήσιμες πληροφορίες για τις επενδυτικές του επιλογές, να βοηθήσει στην αγορά και πώληση μεριδίων A/K και να απαντήσει σε ερωτήσεις σχετικά με την κατάσταση του λογαριασμού του.

➤ **Ευκολία Επένδυσης**

Ο επενδυτής έχει τη δυνατότητα να ανοίξει ή να προσθέσει στο λογαριασμό του νέες επενδύσεις και να διενεργεί συναλλαγές με το διαχειριστή, μέσω ηλεκτρονικού ταχυδρομείου, τηλεφώνου ή της τράπεζας του. Μπορεί ακόμη σε κάποιες χώρες και να προγραμματίσει για την αυτόματη μηνιαία επένδυση σε μερίδια μέσω της έγκρισης ηλεκτρονικών μεταφορών ποσών από τον τραπεζικό του λογαριασμό σε οποιαδήποτε ποσότητα και σε ημερομηνία που θα επιλέξει.

➤ **Ρευστότητα**

Η ρευστότητα αναφέρεται στη ταχύτητα αλλά και στην ευκολία με την οποία ένα χρηματοοικονομικό προϊόν (π.χ. μετοχή, ομολογία, αμοιβαίο κεφάλαιο) μπορεί να πωληθεί χωρίς να χάσει μέρος της αξίας του ενώ ταυτόχρονα αποτελεί πλεονέκτημα των επενδύσεων σε χρηματοοικονομικά προϊόντα για τους επενδυτές.

Τα αμοιβαία κεφάλαια προσφέρουν άμεση ρευστότητα στους επενδυτές λόγω της δυνατότητας που τους παρέχεται να προβαίνουν σε ρευστοποίηση των μεριδίων τους οποιαδήποτε στιγμή το επιθυμήσουν. Σε περιόδους αβεβαιότητας η ρευστότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι μεγαλύτερη αυτής που εξασφαλίζουν οι μεμονωμένες μετοχές.

➤ **Σχεδιασμός Κύκλου Ζωής**

Δίδεται η δυνατότητα να συνδεθεί η επένδυση βάσει του σχεδιασμού των μελλοντικών ατομικών και οικογενειακών αναγκών. Οι επενδύσεις τέτοιας μορφής μπορούν να περιλαμβάνουν Α/Κ ανάπτυξης για την κάλυψη των μελλοντικών αναγκών πανεπιστημιακής εκπαίδευσης στο εξωτερικό, στη συνέχεια, επένδυση Α/Κ εισοδήματος για κάλυψη μελλοντικής συνταξιοδότησης και της όποιας προσαρμογής βάσει των τρεχουσών ή μελλοντικών αναγκών.

➤ **Σχεδιασμός Κύκλου Αγοράς**

Για τους επενδυτές οι οποίοι κατανοούν πώς να διαχειρίζονται ενεργά το χαρτοφυλάκιο τους, οι επενδύσεις σε Α/Κ μπορεί να μετακινηθούν καθώς οι συνθήκες της αγοράς μεταβάλλονται. Οι επενδύσεις μπορούν να μεταβληθούν αρχικά μέσω της τοποθέτησης του κεφαλαίου σε μετοχές όταν η αγορά βρίσκεται σε ανοδική πορεία και στη συνέχεια να επενδύσει σε Α/Κ διαχείρισης διαθεσίμων στην κάμψη ή να λάβει οποιαδήποτε απόφαση για να εξασφαλιστεί ότι οι επενδύσεις ικανοποιούν τις ανάγκες σε μεταβαλλόμενα κλίματα αγοράς. Δεδομένου ότι είναι αδύνατον όμως να προβλεφθεί τι θα κάνει η αγορά σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή, ο πιο ασφαλής δρόμος είναι ακολουθώντας μια μακροπρόθεσμη, διαφοροποιημένη πορεία επενδύσεων.

➤ **Ενημέρωση Επενδυτών**

Οι μέτοχοι λαμβάνουν τακτικές εκθέσεις από τις Εταιρείες Διαχείρισης, καθώς και λεπτομέρειες των συναλλαγών βάση του έτους. Η τρέχουσα καθαρή αξία ενεργητικού των μετοχών σας (η τιμή στην οποία μπορείτε να αγοράσετε ή να τα εξαργυρώσουν) εμφανίζεται σε καθημερινή βάση στις σχετικές στήλες των ημερήσιων οικονομικών εφημερίδων. Μπορείτε επίσης να αποκτήσετε τις τιμές και τα αποτελέσματα απόδοσης για όλα τα αμοιβαία κεφάλαια μέσω του site, ή μπορείτε να το μάθετε και τηλεφωνικά από την Εταιρεία Διαχείρισης .

➤ **Επιλογές Μερισμάτων**

Υπάρχει δυνατότητα λήψης μερισμάτων σε μετρητά ή επανεπένδυσης τους στο Α/Κ. Αυτό μπορεί να συμβάλει σημαντικά στα μακροπρόθεσμα αποτελέσματα της επένδυσης. Σε κάποια Α/Κ επιτρέπεται ο επενδυτής να επιλέξει να λαμβάνει τα μερίσματα του σε μετρητά και να επανεπενδύονται τα κέρδη του κεφαλαίου του.

➤ **Αυτόματη Άμεση Κατάθεση**

Σε Α/Κ κάποιων χωρών του εξωτερικού δίδεται η δυνατότητα να καταθέτονται απ' ευθείας στο Α/Κ πληρωμές τρίτων όπως π.χ. η κοινωνική ασφάλιση ή η σύνταξη. Με αυτό τον τρόπο τα χρήματα επενδύονται άμεσα και δεν μένουν ανεκμετάλλευτα στον τραπεζικό λογαριασμό.

➤ **Ευκολία τήρησης αρχείων**

Κατέχοντας ένα ανεξάρτητο χαρτοφυλάκιο από μετοχές, ομόλογα και άλλα αξιόγραφα, θα πρέπει να έχετε την δυνατότητα και την ικανότητα να τηρείτε προσωπικό αρχείων αγορών, πωλήσεων, μερισμάτων, τόκων, και βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων κερδών και ζημιών. Τα αμοιβαία κεφάλαια παρέχουν επιβεβαίωση των συναλλαγών καθώς επίσης και τα αναγκαία έντυπα που θα σας βοηθήσουν να παρακολουθείτε τις επενδύσεις σας .

➤ **Φύλαξη**

Κατέχοντας μερίδια αρκετών διαφορετικών μετοχών, μέσω της συμμετοχής σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο, δεν χρειάζεται να ανησυχείτε για τη διατήρηση των τίτλων ιδιοκτησίας αποθήκης σε θυρίδες. Επίσης δεν χρειάζεται καν να τηρείτε τίτλους ιδιοκτησίας των αμοιβαίων κεφαλαίων σας γιατί η ΑΕΔΑΚ τηρεί τον λογαριασμό σας στα βιβλία του και σας στέλνει περιοδικές δηλώσεις την παρακολούθηση όλων των συναλλαγών σας.

➤ **Συνταξιοδότηση και μακροπρόθεσμα σχέδια**

Τα αμοιβαία κεφάλαια είναι κατάλληλα για την υλοποίηση μεσο-μακροπρόθεσμων επενδυτικών στόχων, όπως π.χ. η χρήση της επένδυσης ως συνταξιοδοτικός λογαριασμός ή ως λογαριασμός σπουδών.

➤ **Online Υπηρεσίες**

Το Διαδίκτυο προσφέρει ένα γρήγορο και βολικό τρόπο για τους επενδυτές να έχουν πρόσβαση στις οικονομικές τους πληροφορίες. Μια σειρά από υπηρεσίες που είναι διαθέσιμες στον ηλεκτρονικό επενδυτή συμπεριλαμβανομένης της άμεσης πρόσβασης στον λογαριασμό του, τις κινήσεις, καθώς επίσης και την άμεση εξαγορά ή διάθεση μεριδίων σε ζωντανό χρόνο.

Μειονεκτήματα Αμοιβαίων Κεφαλαίων

➤ Υψηλή διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου

Με στόχο την εξάλειψη του μη συστηματικού κινδύνου πολλές φορές τα χαρτοφυλάκια των αμοιβαίων κεφαλαίων παρουσιάζεται να έχουν μεγαλύτερο αριθμό αξιογράφων. Το γεγονός αυτό από τη μία πλευρά παρέχει μεγαλύτερη ασφάλεια στον εκάστοτε επενδυτή αλλά ταυτόχρονα στη πλειοψηφία των περιπτώσεων μειώνει τις αποδόσεις που μπορεί να επιτύχει. Αυτό όμως έρχεται σε σύγκρουση με την επενδυτική φιλοσοφία των μεριδιούχων, οι οποίοι επενδύουν τα κεφάλαια τους σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο με στόχο να επιτύχουν απόδοση μεγαλύτερη από αυτή της αγοράς.

➤ Επαγγελματική διαχείριση

Παρατηρήσατε προηγουμένως πως το πρώτο από τα πλεονεκτήματα των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι η επαγγελματική τους διαχείριση. Η προσέγγιση αυτή χαρακτηρίστηκε ότι ωφελεί τους επενδυτές με τη λέξη "θεωρητικά" λόγω του ότι πολλοί επενδυτές αμφισβητούν την δυνατότητα των επαγγελματιών του χώρου, να επιλέγουν Α/Κ με καλύτερους όρους από τους ίδιους. Η διαχείριση των Α/Κ αν και στόχο έχει να είναι αλάνθαστη, αυτό κατανοούμε ότι για πρακτικούς λόγους δεν μπορεί να συμβεί, αλλά και στην περίπτωση λάθους, ο διαχειριστής του Α/Κ δεν θα έχει καμία απολύτως άμεση επίπτωση στις αμοιβές του.

➤ Ανοικτή δομή Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Η ανοικτή δομή των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι δυνατό να προκαλέσει προβλήματα στον διαχειριστή του αμοιβαίου κεφαλαίου ιδιαίτερα σε περιόδους αβεβαιότητας και έντονων διακυμάνσεων της αγοράς. Έχει παρατηρηθεί ότι, σε περιόδους όπου η αγορά τείνει να έχει μία ανοδική πορεία οι επενδυτές έχουν τη τάση να τοποθετούν τα κεφάλαια τους σε μετοχικά ΑΚ. Άμεσο αποτέλεσμα αυτής της επενδυτικής συμπεριφοράς είναι η επένδυση των κεφαλαίων από τους διαχειριστές με την αγορά μετοχών που βρίσκονται σε υψηλά επίπεδα.

Από την άλλη πλευρά, όταν η αγορά έχει καθοδική πορεία, οι μεριδιούχοι θέλοντας άμεση ρευστοποίηση των κεφαλαίων τους οδηγούν τους διαχειριστές να ρευστοποιήσουν πρόωρα μέρος του χαρτοφυλακίου. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα

να υφίστανται ζημιές, καθώς πωλούν ή προεξοφλούν τα χρηματοοικονομικά προϊόντα του χαρτοφυλακίου σε τιμή χαμηλότερη από αυτή της αγοράς.

➤ **Κόστη**

Τα αμοιβαία κεφάλαια δεν υπάρχουν μόνο για να κάνουν τη ζωή μας ευκολότερη. Στον επενδυτικό κόσμο τίποτα δεν είναι δωρεάν και όπως είναι φυσικό και τα αμοιβαία κεφάλαια αποσκοπούν στο κέρδος. Σε μερικά αμοιβαία κεφάλαια, τα κόστη εξαγοράς και διάθεσης μπορούν να διαφέρουν υπέρ το δέον μεταξύ τους, γεγονός που πρέπει να προσέχουν οι επενδυτές πριν επιλέξουν Α/Κ.

➤ **Αραίωση**

Είναι πιθανό να έχουμε μεγάλη διαφοροποίηση. Επειδή όμως τα αμοιβαία κεφάλαια συνήθως βάση του προορισμού τους έχουν μικρή συμμετοχή επένδυσης σε πολλές διαφορετικές εταιρείες, οι υψηλές αποδόσεις από λίγες και διαφορετικές επενδύσεις συχνά δεν κάνουν μεγάλη διαφορά στη συνολική απόδοση. Αραίωση είναι επίσης το αποτέλεσμα που βλέπουμε στην περίπτωση ενός εξαιρετικά επιτυχημένου αμοιβαίου κεφαλαίου που έχει αυξήσει το ενεργητικό του σε μεγάλο βαθμό. Όταν συνεχίζεται να επενδύονται χρήματα στο αμοιβαίο αυτό κεφάλαιο, ο διαχειριστής έχει συχνά πρόβλημα να βρει νέες επενδύσεις για όλα τα νέα επενδύσιμα κεφάλαια.

➤ **Μη εγγυημένη απόδοση**

Όταν μιλάμε για αμοιβαία κεφάλαια δεν μιλάμε για εγγυημένες αποδόσεις αφού αποτελούν επενδύσεις αορίστου χρόνου και καμία τέτοια επένδυση δεν έχει εγγυημένη απόδοση εκτός από μερικές μορφές αποταμιεύσεων και καταθέσεων.

➤ **Κόστος διασποράς**

Συνήθως, όσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος τόσο μεγαλύτερη είναι η προσδοκώμενη απόδοση ή και η ενδεχόμενη απώλεια χωρίς αυτή η σχέση να είναι απολυτή. Όσο μεγαλώνει η διασπορά τόσο περιορίζεται ο κίνδυνος. Υπερβολική διασπορά σημαίνει πολύ μικρός κίνδυνος και άρα πολύ μικρή προσδοκώμενη απόδοση (η διασπορά μειώνει τον επενδυτικό κίνδυνο μας αποκλείει όμως από ακραίες αποδόσεις).

➤ **Επιθυμία επένδυσης μόνο σε ομόλογα**

Υπάρχουν αρκετοί επενδυτές οι οποίοι είναι εξαιρετικά συντηρητικοί και αποφεύγουν τον κίνδυνο στις επενδύσεις τους, προχωρώντας σε ασφαλείς μορφές επενδύσεων όπως ομόλογα, έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου, τραπεζικούς λογαριασμούς κ.λ.π. Τα αμοιβαία κεφάλαια τα οποία δεν έχουν

σταθερή εγγυημένη απόδοση και σίγουρα ενέχουν κινδύνους, όπως θα δούμε και παρακάτω, δεν ενδείκνυνται ως η καταλληλότερη μορφή επένδυσης για αυτό το προφίλ επενδυτών

Η νομοθεσία που διέπει τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελλάδα

Τον Νοέμβριο του 2004 ψηφίστηκε και τέθηκε σε εφαρμογή ο νόμος 3283/ 2004 που αφορά τα Α/Κ και τις εταιρείες διαχείρισης των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα. Ο συγκεκριμένος νόμος ενσωματώνει τις σχετικές Οδηγίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης και έχει σκοπό να αντικαταστήσει τον παλαιότερο νόμο 1969/1991 που ίσχυε έως τότε, καθώς και όλες τις τροποποιήσεις του.

Ο νέος αυτός νόμος επιτρέπει στα Α/Κ να έχουν μια νέα δυναμική και νέες δυνατότητες τόσο για τα ίδια όσο και για τις εταιρείες διαχείρισης τους, διευκολύνοντας την κυκλοφορία προϊόντων και εταιριών στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, δημιουργώντας προϋποθέσεις για την ανάπτυξη νέων προϊόντων, με ενίσχυση της διαφάνειας στην διαχείριση, και αύξηση της πληροφόρησης των επενδυτών, ενώ παράλληλα προστατεύονται περισσότερο τα δικαιώματά τους.

