

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**  
**ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ**  
**ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΣ**



**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ**  
**ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΤΟΝ ΕΛΕΓΧΟ ΔΗΜΟΣΙΩΝ**  
**ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

**ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ: ΝΕΕΣ ΤΑΣΕΙΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΩΣ**

*Μόσχου Σταυρούλα (ΛΕΔΟΕ 1556)*

**Πειραιάς, Σεπτέμβριος 2017**

## **ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ**

*Θα ήθελα να ευχαριστήσω όλους τους καθηγητές του μεταπτυχιακού προγράμματος με τίτλο «Λογιστική και Έλεγχος Δημοσίων Οργανισμών και Επιχειρήσεων» του τμήματος Οργάνωση και Διοίκηση του Πανεπιστημίου Πειραιώς για την εμπειστατωμένη και ενδελεχή μαθητεία που μου προσέφεραν αυτά τα χρόνια των σπουδών μου και ιδιαίτερα ευχαριστώ τον καθηγητή μου κύριο Νικόλαο Δ. Φίλιππα για την εμπιστοσύνη που μου έδειξε, για την πολύτιμη βοήθειά του αλλά και για το χρόνο που αφιέρωσε για την περάτωση αυτής της εργασίας.*

*Επίσης ευχαριστώ θερμά την οικογένειά μου, που με στηρίζει σε όλες μου τις προσπάθειες αυτά τα χρόνια και βρίσκεται διαρκώς στο πλευρό μου.*

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b> .....	5
1.1 Ορισμός και τρόπος λειτουργίας Α/Κ.....	5
1.2 Πλεονεκτήματα αμοιβαίων κεφαλαίων.....	8
1.3 Μειονεκτήματα αμοιβαίων κεφαλαίων.....	13
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΝΕΑ ΓΕΝΙΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b> .....	18
2.1 Νέες τάσεις Α/Κ.....	18
2.2 Συμπεριφορικά Κεφάλαια.....	24
2.3 Αμοιβαία Κεφάλαια με Bitcoin.....	30
2.4 Δεικτοποιημένα Α/Κ.....	32
2.4.1 Ιστορική Αναφορά.....	33
2.4.2 Λόγοι αποφυγής ενός Index Fund.....	37
2.5 Αμοιβαία Κεφάλαια Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	40
2.5.1 Αιτίες ανάπτυξης.....	43
2.5.2 Κατηγορίες Funds of Funds.....	45
2.5.3 Πλεονεκτήματα-Μειονεκτήματα των FoF.....	46
2.5.4 Εμπειρική οικονομετρική ανάλυση ενός FoF και του δείκτη S&P 500.....	47
2.6 Χρηματιστηριακώς Διαπραγματεύσιμα Α/Κ.....	53
2.6.1 Προέλευση ενός ETF.....	53
2.6.2 ETFs και ΗΠΑ.....	54
2.6.3 Χαρακτηριστικά των ETFs.....	55

2.6.4 Πλεονεκτήματα ETFs.....	56
2.6.5 Κίνδυνοι ETFs.....	57
2.6.6 Τα σημαντικότερα ETFs.....	59
2.6.7 Δημιουργία και εξαγορά των μεριδίων των ETFs.....	60
2.6.8 Πως διαπραγματεύονται τα ETFs.....	62
2.6.9 Η δραστηριότητα της πρωτογενούς αγοράς και η διαπραγμάτευση της δευτερογενούς σε μερίδια.....	64
2.6.10 Επιπτώσεις στα Α/Κ κλασσικού τύπου.....	65
2.7 Αμοιβαία Κεφάλαια Αντιστάθμισης Κινδύνου.....	66
2.7.1 Τα χαρακτηριστικά των Hedge Funds.....	67
2.7.2 Τα πιο σημαντικά είδη των Hedge Funds.....	69
2.7.3 Πλεονεκτήματα των Hedge Funds.....	72
2.7.4 Σύγκριση Hedge Funds με τα Α/Κ κλασσικού τύπου.....	75
2.7.5 Απόδοση των Hedge Funds και των Α/Κ στις αναδυόμενες αγορές.....	76
2.7.6 Μέτρηση της απόδοσης των Hedge Funds.....	81
2.8 Αμοιβαία Κεφάλαια κλειστού τύπου.....	85
2.8.1 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα των closed-end funds.....	88
2.8.2 Οι κατανομές των κλειστού τύπου Α/Κ.....	91
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....</b>	<b>92</b>
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ.....</b>	<b>96</b>
<b>ΔΙΑΔΙΚΤΥΑΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ.....</b>	<b>96</b>

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα εργασία πραγματεύεται τις νέες τάσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων σε παγκόσμιο επίπεδο. Οι διαρκείς εξελίξεις των πραγμάτων είτε στον τομέα της χρηματοοικονομικής μηχανικής είτε στον τομέα των υπολογιστών κατάφεραν να επηρεάσουν όπως ήταν αναμενόμενο και τα αμοιβαία κεφάλαια. Αποτέλεσμα των ανωτέρω ήταν η δημιουργία νέων ειδών αμοιβαίων κεφαλαίων τα οποία παίζουν σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση της αγοράς καθώς χρόνο με το χρόνο κερδίζουν όλο και περισσότερο έδαφος στις προτιμήσεις του επενδυτικού κοινού. Στην πρώτη ενότητα της εργασίας παρουσιάζονται ο ορισμός του Α/Κ όπως και τα χαρακτηριστικά του. Επιπροσθέτως, περιγράφεται ο τρόπος λειτουργίας του και αναλύεται ο ρόλος του θεματοφύλακα και της Ανώνυμης Εταιρείας Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Στη συνέχεια γίνεται αναλυτική καταγραφή για το καθένα από τα νέα είδη αμοιβαίων κεφαλαίων, βοηθώντας τον αναγνώστη με αυτό τον τρόπο να καταλάβει τη σημασία του κάθε είδους, το τι μπορεί να του προσφέρει αλλά και ποια είναι η καλύτερη επιλογή ώστε να επενδύσει ο ίδιος τα χρήματά του. Η ανάλυση γίνεται αναφέροντας τον ορισμό, τη φύση, τα πλεονεκτήματα-μειονεκτήματα, τα χαρακτηριστικά του κάθε είδους καθώς και άλλες χρήσιμες πληροφορίες. Επίσης μια συμβολή της εργασίας μου είναι η εμπειρική οικονομετρική ανάλυση του Alpha Fund of Funds Cosmos Stars USA Μετοχικό καθώς και του S&P. Στην τελευταία ενότητα τώρα, συνοψίζονται τα συμπεράσματα που προκύπτουν και επιπλέον γίνεται μια σύνδεση της παγκόσμιας κρίσης χρέους με την ανάπτυξη των νέων επενδυτικών τάσεων.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

## 1.1 Ορισμός και τρόπος λειτουργίας του Α/Κ

Το αμοιβαίο κεφάλαιο (Α/Κ) είναι ένα είδος εταιρείας επενδύσεων που το μέλημα του είναι να συλλέγει τις αποταμιεύσεις των επενδυτών και να τις τοποθετεί σε χρηματιστηριακούς και ετέρους τίτλους. Το Α/Κ μπορεί να οριστεί σύμφωνα με το νόμο ως ένα σύνολο περιουσίας που περιέχει μετρητά αλλά και κινητές αξίες, του οποίου τα επί μέρους στοιχεία ανήκουν εξ αδιαιρέτου σε παραπάνω από ένα άτομα. Ένα αμοιβαίο κεφάλαιο χαρακτηρίζεται από έλλειψη νομικής προσωπικότητας και το κεφάλαιο του είναι μεταβλητό (open-end fund).