Αναλυτικότερα, οι εταιρείες διαχείρισης Α/Κ, οι ΑΕΔΑΚ δηλαδή, όπως θα αναλύσουμε στην επόμενη υποενότητα, είναι πλέον σε θέση να διευρύνουν τις δραστηριότητές τους στην διαχείριση ιδιωτικών χαρτοφυλακίων και χαρτοφυλακίων ασφαλιστικών ταμείων, αλλά και στην παροχή επενδυτικών συμβουλών, και στην ανάληψη διαχείρισης Α/Κ άλλων ΑΕΔΑΚ κλπ. Ακόμη, είναι εις θέσιν να διαθέτουν τα προϊόντα τους σε άλλες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης αρχικά με διασυννοριακή δράση, αλλά και με ίδρυση υποκαταστημάτων στις χώρες αυτές.

Αναφέρονται οι νέοι όροι περί προστασίας των επενδυτών και τίθενται σε εφαρμογή. Ορίζεται ότι πρέπει να περιέχουν τα ενημερωτικά δελτία και τα περιληπτικά ενημερωτικά δελτία για τα Α/Κ που διανέμονται στους υποψήφιους μεριδιούχους.

Γεγονός είναι πως μετά την δημοσίευση του νέου νόμου το εποπτικό όργανο των ΑΕΔΑΚ, δηλαδή η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, εξέδωσε ορισμένες

κανονιστικές αποφάσεις με στόχο την καλύτερη λειτουργία των Α/Κ και την ακόμη μεγαλύτερη προστασία των επενδυτών.

Σύμφωνα με τους νέους όρους:

- Η κατηγοριοποίηση των Α/Κ αλλάζει και διακρίνονται πλέον σε Εσωτερικού και Εξωτερικού, με κάθε μια από αυτές τις κατηγορίες να αποτελείται από τις υποκατηγορίες: Μετοχικά, Μικτά, Ομολογιακά και Διαχείρισης Διαθεσίμων.
- Τα Index Funds καθορίζεται πως θα υπάγονται στις παραπάνω κατηγορίες ανάλογα με την σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους.
- Απαγορεύεται στα Α/Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων να τοποθετούνται σε μετοχές.
- Επιβάλλεται στα Μικτά Α/Κ να τοποθετούν τουλάχιστον 10% του Ενεργητικού τους σε μετοχές και 10% σε ομόλογα.
- Οι ΑΕΔΑΚ είναι υποχρεωμένες στο τέλος κάθε ημερολογιακού τριμήνου και μέσα σε 10 ημερολογιακές μέρες από την λήξη του, να δημοσιεύουν αναλυτικούς και μέσους ποσοστιαίους πίνακες των χαρτοφυλακίων των αμοιβαίων κεφαλαίων που διαχειρίζονται και να τους θέτουν στην διάθεση των μεριδιούχων και εντός της ίδιας προθεσμίας να τους δημοσιεύουν στις ιστοσελίδες τους.
- Καθορίζονται επακριβώς στους κανονισμούς των Α/Κ οι κατηγορίες δαπανών και αμοιβών που επιτρέπεται να βαρύνουν τα Α/Κ.
- Στις τριμηνιαίες καταστάσεις λογαριασμού που αποστέλλονται στους μεριδιούχους πρέπει πλέον να αναγράφεται η προμήθεια διαχείρισεως της ΑΕΔΑΚ ως ποσοστό που επιβαρύνει το Α/Κ καθώς και η προμήθεια του Θεματοφύλακα (τράπεζα που φυλάσσονται οι τίτλοι της εταιρείας που επενδύει σε Α/Κ). Επίσης, πρέπει να αναφέρεται η απόδοση τριετίας του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Τι είναι τα Μεριδία στα Αμοιβαία Κεφάλαια

Τα **μερίδια** αποτελούν ίσης αξίας κλάσματα-μερίδια που διαιρείται το ενεργητικό ενός Α/Κ. Η καθαρή τιμή προκύπτει από τη διαίρεση της αξίας του ενεργητικού του Α/Κ κάθε ημέρας με το συνολικό αριθμό μεριδίων εκείνης της ημέρας. Η καθαρή τιμή χρησιμοποιείται για να υπολογιστεί η απόδοση του Αμοιβαίου αλλά και οι τιμές διάθεσης και εξαγοράς.

Ενεργητικό Α/Κ ονομάζεται η συνολική περιουσία του Α/Κ σε τρέχουσες τιμές. Για να προκύψει το ενεργητικό ενός Α/Κ σε καθημερινή βάση υπολογίζονται οι τιμές των ομολόγων, των μετοχών, οι τόκοι, τα μετρητά, οι καταθέσεις σε συνάλλαγμα κτλ, και αθροίζονται για να προκύψει το ενεργητικό. Επειδή οι τιμές των μετοχών, των νομισμάτων, αλλά και οι τόκοι των ομολόγων αλλάζουν καθημερινά, λογικό είναι να μεταβάλλεται και το ενεργητικό τους. Επίσης το ενεργητικό αλλάζει ως αποτέλεσμα των ενεργειών των διαχειριστών της Α.Ε.Δ.Α.Κ. επί των κινητών αξιών που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο του Α/Κ, καθώς και από την εισροή ή εκροή κεφαλαίων από αυτό.

Οι **τιμές διάθεσης και εξαγοράς** των μεριδίων των Α/Κ, μεταβάλλονται καθημερινά, βάσει της απόδοσης και της εμπορευσιμότητας που έχει το κάθε Α/Κ. Η τιμή διάθεσης του μεριδίου είναι η τιμή που μπορούν οι επενδυτές να αγοράσουν τα μερίδια του Α/Κ που επιθυμούν και αντιστοιχεί στην καθαρή τιμή προσαυξημένη με την εκάστοτε τρέχουσα προμήθεια που έχει ορίσει η εταιρεία διαχείρισης.

Αντίστοιχα η τιμή εξαγοράς του μεριδίου είναι η τιμή που μπορούν οι επενδυτές να ρευστοποιήσουν τα μερίδια του Α/Κ που επιθυμούν και αντιστοιχεί στην καθαρή τιμή μειούμενη με την εκάστοτε τρέχουσα προμήθεια που έχει ορίσει η εταιρεία διαχείρισης.

Ποιος είναι ο Ρόλος του Θεματοφύλακα

Ο ρόλος του ταμιά του Α/Κ εκτελείται από τον θεματοφύλακα. Συνήθως είναι μια ανώνυμη τραπεζική εταιρεία (ελληνική ή ξένη) η οποία λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα, και φροντίζει για τη φύλαξη του ενεργητικού κεφαλαίου του Α/Κ, για τις εισπράξεις και πληρωμές και για τη σωστή εκτέλεση των συναλλαγών. Ο θεματοφύλακας ο οποίος και συνυπογράφει τον κανονισμό του Α/Κ, είναι εντεταλμένος για κάθε Α/Κ και εγγυάται τη διαφάνεια των χρηματικών συναλλαγών και την εξασφάλιση των τίτλων των επενδυμένων χρημάτων. Ουσιαστικά εγγυάται την ασφάλεια των χρημάτων των μεριδιούχων.

Έχει την ευθύνη για την ύπαρξη τόκων και μερισμάτων καθώς και τις χρηματοροές από πωλήσεις μετοχών ή άλλων αξιόγραφων ενώ πραγματοποιεί τις πληρωμές για αγορά κινητών αξιών.

Γενικότερα, ο θεματοφύλακας ευθύνεται απέναντι στην Α.Ε.Δ.Α.Κ. και τους μεριδιούχους για κάθε αμέλεια ως προς την εκπλήρωση των υποχρεώσεων τους. Ο θεματοφύλακας πρέπει να εκτελεί τις εντολές τις Α.Ε.Δ.Α.Κ. εκτός εάν είναι παράνομες ή αντιβαίνουν τον κανονισμό που διέπει το Α/Κ. Παράλληλα η Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι υποχρεωμένη να παρακολουθεί το θεματοφύλακα για την ορθή εκτέλεση των εντολών της. Με τις υποχρεώσεις αυτές, ο θεματοφύλακας και η Α.Ε.Δ.Α.Κ. οφείλουν να λειτουργούν ανεξάρτητα μεταξύ τους και με γνώμονα το συμφέρον των μεριδιούχων.

Συνοψίζοντας, τα καθήκοντα του θεματοφύλακα είναι τα ακόλουθα:

- Η φύλαξη της περιουσίας του Α/Κ
- Η εκτέλεση των εντολών της Α.Ε.Δ.Α.Κ.
- Η εξασφάλιση της νομιμότητας των διαδικασιών πώλησης, έκδοσης, εξαγοράς, εξόφλησης και ακύρωσης των μεριδίων.
- Η εξασφάλιση της νομιμότητας του τρόπου υπολογισμού της αξίας των μεριδίων.
- Η εξασφάλιση της νομότυπης διανομής των κερδών.
- Η συνυπογραφή, από κοινού με την Α.Ε.Δ.Α.Κ., των εκθέσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Τι είναι οι Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης (Α.Ε.Δ.Α.Κ.)

Ο ρόλος των ΑΕΔΑΚ είναι η διαχείριση του Α/Κ. είναι σε θέση να διαχειρίζονται και περισσότερα του ενός Α/Κ. Πιο συγκεκριμένα οι ΑΕΔΑΚ, επενδύουν συλλογικά σε κινητές αξίες κεφάλαια που συγκεντρώνουν από το κοινό και των οποίων η λειτουργία βασίζεται στην αρχή κατανομής κινδύνων, και τα μερίδια τους, μετά από αίτηση των κομιστών, εξαγοράζονται ή εξοφλούνται, άμεσα ή έμμεσα, με στοιχεία ενεργητικού των εταιριών αυτών. Οι ΑΕΔΑΚ όπως και οι Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (ΕΕΧ) συγκαταλέγονται στους θεσμικούς επενδυτές, καθώς συγκεντρώνουν και διαχειρίζονται κεφάλαια από πολλούς διαφορετικούς επενδυτές. Οι δε δραστηριότητες τους ελέγχονται άμεσα από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. (Φίλιππας, 2010)

Οι ΑΕΔΑΚ πρέπει να είναι φερέγγυες, έμπιστες, να λειτουργούν με αντικειμενικότητα. Το σύνολο της περιουσίας του Α/Κ κατατίθεται σε μια από τις νόμιμα λειτουργούσες τράπεζες της χώρας, η οποία αναλαμβάνει τα χρέη θεματοφύλακα για την πλήρη εξασφάλιση του κεφαλαίου.

Επιπλέον οι ΑΕΔΑΚ εισπράττουν αμοιβή για την διαχείριση του Α/Κ. Προμήθειες κατά την εξαγορά των μεριδίων και ένα ποσοστό, που ποικίλλει ανάλογα με την εταιρεία διαχείρισης, κατά την διάθεση των μεριδίων. Αναλυτικότερα, η αμοιβή για τις υπηρεσίες διαχείρισης του Α/Κ αποτελεί ποσοστό επί του μέσου ημερήσιου ύψους του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου. (Χαράμης, 1998)

Σύμφωνα με το νόμο 3283/2004, το μετοχικό κεφάλαιο καταβάλλεται σε μετρητά και έχει ελάχιστο ύψος 1.200.000 €. Ο νόμος για τη προστασία των επενδυτών ορίζει ότι τα 2/5 τουλάχιστον του μετοχικού κεφαλαίου της Α.Ε.Δ.Α.Κ. ανήκουν σε εταιρεία με οικονομική επιφάνεια.

Προκειμένου να λάβει την άδεια σύστασης ενός Α/Κ η Α.Ε.Δ.Α.Κ. πρέπει να υποβάλει στην Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς τα ακόλουθα:

- Κανονισμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου οποίος πρέπει να έχει υπογραφεί από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. και από το θεματοφύλακα
- Τον Αναλυτικό κατάλογο των στοιχείων του Ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.
- Την δήλωση πιστοποιητικού ιδρύματος που λειτουργεί στην Ελλάδα και δηλώνει πως δέχεται να κατατίθενται σε αυτό τα στοιχεία του ενεργητικού από το Α/Κ και να ασκεί καθήκοντα θεματοφύλακα.

Κεφάλαιο 2: Μέθοδοι εκτίμησής των Κινδύνων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και η μέτρηση της επίδοσης του

Ένας επενδυτής πριν πραγματοποιήσει μια επένδυση οφείλει να έχει την σωστή πληροφόρηση έτσι ώστε να την έχει εξετάσει και να την έχει αξιολογήσει. Στις ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές οι οργανισμοί διαχείρισης Α/Κ προσφέρουν στους πελάτες τους στοιχεία που αναλύουν τους κινδύνους που μπορεί να έχει μια επένδυση.

Επειδή στην Ελλάδα δεν υπάρχουν τέτοιοι οργανισμοί για τον λόγο αυτό στο κεφάλαιο 2 θα αναφερθούμε στους κινδύνους που διέπουν την αγορά των Α/Κ, τον τρόπο που μπορούμε να τους εκτιμήσουμε, τις μεθόδους αξιολόγησης τόσο των Α/Κ όσο και των διαχειριστών τους, καθώς και θα παρουσιάσουμε δύο από τις πιο γνωστές μεθόδους αξιολόγησης που παρέχει στους επενδυτές της η εταιρεία Morningstar.

Μέθοδοι εκτίμησης των Κινδύνων των Α/Κ

Πηγές επενδυτικών κινδύνων

Όπως αναφέραμε στο κεφάλαιο 2 τα Α/Κ ως βασικό πλεονέκτημα έχουν την ελαχιστοποίηση του επενδυτικού κινδύνου, καθώς προσφέρουν διαφοροποίηση στο χαρτοφυλάκιο τους.

Επειδή όμως οι κίνδυνοι δεν είναι εφικτό να μηδενιστούν πλήρως οι επενδυτές εκτίθενται σε μια σειρά από κινδύνους. Οι κίνδυνοι αυτοί εξαρτώνται από τα περιουσιακά στοιχεία που εμπεριέχονται στο ενεργητικό του χαρτοφυλακίου του Α/Κ. Οι κίνδυνοι που ακολουθούν έχουν οριστεί από την επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως οι σημαντικότεροι κίνδυνοι επενδύσεων σε Α/Κ.

➤ Κίνδυνος αγοράς:

Αφορά τον κίνδυνο υποχώρησης του επιπέδου των τιμών της αγοράς, σε συνολικά ή ορισμένης κατηγορίας στοιχείων του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου με αντίκτυπο την επιρροή της τιμής των μεριδίων του Α/Κ.

➤ Πιστωτικός κίνδυνος:

Αφορά τον κίνδυνο κατά τον οποίο ο εκδότης έχει την αδυναμία να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του κατά τη διενέργεια των συναλλαγών.

➤ Κίνδυνος διακανονισμού:

Αφορά τον κίνδυνο κατά τον οποίο δεν ολοκληρώνεται ομαλά ο διακανονισμός των συναλλαγών επί των χρηματοπιστωτικών μέσων, ειδικά όταν ο αντισυμβαλλόμενος δεν καταβάλει τα χρήματα ή δε παραδώσει τίτλους έγκαιρα για την εκπλήρωση των υποχρεώσεων του.

➤ Κίνδυνος ρευστότητας:

Είναι ο κίνδυνος αδυναμίας ρευστοποίησης στοιχείων του ενεργητικού του Α/Κ έγκαιρα και σε εύλογη-κατάλληλη τιμή.

➤ Συναλλαγματικός κίνδυνος:

Είναι ο κίνδυνος ο οποίος προέρχεται από το διαφορετικό είδος νομίσματος που μπορεί να το κάθε Α/Κ να επενδύει. Παραδείγματος χάριν τα διεθνή Α/Κ.

➤ Κίνδυνος Θεματοφυλακής:

Αφορά τον κίνδυνο απώλειας στοιχείων του ενεργητικού του Α/Κ λόγω πράξεων ή παραλήψεων ή αφερεγγυότητας του θεματοφύλακα./

➤ Κίνδυνος Διασποράς:

Είναι ο κίνδυνος που μπορεί να υφίσταται εάν δεν υπάρχει η κατάλληλη διασπορά των στοιχείων του ενεργητικού του Α/Κ.

➤ Κίνδυνος Αποδόσεως:

Είναι ο κίνδυνος που σχετίζεται με τη διακύμανση της απόδοσης των στοιχείων του ενεργητικού του Α/Κ

➤ Κίνδυνος Πληθωρισμού:

Είναι ο κίνδυνος ο οποίος σχετίζεται με την μείωση της απόδοσης του Α/Κ σε σταθερές τιμές λόγω της ανόδου του γενικού δείκτη τιμών του καταναλωτή.

➤ Κίνδυνος Κράτους:

Ο κίνδυνος αυτός αφορά το θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο του κράτους.

➤ Κίνδυνος αποδόσεως:

Είναι ο κίνδυνος που σχετίζεται με τη διακύμανση της αποδόσεως των στοιχείων του ενεργητικού του Α/Κ, σε συνδυασμό με την τυχόν παροχή εγγυήσεως επί του συνόλου ή μέρους του ενεργητικού του Α/Κ από πιστωτικό κάποιο πιστωτικό ίδρυμα, π.χ. τράπεζα.

➤ Κίνδυνος μείωσης ενεργητικού:

Είναι ο κίνδυνος που σχετίζεται με τη μείωση του ενεργητικού του Α/Κ από κάποια εξαγορά ή ακύρωση των μεριδίων του, ή λόγω της διανομής μεριδίων του, η αξία των οποίων είναι μεγαλύτερη από τα επιτευχθέντα κέρδη του κατά τη διάρκεια της διαχειριστικής χρήσεως.

Κίνδυνοι της διεθνούς βιβλιογραφίας

Για να μπορέσουμε να μετρήσουμε τον κίνδυνο ενός Α/Κ, διεθνώς γίνεται με δύο τρόπους. Αρχικά με την τυπική απόκλιση των αποδόσεων του, η οποία μετράει τον συνολικό κίνδυνο του Α/Κ, και με τον συστηματικό κίνδυνο ή συντελεστή Beta.

Αρχικά να αναφέρουμε πως ο συντελεστής Beta αποτελεί ένα μέτρο της ευαισθησίας των μεταβολών της καθαρής τιμής του Α/Κ στις μεταβολές της αξίας του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Το χαρτοφυλάκιο της αγοράς είναι ένα θεωρητικό χαρτοφυλάκιο, το οποίο συνήθως προσεγγίζεται από το γενικό δείκτη του υπό εξέταση χρηματιστηρίου. Ο συντελεστής αυτός είναι μία κλίμακα κινδύνου που θεωρητικά μπορεί να λαμβάνει τιμές πλησίον του μηδενός (αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων) μέχρι και μεγαλύτερες από τη μονάδα (αυτά τα αμοιβαία κεφάλαια περιλαμβάνουν στα χαρτοφυλάκιά τους αξιόγραφα υψηλής επικινδυνότητας, π.χ. επιθετικές μετοχές και παράγωγα προϊόντα).

Δηλαδή είναι ένα μέτρο της ευαισθησίας των μεταβολών στην απόδοση των μετοχών ως προς τις μεταβολές του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Παραδείγματος χάριν μία μετοχή με συντελεστή beta 0,5 τείνει να μεταβάλλεται κατά μέσο όρο 5% σε αντίστοιχη μεταβολή του δείκτη του

χρηματιστηρίου 10% (είτε προς τα κάτω είτε προς τα πάνω). Από την άλλη πλευρά, μία μετοχή με συντελεστή 1,5 είναι μιάμιση φορά πιο επικίνδυνη από τον Γενικό Δείκτη.

Ο υπολογισμός του συντελεστή beta για ένα A/K είναι πολύ μεγάλης σημασίας για έναν επενδυτή, καθώς δίνει την δυνατότητα να κατανοηθεί η σχέση κινδύνου-απόδοσης και να αξιολογηθούν τα A/K. Βοηθάει στην κατανόηση του βαθμού επικινδυνότητας των A/K και την επιλογή του επενδυτικού προφίλ που ταιριάζει καλύτερα στον επενδυτή. Ας μην ξεχνάμε πως όπως έχουμε ήδη προαναφέρει ο κίνδυνος κάθε A/K εξαρτάται από την διάρθρωση του χαρτοφυλακίου του, δηλαδή από τις επιθετικές και τις αμυντικές επενδύσεις, καθώς και την στάθμισή τους, όπως αυτά έχουν γίνει από τον διαχειριστή.

Σύμφωνα με τη χρηματοοικονομική θεωρία η τυπική απόκλιση και ο συστηματικός κίνδυνος αποτελούν δύο ακραίες καταστάσεις μέτρησης του κινδύνου ενός A/K. Από τη μία μεριά η τυπική απόκλιση είναι το κατάλληλο μέτρο του κινδύνου όταν ο επενδυτής δεν κατέχει άλλα περιουσιακά στοιχεία εκτός από το συγκεκριμένο A/K. Από την άλλη ο συστηματικός κίνδυνος είναι το κατάλληλο μέτρο του κινδύνου του αμοιβαίου κεφαλαίου όταν ένας επενδυτής έχει επενδύσει σε όλα τα στοιχεία του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Βέβαια στην πράξη καμία από τις δύο ακραίες καταστάσεις δεν είναι ρεαλιστική. Εν τούτοις, εάν ένας επενδυτής έχει επενδύσει σε περιορισμένα περιουσιακά στοιχεία τότε η τυπική απόκλιση είναι πιο ακριβές μέτρο του κινδύνου. (Φίλιππας, 2010)

Προσέγγιση της Απόδοσης ενός A/K

Σε πρώτο στάδιο θα αναφερθούμε στον υπολογισμό της απόδοσης για μια επένδυση, ορίζοντας τον τύπο που υπολογίζεται.

Η απόδοση μιας επένδυσης ορίζεται από την παρακάτω σχέση:

$$\text{Απόδοση} = \frac{\text{Τελική Αξία Επένδυσης} - \text{Αρχική Αξία Επένδυσης} + \text{Πρόσθετες Ροές}}{\text{Αρχική Αξία Επένδυσης}}$$

Παραδείγματος χάριν εάν η επένδυση είναι μια μετοχή, τότε ως τελική τιμή θεωρούμε την τιμή που πουλήσαμε την μετοχή, ενώ σαν αρχική αξία θεωρούμε την τιμή αγοράς της μετοχής και ως πρόσθετη ροή τα μερίσματα

που τυχόν έχουν διανεμηθεί μέσα στη χρονική περίοδο που είχαμε κρατήσει την μετοχή.

Όταν πρόκειται για αγορά μεριδίων στα A/K ως αρχική αξία θεωρούμε την τιμή διάθεσης του μεριδίου του A/K και ως τελική αξία την τιμή εξαγοράς του.

$$\text{Απόδοση A/K} = \frac{\text{Τιμή Εξαγοράς} - \text{Τιμή διάθεσης}}{\text{Τιμή διάθεσης}}$$

Προσέγγιση του κινδύνου

Κάθε επένδυση διέπεται από έναν βαθμό κινδύνου. Οι επενδυτές που είναι περισσότεροι ριψοκίνδυνοι θέλουν επενδύσεις μεγαλύτερου κινδύνου για να επιτύχουν υψηλότερες αποδόσεις. Ενώ οι επενδυτές που είναι πιο αμυντικογενείς επιθυμούν τουλάχιστον την ελάχιστη απόδοση σ' ένα χρηματοοικονομικό σύστημα, δηλαδή με το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου (το risk free rate). Ο κίνδυνος συνδέεται θετικά με την απόδοση, δηλαδή οι υψηλές αποδόσεις θα επιτευχθούν μόνο με την ανάληψη υψηλού κινδύνου.

Για τον λόγο αυτό θα αναλύσουμε παρακάτω πως προσεγγίσουμε την έννοια του κινδύνου στα A/K με τον συνολικό κίνδυνο και τον συστηματικό κίνδυνο.

Τυπική Απόκλιση (standard deviation)

Η τυπική απόκλιση (standard deviation) υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο και μετρά την απόκλιση των αποδόσεων μίας επένδυσης γύρω από τη μέση απόδοση της. Στοχεύει στην εύρεση της μεταβλητότητας μια επένδυσης σε απόλυτους όρους.

$$\sigma_p = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum (r_{pt} - \bar{r}_{pt})^2}$$

Αναλυτικότερα:

- r_{pt} είναι η απόδοση (ημερήσια, εβδομαδιαία, μηνιαία κ.λπ.) του A/K_p μέσα σε μια χρονική περίοδο
- \bar{r}_{pt} είναι η μέση απόδοση του A/K_p για την εξεταζόμενη χρονική περίοδο και
- t είναι ο αριθμός των παρατηρήσεων

Αναλυτικότερα, όσο μεγαλύτερη είναι υπολογισθείσα τυπική απόκλιση ενός A/K τόσο μεγαλύτερος είναι και ο κίνδυνος που αναλαμβάνει ο επενδυτής. Για παράδειγμα εάν δύο A/K παρουσιάζουν την ίδια μέση απόδοση αλλά έχουν διαφορετική τυπική απόκλιση επιλέγεται εκείνο το A/K που έχει την μικρότερη τυπική απόκλιση. Η τυπική απόκλιση μας προσφέρει την δυνατότητα να διεξάγουμε άμεσα συμπεράσματα και συγκρίσεις μεταξύ εναλλακτικών επενδύσεων.

Συντελεστής Βήτα (beta)

Ο συντελεστής beta ο οποίος εκφράζει το συστηματικό κίνδυνο αποτελεί μέτρο κινδύνου για μεμονωμένα χρεόγραφα σε σχέση με το κίνδυνο της αγοράς. Ο συντελεστής beta μπορεί να υπολογιστεί από την σχέση:

$$beta = \frac{\text{covariance}(y, x)}{\text{variance}(x)}$$

Όπου:

- covariance y, x είναι η συνδιακύμανση της εξαρτημένης μεταβλητής y και της ανεξάρτητης μεταβλητής x
- Και variance είναι η διακύμανση της ανεξάρτητης μεταβλητής x

Ένας άλλος τρόπος εύρεσης του συστηματικού κινδύνου ενός A/K γίνεται μέσω του υποδείγματος της αγοράς (market model):

$$R_{pt} - R_{ft} = a_p + b_{pt}(R_{mt} - R_{ft}) + u_{pt}$$

Όπου:

- R_{pt} είναι η απόδοση του A/K_p κατά την περίοδο t ,
- R_{mt} είναι η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς, όπως αυτή προσεγγίζεται από το Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου των Αθηνών,

- R_{ft} είναι το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, το οποίο προσεγγίζεται από το επιτόκιο των τριμηνιαίων Εντόκων Γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου,
- b_p είναι ο συντελεστής βήτα του A/K,
- α_p είναι ο συντελεστής άλφα του A/K και
- u_{pt} είναι ένας στοχαστικός όρος- κατάλοιπα, ο οποίος υποθέτουμε ότι πληροί τις υποθέσεις του κλασικού γραμμικού υποδείγματος και εκφράζει όλους τους τυχαίους παράγοντες που επηρεάζουν τις αποδόσεις του A/K και δεν έχουν συμπεριληφθεί στο υπόδειγμα.

Η παράμετρος b_p εκφράζει τη σχέση μεταξύ της μέσης απόδοσης R_{pt} και της απόδοσης του χαρτοφυλακίου της αγοράς R_m :

- Αν $\beta > 1$ τότε οι μεταβολές του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι μεγαλύτερες από αυτές του Γενικού Δείκτη.
- Αν $\beta < 1$ τότε οι μεταβολές του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι μικρότερες από αυτές του Γενικού Δείκτη.
- Ανάλογα με το τι αριθμός είναι ο συντελεστής beta το A/K χαρακτηρίζεται ως επιθετικό ή αμυντικό.

Η θεωρητική προσέγγιση της μέτρησης της επίδοσης ενός A/K

Εδώ και πολλά χρόνια στην διεθνή βιβλιογραφία έχουν αναφερθεί πολλοί τρόποι αξιολόγησης της επίδοσης ενός A/K από την πλευρά των επενδυτών ή των διαχειριστών. Για παράδειγμα οι δείκτες Sharpe (1966), Treynor (1965), Jensen (1968), Sortino (1994), Modigliani και Modigliani (1997) κλπ αποτελούν κάποιους τρόπους εκτίμησης.

Στο συγκεκριμένο σημείο για τους σκοπούς της μέτρησης θα αναφερθούμε θεωρητικά στους δείκτες Sharpe (1966), Treynor (1965) και Jensen (1968) γιατί είναι τα συνήθη μέτρα αξιολόγησης A/K που χρησιμοποιούνται ευρύτατα από τους επαγγελματίες του χώρου, γι' αυτό και στο τρίτο σκέλος της διπλωματικής εργασίας θα τους υπολογίσουμε για κάθε Ελληνικό μετοχικό A/K ξεχωριστά.

Ακόμη θα αναλύσουμε το μοντέλο των Treynor and Mazuy (1966) καθώς μέσω αυτού στο κεφάλαιο 3 θα μετρήσουμε την ικανότητα συγχρονισμού (market timing) και επιλεκτικότητας (selectivity) των διαχειριστών.

Μέθοδος Treynor

Η μέθοδος αυτή υποθέτει ότι τα χαρτοφυλάκια είναι διαφοροποιημένα και ο μόνος κίνδυνος που υπάρχει είναι ο συστηματικός:

$$Treynor = \frac{R_p - R_f}{\beta_p}$$

Μέθοδος Sharpe

Η μέθοδος Sharpe υποθέτει την καλή διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου και λαμβάνει υπόψιν τον συνολικό κίνδυνο που προσεγγίζεται από την τυπική απόκλιση των αποδόσεων:

$$Sharpe = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

Αναλυτικότερα:

- R_p είναι η πραγματοποιηθείσα απόδοση του A/K,
- R_f είναι το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο,
- σ_p είναι ο συνολικός κίνδυνος (τυπική απόκλιση) του A/K και
- β_p είναι ο συντελεστής συστηματικού κινδύνου (βήτα) του A/K

Ο λόγος του Treynor εκφράζει την υπερβάλλουσα απόδοση του A/K, η οποία προκύπτει από τη διαφορά της πραγματοποιηθείσας απόδοσης από το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, ως προς τη σχετική μεταβλητότητα των αποδόσεων του A/K, όπως αυτή προσεγγίζεται από το συστηματικό κίνδυνο του A/K. Επειδή ο αριθμητής του λόγου αυτού εκφράζεται σε ποσοστά και ο παρονομαστής σε καθαρό αριθμό, ο δείκτης του Treynor εκφράζεται τελικά σε ποσοστά.