Στην Ελλάδα υπεύθυνη για τη διαχείριση των Α/Κ είναι μια ανώνυμη εταιρεία, η οποία χρειάζεται την έγκριση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς προκειμένου να μπορέσει να λειτουργήσει. Η εταιρεία αυτή ονομάζεται Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης του αμοιβαίου κεφαλαίου (Α.Ε.Δ.Α.Κ). Οι φορείς λειτουργίας ενός Α/Κ είναι η Εταιρεία Διαχείρισης, οι μεριδιούχοι και ο Θεματοφύλακας. Το ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου φυλάσσεται σε τράπεζα που λειτουργεί στην Ελλάδα σύμφωνα με το νόμο και η οποία παίζει το ρόλο του Θεματοφύλακα (Custodian). Ο Θεματοφύλακας ως γνωστόν είναι υπεύθυνος για την προστασία των συμφερόντων των επενδυτών από μια πιθανή κακή διαχείριση της Α.Ε.Δ.Α.Κ μέσω άτεγκτων ελέγχων που πραγματοποιεί καθώς και για την παροχή ασφάλειας των χρημάτων των επενδυτών. Μέσα στα καθήκοντα του Θεματοφύλακα είναι να διατηρεί όλα τα περιουσιακά στοιχεία του Α/Κ (μετρητά, μετοχές, ομόλογα κτλ) και να εισπράττει τους τόκους, τα μερίσματα κλπ λειτουργώντας έτσι και σαν ταμίας. Μια επιπρόσθετη αρμοδιότητα του Θεματοφύλακα είναι να αγοράζει και πουλάει μετοχές και χρεόγραφα για το χαρτοφυλάκιο του αμοιβαίου κεφαλαίου ακολουθώντας πάντα πιστά τις οδηγίες που δίνει η Εταιρεία Διαχείρισης.

Εδώ θα πρέπει να αναφερθεί ότι ο Θεματοφύλακας είναι υπεύθυνος για οποιαδήποτε αμέλεια μπορεί να προκύψει σχετικά με την εκτέλεση των υποχρεώσεών του αλλά επιπλέον ευθύνεται μαζί με την Εταιρεία Διαχείρισης και για οποιαδήποτε σφάλμα ή κακή διαχείριση προκύψει. Όσον αφορά τώρα την αμοιβή του Θεματοφύλακα θα πρέπει να τονίσουμε ότι είναι η νόμιμη για τις υπηρεσίες που προσφέρει, η οποία αναγράφεται στον κανονισμό του Α/Κ.

Οι επενδυτικοί σκοποί ενός αμοιβαίου κεφαλαίου καθώς και οι βασικοί κανόνες λειτουργίας του καθορίζονται από τον κανονισμό του. Ο κανονισμός δηλαδή διέπει τις σχέσεις των φορέων λειτουργίας του Α/Κ όπως ορίστηκαν ανωτέρω. Ο κανονισμός συντάσσεται από την Εταιρεία Διαχείρισης.

Ο ονομαστικός τίτλος πιστοποιεί τη συμμετοχή στο αμοιβαίο κεφάλαιο, ο οποίος εκδίδεται από την Εταιρεία Διαχείρισης και εγκρίνεται από τον Θεματοφύλακα. Οι τίτλοι μεριδίου μπορούν να εκδίδονται για ένα ή παραπάνω μερίδια ή κλάσματα μεριδίου και πρέπει να περιλαμβάνουν:

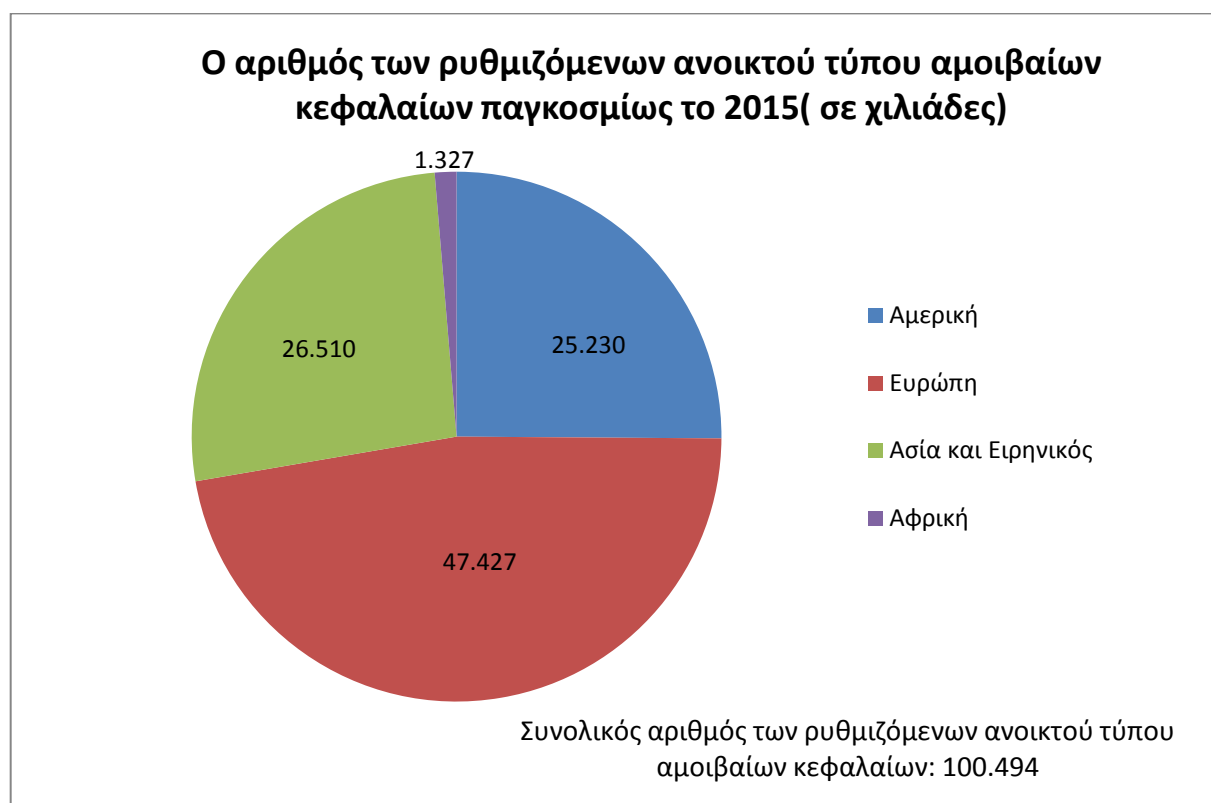
1. το όνομα του αμοιβαίου κεφαλαίου
2. τον αριθμό της άδειας σύστασής του
3. τις επωνυμίες του Θεματοφύλακα και της Α.Ε. Διαχείρισης
4. το σύνολο των μεριδίων που αντιστοιχούν στον τίτλο
5. το όνομα, το επώνυμο και τη διεύθυνση κατοικίας του μεριδιούχου
6. τη βεβαίωση ότι πληρώθηκε στο σύνολο η αξία των μεριδίων.

Η αποϋλοποίηση των τίτλων μεριδίων έχει καθιερωθεί σαν θεσμός εδώ και αρκετά χρόνια και προσφέρεται βεβαίωση συμμετοχής στο μεριδιούχο ενσωματώνοντας με αυτό τον τρόπο όλα τα δικαιώματα του τίτλου, ώστε να του προσφέρει ταυτόχρονα τη μέγιστη σιγουριά.

Στα δύο επόμενα διαγράμματα παρουσιάζονται ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων καθώς και οι καθαρές πωλήσεις παγκοσμίως για το 2015. Εντύπωση προκαλεί το γεγονός ότι η Ευρώπη κατέχει τον μεγαλύτερο αριθμό Α/Κ όχι όμως και τις περισσότερες καθαρές πωλήσεις.

Η Αμερική έχει έναν αριθμό αμοιβαίων κεφαλαίων 25.230 με καθαρές πωλήσεις 453.487 εκατομμύρια US dollars. Η Ασία-Ειρηνικός διαθέτει τον τρίτο κατά σειρά αριθμό αμοιβαίων κεφαλαίων αλλά από την άλλη οι καθαρές πωλήσεις των Α/Κ τους κατέχουν την πρώτη θέση. Την τελευταία θέση και με μεγάλη διαφορά από τις υπόλοιπες ηπείρους κατέχει η Αφρική με μόλις 1.327 αμοιβαία κεφάλαια και καθαρές πωλήσεις 7.889 εκατομμύρια. Όπως είναι προφανές υπάρχει τεράστια απόκλιση ανάμεσα στην πρώτη και την τελευταία θέση.