Ο λόγος του Sharpe εκφράζει και αυτός την υπερβάλλουσα απόδοση του A/K δια της μεταβλητότητας των αποδόσεών του, όπως αυτή προσεγγίζεται από την τυπική απόκλιση των αποδόσεών του. Επειδή ο αριθμητής και ο παρονομαστής του συγκεκριμένου δείκτη υπολογίζονται σε ποσοστά, τελικά ο δείκτης του Sharpe είναι ένας καθαρός αριθμός.

Σύγκριση των δεικτών Treynor και Sharpe

Όπως είναι φανερό, η μόνη διαφορά των δύο προαναφερθέντων δεικτών βρίσκεται στην προσέγγιση του κινδύνου του A/K. Ο Sharpe θεωρεί ως κατάλληλο μέτρο του κινδύνου το συνολικό κίνδυνο του A/K, ενώ ο Treynor εκτιμά ως καταλληλότερο μέτρο του κινδύνου το συστηματικό του κίνδυνο.

Για να μπορέσουμε όμως να πούμε ποιος είναι όμως ο καλύτερος δείκτης εξαρτάται από τον κίνδυνο ή καλύτερα από το είδος που θεωρεί ο επενδυτής σημαντικότερο. Δηλαδή όταν η επένδυση του ατόμου αποτελείται από ένα μεμονωμένο περιουσιακό στοιχείο, για παράδειγμα το συγκεκριμένο A/K, ο επενδυτής πρέπει να ενδιαφέρεται για το συνολικό κίνδυνο, δηλαδή την απόκλιση των αποδόσεων από μια μέση απόδοση, οπότε καταλληλότερο μέτρο κινδύνου είναι η τυπική απόκλιση και κατ' επέκταση ο δείκτης του Sharpe. Από την άλλη πλευρά, όταν ο επενδυτής κατέχει πολλά περιουσιακά στοιχεία π.χ. μεμονωμένες μετοχές, ακίνητα και το συγκεκριμένο A/K τότε πρέπει να τον ενδιαφέρει μόνο το κομμάτι του κινδύνου του χαρτοφυλακίου το οποίο δεν μπορεί να εξαλειφθεί μέσω της διαφοροποίησης των επενδύσεών του, δηλαδή ο συστηματικός κίνδυνος του A/K. Στις περιπτώσεις αυτές, το καταλληλότερο μέτρο κινδύνου είναι ο συντελεστής βήτα και κατ'επέκταση ο δείκτης Treynor.

Πιο συγκεκριμένα, στην περίπτωση που αξιολογούμε ένα τέλεια διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο όπου έχει εξαλειφθεί το μεγαλύτερο μέρος του μη συστηματικού κινδύνου τότε καταλληλότερο μέτρο είναι ο δείκτης του Treynor, καθώς ο συγκεκριμένος δείκτης λαμβάνει υπόψη του μόνο το συστηματικό κίνδυνο. Αντίθετα, στην περίπτωση μη διαφοροποιημένων χαρτοφυλακίων ενδείκνυται η χρήση του δείκτη του Sharpe, καθώς η χρήση του δείκτη του Treynor μπορεί να οδηγήσει σε υποεκτίμηση του κινδύνου του χαρτοφυλακίου, αφού δε θα έχει ληφθεί υπ' όψιν το κομμάτι του μη συστηματικού κινδύνου.

Όταν αξιολογούμε A/K ή γενικότερα χαρτοφυλάκια με τη χρήση των δεικτών Sharpe και Treynor, εκείνα τα A/K που παρέχουν τη μεγαλύτερη απόδοση ανά μονάδα κινδύνου κρίνονται ως αυτά με την καλύτερη διαχείριση, ενώ εκείνα τα A/K που παρέχουν τη χαμηλότερη απόδοση ανά μονάδα κινδύνου κρίνονται ως μη αποτελεσματικά.

Μέθοδος Jensen

Η αξιολόγηση των Α/Κ με βάση τη μέθοδο Jensen (1968) βασίζεται στο υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων CAPM. Για την εκτίμηση του δείκτη γίνεται η υπόθεση ότι το επίπεδο κινδύνου που ενσωματώνει ένα χαρτοφυλάκιο είναι σταθερό στο χρόνο και δεν παίρνει υπόψη του την ικανότητα συγχρονισμού των διαχειριστών.

Στόχος της εν λόγω μεθόδου είναι ο προσδιορισμός ενός αξιόπιστου Α/Κ. Για την αξιολόγηση των Α/Κ με το συγκεκριμένο δείκτη εφαρμόζεται ο παρακάτω τύπος:

$$R_{pt} - R_{ft} = a_p + b_{pt}(R_{mt} - R_{ft}) + u_{pt}$$

Όπου:

- R_{pt} είναι η απόδοση του Α/Κ p κατά την περίοδο t ,
- R_{mt} είναι η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς, όπως αυτή προσεγγίζεται από το Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου των Αθηνών,
- R_{ft} είναι το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, το οποίο προσεγγίζεται από το επιτόκιο των τριμηνιαίων Εντόκων Γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου,
- b_p είναι ο συντελεστής βήτα του Α/Κ p ,
- a_p είναι ο συντελεστής άλφα και εκφράζει το δείκτη Jensen
- u_{pt} είναι ένας στοχαστικός όρος,

Η μέθοδος του Jensen απαιτεί την να εξεταστεί ο συντελεστής άλφα. Για τον λόγο αυτό έχουμε τις εξής υποθέσεις:

- Αν a_p θετικό και στατιστικά σημαντικό, η απόδοση του χαρτοφυλακίου είναι μεγαλύτερη του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Άρα, ο διαχειριστής πέτυχε καλύτερη απόδοση από αυτή που ανέμενε
- Αν a_p αρνητικό και στατιστικά σημαντικό, η απόδοση του χαρτοφυλακίου είναι μικρότερη από αυτή της αγοράς. Ο διαχειριστής ασκεί αποτυχημένη διαχείριση.
- Αν a_p δεν είναι στατιστικά σημαντικό (όταν $a_j=0$), η απόδοση του χαρτοφυλακίου με αυτή της αγοράς είναι ίδια.

Το μοντέλο των Treynor and Mazuy (1966)

Ένας ικανοποιητικός τρόπος αξιολόγησης της ικανότητας του συγχρονισμού ενός διαχειριστή, είναι η απευθείας σύγκριση των αποδόσεων του Α/Κ που διαχειρίζεται με τις αποδόσεις του σχετικού χαρτοφυλακίου της

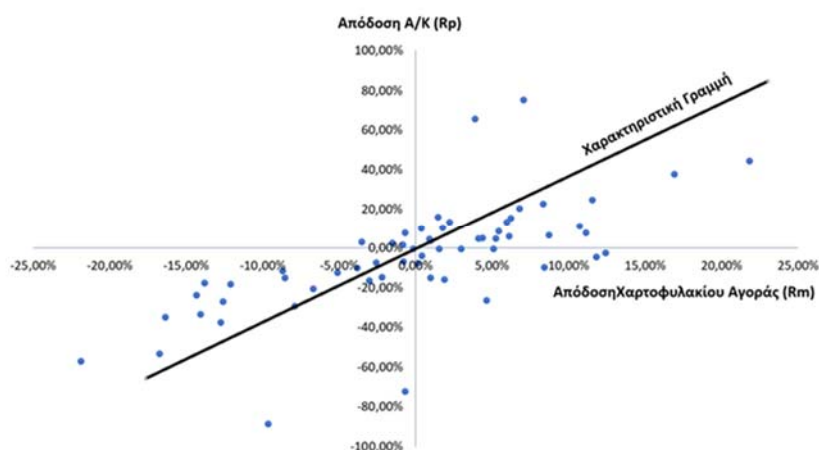
αγοράς (benchmark). Μέσω του υποδείγματος που δημιούργησαν, ο διαχειριστής του Α/Κ έχει την ικανότητα να προβλέπει με ακρίβεια όλες τις μεταβολές στις κινήσεις της χρηματιστηριακής αγοράς.

Όσες φορές ο διαχειριστής προβλέπει σωστά τις ανοδικές αγορές, επιλέγει την κατάλληλη σύνθεση υψηλής επικινδυνότητας, ενώ όταν ο διαχειριστής προβλέπει σωστά τις πτωτικές αγορές, προτιμάει σύνθεση στο χαρτοφυλάκιο του και κατ'επέκταση στο Α/Κ του λιγότερο επικίνδυνη.

Για τον λόγω αυτό οι Treynor και Mazuy (1966) παρουσίασαν διαγραμματικά τον τρόπο που μεταβάλλεται η χαρακτηριστική γραμμή του ΑΚ ανάλογα με την σύνθεσή του.

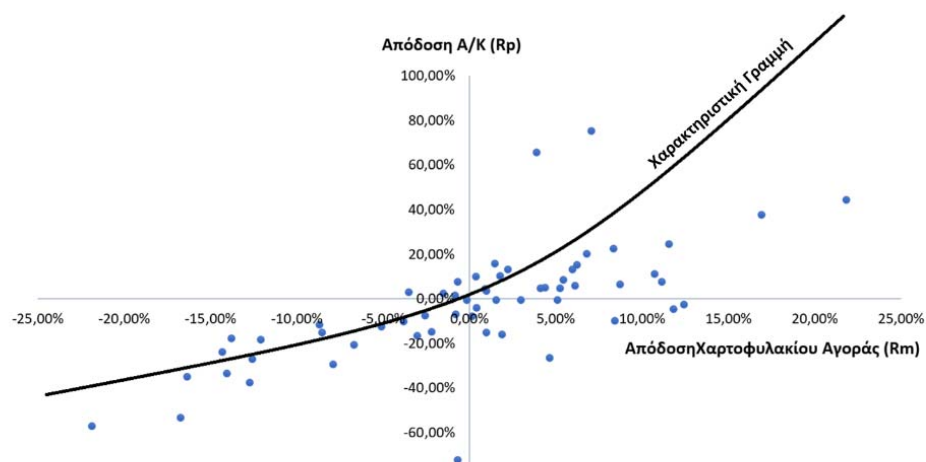
Εάν ο διαχειριστής δε μεταβάλλει την επικινδυνότητα του χαρτοφυλακίου του είτε στις ανοδικές, είτε στις καθοδικές αγορές, τότε η κλίση της γραμμής είναι σταθερή για όλη την εξεταζόμενη περίοδο και η χαρακτηριστική γραμμή είναι ευθεία, όπως αυτό παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 1.

Διάγραμμα 1: Όταν ο διαχειριστής του Α/Κ δεν παρουσιάζει ούτε συγχρονισμό ούτε επιλεκτικότητα

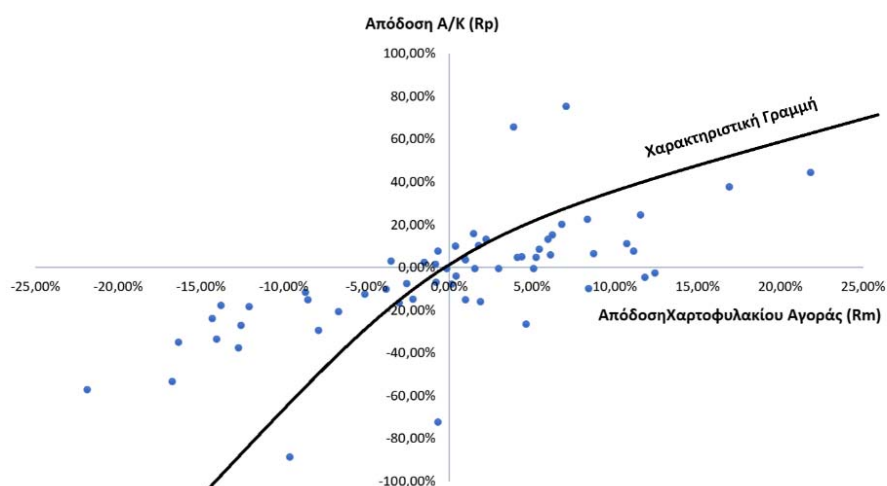


Όμως είναι πιθανό οι προβλέψεις του διαχειριστή να μην είναι πάντα τέλειες. Στην περίπτωση αυτή, η επίδοση του A/K αγγίζει τις λανθασμένες προβλέψεις. Για τον λόγο αυτό επειδή κανένας διαχειριστής δεν μπορεί να έχει συνεχώς άριστες προβλέψεις, μπορούμε να αποδεχτούμε ότι ένας διαχειριστής θα είναι αποτελεσματικός και χρήσιμος στους μεριδιούχους του εάν οι προβλέψεις του αναφορικά με τις κινήσεις της αγοράς είναι στην πλειοψηφία τους σωστές. Τότε η χαρακτηριστική γραμμή δε θα είναι πλέον ευθεία, αλλά καμπύλη. Ο βαθμός καμπυλότητας εξαρτάται από το βαθμό προσαρμογής της επικινδυνότητας του χαρτοφυλακίου ανάλογα με τις προβλέψεις για την πορεία της αγοράς, οι οποίες δεν είναι απαραίτητο να είναι όλες προς τη σωστή κατεύθυνση. (Διάγραμμα 2 και Διάγραμμα 3)

Διάγραμμα 2 :Όταν ο διαχειριστής παρουσιάζει συγχρονισμό στο A/K



Διάγραμμα 3: Όταν ο διαχειριστής δεν παρουσιάζει συγχρονισμό στο A/K



Η προσέγγιση των Treynor και Mazuy για τον έλεγχο της ύπαρξης ή μη της καμπύλης βασίστηκε στην εκτίμηση της ακόλουθης δευτεροβάθμιας σχέσης:

$$R_{pt} - R_f = a_p + b_p (R_{mt} - R_{ft}) + c_p (R_{mt} - R_{ft})^2 + \varepsilon_{pt}$$

- R_{pt} είναι η απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου κατά τη χρονική περίοδο t ,
- R_{mt} είναι η απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς κατά τη χρονική περίοδο t ,
- R_{ft} είναι η απόδοση της επένδυσης μηδενικού κινδύνου κατά τη χρονική περίοδο t ,
- ε_{pt} είναι μία τυχαία μεταβλητή (σφάλμα) και
- a_p , b_p και c_p είναι παράμετροι που πρόκειται να εκτιμηθούν από το υπόδειγμα

Η αξιολόγηση των Α/Κ από την Morning Star


Επειδή η αξιολόγηση των Α/Κ είναι μια διαδικασία που θέλει χρόνο και γνώσεις, πράγμα που για τους απλούς επενδυτές είναι αδύνατο, δημιουργήθηκαν οι εταιρείες αξιολόγησης Α/Κ οι οποίες προσφέρουν τις εξειδικευμένες γνώσεις και υπηρεσίες τους τόσο σε ιδιώτες, όσο και σε θεσμικούς επενδυτές.


Οι εταιρείες αυτές παρουσιάζουν τα αποτελέσματα τους σε απλές, περιεκτικές και συνοπτικές εκθέσεις. Οι μεγαλύτερες εταιρείες στο χώρο της αξιολόγησης αμοιβαίων κεφαλαίων είναι η Morningstar, η Value line, η Lipper και η Standard & Poor's. Η σημαντικότερη από αυτές στο χώρο της αξιολόγησης των Α/Κ είναι η Morningstar. Η συγκεκριμένη εταιρεία χρησιμοποιεί αστέρια, τα οποία συνδυάζουν αποτελεσματικά τόσο την απόδοση, όσο και τον κίνδυνο του εξεταζόμενου Α/Κ.


Για τον προσδιορισμό των αστεριών που θα χαρακτηρίσουν ένα χαρτοφυλάκιο για μία δεδομένη περίοδο (3, 5 ή 10 χρόνια) το σχετικό μέτρο κινδύνου του Α/Κ που προτείνει η Morningstar αφαιρείται από το αντίστοιχο μέτρο σχετικής απόδοσης.

Στα τελικά υπό εξέταση Α/Κ προσδίδονται από ένα έως πέντε αστέρια ως εξής:

Ανώτατο 10% = 

Επόμενο 22,5% = 

Μέσο 35% = 

Επόμενο 22,5% = 

Κατώτατο 10% = 

Η μέθοδος αυτή κατατάσει και βαθμολογεί τα Α/Κ με βάση τα αστέρια. Εάν ένα Α/Κ έχει 5 αστέρια τότε έχει καλή βαθμολογία, ενώ εάν έχει 1 αστέρι έχει την χειρότερη βαθμολογία.

Το πολύ θετικό στο σύστημα αυτό είναι η απλότητα και η ευκολία που προσφέρει έτσι ώστε να είναι κατανοητό από τους επενδυτές η συμπεριφορά ενός A/K σε σχέση με τα υπόλοιπα της κατηγορίας που ανήκει αλλά και με τον δείκτη αναφοράς του.

Φυσικά όμως η ερμηνεία των αστεριών αυτών μπορεί να οδηγήσει πολλές φορές σε λανθασμένα συμπεράσματα από την πλευρά των επενδυτών. Πιο συγκεκριμένα εάν ένα A/K είναι αξιολογημένο με 5 αστέρια σε μια κατηγορία δεν σημαίνει πως αυτή η κατάταξη ισχύει για το ίδιο A/K και σε άλλη κατηγορία A/K. Δηλαδή η αξιολόγηση καθίσταται αδύνατη στη σύγκριση των αστεριών μεταξύ A/K που ανήκουν σε διαφορετική κατηγορία.

Αξιοσημείωτο είναι πως παγκοσμίως και συγκεκριμένα ειδικά στις Η.Π.Α. οι δείκτες της Morningstar έχουν μεγάλη απήχηση και επηρεάζουν το επενδυτικό κοινό.

Για να πάρει ένα A/K 5 ή 4 αστέρια πρέπει να διαθέτει ένα ισχυρό παρελθόν για τις καλές αποδόσεις του αλλά και τις κινήσεις των διαχειριστών του. Θυμίζουμε πως ένα πετυχημένο A/K πρέπει να έχει ένα χαρτοφυλάκιο με καλή διαφοροποίηση που να ικανοποιεί τους επενδυτικούς στόχους, τον χρονικό ορίζοντα και τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο του κάθε επενδυτή.

Τα A/K που αξιολογούνται με λιγότερο από 3 αστέρια από το σύστημα αξιολόγησης της Morningstar, αποδεικνύεται πως δεν έχουν καλή αξιολόγηση και μελλοντικά πιθανώς να μην έχουν καλές επιδόσεις και καλές προβλεπτικές ικανότητες από την πλευρά των διαχειριστών.

Παρακάτω παρατίθεται μια δεύτερη μέθοδος αξιολόγησης της Morningstar.

Αυτή η μέθοδος είναι ο πίνακας επενδυτικής στρατηγικής της Morningstar (investment style box). Μέσω αυτής της μεθόδου γίνεται η εμπειρική αξιολόγηση των A/K μέσα από ένα πλέγμα από 9 διαφορετικά τετράγωνα όπως αυτά παρουσιάζονται στο παρακάτω σχήμα. Ο πίνακας αυτός επιτρέπει στους επενδυτές να κάνουν εύκολες συγκρίσεις μεταξύ των A/K

--	--	--

Large

			Medium
			Small
Value	Blend	Growth	

Ο συγκεκριμένος πίνακας επενδυτικής στρατηγικής χρησιμοποιείται για την κατάταξη των μετοχικών Α/Κ σύμφωνα με την κεφαλαιοποίηση των εταιρειών που περιέχονται στο χαρτοφυλάκιο των Α/Κ (κάθετος άξονας) καθώς και με το εάν οι μετοχές του χαρτοφυλακίου χαρακτηρίζονται ως αξίας (value) ή ανάπτυξης (growth) (οριζόντιος άξονας) ενώ η μεσαία στήλη του επενδυτικού πίνακα απεικονίζει τα Α/Κ τα οποία περιέχουν ένα μείγμα (blend) μετοχών αξίας και ανάπτυξης ή εναλλακτικά περιέχουν, κυρίως μετοχές που δεν ανήκουν σε κάποια από τις προαναφερθείσες κατηγορίες (core style stocks). (Φίλιπας, 2010)

Κεφάλαιο 3: Τα εμπειρικά αποτελέσματα των Ελληνικών μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων για το διάστημα 2013-2017

Στο κεφάλαιο αυτό της διπλωματικής εργασίας, θα παρουσιαστούν τα εμπειρικά αποτελέσματα της ανάλυσης των μετοχικών Α/Κ εσωτερικού για το διάστημα 2013 έως 2017.

Είναι η πρώτη φορά σε πανελλήνιο επίπεδο που πραγματοποιείται τέτοιου είδους ανάλυση καθώς υπολογίζεται η απλή απόδοση τόσο των εικοσιτεσσάρων μετοχικών Α/Κ που διατηρήθηκαν το συγκεκριμένο διάστημα, όσο και του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Επίσης μετράμε τον συνολικό κίνδυνο όπως αυτός προσεγγίζεται από την τυπική απόκλιση των αποδόσεων, κατατάσσοντας τα Α/Κ και τον Γενικό Δείκτη ανάλογα με τον βαθμό επικινδυνότητας τους. Εκτιμάμε τον συστηματικό κίνδυνο ή συντελεστή Βeta για κάθε ένα ξεχωριστά. Υπολογίζουμε μέσω του μοντέλου των Treynor and Mazuy τον συγχρονισμό και την επιλεκτικότητα των διαχειριστών των Α/Κ. Και τέλος μέσω των δεικτών αξιολόγησης Treynor και Sharpe εκτιμάμε ποιά μετοχικά Α/Κ εσωτερικού είχαν την καλύτερη απόδοση ανά μονάδα συστηματικού και συνολικού κινδύνου την περίοδο 2013-2017.

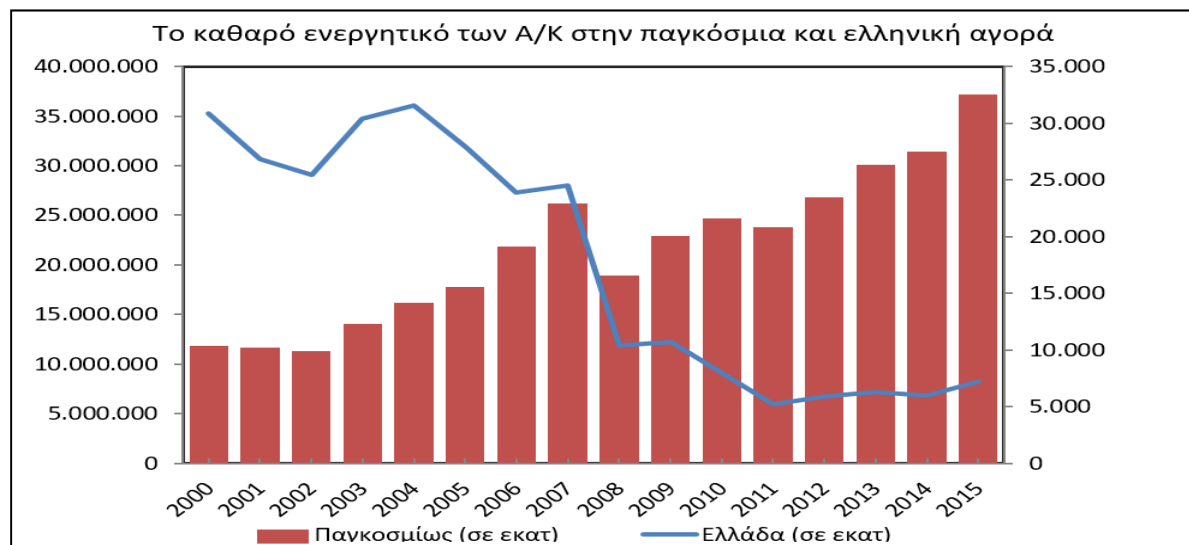
Σε πρώτο επίπεδο πριν παρουσιαστούν τα αποτελέσματα της ανάλυσης, έχουμε καταγράψει τόσο το συνολικό ενεργητικό των Α/Κ παγκοσμίως από το 2000 έως το 2015 όσο και των Α/Κ στην Ελλάδα το έτος 2013 και το έτος 2017. Δίνουμε ιδιαίτερη έμφαση στην διάρθρωση του συνολικού ενεργητικού των Ελληνικών Α/Κ για το διάστημα που πραγματοποιούμε την ανάλυση μας για να διαπιστώσουμε τις αλλαγές που υπήρξαν στην συνολική διάρθρωση του λόγω της εκτενούς και μεγάλης σε διάρκεια χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Παρουσίαση Παγκόσμιου και Ελληνικού Ενεργητικού της Αγοράς των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Όπως έχει προαναφερθεί, οι επενδυτές διαφέρουν σε χαρακτηριστικά μεταξύ τους. Το ύψος του κινδύνου που θέλουν να αναλάβουν, η ηλικία τους, τα κεφάλαια που διαθέτουν προς επένδυση, οι χρηματοοικονομικοί τους στόχοι, οι τωρινές τους ανάγκες, οι μελλοντικές τους ανάγκες, είναι κάποια στοιχεία που οδηγούν τις εταιρίες διαχείρισης να προσφέρουν μια σειρά από εναλλακτικά προϊόντα (funds) για να καλύπτουν τις ανάγκες τους.

Στο Διάγραμμα 4 που ακολουθεί, μπορούμε να παρατηρήσουμε την διάρθρωση του Ελληνικού και του Παγκόσμιου καθαρού ενεργητικού της αγοράς των Α/Κ από το έτος 2000 έως το 2015

Διάγραμμα 4: Το καθαρό ενεργητικό των Α/Κ τόσο στην παγκόσμια όσο και στην Ελληνική αγορά



Πηγή: ici.org

Με την παρατήρηση του διαγράμματος 4 το καθαρό ενεργητικό ενώ το έτος 2000 στην παγκόσμια αγορά ήταν 11,87 τρις. , στην Ελληνική αγορά ήταν 30,9 δις. Η πορεία του καθαρού ενεργητικού από το 2000 έως το 2015 δε μπορεί να χαρακτηριστεί σταθερή καθώς υπήρχαν άλλοτε πτωτικές τάσεις και άλλοτε ανοδικές. Η μέγιστη τιμή που κατείχε το καθαρό ενεργητικό στην παγκόσμια αγορά ήταν 37,2 τρις. το έτος 2015, ενώ η μικρότερη ήταν 11,32 τρις. το έτος 2002. Αντίθετα τώρα, το καθαρό ενεργητικό της Ελληνικής

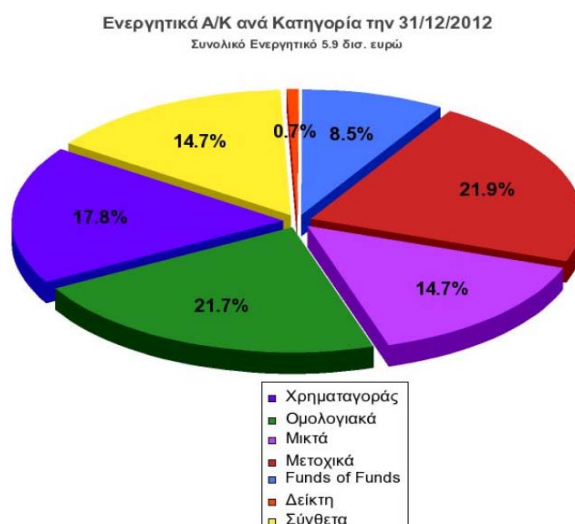
αγοράς έλαβε την υψηλότερη τιμή το 2004 (31,6 δις.) και τη χαμηλότερη τιμή το 2011 (5,2δις.). Ακόμη παρατηρούμε πως το 2015 το ενεργητικό στην εγχώρια αγορά ήταν μόλις 7,2 δις.

Συνοπτικά λοιπόν, παρόλο που υπήρχε μια αυξητική τάση στο παγκόσμιο αλλά και στο εγχώριο καθαρό ενεργητικό των Α/Κ την περίοδο 2000-2008, η επιρροή της παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση στην Ελληνική πραγματικότητα οδήγησε στην πολύ μεγαλύτερη μείωση του καθαρού ενεργητικού των Ελληνικών Α/Κ σε σχέση με τα παγκόσμια, αντανakλώντας σίγουρα και την δυσμενή οικονομική θέση της Ελλάδος.

Παρά το γεγονός ότι τα τελευταία χρόνια παρατηρείται μια συρρίκνωση του συνολικού ενεργητικού των Ελληνικών Α/Κ, υπάρχει μεγάλη ποικιλία επιλογών από την πλευρά των επενδυτών. Παρόλο που ο παγκόσμιος αριθμός των Α/Κ είναι υπερπολλαπλάσιος από τον αντίστοιχο Ελληνικό, υπάρχει μια σημαντική εξειδίκευση στα Α/Κ, ούτως ώστε αυτά να καλύπτουν όλες σχεδόν τις ανάγκες των επενδυτών.

Στο διάγραμμα 5 και στο διάγραμμα 6 έχουμε καταγράψει το συνολικό ενεργητικό ανά κατηγορία των Ελληνικών Α/Κ στις 31/12/20012 και στις 31/12/2017.

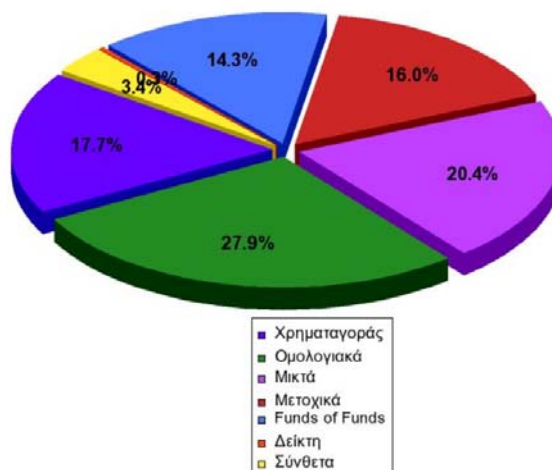
Διάγραμμα 5: Το συνολικό ενεργητικό των Ελληνικών Α/Κ ανά κατηγορία στις 31/12/2012



Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Διάγραμμα 6: Το συνολικό ενεργητικό των Ελληνικών Α/Κ ανά κατηγορία στις 31/12/2017

Ενεργητικά ΟΣΕΚΑ ανά Κατηγορία την 31/12/2017
Συνολικό Ενεργητικό 6.7 δισ. ευρώ



Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Όπως παρατηρούμε από το διάγραμμα 5 το συνολικό Ενεργητικό στις 31/12/2012 είχε την εξής διάρθρωση. Το 21,9% ήταν Μετοχικά Α/Κ, το 21,7% ήταν Ομολογιακά Α/Κ, το 17,8% ήταν Α/Κ Χρηματαγοράς, το 14,7% ήταν Σύνθετα, επίσης το 14,7% ήταν Μικτά, το 8,5% ήταν Funds of Funds και το 0,7% ήταν Δεικτοποιημένα. Το συνολικό ενεργητικό είχε αξία 5,9 δισ. ευρώ.