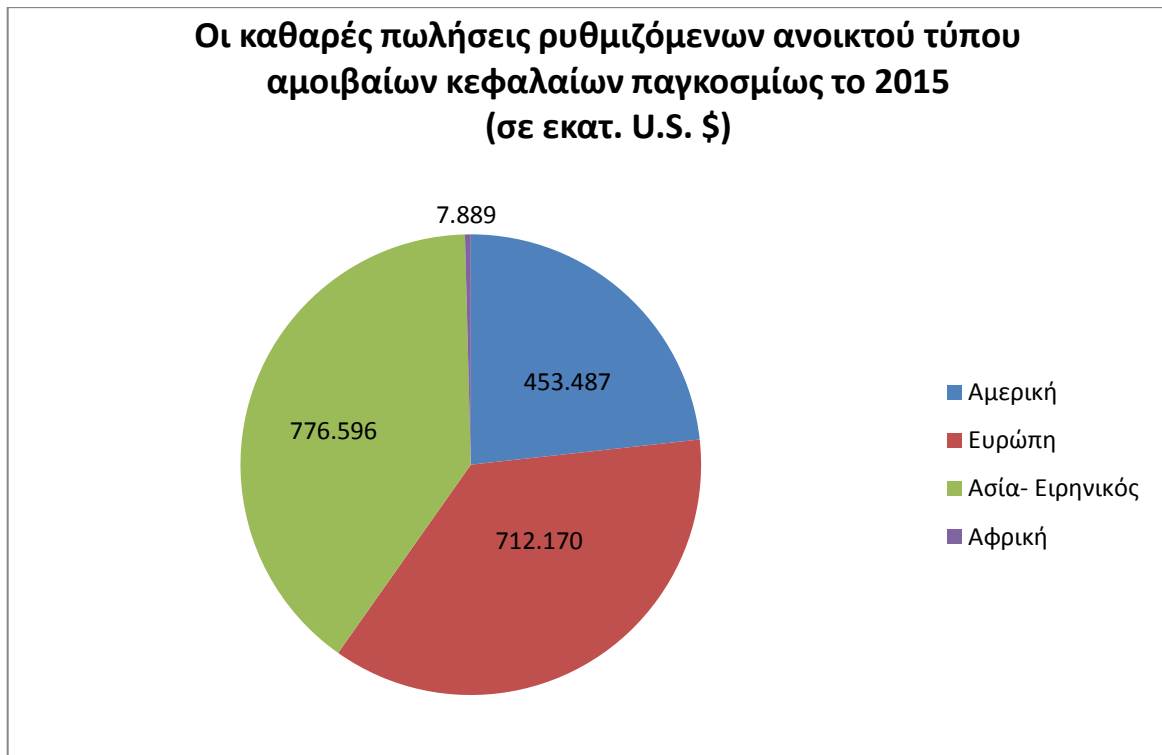
**Διάγραμμα 1**



Πηγή: Investment Company Institute



**Διάγραμμα 2**



Πηγή: Investment Company Institute

## **1.2 Πλεονεκτήματα αμοιβαίων κεφαλαίων**

Τα αμοιβαία κεφάλαια σαν θεσμός θεωρούνται άκρως επιτυχημένα κυρίως στις αναπτυγμένες αγορές αλλά πολύ λιγότερο στην Ελλάδα. Μια σειρά από σημαντικά πλεονεκτήματα που προσφέρουν τα Α/Κ στο επενδυτικό κοινό είναι η αιτία ύπαρξης αυτής της επιτυχημένης πορείας τους. Τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα είναι τα εξής:

- διαρκής διαχείριση των χρημάτων των επενδυτών από επαγγελματίες
- περιορισμός του κινδύνου εξαιτίας της εγχώριας διαφοροποίησης των επενδύσεων
- επιπλέον περιορισμός του κινδύνου λόγω της παγκόσμιας διαφοροποίησης

- δυνατότητα παροχής διαχείρισης από επαγγελματίες με χαμηλό αρχικό κεφάλαιο
- άμεση ρευστότητα
- απλές διαδικασίες ελέγχου της πορείας της επένδυσης
- μεταβίβαση των χρημάτων από το ένα αμοιβαίο κεφάλαιο σε άλλο της ίδιας οικογένειας με μηδαμινό ή καθόλου κόστος.

### **Διαρκής Διαχείριση των Χρημάτων των Επενδυτών από Επαγγελματίες**

Η δυνατότητα παροχής διαρκούς διαχείρισης των χρημάτων των επενδυτών από επαγγελματίες που προσφέρουν τα Α/Κ είναι ένα από τα σημαντικότερα πλεονεκτήματά τους. Τα αμοιβαία κεφάλαια τα διαχειρίζονται στελέχη με μεγάλη προϋπηρεσία στο πως να επιλέγουν και να διαχειρίζονται τις επενδύσεις έτσι ώστε οι επενδυτές να μην επιβαρύνονται με το άγχος του διαρκούς ελέγχου των χρημάτων τους. Οι εργαζόμενοι αυτοί λοιπόν λειτουργούν με βάση το συμφέρον των επενδυτών. Έτσι συμπεραίνουμε ότι οι διαχειριστές είναι υπεύθυνοι για την επιλογή των σωστών αξιογράφων τα οποία πρέπει να αγοραστούν την κατάλληλη στιγμή αλλά και για τα ποσοστά κάθε κατηγορίας αξιογράφων που θα πρέπει να περιέχουν τα χαρτοφυλάκια τους.

### **Περιορισμός του Κινδύνου εξαιτίας της εγχώριας Διαφοροποίησης των Επενδύσεων**

Ο περιορισμός του κινδύνου είναι άλλο ένα θετικό στοιχείο που προσφέρουν τα Α/Κ. Αυτό επιτυγχάνεται με την παράλληλη επένδυση σε πολλά και διάφορα αξιόγραφα. Είναι γνωστό ότι ο επενδυτικός κίνδυνος ενός περιουσιακού στοιχείου υπολογίζεται ως η τυπική απόκλιση των αποδόσεών του. Γίνεται ξεκάθαρο ότι ο επενδυτικός κίνδυνος είναι μεγαλύτερος όσο μεγαλύτερη είναι η μεταβλητότητα των αποδόσεων του περιουσιακού στοιχείου.

Ο συνολικός κίνδυνος μιας επένδυσης είναι πιθανόν να διαχωριστεί σε 2 μέρη:

- στο συστηματικό κίνδυνο (κίνδυνο αγοράς)
- στο μη-συστηματικό κίνδυνο (ειδικό κίνδυνο).

Σύμφωνα με μελέτες ο συνολικός κίνδυνος αποτελείται περίπου κατά 70% από μη-συστηματικό κίνδυνο και 30% από συστηματικό. Ερμηνεύοντας τα παραπάνω καταλαβαίνει κανείς ότι το 70% της συνολικής μεταβλητότητας των αποδόσεων μιας μετοχής οφείλεται σε παράγοντες που έχουν να κάνουν με την εταιρεία κατεξοχήν, ενώ το 30% οφείλεται στη μεταβλητότητα της αγοράς. Ο μη-συστηματικός κίνδυνος τώρα μπορεί να απαλειφθεί μέσω αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων, γεγονός που προκαλεί σημαντικές επιπτώσεις. Όσοι κατέχουν καλά διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια μπορούν να επιτύχουν αποδόσεις οι οποίες θα αντιστοιχούν σε αποδόσεις περιουσιακών στοιχείων υψηλού κινδύνου στο μέγεθος βέβαια που ο μη-συστηματικός κίνδυνος δεν αμείβεται από την αγορά, ενώ συγχρόνως αναλαμβάνουν μόνο το 1/3 του κινδύνου. Τα αμοιβαία κεφάλαια ελαττώνουν το μη-συστηματικό κίνδυνο μέσω της αποτελεσματικής διαφοροποίησης από 70 σε 15% σύμφωνα με ορισμένες μελέτες

### **Επιπλέον Περιορισμός του Κινδύνου λόγω της Παγκόσμιας Διαφοροποίησης**

Η παγκόσμια διαφοροποίηση των επενδύσεων είναι ακόμα ένα πλεονέκτημα των αμοιβαίων κεφαλαίων. Εδώ θα πρέπει να αναφέρουμε ότι όταν επενδύει κάποιος σε διεθνή χρηματιστήρια επιτυγχάνει επιπλέον μείωση του κινδύνου. Με τη παγκόσμια διαφοροποίηση παρέχεται μείωση του κινδύνου (33%) σε σχέση με την αντίστοιχη εγχώρια σύμφωνα με μελέτες των Swanson (1979), Jorion (1985), Bekaert και Urias (1996), Smith και Swanson (2008). Επενδύοντας σε διεθνή Α/Κ οι Έλληνες, επενδύουν ουσιαστικά σε ομολογίες και μετοχές μεγάλων επιχειρήσεων, οι οποίες διαπραγματεύονται στα διεθνή χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης, του Τόκιο, του Λονδίνου, της Φρανκφούρτης κλπ.