Στο διάγραμμα 6 που αφορά της 31/12/2017 παρατηρούμε σημαντικές αλλαγές στα ποσοστά της διάρθρωσης του Ενεργητικού ανά κατηγορία καθώς τα Ομολογιακά Α/Κ είχαν το μεγαλύτερο ποσοστό, δηλαδή το 27,9%, ακολούθησαν τα Μικτά Α/Κ με 20,4%, τα Α/Κ Χρηματαγοράς με 17,7%, τα Μετοχικά με 16,0%, τα Funds of Funds με 14,3%, τα Σύνθετα με 3,4% και τέλος τα Δεικτοποιημένα με 0,3%. Το συνολικό ενεργητικό είχε αξία 6,7 δισ. ευρώ.

Παρατηρούμε λοιπόν μια αλλαγή των επενδυτών στην προτίμηση που είχαν στις 31/12/2012 για Μετοχικά Α/Κ, κάνοντας στροφή στα Ομολογιακά Α/Κ στις 31/12/2017. Η στροφή αυτή μπορεί να οφείλεται στον μικρότερο βαθμό επικινδυνότητας των Ομολογιακών έναντι των Μετοχικών, καθώς λόγω της διάρθρωσης του χαρτοφυλακίου τους θεωρούνται αμυντικά Α/Κ.

Εμπειρική Ανάλυση Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων 2013-2017

Στο σημείο αυτό του κεφαλαίου θα παρουσιαστούν τα 24 Ελληνικά μετοχικά Α/Κ που διατηρήθηκαν από τις 31/12/2012 μέχρι τις 31/12/2017. Για τα συγκεκριμένα μετοχικά Α/Κ θα υπολογίσουμε τις απλές αποδόσεις τους το παραπάνω διάστημα, τους κινδύνους τους (τυπική απόκλιση και συστηματικός κίνδυνος), τον συγχρονισμό και την επιλεκτικότητα των διαχειριστών και τους δείκτες αξιολόγησης Treynor και Sharpe και θα τα συγκρίνουμε με τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Για την αξιολόγηση της επίδοσης των 24 αμοιβαίων κεφαλαίων αλλά και του χρηματιστηριακού δείκτη, συλλέχθηκαν οι τιμές κλεισίματος σε μηνιαία βάση καθώς συνυπολογίστηκε και ο κίνδυνος του τρίμηνου εντόκου γραμματίου του Ελληνικού Δημοσίου για τα αντίστοιχα διαστήματα. Τόσο για τα Α/Κ όσο και για τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών χρησιμοποιήθηκαν συνολικά 60 μηνιαίες παρατηρήσεις. Οι πηγές που χρησιμοποιήθηκαν για την συλλογή των δεδομένων είναι η βάση Δεδομένων Datastream και η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών (Ε.Θ.Ε.). Από την πρώτη συλλέχθηκαν οι καθαρές τιμές του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών και οι τιμές του τρίμηνου εντοκου γραμματίου του Ελληνικού δημοσίου. Ενώ από την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών συλλέχθηκαν οι καθαρές τιμές των Ελληνικών μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων και το καθαρό ενεργητικό τους.

Για την υλοποίηση των υπολογισμών της παρούσας εμπειρικής ανάλυσης, και για την ανάλυση των πρωτογενών δεδομένων χρησιμοποιήθηκαν τα υπολογιστικά προγράμματα MSEXCEL 2013 και το οικονομετρικό πρόγραμμα EViews 9.

Εκτίμηση απόδοσης

Η εκτίμηση της απόδοσης και του κινδύνου για όλα τα Α/Κ γίνεται με την χρήση των τύπων και των υποδειγμάτων που αναφέραμε στο Κεφάλαιο 2 της εργασίας. Να αναφέρουμε πως για τον υπολογισμό της χρησιμοποιήθηκαν οι τιμές κλεισίματος των Α/Κ για το εξεταζόμενο διάστημα και η προσέγγιση της έγινε μέσω του τύπου :

$$\text{Απόδοση} = \frac{\text{Τελική Τιμή Α/Κ} - \text{Αρχική Τιμή Α/Κ}}{\text{Αρχική Τιμή Α/Κ}}$$

Πιο συγκεκριμένα στον Πίνακα 2 που ακολουθεί παρουσιάζεται η κατάταξη των Ελληνικών μετοχικών Α/Κ με βάση την απλή απόδοση του για το διάστημα 21/12/2012 έως 31/12/2017.

Στον παρακάτω πίνακα (Πίνακας 2) ακολουθεί η κατάταξη των 24 Ελληνικών μετοχικών Α/Κ αλλά και του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών, σε αύξουσα σειρά, με βάση την απλή απόδοση της περιόδου 31/12/2012 έως 31/12/2017.

Πίνακας 2: Οι απλές αποδόσεις των Ελληνικών μετοχικών Α/Κ για την περίοδο 31/12/2012- 31/12/2017

	Απλή Απόδοση περιόδου (31/12/2012-31/12/2017)
1. ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	60,77%
2. ALPHA ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ Classic	27,86%
3. Metlife Alico Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης	26,00%
4. 3Κ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	22,93%
5. ALPHA BLUE CHIPS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ Classic	21,57%
6. TRITON Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	19,39%
7. ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	16,72%

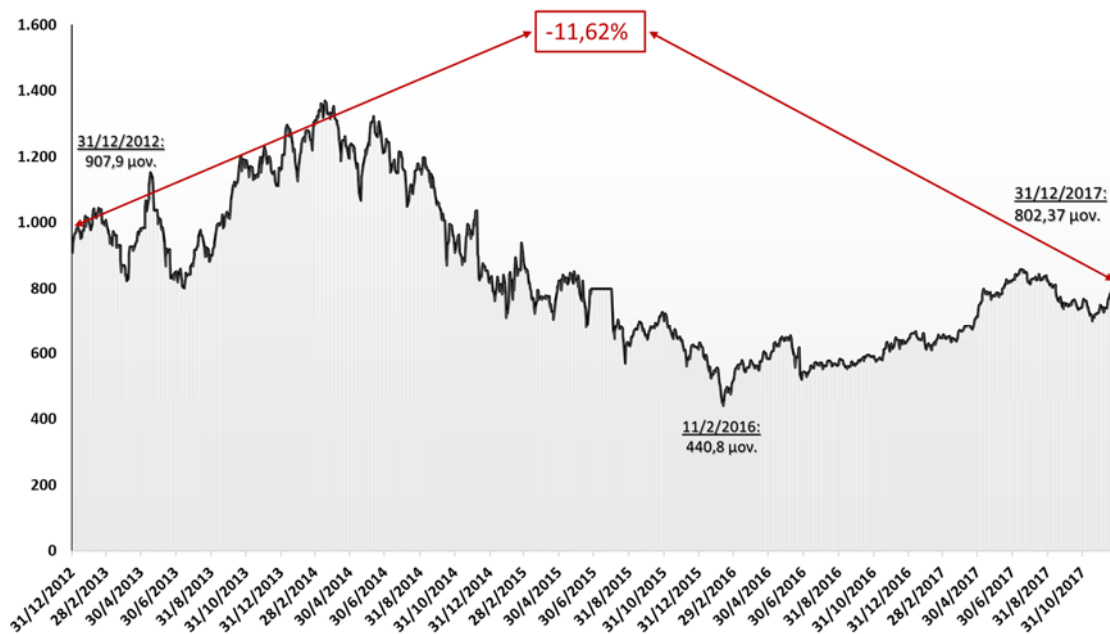
8. ALPHA TRUST Hellenic Equity Fund	5,08%
9. ΔΗΛΟΣ Small Cap (Μετοχικό Εσωτ.)	3,95%
10. ΠΕΙΡΑΙΩΣ Δυναμικών Επιχειρήσεων Μετοχικό Εσωτερικού	1,51%
11. ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	-0,18%
12. ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχικό Εσωτερικού	-1,48%
13. ALPHA TRUST New Strategy Μετοχικό Εσωτερικού	-2,61%
14. EUROBANK I (LF) Equity-Greek Equities	-3,88%
15. ΕΡΜΗΣ Δυναμικό Μετοχικό Εσωτερικού	-3,94%
16. ΑΤΤΙΚΑ Μετοχικό Εσωτερικού	-9,58%
17. EUROBANK (LF) Equity - Flexi Style Greece Fund	-10,18%
18. EUROBANK (LF) Equity-Greek Equities	-10,38%
19. ATHEX	-11,62%
20. EUROBANK GF Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού	-13,00%
21. INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού	-15,97%
22. INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	-17,97%
23. ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	-20,86%
24. CPB Ελληνικό Μετοχικό	-34,55%
25. THETIS Ελληνικό Μετοχικό	-56,56%

Πηγή: Datastream, Ε.Θ.Ε.

Για όλο το εξεταζόμενο χρονικό διάστημα τα 18 από τα 24 ΑΚ είχαν καλύτερο επίπεδο απόδοσης από τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Όπως παρατηρούμε από τον Πίνακα 2 το Α/Κ THETIS Ελληνικό Μετοχικό παρουσίασε την χειρότερη απλή απόδοση με απώλειες της τάξης του -56,56%, ενώ το Α/Κ με την καλύτερη απλή απόδοση, «πρωταθλητής» ήταν το ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.) με απλή απόδοση 60,77%

Εντυπωσιακό είναι πως στον διάγραμμα 7 που ακολουθεί ενώ το Χρηματιστήριο Αθηνών την συγκεκριμένη περίοδο παρουσίασε πτώση της τάξης του -11,62% από τις 907,9 μονάδες στις 31/12/2012 έπεσε στις 802,37 μονάδες στις 31/12/2017, αρκετοί διαχειριστές όχι μόνο είχαν λιγότερες απώλειες για τους μεριδιούχους τους, αλλά είχαν και θετικές απλές αποδόσεις, δείχνοντας καλή προβλεπτική ικανότητα στην επιλογή της διάρθρωσης του χαρτοφυλακίου τους στις καθοδικές φάσεις της χρηματιστηριακής αγοράς.

Διάγραμμα 7: Η πορεία του Γενικού δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών το διάστημα 31/12/2012-31/12/2017



Πηγή: Datastream

Εκτίμηση Συνολικού Κινδύνου

Η τυπική απόκλιση αποτελεί ένα μέτρο μέτρησης του συνολικού κινδύνου των Α/Κ. Ο υπολογισμός της γίνεται μέσω του παρακάτω τύπου ο οποίος αναλύεται περαιτέρω στο κεφάλαιο 2.

$$\sigma_p = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum (r_{pt} - \bar{r}_{pt})^2}$$

Γνωρίζουμε πως όσο μεγαλύτερη είναι η τυπική απόκλιση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου τόσο μεγαλύτερος είναι και ο κίνδυνος που αναλαμβάνει ο επενδυτής.

Στον πίνακα 3 ακολουθεί η κατάταξη των μετοχικών Α/Κ από αυτό που έχει τον μεγαλύτερο συνολικό κίνδυνο προς το μικρότερο για το διάστημα 2013-2017.

Πίνακας 3: Η εκτίμηση της τυπικής απόκλισης των μετοχικών Α/Κ για το διάστημα 2013-2017

α/κ	Μηνιαία Τυπική Απόκλιση (Standard Deviation) (2013-2017)
1. ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	9,00%
2. ATHEX	8,78%
3. ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	8,65%
4. INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού	8,60%
5. EUROBANK I (LF) Equity-Greek Equities	8,57%
6. EUROBANK (LF) Equity-Greek Equities	8,56%
7. EUROBANK GF Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού	8,52%
8. EUROBANK (LF) Equity - Flexi Style Greece Fund	8,42%
9. INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	8,41%
10. CPB Ελληνικό Μετοχικό	8,33%
11. ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχικό Εσωτερικού	8,27%
12. ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	8,09%
13. ALPHA ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ Classic	7,99%
14. ΔΗΛΟΣ Small Cap (Μετοχικό Εσωτ.)	7,96%
15. ALPHA TRUST Hellenic Equity Fund	7,72%
16. ALPHA BLUE CHIPS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ Classic	7,65%
17. TRITON Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	7,64%
18. ΕΡΜΗΣ Δυναμικό Μετοχικό Εσωτερικού	7,63%
19. ΑΤΤΙΚΑ Μετοχικό Εσωτερικού	7,60%
20. ΠΕΙΡΑΙΩΣ Δυναμικών Επιχειρήσεων Μετοχικό	7,22%

Εσωτερικού	
21. Metlife Alico Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης	7,18%
22. ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	6,92%
23. 3Κ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	6,80%
24. ALPHA TRUST New Strategy Μετοχικό Εσωτερικού	6,71%
25. THETIS Ελληνικό Μετοχικό	5,95%

Πηγή: Datastream, Ε.Θ.Ε.

Όπως παρατηρούμε στον πίνακα 3 μόνο το ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού με μηνιαία τυπική απόκλιση 9,00% παρουσιάζοντας μεγαλύτερη από τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου που είχε 8,78%, έχοντας μεγαλύτερο μηνιαίο κίνδυνο. Όλα τα υπόλοιπα Ελληνικά μετοχικά Α/Κ ήταν λιγότερο επικίνδυνα από τον Γενικό Δείκτη και συγκεκριμένα το THETIS Ελληνικό Μετοχικό είχε 5,95%, την μικρότερη για το διάστημα 2013-2017.

Εκτίμηση συστηματικού κινδύνου(beta) και μη συστηματικού κινδύνου (Jensen Model)

Για τους σκοπούς της ανάλυσης θα εκτιμηθεί ο συστηματικός κίνδυνος ή συντελεστής beta και για τα 24 Α/Κ που διατηρήθηκαν το διάστημα 2013-2017. Μέσω της απλής γραμμικής παλινδρόμησης, με την χρήση του μοντέλου του Jensen, το οποίο έχουμε αναλύσει στο κεφάλαιο 2, θα υπολογίσουμε τον συντελεστή Beta.

Το μοντέλο του Jensen αποτελεί μια από τις πιο γνωστές μεθόδους αξιολόγησης της επίδοσης των χαρτοφυλακίων και προτάθηκε από τον Jensen το 1960 (Jensen's Performance Index). Ο Jensen βασίστηκε πάνω στο μοντέλο αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων CAPM και ανέλυσε τον μη συστηματικό κίνδυνο που μπορεί να εμπεριέχεται σε μια επένδυση. Το μοντέλο του Jensen είναι ο εξής:

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p (R_{mt} - R_{ft}) + u_{pt}$$

Για την ολοκλήρωση των συμπερασμάτων για την εξεταζόμενη περίοδο χρησιμοποιήθηκε το οικονομετρικό πακέτο EViews 9. Στα δεδομένα της παλινδρόμησης συμπεριλήφθηκαν οι μηνιαίες αποδόσεις για κάθε ένα από τα

εξεταζόμενα μετοχικά Α/Κ εσωτερικού, καθώς και οι αντίστοιχες μηνιαίες αποδόσεις του δείκτη αναφοράς τους, δηλαδή του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Στον πίνακα 4 παρουσιάζονται αναλυτικά τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης που πραγματοποιήσαμε. Η κατάταξη των Α/Κ γίνεται με βάση τον μικρότερο συντελεστή Beta.

Πίνακας 4: Η κατάταξη των μετοχικών Α/Κ με βάση τον συντελεστή Beta σε αύξουσα σειρά (2013-2017)

α/κ	beta	t-Statistic beta	alpha	t-Statistic alpha	R-squared
THETIS Ελληνικό Μετοχικό	0,578	12,452	-0,0140	-3,475	72,77%
ALPHA TRUST New Strategy Μετοχικό Εσωτερικού	0,708	18,631	-0,0001	-0,033	85,68%
3Κ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	0,718	18,799	0,0037	1,135	85,90%
Metlife Alico Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης	0,737	15,805	0,0044	1,095	81,15%
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	0,742	21,286	0,0083	2,756	88,65%
ΠΕΙΡΑΙΩΣ Δυναμικών Επιχειρήσεων Μετοχικό Εσωτερικού	0,749	16,715	0,0009	0,232	82,81%
ΑΤΤΙCΑ Μετοχικό Εσωτερικού	0,821	22,756	-0,0006	-0,215	89,92%
TRITON Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	0,824	22,447	0,0039	1,233	89,67%
ΔΗΛΟΣ Small Cap (Μετοχικό Εσωτ.)	0,826	16,783	0,0018	0,437	82,92%
ALPHA BLUE CHIPS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ Classic	0,844	29,479	0,0042	1,711	93,74%
ΕΡΜΗΣ Δυναμικό Μετοχικό Εσωτερικού	0,846	31,955	0,0003	0,154	94,62%
ALPHA TRUST Hellenic Equity Fund	0,854	31,338	0,0019	0,801	94,42%
ALPHA ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ Classic	0,875	26,807	0,0053	1,895	92,53%
CPB Ελληνικό Μετοχικό	0,884	19,533	-0,0054	-1,374	86,80%
ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	0,885	25,997	0,0039	1,336	92,09%
INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	0,919	25,548	-0,0015	-0,509	91,83%
EUROBANK (LF) Equity - Flexi Style Greece Fund	0,919	25,172	-8.31E-05	-0,026	91,61%
ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχικό Εσωτερικού	0,922	35,588	0,0013	0,583	95,62%
EUROBANK GF Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού	0,930	25,496	-0,0005	-0,165	91,80%
EUROBANK (LF) Equity-Greek Equities	0,937	26,205	1.75E-05	0,005	92,21%
EUROBANK I (LF) Equity-Greek Equities	0,937	26,142	0,0011	0,378	92,17%
INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού	0,937	24,802	-0,0010	-0,307	91,38%
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	0,964	36,353	-0,0019	-0,844	95,79%
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	0,978	24,249	0,0021	0,622	91,02%
ΑΤΗΧ	1,000	-	-	-	100,00%

Πηγή: Datastream, Ε.Θ.Ε.

Σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο 2013-2017 οι συντελεστές Beta για όλα τα Α/Κ είναι μικρότεροι της μονάδας. Να αναφερθεί πως ο συντελεστής Beta είναι μία κλίμακα κινδύνου, δηλαδή μέτρο της ευαισθησίας των μεταβολών

στην απόδοση των μετοχών ως προς τις μεταβολές του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Μία μετοχή με συντελεστή beta 0,5 τείνει να μεταβάλλεται κατά μέσο όρο 5% σε αντίστοιχη μεταβολή του δείκτη του χρηματιστηρίου 10% (είτε προς τα κάτω είτε προς τα πάνω). Από την άλλη πλευρά, μία μετοχή με συντελεστή 1,5 είναι μιάμιση φορά πιο επικίνδυνη από τον Γενικό Δείκτη, οποίος εξ ορισμού έχει Beta ίσο με 1.

Το μετοχικό Α/Κ με τον μεγαλύτερο συντελεστή beta είναι το ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού (0,978), Ενώ το Α/Κ με τον μικρότερο είναι το THETIS Ελληνικό Μετοχικό(0,578).

Επίσης σύμφωνα με τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης ο συντελεστής beta είναι σε όλα τα Α/Κ είναι στατιστικά σημαντικός καθώς το t statistic beta είναι μεγαλύτερο του 2 για όλη την εξεταζόμενη χρονική περίοδο, άρα μπορούμε να δείξουμε μεγαλύτερη εμπιστοσύνη στον αναγραφόμενη τιμή του συντελεστή Beta.

Επιπρόσθετα με βάση το υπόδειγμα του Jensen υπολογίσαμε και τον συντελεστή alpha για κάθε Α/Κ ο οποίος μας δείχνει τον μη συστηματικό κίνδυνο που μπορεί να εμπεριέχει ένα χαρτοφυλάκιο ή ένα αμοιβαίο κεφάλαιο. Όπως θα παρατηρήσουμε στα αποτελέσματα του πίνακα 4 ο συντελεστής alpha εμφανίζεται στατιστικά μη σημαντικός σχεδόν για το σύνολο των εξεταζόμενων Α/Κ. Εξαιρέση αποτελούν το ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.) με t-Statistic alpha 2,756 και συντελεστή alpha 0,0083.

Αντίθετα το THETIS Ελληνικό Μετοχικό έχει αρνητικό t-Statistic alpha -3,475, που σε απόλυτες τιμές πρέπει να είναι μεγαλύτερο του 2, και συντελεστή alpha -0,0140. Όπως προαναφέραμε όσο μεγαλύτερος του 2 τόσο μεγαλύτερη εμπιστοσύνη μπορούμε να έχουμε στην αναγραφόμενη τιμή του συντελεστή alpha.

Ο συντελεστής R^2 (R-square) εμφανίζει υψηλές τιμές για όλα τα μετοχικά ΑΚ εσωτερικού. Ο συντελεστής αποτελεί ένα στατιστικό μέτρο που λαμβάνει τιμές μεταξύ του 0 και του 1. Και μετράει το ποσοστό των μεταβολών της καθαρής τιμής του μεριδίου του ΑΚ, το οποίο μπορεί να ερμηνευτεί από τις μεταβολές της χρηματιστηριακής αγοράς. Πιο συγκεκριμένα, στην ανάλυση μας οι τιμές του εμφανίζονται μεγαλύτερες του 72,77%, γεγονός που δηλώνει καλή ερμηνευτική ικανότητα στην ανάλυση του κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου από τον Γενικό δείκτη. Το THETIS Ελληνικό Μετοχικό έχει τον μικρότερο συντελεστή προσδιορισμού (72,77%), ενώ το ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.) τον μεγαλύτερο (95,79%).

Ο Συγχρονισμός και η Επιλεκτικότητα των Διαχειριστών το διάστημα 2013-2017 (Treynor and Mazuy model)

Ένας διαχειριστής πρέπει να παρακολουθείται μακροχρόνια και όχι για μικρά χρονικά διαστήματα για να μπορούμε να είμαστε σε θέση να τον αξιολογήσουμε εάν η επίδοση του οφείλεται στην τύχη ή στην ικανότητα του.

Ο Treynor και Mazuy το 1966 περιέγραψαν και ανέλυσαν τα πιο σημαντικά κριτήρια ενός διαχειριστή που είναι η ικανότητα του για συγχρονισμό (Market timing) και επιλεκτικότητα (selectivity).

Με τον όρο επιλεκτικότητα αναφερόμαστε στην ικανότητα πρόβλεψης των κινήσεων των τιμών μεμονωμένων μετοχών σε σχέση με την κίνηση του συνόλου των μετοχών και την επιλογή των καταλληλότερων από αυτών.

Ενώ ο συγχρονισμός αναφέρετε στην ικανότητα πρόβλεψης της πορείας των επιτοκίων, των τίτλων σταθερού εισοδήματος, και στην κατάλληλη προσαρμογή της σύνθεσης του χαρτοφυλακίου στην εκάστοτε πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς.

Η προσέγγιση των Treynor και Mazuy για την ύπαρξη συγχρονισμού και επιλεκτικότητας βασίστηκε στην εκτίμηση της παρακάτω δευτεροβάθμιας εξίσωσης.

$$R_{pt} - R_f = a_p + b_p (R_m - R_f) + c_p (R_m - R_f)^2 + \varepsilon_{pt}$$

- R_{pt} είναι η απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου κατά τη χρονική περίοδο t ,
- R_{mt} είναι η απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς κατά τη χρονική περίοδο t ,
- R_{ft} είναι η απόδοση της επένδυσης μηδενικού κινδύνου κατά τη χρονική περίοδο t ,
- ε_{pt} είναι μία τυχαία μεταβλητή (σφάλμα) και
- a_p , b_p και c_p είναι παράμετροι που πρόκειται να εκτιμηθούν από το υπόδειγμα

Η παράμετρος C_p όταν παίρνει θετικές και στατιστικά σημαντικές τιμές αποτελεί το κριτήριο μέτρησης της ύπαρξης συγχρονισμού (market timing). Ενώ η παράμετρος a_p μετράει την ικανότητα του διαχειριστή να επιλέγει μεμονωμένες μετοχές (selectivity), φυσικά με την προϋπόθεση πως οι τιμές είναι θετικές και στατιστικά σημαντικές.

Παρακάτω παρουσιάζονται τα εμπειρικά αποτελέσματα της εκτίμησης του υποδείγματος των Treynor και Mazuy για τα εγχώρια μετοχικά Α/Κ για την περίοδο 2013-2017.

Πίνακας 5: Η εκτίμηση του Συγχρονισμού και της Επιλεκτικότητας των διαχειριστών για την περίοδο 2013-2017 (Treynor and Mazuy model)

	alpha	t-Statistic alpha	beta	t-Statistic beta	C	t-Statistic C	R-squared
3Κ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,0000020	-0,000481	0,730	18,993	0,4996	1,590	86,50%
ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	0,0016	0,449385	0,893	25,752	0,3068	1,083	92,26%
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	-0,0018	-0,429246	0,991	24,420	0,5319	1,603	91,41%
ALPHA BLUE CHIPS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ Classic	0,0017	0,559025	0,852	29,458	0,3386	1,432	93,96%
ALPHA ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ Classic	0,0032	0,91107	0,883	26,537	0,2903	1,068	92,68%
ALPHA TRUST Hellenic Equity Fund	-0,0002	-0,074179	0,861	31,124	0,2801	1,238	94,57%
ALPHA TRUST New Strategy Μετοχικό Εσωτερικού	0,0020	0,489255	0,702	18,071	0,2796	-0,881	85,88%
ΑΤΤΙΚΑ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,0020	-0,500693	0,825	22,300	0,1688	0,558	89,98%
CPB Ελληνικό Μετοχικό	-0,0063	-1,291	0,887	19,076	0,1212	0,319	86,83%
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	-0,0034	-1,184	0,969	35,746	0,1893	0,854	95,85%
ΔΗΛΟΣ Small Cap (Μετοχικό Εσωτ.)	-0,0064	-1,286	0,853	17,982	1,0978	2,832	85,03%
ΕΡΜΗΣ Δυναμικό Μετοχικό Εσωτερικού	-0,0012	-0,433721	0,851	31,509	0,2103	0,953	94,71%
EUROBANK (LF) Equity - Flexi Style Greece Fund	-0,0005	-0,121	0,920	24,520	0,0521	0,170	91,62%
EUROBANK (LF) Equity-Greek Equities	0,0003	0,06441	0,937	25,468	0,0307	-0,102	92,21%
EUROBANK GF Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού	-0,0010	-0,260602	0,932	24,848	0,0668	0,218	91,82%
EUROBANK I (LF) Equity-Greek Equities	0,0014	0,349578	0,937	25,410	0,0233	-0,077	92,18%
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	0,0073	1,934	0,746	20,837	0,1417	0,484	88,70%
INTERAMERICAN Αναπτυσ, Εταιριών Μετοχ, Εσωτερικού	-0,0012	-0,300	0,938	24,141	0,0288	0,091	91,39%
INTERAMERICAN Δυναμικό	-0,0023	-0,58901	0,921	24,926	0,0927	0,307	91,85%

Μετοχικό Εσωτ.							
Metlife Alico Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης	-0,0050	-1,086	0,767	17,627	1,2471	3,505	84,50%
ΠΕΙΡΑΙΩΣ Δυναμικών Επιχειρήσεων Μετοχικό Εσωτερικού	-0,0035	-0,729	0,763	16,908	0,5786	1,568	83,52%
ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,0008	-0,300	0,928	35,395	0,2838	1,324	95,75%
TRITON Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	0,0002	0,043284	0,836	22,670	0,4990	1,655	90,15%
THETIS Ελληνικό Μετοχικό	-0,0184	-3,716	0,592	12,631	0,5694	1,486	73,79%
ATHEX	-	-	1	-	-	-	100,00%

Πηγή: Datastream, Ε.Θ.Ε.

Με βάση τα αποτελέσματα του πίνακα 5 παρατηρούμε πως μόνο δύο μετοχικά Α/Κ παρουσιάζουν συγχρονισμό με την αγορά. Αυτά είναι το Metlife Alico Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης το οποίο παρουσιάζει θετικό συντελεστή C ίσο με 1,2471 και στατιστική σημαντικότητα (tstatistic C) 3,505 και το ΔΗΛΟΣ Small Cap (Μετοχικό Εσωτ.) με συντελεστή C ίσο με 1,0978 και στατιστική σημαντικότητα (tstatistic C) 2,832.

Τα υπόλοιπα μετοχικά Α/Κ μπορεί για το διάστημα 2013-2017 κάποια να είχαν θετικό συντελεστή C και κάποια αρνητικό, αλλά κανένα άλλο δεν παρουσίασε στατιστική σημαντικότητα, πληρώντας την προϋπόθεση πως το με t statistic C πρέπει να είναι μεγαλύτερο του απόλυτου 2 για να δεχτούμε τα αποτελέσματα. Συμπεραίνουμε λοιπόν πως με βάση τα αποτελέσματα το σύνολο των διαχειριστών των Α/Κ δεν συγχρονίστηκαν καλά με τις μεταβολές της αγοράς για να προσαρμόσουν κατάλληλα το χαρτοφυλάκιο τους.

Ακόμη στον πίνακα 5 μπορούμε να δούμε πως το μετοχικό Α/Κ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.) ήταν το μοναδικό με σχεδόν στατιστικά σημαντικό συντελεστή alpha με t statistic 1,934 και alpha 0,073.

Ενώ το Α/Κ THETIS Ελληνικό Μετοχικό είχε αρνητικό συντελεστή στατιστικής σημαντικότητας αλλά μεγαλύτερο σε απόλυτες τιμές του 2. Συγκεκριμένα για το διάστημα 2013-2017 το t statistic ήταν -3,716 και ο συντελεστής ήταν -0,0184, αποδεικνύοντας μας πλήρως πως ο διαχειριστής έκανε άσχημη επιλογή μετοχικών τίτλων στην διάρθρωση του χαρτοφυλακίου του Α/Κ του.

Επίσης όλα τα υπόλοιπα Α/Κ δεν παρουσίασαν στατιστική σημαντικότητα στον συντελεστή alpha οπότε δεν είχαν stock picking οι διαχειριστές τους.

Η Αξιολόγηση της επίδοσης των μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων εσωτερικού για το διάστημα 2013-2017

Στο πλαίσιο της αξιολόγησης των αμοιβαίων κεφαλαίων αλλά και του δείκτη αναφοράς τους που είναι ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών στον πίνακα 6 και πίνακα 7 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των δεικτών Treynor και Sharpe για την χρονική περίοδο 2013-2017.

Να θυμίσουμε πως όπως αναφέραμε στο Κεφάλαιο 2, ο δείκτης Treynor εκφράζει την υπερβάλλουσα απόδοση του ΑΚ ως προς τον συστηματικό του κίνδυνο και είναι ποσοστό.

Ενώ ο Sharpe εκφράζει την υπερβάλλουσα απόδοση του ΑΚ ως προς την τυπική απόκλιση των αποδόσεων του και είναι καθαρός αριθμός.