## **Δυνατότητα Παροχής Διαχείρισης από Επαγγελματίες με Χαμηλό Αρχικό Κεφάλαιο**

Η κατάλληλη επένδυση για τους μικρομεσαίους επενδυτές είναι τα αμοιβαία κεφάλαια αφού επενδύοντας σε Α/Κ έχεις τη δυνατότητα πρόσβασης σε υψηλού επιπέδου τεχνογνωσία και διαχείριση από επαγγελματίες με χαμηλό χρηματικό ποσό. Στην Ελλάδα υπάρχουν αμοιβαία κεφάλαια που δίνουν τη δυνατότητα στους επενδυτές να εισέλθουν τόσο σε ελληνικές όσο και σε διεθνείς αγορές με αρχικό κεφάλαιο 150 ευρώ ή και ακόμα λιγότερο.

## **Άμεση ρευστότητα**

Η ρευστότητα κατατάσσεται στα υπέρ που προσφέρουν τα αμοιβαία κεφάλαια. Ρευστότητα είναι να μπορεί κανείς να τοποθετεί τα χρήματα του σε μια επένδυση και να έχει την ικανότητα να τα αποσύρει εύκολα και γρήγορα χωρίς καμία συνέπεια. Εύκολα ρευστοποιήσιμη επένδυση θεωρείται η επένδυση όταν τα μερίδια των Α/Κ μπορούν να πωληθούν και να αγοραστούν άμεσα. Στο σημείο αυτό πρέπει να αναφέρουμε ότι δεν υπάρχει ελάχιστο χρονικό όριο όσον αφορά την πώληση των μεριδίων. Η εξαγορά των μεριδίων είναι δυνατόν να πραγματοποιηθεί οποιαδήποτε χρονική στιγμή μετά από αίτηση του μεριδιούχου στην τιμή εξαγοράς των μεριδίων της ημέρας υποβολής της αίτησης του μεριδιούχου για εξαγορά. Το αργότερο μέσα σε πέντε μέρες από την υποβολή της αίτησης εξαγοράς το ποσό αποδίδεται στο δικαιούχο.

## **Απλές Διαδικασίες Ελέγχου της Πορείας της Επένδυσης**

Ακόμα ένα πλεονέκτημα της επένδυσης σε μερίδια Α/Κ αποτελεί και ο απλός έλεγχος της πορείας των κεφαλαίων. Μετά το κλείσιμο των χρηματιστηρίων, γίνεται ο υπολογισμός των καθαρών τιμών, των τιμών διάθεσης και των τιμών εξαγοράς των μεριδίων. Επομένως, ο ενδιαφερόμενος έχει τη δυνατότητα να υπολογίσει πόσο αξίζουν τα κεφάλαιά του πολλαπλασιάζοντας την τιμή εξαγοράς του κάθε μεριδίου επί τον αριθμό των μεριδίων που διαθέτει.

Από την άλλη τώρα, υπάρχουν επενδυτές που μπορεί να διαθέτουν 30 ή 40 μετοχές οι οποίοι έρχονται αντιμέτωποι με ορισμένα προβλήματα αλλά και με τα κόστη ελέγχου της εξέλιξης των αξιογράφων που είναι αξιοσημείωτα. Έτσι λοιπόν, επενδύοντας σε μερίδια A/K αντιμετωπίζονται επαρκώς τα προβλήματα επιλογής και ελέγχου των αξιογράφων.

### **Μεταβίβαση των Χρημάτων από το ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο σε άλλο της ίδιας Οικογένειας με Μηδαμινό ή Καθόλου Κόστος**

Όσο διαδίδονταν τα αμοιβαία κεφάλαια τόσο μεγαλύτερη σημασία αποκτούσε η ύπαρξη «οικογένειας» αμοιβαίων κεφαλαίων. Οικογένεια αμοιβαίων κεφαλαίων θεωρείται ένα σύνολο διαφόρων A/K τα οποία τα διαχειρίζεται η ίδια Α.Ε.Δ.Α.Κ και τα παρέχει στους επενδυτές. Η δυνατότητα να μπορεί ο επενδυτής να επιλέξει εναλλακτικά αμοιβαία κεφάλαια είναι άκρως σημαντική για 2 βασικούς λόγους:

1. Μπορεί ο ίδιος ο επενδυτής να κάνει τους δικούς του συνδυασμούς αμοιβαίων κεφαλαίων επιτυγχάνοντας ακόμα μεγαλύτερη διασπορά αφού διαχειρίζεται ενεργά το δικό του χαρτοφυλάκιο A/K.
2. Μπορεί να εκμεταλλεύεται τις συνθήκες που επικρατούν στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Για παράδειγμα, σε μια περίοδο που η οικονομία ανακάμπτει ο επενδυτής έχει τη δυνατότητα να μεταφέρει όλο ή ένα μέρος του κεφαλαίου του σε μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια εσωτερικού ή εξωτερικού. Από την άλλη τώρα, όταν η οικονομία παραμένει στάσιμη για ένα διάστημα ο επενδυτής μπορεί να μεταφέρει το κεφάλαιό του σε αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων ή ομολογιών. Εδώ λοιπόν πρέπει να αναφέρουμε ότι η μεγαλύτερη εταιρεία διαχείρισης παγκοσμίως η Fidelity παρέχει στους επενδυτές περισσότερα από 175 αμοιβαία κεφάλαια με αποτέλεσμα οι συνδυασμοί που μπορεί να γίνουν να είναι πάρα πολλοί .

## **Άλλα πλεονεκτήματα**

Ενδεικτικά θα αναφέρουμε και κάποια άλλα πλεονεκτήματα που προσφέρουν τα αμοιβαία κεφάλαια αλλά είναι λιγοστής σημασίας. Τα Α/Κ μπορούν να παρέχουν σε κάθε έναν επενδυτή ξεχωριστά χαμηλότερες χρηματιστηριακές προμήθειες εξαιτίας του σημαντικού μεγέθους τους. Επιπλέον, μπορούν να παρέχουν καλύτερες τιμές αγοράς των ομολόγων ή συνόλων μετοχών εξαιτίας της υψηλής αγοραστικής δύναμης που έχουν.

Μπορεί κανείς όσο ζει να μεταβιβάσει μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων χωρίς να επιβαρυνθεί με επιπλέον φόρο αρκεί να μιλάμε για συζύγους και συγγενείς α΄ και β΄ βαθμού. Αντίθετα, τα μερίδια Α/Κ μπορούν να μεταβιβαστούν χωρίς να υπάρξει επιβάρυνση με φόρο σε περίπτωση θανάτου ασχέτως του βαθμού συγγένειας. Επίσης οι επενδυτές μπορούν να ανταλλάξουν χρεόγραφα ή μετοχές με μερίδια Α/Κ υπό την προϋπόθεση ότι η Α.Ε.Δ.Α.Κ είναι σύμφωνη. Κλείνοντας, οι επενδυτές έχουν τη δυνατότητα να αγοράσουν μερίδια σε κοινό λογαριασμό αλλά και να τα ενεχυριάζουν προκειμένου να πάρουν δάνειο.

### **1.3 Μειονεκτήματα των αμοιβαίων**

Παρόλο που τα αμοιβαία κεφάλαια προσφέρουν μια σειρά από πλεονεκτήματα στους επενδυτές δυστυχώς όμως έχουν και κάποια μειονεκτήματα, καθώς υπάρχουν ανάγκες που δεν καλύπτονται απόλυτα από τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια. Αρχικά δεν έχουν όλοι οι επενδυτές την ανάγκη να διαχειρίζονται τα κεφάλαια τους επαγγελματίες. Πολλοί είναι εκείνοι οι οποίοι επιθυμούν να επιλέγουν μόνοι τις επενδύσεις που θέλουν να κάνουν έχοντας την πεποίθηση ότι με αυτό τον τρόπο η επιλογή και η διαχείριση του χαρτοφυλακίου τους είναι πιο κερδοφόρα. Το ανωτέρω φαινόμενο ονομάζεται “ η γοητεία του ξεχωριστού λογαριασμού” .

Για επενδυτές τώρα που θέλουν να αναλάβουν πολύ αυξημένους κινδύνους επενδύοντας μόνο σε ορισμένους τίτλους τα Α/Κ δεν είναι ενδεδειγμένα. Είναι πολύ πιθανό στην περίπτωση αυτή ο επενδυτής να μην επιθυμεί διαφοροποίηση. Στο σημείο αυτό πρέπει να αναφερθεί επίσης ότι τα αμοιβαία κεφάλαια είναι ευρέως γνωστά επειδή σε διάφορες χρονικές στιγμές συνέβησαν ζημιές στην πλειοψηφία μεμονωμένων επενδυτών επειδή δεν ήθελαν να διαφοροποιήσουν τις επενδύσεις τους.

Σε περιόδους που υπάρχουν ψυχολογικές διακυμάνσεις η ανοιχτή δομή των αμοιβαίων κεφαλαίων δημιουργεί προβλήματα στο διαχειριστή επενδύσεων. Δηλαδή, σε περιόδους που η αγορά έχει ανοδική πορεία οι επενδυτές συνηθίζουν να επενδύουν σε μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια με αποτέλεσμα οι διαχειριστές να αγοράζουν μετοχές σε πολύ υψηλές τιμές. Σε αντίθεση, όταν η αγορά έχει καθοδική πορεία οι επενδυτές δρουν εντελώς αψυχολόγητα δίνοντας εντολή στους διαχειριστές να ρευστοποιήσουν άμεσα μέρος του χαρτοφυλακίου τους, με αποτέλεσμα να βγαίνουν ζημιωμένοι από την πώληση μετοχών.

Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. σύμφωνα με το νόμο πρέπει να εξαγοράζει τα μερίδια που θέλουν να ρευστοποιήσουν οι μεριδιούχοι των αμοιβαίων κεφαλαίων, εφόσον οι διαχειριστές διατηρούν υψηλά ρευστά διαθέσιμα ώστε να μπορούν να καλύψουν ένα μεγάλο πλήθος πιθανών εξαγορών. Έτσι λόγω της δομής των Α/Κ οι διαχειριστές οδηγούνται στη μη τήρηση των δικών τους επιλογών και ορισμένες φορές ακόμα και σε κακές επενδυτικές κινήσεις. Για παράδειγμα, αγοράζουν σε υψηλές τιμές, πωλούν σε χαμηλές τιμές και κρατούν μεγάλα ποσά χωρίς να τα επενδύουν σωστά.

Άλλο ένα μειονέκτημα των A/K είναι ότι οι αμοιβές διάθεσης, διαχείρισης και εξαγοράς ελαττώνουν την απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου. Το στοιχείο αυτό είναι πολύ σημαντικό για τους επενδυτές οι οποίοι έχουν πληρώσει σημαντικές προμήθειες διάθεσης αλλά θέλουν να ρευστοποιήσουν τα μερίδια τους σύντομα.

Το τελευταίο μειονέκτημα που δε θεωρείται ακριβώς μειονέκτημα είναι ότι και οι επαγγελματίες πρέπει να ελέγχονται. Υπάρχει η πεποίθηση ότι τα αμοιβαία κεφάλαια πρέπει να αγοράζονται και να ξεχνιούνται εφόσον τα διαχειρίζονται επαγγελματίες. Αυτό όμως δεν ισχύει. Οι διαχειριστές αλλά πολλές φορές και η στρατηγική διαχείρισης των A/K αλλάζουν ή δεν έχουν συναίσθηση για το τι συμβαίνει στον κόσμο. Σε περίπτωση λοιπόν που κάποιος αγοράσει τα αμοιβαία κεφάλαια που φαινομενικά είναι τα καλύτερα ή εκείνα τα οποία πιστεύει ότι του κάνουν περισσότερο οφείλει να τα ελέγχει συχνά προκειμένου να γνωρίζει εάν η απόδοση είναι η αναμενόμενη και αν οι λόγοι που οδήγησαν σε αυτή την αγορά υφίστανται μέχρι σήμερα.

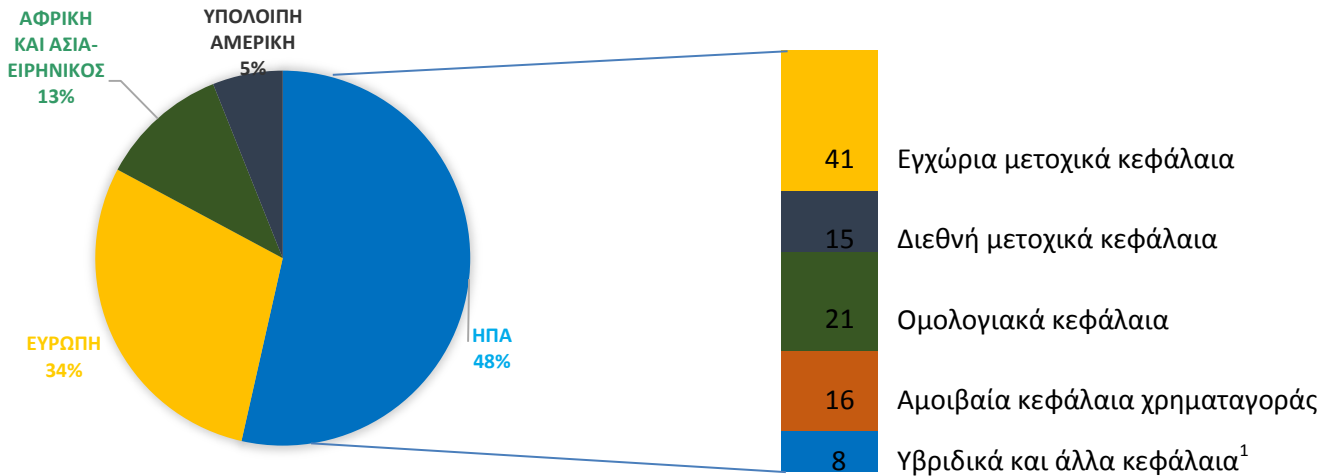
Με βάση τα στοιχεία του Investment Company Institute και της International Investment Funds Association μπορεί εύκολα να διαπιστώσει κανείς ότι η Αμερική διαθέτει τη μεγαλύτερη αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων και ETFs στον κόσμο κατέχοντας το 48%. Στη συνέχεια βρίσκεται η Ευρώπη με 34% ενώ ακολουθεί η Αφρική και η Ασία-Ειρηνικός με 13%. Τέλος, το ποσοστό που κατέχει η υπόλοιπη Αμερική στις αγορές αμοιβαίων κεφαλαίων και ETFs είναι μόλις το 5%. Τέλος, δε θα πρέπει να ξεχνάμε ότι το συνολικό ενεργητικό των ρυθμιζόμενων ανοικτού τύπου A/K παγκοσμίως ανέρχεται σε 33,4 τρισεκατομμύρια δολάρια.



### Διάγραμμα 3

#### ΟΙ ΗΠΑ ΕΧΟΥΝ ΤΙΣ ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΕΣ ΑΓΟΡΕΣ Α/Κ ΚΑΙ ETFs ΣΤΟΝ ΚΟΣΜΟ

#### ΠΟΣΟΣΤΟ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ, 2015 ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΗΣ ΧΡΟΝΙΑΣ



Συνολικό ενεργητικό των ρυθμιζόμενων ανοικτού τύπου κεφαλαίων παγκοσμίως \$37,2 τρις. Συνολικό ενεργητικό των Α/Κ και ETFs των ΗΠΑ \$17,8 τρις.

Πηγή: Investment Company Institute

Σειρά τώρα έχει να αναλύσουμε τα είδη των κεφαλαίων, στα οποία προτιμούν να επενδύουν οι άνθρωποι των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής. Το 41% των επενδυόμενων κεφαλαίων αποτελούν τα Εγχώρια Μετοχικά Κεφάλαια ενώ το 21% τα Ομολογιακά Κεφάλαια. Επιπλέον, παρατηρεί κανείς ότι τα Αμοιβαία Κεφάλαια Χρηματαγοράς (ΑΚΧΑ) αποτελούν το 16% των κεφαλαίων που επενδύονται στις ΗΠΑ. Εντύπωση προκαλεί το γεγονός ότι τα Διεθνή Μετοχικά Κεφάλαια αποτελούν μόνο το 15% των επενδυόμενων κεφαλαίων ενώ τα υβριδικά και άλλα κεφάλαια κατέχουν μόλις το 8%. Κλείνοντας θα πρέπει να αναφέρουμε ότι το συνολικό ενεργητικό των Α/Κ και ETFs των ΗΠΑ ανέρχεται σε 17,8 τρισεκατομμύρια δολάρια.

Τέλος, θα μελετήσουμε την πορεία του καθαρού ενεργητικού τόσο στην παγκόσμια όσο και στην ελληνική αγορά. Εύκολα μπορεί να παρατηρήσει κάποιος κοιτώντας το διάγραμμα που ακολουθεί ότι το 2000 το καθαρό ενεργητικό στην παγκόσμια αγορά ήταν 11,87 τρις. ενώ 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. Σε αντίθετη τώρα, το καθαρό ενεργητικό της ελληνικής αγοράς έλαβε την υψηλότερη τιμή το 2004 (31,6 δις.) και τη χαμηλότερη τιμή το 2011 (5,2δις.). Το 2015 το ενεργητικό στην εγχώρια αγορά ήταν μόλις 7,2 δις.

**Διάγραμμα 4**



Πηγή: ΕΘΕ, Statista

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΝΕΑ ΓΕΝΙΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

### 2.1 Νέες τάσεις Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Σε αυτή την ενότητα θα ασχοληθούμε εκτενώς με τις νέες τάσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων ή αλλιώς τη νέα γενιά Α/Κ. Η συνεχής εξέλιξη των πραγμάτων, είτε στον τομέα των υπολογιστών είτε στον τομέα της χρηματοοικονομικής μηχανικής(financial engineering) επηρέασε όπως ήταν αναμενόμενο και τα αμοιβαία κεφάλαια. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα τη δημιουργία νέων αμοιβαίων κεφαλαίων όπως για παράδειγμα τα δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια(index funds), τα χρηματιστηριακώς διαπραγματεύσιμα Α/Κ (exchange traded funds ή ETFs), τα αμοιβαία κεφάλαια αμοιβαίων κεφαλαίων (funds of funds),τα αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου (hedge funds) και τα αμοιβαία κεφάλαια κλειστού τύπου (closed-end funds) .

Στο σημείο αυτό θα μελετήσουμε τα στοιχεία του πίνακα που ακολουθεί όπου διακρίνονται τα ακριβή ποσά που επενδύονται σε κάθε είδος κεφαλαίου από το 1997 μέχρι και το 2015. Ξεκινώντας από τα αμοιβαία κεφάλαια διαπιστώνει κάποιος πως το ποσό που επενδύεται σε αυτό το είδος κεφαλαίων σχεδόν κάθε χρόνο αυξάνεται, εκτός από ελάχιστες χρονιές που υπάρχει μια μικρή πτώση. Σύμφωνα με τα στοιχεία της Investment Company το 1998 το ποσό που επενδύθηκε στα αμοιβαία κεφάλαια ήταν μόλις 5.525 δισεκατομμύρια δολάρια. Στις χρονιές που ακολούθησαν μέχρι και το 2014, όπου το ποσό έφτασε τα 15.875 δις. δολάρια, παρατηρείται μια αύξηση στα χρήματα που επενδύθηκαν εκτός από το 2002 που σημειώθηκε μια ελάχιστη πτώση σε σχέση με το 2001, το 2008 που το επενδυόμενο ποσό μειώθηκε κατά 2.379 δις. δολάρια σε σχέση με το 2007 και το 2015 όπου το ποσό ήταν 15.652.

## Πίνακας 1

**Investment Company Συνολικό καθαρό ενεργητικό ανά τύπο, σε δολάρια (δισεκατομμύρια) στο τέλος κάθε χρονιάς από 1998-2015 στις Η.Π.Α.**

	Αμοιβαία Κεφάλαια <sup>1</sup>	Κλειστού τύπου κεφάλαια <sup>2</sup>	ETFs <sup>3</sup>	UITs	Σύνολο <sup>4</sup>
1998	\$5.525	156	16	94	5.970
1999	6.846	147	34	92	7.119
2000	6.965	143	66	74	7.247
2001	6.975	141	83	49	7.248
2002	6.383	159	102	36	6.680
2003	7.402	214	151	36	7.803
2004	8.096	253	228	37	8.614
2005	8.891	276	301	41	9.509
2006	10.398	297	423	50	11.168
2007	12.000	312	608	53	12.974
2008	9.621	184	531	29	10.365
2009	11.113	223	777	38	12.151
2010	11.833	238	992	51	13.114
2011	11.632	242	1.048	60	12.983
2012	13.057	264	1.337	72	14.729
2013	15.051	279	1.675	87	17.091
2014	15.875	289	1.974	101	18.240
2015	15.652	261	2.100	94	18.107

Πηγή: Investment Company Institute

*Παρατηρήσεις:*

1 Τα δεδομένα των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν περιλαμβάνουν τα αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν κατά κύριο λόγο σε άλλα αμοιβαία κεφάλαια.

2 Τα δεδομένα των κλειστού τύπου κεφαλαίων περιλαμβάνουν μερίδια προνομιούχων μετοχών.

3 Τα δεδομένα των χρηματιστηριακά διαπραγματεύσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων (ETFs) πριν το 2001 διατέθηκαν από το Strategic Insight Simfund. Τα δεδομένα των ETFs περιλαμβάνουν μη εγγεγραμμένες στο Investment Company Act of 1940 επενδυτικές εταιρείες και αποκλείουν ETFs που επενδύουν κατά κύριο λόγο σε άλλα ETFs.

4 Το σύνολο του ενεργητικού της εταιρείας επενδύσεων περιλαμβάνουν συμμετοχές αμοιβαίων κεφαλαίων σε κλειστού τύπου κεφάλαια και ETFs.

*Σημείωση:* Τα στοιχεία είναι για τις εταιρείες επενδύσεων που παρέχουν στατιστικές πληροφορίες στο Investment Company Institute. Τα περιουσιακά στοιχεία από αυτές τις εταιρείες αποτελούν το 98% των περιουσιακών στοιχείων των επενδυτών.

Συνεχίζοντας με τα κλειστού τύπου κεφάλαια, εύκολα μπορεί να αντιληφθεί κανείς πως η πορεία του ποσού που επενδύεται δεν είναι σταθερή. Το 1998 το επενδύόμενο ποσό ήταν 156 δις. \$ αλλά από το 1999 και μέχρι το 2001 το ποσό που επενδύεται σε αυτού του είδους τα κεφάλαια μειώνεται σημαντικά, φτάνοντας μάλιστα το 2001 τα 141 δις. δολάρια. Οι 7 επόμενες χρονιές συνοδεύονται από μια αύξηση του επενδύόμενου ποσού με αποκορύφωμα το 2007 που το ποσό αυτό αγγίζει τα 312 δις. δολάρια. Το 2008 χαρακτηρίζεται από μια νέα πτώση φτάνοντας τα 184 δις. δολάρια. Από το 2009 έως το 2014 σημειώνεται αύξηση του ποσού που επενδύεται στα κλειστού τύπου αμοιβαία κεφάλαια, αγγίζοντας το 2014 τα 289 δις. δολάρια. Το 2015 όμως υπήρξε μια μικρή πτώση φτάνοντας το ποσό τα 261 δις. \$.

Ακολουθως, μελετάμε το ποσό που επενδύθηκε στα χρηματιστηριακώς διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια (γνωστά και ως ETFs) που πρόκειται για τη νέα γενιά αμοιβαίων κεφαλαίων. Η πορεία του επενδύόμενου ποσού σε ETFs είναι ανάλογη με εκείνη των αμοιβαίων κεφαλαίων καθώς είναι προφανές πως από το 1998 μέχρι το 2015 είναι ανοδική, με εξαίρεση το 2008. Το 1998 τα χρήματα που επενδύθηκαν σε ETFs ήταν μόλις 16 δις. δολάρια ενώ το 2015 το επενδύόμενο ποσό είχε φτάσει τα 2.100 δις. δολάρια. Μόνο το 2008 το επενδύόμενο ποσό μειώθηκε κατά 77 δις. δολάρια σε σχέση με το 2007. Έτσι συμπεραίνει κανείς πως χρόνο με το χρόνο τα ETFs γίνονται όλο και πιο δημοφιλή με αποτέλεσμα όλο και περισσότερος κόσμος να επιλέγει να επενδύσει σε αυτού του είδους τα κεφάλαια.

Έπειτα, βλέπουμε τα ποσά που επενδύονται σε UITs. Όπως και στα κλειστού τύπου κεφάλαια έτσι και στα UITs τα χρήματα που επενδύονται δεν έχουν μια σταθερή πορεία. Το 1998 το ποσό ήταν 94 δις. δολάρια ενώ από το 1999 μέχρι το 2003 σημειώνεται μια σημαντική πτώση φτάνοντας το επενδύόμενο ποσό τα 36 δις. δολάρια. Τα χρήματα που επενδύθηκαν στα UITs αρχίζουν να αυξάνονται από το 2004 έως το 2007, όπου το 2007 το επενδύόμενο ποσό άγγιξε τα 53 δις. δολάρια.

Η επόμενη χρονιά χαρακτηρίζεται από μια μικρή πτώση του ποσού(29 δις. δολάρια) ενώ από το 2009 μέχρι το 2014 είναι ξεκάθαρο πως υπάρχει μια ανοδική πορεία του επενδύμενου ποσού με αποκορύφωμα το 2014 όπου τα χρήματα είχαν φτάσει τα 101 δις. δολάρια.

Δε θα πρέπει να ξεχνάμε ότι τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια αλληλεπιδρούν συνεχώς με τα αντίστοιχα της νέας γενιάς. Αρκεί να αναφέρουμε ότι τα A/K κλασσικού τύπου επηρεάζονται από τα hedge funds καθώς χρησιμοποιούν τεχνικές αντιστάθμισης κινδύνου ενώ παράλληλα τα hedge funds μειώνουν τα ελάχιστα όρια συμμετοχής προκειμένου να μπορέσουν να προσελκύσουν όσο το δυνατό περισσότερα κεφάλαια σε σχέση με τα παραδοσιακά αλλά και από άλλες μορφές επένδυσης.

Στο άρθρο του με τίτλο “ 5 Trends in the Mutual Fund Market to Date in 2016” ο David Dierking μας ενημερώνει για τις 5 νέες τάσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων. Οι ροές των αμοιβαίων κεφαλαίων και των χρηματιστηριακώς διαπραγματεύσιμων A/K (ETFs) χρησιμοποιούνται πολλές φορές ως βαρόμετρο για την ψυχολογία των επενδυτών, εφόσον παρέχουν πληροφορίες σχετικά με το που τοποθετούνται τα χρήματα των επενδυτών. Οι παρατηρητές της αγοράς τείνουν να εξετάζουν προσεκτικά τους αριθμούς αυτούς προκειμένου να διαπιστώνουν αν η πορεία της αγοράς είναι ανοδική ή πτωτική.

Λόγω της αστάθειας που επικρατούσε στις αγορές των μετοχών, των εμπορευμάτων και των ομολόγων υψηλού κινδύνου, οι επενδυτές επανατοποθετούσαν τα χαρτοφυλάκια τους ώστε να επιτευχθεί τόσο η ασφάλεια όσο και η ανάπτυξη. Τα μεγαλύτερα γεγονότα στο μακρο-επίπεδο διαμορφώνουν επίσης το οικονομικό τοπίο. Η συνταρακτική κατάρρευση της Third Avenue Focused Credit Fund ("TFCVX") υπογράμμισε τον πανικό που μπορεί να επέλθει σε περιόδους όπου οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων έχουν καθοδική τάση. Τα κεφάλαια, με ενεργητικό περίπου \$2 δις στις αρχές του 2015, ήρθαν αντιμέτωπα με την έξοδο πολλών επενδυτών εν μέσω της επιταχυνόμενης πτώσης των προβληματικών χρεών.

Υπήρξε πτώση πάνω από 30% το 2015 και τα υπό διαχείριση περιουσιακά στοιχεία (AUM) μειώθηκαν περισσότερο από τα 2/3 μέχρι το Δεκέμβριο του 2015. Στις 11 Δεκεμβρίου του 2015, η Third Avenue ανακοίνωσε την πλήρη ρευστοποίηση των κεφαλαίων. Παρόλο που ο φόβος δεν έχει εξαπλωθεί στις υπόλοιπες αγορές, τα ακόλουθα είναι μερικές τάσεις αμοιβαίων κεφαλαίων που εμφανίστηκαν το 2016:

### **Η.Π.Α. Διεθνείς επενδυτικές κινήσεις**

Μια από τις σημαντικότερες επενδυτικές κινήσεις του 2015 ήταν η απομάκρυνση του χρήματος από τις εγχώριες αγορές μετοχών και η τοποθέτηση του σε διεθνείς μετοχές. Η τάση αυτή συνεχίστηκε και το 2016. Το 2015 οι επενδυτές τοποθετούν πάνω από \$207 δις. σε διεθνή μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια ενώ απομακρύνθηκαν \$66 δις. από τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια των Η.Π.Α.. Οι επενδυτές φοβούμενοι από την πτώση πάνω από 10% του δείκτη Standard & Poor's 500 στην αρχή του 2016 ίσως να επέλεξαν να επενδύσουν σε μετοχές του εξωτερικού.

### **Εισροή χρημάτων των επενδυτών στο χρυσό**

Ο χρυσός τείνει να λειτουργεί ως ασφαλές καταφύγιο σε περιόδους οικονομικής αβεβαιότητας. Η αστάθεια στις αγορές των μετοχών έχει οδηγήσει την τιμή του χρυσού πάνω από 17% ετησίως. Αυτό το είδος της ανόδου, μαζί με την αντίστοιχη αύξηση στην αξία των αμοιβαίων κεφαλαίων του χρυσού και των ETFs έχει τραβήξει την προσοχή των επενδυτών. Πρέπει να τονισθεί ότι στα κεφάλαια των πολύτιμων μετάλλων εισήλθαν σχεδόν \$7 δις.

## **Αυξανόμενη δημοτικότητα των δεικτοποιημένων κεφαλαίων (index funds)**

Η δημοτικότητα των index funds έχει ανέβει τα τελευταία χρόνια καθώς και το 2016. Η σχετική υποαπόδοση των ενεργά διαχειριζόμενων κεφαλαίων στο σύνολο τους σε σχέση με το δείκτη αναφοράς τους έχει οδηγήσει σε φθορά των επενδυτών. Περισσότερα από \$40 δις. έχουν αποσυρθεί από την ενεργό διαχείριση κεφαλαίων, ενώ περισσότερα από \$41 δις. έχουν προστεθεί στα παθητικά διαχειριζόμενα κεφάλαια κατά τους πρώτους δυο μήνες του 2016.

## **Οι επενδυτές επιστρέφουν σιγά-σιγά στα ομόλογα υψηλής απόδοσης**

Οι επενδυτές απέσυραν σχεδόν \$28 δις. από ομόλογα υψηλής απόδοσης το 2014 και το 2015, με αποκορύφωμα την κατάρρευση της Third Avenue Focused Credit Fund και σε συνδυασμό με τα ομόλογα υψηλής απόδοσης να χάνουν περίπου το 7% της αξίας τους το 2015, είναι λίγο περίεργο οι επενδυτές να επιστρέφουν σε αυτού του είδους τις επενδύσεις το 2016. Μετά την απώλεια άλλων \$3 δις. από περιουσιακά στοιχεία τον Ιανουάριο του 2016, οι επενδυτές προσέθεσαν συνολικά \$4 δις. σε κεφάλαια υψηλής απόδοσης ομολόγων το Φεβρουάριο του 2016. Η τάση αυτή είναι ένα σημάδι ότι ο πανικός και η αβεβαιότητα που υπήρχαν έχουν αρχίσει να υπαναχωρούν.

## **Ενέργειες σταθερού εισοδήματος ως ένα ασφαλές καταφύγιο**

Όπως συμβαίνει και με το χρυσό, οι επενδυτές στρέφονται σε εταιρικά και κρατικά ομόλογα σε περιόδους έντονης αναταραχής. Το 2016, οι επενδυτές συνέχισαν να προσθέτουν στα περιουσιακά τους στοιχεία κρατικά ομόλογα. Στους δυο πρώτους μήνες του έτους, οι επενδυτές έχουν προσθέσει περισσότερα από \$15 δις. σε κεφάλαια σταθερού εισοδήματος.



Στη συνέχεια, θα αναλύσουμε τις κατηγορίες των αμοιβαίων κεφαλαίων οι οποίες ανήκουν στις νέες τάσεις που απασχολούν τη διεθνή οικονομία.

## **2.2 Συμπεριφορικά Κεφάλαια (Behavioral Funds)**

Η πρόσφατη παγκόσμια κρίση χαρακτηρίζεται από μια σειρά από πρωτοφανή γεγονότα στις χρηματοπιστωτικές αγορές και τον τραπεζικό τομέα, καθώς αποδεικνύεται ότι οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων μπορεί να αποκλίνουν από τις θεμελιώδεις αξίες τους για μια παρατεταμένη χρονική περίοδο και ότι οι δυνάμεις της αγοράς μπορεί να είναι πολύ αργές ή ακόμα και ανίκανες για να αποκαταστήσουν την ισορροπία (Brunnermeier, 2009). Στο άρθρο του με τίτλο «Did Behavioral Mutual Funds Exploit Market Inefficiencies During or After the Financial Crisis?», ο Νικόλαος Φίλιππας αναφέρει ότι έχει παρατηρηθεί πως η ασύμμετρη πληροφόρηση και η συμπεριφορά της αγέλης σε περιόδους οικονομικού άγχους και αναταραχής μπορεί να οδηγήσει σε φούσκες και χρεοκοπίες βλάπτοντας έτσι τη διαδικασία καθορισμού της τιμής ενός περιουσιακού στοιχείου στην αγορά μέσα από τις αλληλεπιδράσεις των αγοραστών και των πωλητών (Brunnermeier, 2001).

Η ψυχολογία των επενδυτών σχετίζεται με τις μελλοντικές ταμειακές ροές και με τους επενδυτικούς κινδύνους (Baker and Wurgler, 2007). Η έννοια αυτή δανείζεται στοιχεία που προέκυψαν από τη γνωστική ψυχολογία με σκοπό να εξεταστεί το πώς οι προκαταλήψεις μπορούν να επηρεάσουν τη λήψη των οικονομικών αποφάσεων και τη διαμόρφωση των τιμών της αγοράς (Shefrin, 2000). Εκτός από την ενίσχυση της κατανόησης των ακραίων φαινομένων στις χρηματοπιστωτικές αγορές, η έννοια της ψυχολογίας των επενδυτών έχει αποδειχθεί πρόσφατα πολύ χρήσιμη και για την τιμολόγηση του ενεργητικού (Brown and Cliff, 2005, Baker and Wurgler, 2006, Kumar and Lee, 2006).

Η προσέγγιση της επίκλησης της ψυχολογίας του επενδυτή οδήγησε στην εισαγωγή αμοιβαίων κεφαλαίων που ακολουθούν επενδυτικές στρατηγικές προσπαθώντας να εκμεταλλευτούν τις συμπεριφορικές προκαταλήψεις και τις ανωμαλίες της αγοράς προς όφελος των μετόχων τους. Αυτά λοιπόν ονομάζονται συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια.

Ωστόσο αυτή η ανάπτυξη της αγοράς αποτελεί μια πραγματική πρόκληση για την προσέγγιση της επένδυσης, αφού μας επιτρέπει να ελέγξουμε αν θα μας αποφέρει πραγματικά υψηλές αποδόσεις όταν εφαρμόζεται από επαγγελματίες διαχειριστές κεφαλαίων. Τα συμπεριφορικά κεφάλαια λοιπόν επιχειρούν να επωφεληθούν από τις ευκαιρίες που προκύπτουν από τέτοιες ανωμαλίες των τιμών, οι οποίες βασίζονται στη ψυχολογία των επενδυτών, τη λήψη αποφάσεων και την παράλογη συμπεριφορά. Η επενδυτική στρατηγική για τα συμπεριφορικά κεφάλαια 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.

Θα εξετάσουμε τώρα πως τα συμπεριφορικά κεφάλαια αντιδρούν κατά τη διάρκεια και μετά την πρόσφατη περίοδο της οικονομικής κρίσης, προσφέροντας ένα ιδανικό περιβάλλον για να ελεγχθεί η υπόθεση ότι οι στρατηγικές τους μπορούν να εκμεταλλευτούν τις ανεπάρκειες της αγοράς και τις συμπεριφορικές προκαταλήψεις των επενδυτών.

Επίσης, στη μελέτη αυτή χρησιμοποιείται ένας μεγαλύτερος αριθμός κεφαλαίων. Ο μεγαλύτερος αριθμός των κεφαλαίων και η χρήση των διαφόρων μέτρων απόδοσης μας επιτρέπει να φθάσουμε σε ορισμένα συμπεράσματα. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι διαχειριστές των συμπεριφορικών κεφαλαίων δεν είχαν μεγαλύτερη απόδοση από το δείκτη αναφοράς και δεν παρουσίασαν ικανότητα συγχρονισμού με την αγορά κατά την εξεταζόμενη περίοδο του δείγματος. Αντίθετα, έχει εντοπισθεί σε έναν αριθμό κεφαλαίων μια οικονομικά και στατιστικά σημαντική υποαπόδοση σε σχέση με την αγορά και τους δείκτες αναφοράς. Αυτό το συμπέρασμα ισχύει ακόμα και όταν γίνεται μια διάκριση ανάμεσα στις περιόδους της κρίσης και τα επακόλουθά της. Επιπλέον, δεν υπάρχει καμία απόδειξη ότι τα συμπεριφορικά κεφάλαια ακολουθούν κάποιο συγκεκριμένο επενδυτικό στυλ, όπως είναι το μέγεθος, η αξία και οι δυναμικές στρατηγικές.

Η σημασία των A/K στις χρηματοπιστωτικές αγορές έχει αυξηθεί δραματικά τα τελευταία χρόνια εξαιτίας των μοναδικών κερδών που επιτυγχάνουν οι μεμονωμένοι επενδυτές (Philippas and Tsionas, 2002). Η μεγάλη ποικιλία των διαθέσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων απαιτεί μια ολοκληρωμένη αξιολόγηση των επιδόσεων των διαχειριστών των αμοιβαίων κεφαλαίων, προκειμένου να διαπιστωθεί κατά πόσον οι διαχειριστές προσθέτουν πραγματικά αξία στα χαρτοφυλάκια των μετόχων ή απλά σπαταλούν πόρους μέσω των ενεργών στρατηγικών διαχείρισης που εφαρμόζουν.

Η ικανότητα των διαχειριστών των κεφαλαίων να παρέχουν υψηλότερες αποδόσεις σε σχέση με την αγορά έχει αποτελέσει αντικείμενο συζήτησης κατά τη διάρκεια των τελευταίων δεκαετιών. Έρευνες έδειξαν ότι τα παραδοσιακά ενεργά A/K τείνουν να έχουν χαμηλότερη απόδοση από τους παθητικούς δείκτες αναφοράς (Babalos, 2012). Ο Wermers (2000) μάλιστα ισχυρίστηκε ότι η ενεργή διαχείριση των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν επιτυγχάνει υψηλότερη απόδοση από την αγορά. Στην πραγματικότητα, τα υψηλά κόστη των ενεργά διαχειριζόμενων μετοχών των αμοιβαίων κεφαλαίων ρίχνουν τις αποδόσεις κάτω από τις αποδόσεις της αγοράς.

Μια μελέτη υποστηρίζει ότι η απόδοση του μέσου όρου της καθαρής θέσης του A/K για την περίοδο 1983-2003 δεν υπερβαίνει την αντίστοιχη απόδοση του δείκτη της αγοράς