Για να δείξουμε ποιος από τους δύο δείκτες είναι καταλληλότερος για την αξιολόγηση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, είναι ξεκάθαρα στην ευχέρεια του αξιολογητή καθώς εξαρτάται με τι επίπεδο κινδύνου θέλει να κάνει την σύγκριση. Δηλαδή απόδοση ανά μονάδα συνολικού ή συστηματικού κινδύνου.

Τέλος συνήθως όταν ο επενδυτής κατέχει πολλά περιουσιακά στοιχεία στο ΑΚ του ή στο χαρτοφυλάκιό του και είναι τέλεια διαφοροποιημένο καλύτερος είναι ο δείκτης Treynor ενώ όταν αποτελείται από μεμονωμένες επενδύσεις καλύτερος είναι ο Sharpe.

Στον πίνακα 6 ακολουθεί η φθίνουσα κατάταξη των μετοχικών Α/Κ και του Γενικού Δείκτη με βάση το κριτήριο του Treynor για το διάστημα 2013-2017

Πίνακας 6: Η απόδοση ανά μονάδα συστηματικού κινδύνου για τα Ελληνικά μετοχικά Α/Κ με βάση το κριτήριο του Treynor για το διάστημα 2013-2017

	Treynor
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	1,08%
ALPHA ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ Classic	0,57%
Metlife Alico Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης	0,55%
3Κ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	0,48%
ALPHA BLUE CHIPS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ Classic	0,46%
TRITON Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	0,43%
ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	0,40%
ΔΗΛΟΣ Small Cap (Μετοχικό Εσωτ.)	0,18%
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	0,17%
ALPHA TRUST Hellenic Equity Fund	0,17%

ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχικό Εσωτερικού	0,09%
EUROBANK I (LF) Equity-Greek Equities	0,08%
ΠΕΙΡΑΙΩΣ Δυναμικών Επιχειρήσεων Μετοχικό Εσωτερικού	0,07%
ΕΡΜΗΣ Δυναμικό Μετοχικό Εσωτερικού	-0,01%
EUROBANK (LF) Equity-Greek Equities	-0,05%
ΑΤΗΕΧ	-0,05%
EUROBANK (LF) Equity - Flexi Style Greece Fund	-0,06%
ALPHA TRUST New Strategy Μετοχικό Εσωτερικού	-0,07%
EUROBANK GF Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού	-0,11%
ΑΤΤΙΚΑ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,13%
INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού	-0,16%
INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	-0,22%
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	-0,25%
CPB Ελληνικό Μετοχικό	-0,66%
THETIS Ελληνικό Μετοχικό	-2,48%

Πηγή: Datastream, Ε.Θ.Ε.

Με βάση το κριτήριο του Treynor, δεκαπέντε μετοχικά Α/Κ ξεπέρασαν τον Γενικό Δείκτη (-0,05%) του Χρηματιστηρίου Αθηνών για όλη την εξεταζόμενη περίοδο.

Το Α/Κ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.) παρουσιάζει την μεγαλύτερη απόδοση ανά μονάδα συστηματικού κινδύνου (μεγαλύτερο δείκτη Treynor) με 1,08% απ' όλα τα μετοχικά Α/Κ εσωτερικού για το διάστημα 2013-2017. Ενώ το Α/Κ THETIS Ελληνικό Μετοχικό παρουσίασε το χειρότερο δείκτη Treynor (-2,48%) απ' όλα τα μετοχικά Α/Κ όπως φαίνεται στην σχετική κατάταξη του πίνακα 6.

Πίνακας 7: Η απόδοση ανά μονάδα συνολικού κινδύνου για τα Ελληνικά μετοχικά Α/Κ με βάση το κριτήριο του Sharpe για το διάστημα 2013-2017

	sharpe
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	0,115616
ALPHA ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ Classic	0,062068
Metlife Alico Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης	0,056905
3Κ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	0,050337
ALPHA BLUE CHIPS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ Classic	0,050331
TRITON Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	0,046295
ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	0,043596

ALPHA TRUST Hellenic Equity Fund	0,019187
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	0,018941
ΔΗΛΟΣ Small Cap (Μετοχικό Εσωτ.)	0,018448
ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχικό Εσωτερικού	0,010429
EUROBANK I (LF) Equity-Greek Equities	0,008412
ΠΕΙΡΑΙΩΣ Δυναμικών Επιχειρήσεων Μετοχικό Εσωτερικού	0,00745
ΕΡΜΗΣ Δυναμικό Μετοχικό Εσωτερικού	-0,0008
EUROBANK (LF) Equity-Greek Equities	-0,00518
ATHEX	-0,0056
EUROBANK (LF) Equity - Flexi Style Greece Fund	-0,00636
ALPHA TRUST New Strategy Μετοχικό Εσωτερικού	-0,00686
EUROBANK GF Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού	-0,01154
ΑΤΤΙΚΑ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,01423
INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού	-0,01711
INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	-0,02433
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	-0,02805
CPB Ελληνικό Μετοχικό	-0,07023
THETIS Ελληνικό Μετοχικό	-0,24097

Πηγή: Datastream, Ε.Θ.Ε.

Στην ανάλυση του δείκτη Sharpe αντίστοιχα παρατηρούμε από τον πίνακα 7 πως το Α/Κ με την μεγαλύτερη απόδοση ανά μονάδα συνολικού κινδύνου είναι το Α/Κ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.) με Sharpe 0,115616. Ενώ εκείνο με τον μικρότερο δείκτη είναι το THETIS Ελληνικό Μετοχικό με -0,24097.

Αντίστοιχα όπως και στην κατάταξη του δείκτη Treynor, δεκαπέντε μετοχικά Α/Κ ξεπέρασαν τον Γενικό Δείκτη (-0,0056) του Χρηματιστηρίου Αθηνών ενώ εννιά είχαν χειρότερο δείκτη από αυτόν.

Κεφάλαιο 4: Συμπεράσματα

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια εδώ και αρκετές δεκαετίες έχουν γίνει ιδιαίτερα δημοφιλή και προτιμώνται από τους επενδυτές παγκοσμίως αποτελώντας μια από τις πιο αποτελεσματικές μορφές επένδυσης.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια έχουν ως βασικό πλεονέκτημα πως επενδύουν ταυτόχρονα σε έναν μεγάλο αριθμό αξιογράφων προσφέροντας υψηλό βαθμό διαφοροποίησης στους επενδυτές τους.

Οι κύριοι συντελεστές που διέπουν την λειτουργία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι οι Εταιρείες Διαχείρισεως, ο Θεματοφύλακας και οι μεριδιούχοι που συμμετέχουν σε αυτό.

Πιο αναλυτικά το Ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου χωρίζεται σε ίσα τμήματα, τα μερίδια, τα οποία ανήκουν σε όσους συμμετέχουν στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο. Για να μπορέσει κάποιος επενδυτής να εισέλθει στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο πρέπει να πληρώσει το ποσό που αξίζει το μερίδιο.

Ανάλογα με που επενδύουν τα Αμοιβαία Κεφάλαια διακρίνονται σε διάφορες κατηγορίες όπως είναι τα Μετοχικά, τα Ομολογιακά, τα Δεικτοποιημένα, τα ETFs τα Χρηματαγοράς, κ.λ.π. τα οποία προσφέρουν επιλογές προσαρμοσμένες στο επενδυτικό προφίλ του κάθε επενδυτή. Ο επενδυτής μπορεί να χαρακτηριστεί ως αμυντικογενής ή επιθετικογενής.

Η παρούσα διπλωματική εργασία είχε ως σκοπό την εκτίμηση των κινδύνων και την αξιολόγηση των Ελληνικών μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων για την περίοδο 2013-2017 τόσο σε σύγκριση μεταξύ τους όσο και με τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια που διατηρήθηκαν στο παραπάνω διάστημα ήταν είκοσι τέσσερα στον αριθμό και τα αξιολογήσαμε με βάση την απλή απόδοση περιόδου, τον συνολικό τους κίνδυνο και τον συστηματικό τους κίνδυνο ή συντελεστή Beta. Αξιολογήσαμε επίσης τον συγχρονισμό και την επιλεκτικότητα των διαχειριστών αλλά και την επίδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανά μονάδα συνολικού και συστηματικού κινδύνου. Για την εκτίμηση των παραπάνω αποτελεσμάτων συγκεντρώσαμε τις μηνιαίες τιμές κλεισίματος για κάθε ένα ξεχωριστά.

Πιο συγκεκριμένα τα Αμοιβαία Κεφάλαια που παρουσίασαν την καλύτερη απλή απόδοση το διάστημα 2013-2017 ήταν το ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.) (60,77%), το ALPHA ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ Classic (27,86%) και το Metlife

Alico Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης (26,00%). Ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών είχε απώλειες της τάξης του -11,62%. Ενώ αντίστοιχα τα χειρότερα Αμοιβαία Κεφάλαια ήταν το THETIS Ελληνικό Μετοχικό (-56,56%), το CPB Ελληνικό Μετοχικό (-34,55%) και το ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.) (-20,86%).

Επίσης υπολογίσαμε τον συνολικό κίνδυνο των Αμοιβαίων Κεφαλαίων όπως αυτός προσεγγίζεται από την τυπική απόκλιση. Όσο μεγαλύτερη είναι η τυπική απόκλιση τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος που αναλαμβάνει ο επενδυτής. Το πιο επικίνδυνο Αμοιβαίο Κεφάλαιο σε όρους μηνιαίας τυπικής απόκλισης για το διάστημα 2013-2017 ήταν το ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού με 9,00%. Μετά ακολουθεί ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών με 8,78% και το ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.) με 8,65%. Ενώ το THETIS Ελληνικό Μετοχικό με 5,95%, το ALPHA TRUST New Strategy Μετοχικό Εσωτερικού με 6,71% και το 3Κ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού με 6,80% παρουσίασαν την μικρότερη μηνιαία τυπική απόκλιση στο εξεταζόμενο χρονικό διάστημα.

Ακόμη εκτιμήσαμε για όλα τα μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια εσωτερικού για την περίοδο 2013-2017 τον συντελεστή Beta ή συντελεστή συστηματικού κινδύνου. Σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο οι συντελεστές Beta για όλα τα Α/Κ είναι μικρότεροι της μονάδας. Πιο συγκεκριμένα τον μεγαλύτερο συντελεστή beta παρουσίασε το ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού με 0,978 ενώ τον μικρότερο το THETIS Ελληνικό Μετοχικό με 0,578. Να αναφερθεί πως ο συντελεστής Beta είναι μία κλίμακα κινδύνου, δηλαδή ένα μέτρο της ευαισθησίας των μεταβολών των Α/Κ ως προς τις μεταβολές του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών που εξ ορισμού έχει Beta ίσο με 1.

Επιπρόσθετα με το υπόδειγμα των Treynor and Mazuy υπολογίσαμε τον συγχρονισμό (Market timing) και την επιλεκτικότητα (stock picking) των διαχειριστών των μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Για έναν διαχειριστή είναι πολύ σημαντικό να αντιλαμβάνεται τις κινήσεις της αγοράς και στις ανοδικές περιόδους του χρηματιστηρίου να κάνει διάρθρωση επιθετικού χαρτοφυλακίου μέσω της επιλογής κατάλληλων μετοχικών τίτλων. Αντίθετα σε πτωτικές περιόδους του χρηματιστηρίου οφείλει να είναι σε θέση να αντιληφθεί την πτωτική τάση και παράλληλα να κάνει επιλογή αμυντικών μετοχών. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια που οι διαχειριστές τους παρουσίασαν συγχρονισμό με την χρηματιστηριακή αγορά είναι το Metlife Alico Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης και το ΔΗΛΟΣ Small Cap (Μετοχικό Εσωτ.). Ενώ για κανένα μετοχικό Αμοιβαίο Κεφάλαιο για το διάστημα 2013-2017 οι διαχειριστές του δεν παρουσίασαν επιλεκτικότητα.

Τέλος από πλευράς επίδοσης, με βάση τον δείκτη Treynor το Αμοιβαίο Κεφάλαιο ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.) παρουσίασε

τον μεγαλύτερο και από τα υπόλοιπα 23 Αμοιβαία Κεφάλαια αλλά και από τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών (-0,05%). Δηλαδή παρουσίασε την μεγαλύτερη απόδοση ανά μονάδα συστηματικού κινδύνου. Ενώ τον χειρότερο δείκτη είχε το THETIS Ελληνικό Μετοχικό με -2,48%.

Όσον αφορά τον δείκτη Sharpe, το μετοχικό Αμοιβαίο Κεφάλαιο με την μεγαλύτερη απόδοση ανά μονάδα συνολικού κινδύνου παρουσίασε το ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.) με Sharpe 0,115616, Ενώ εκείνο με τον μικρότερο δείκτη ήταν το THETIS Ελληνικό Μετοχικό με -0,24097. Να αναφέρουμε πως ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών παρουσίασε δείκτη Sharpe -0,0056.

Συμπερασματικά λοιπόν παρόλο που το διάστημα 2013-2017 ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου παρουσίασε απώλειες της τάξης του -11,62, δηλαδή επικρατούσαν bear markets, με βάση τις αναλύσεις των μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων καταλήξαμε πως σε κάποια οι διαχειριστές αντέδρασαν σωστά στην πτωτική περίοδο της αγοράς. Έκαναν σωστή επιλογή μετοχικών τίτλων, είχαν καλή επίδοση και προστάτησαν από τις απώλειες τους μεριδιούχους τους. Για τον λόγο αυτό να τονίσουμε πως ένα πετυχημένο Αμοιβαίο Κεφάλαιο πρέπει να έχει ένα χαρτοφυλάκιο με καλή διαφοροποίηση που να ικανοποιεί τους επενδυτικούς στόχους και τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο του κάθε επενδυτή.

Βιβλιογραφία

A. Ελληνική βιβλιογραφία

- Παναγιώτης Γ. Αρτίκης,(2014), Διαχείριση Χαρτοφυλακίου, Εκδόσεις Φαίδιμος
- Φίλιππας, Ν. (2010), Αμοιβαία Κεφάλαια: Η ελληνική πραγματικότητα και οι σύγχρονες διεθνείς εξελίξεις, Εκδόσεις Μπάμπαλος Β.-Στυλιανίδης Σ. Ε.Ε.
- Βασιλείου Δημήτριος, Ηρειώτης Νικόλαος, (2009), Ανάλυση Επενδύσεων και Διαχείριση Χαρτοφυλακίου, εκδόσεις Rosili.
- Παύλος Σ. Περράτης, Αμοιβαία κεφάλαια, (2007), εκδόσεις Παπαζήση
- Κωνσταντίνος Ζοπουνίδης, Κωνσταντίνα Πενταράκη, (2003), Αξιολόγηση και διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων, εκδόσεις Κλειδάριθμος
- Καραθανάσης Γ, (1999), Χρηματοοικονομική διοίκηση και χρηματιστηριακές αγορές, Εκδόσεις Μπένου

B. Ξένη βιβλιογραφία

- Sharpe F William., (1997), Morningstar's Performance Measures
- Treynor, J.L., and Mazuy J., Can mutual funds outguess the market?, Harvard Business Review, 1966
- Treynor, Jack L. (1965). “ how to rate Management of Investment Funds”. Harvard Business Review

Γ. Διαδικτυακή βιβλιογραφία

- <https://www.ici.org/> investment company institute
- <http://www.ethe.org.gr/> Ένωση Θεσμικών Επενδυτών
- <https://www.helex.gr/el/> Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών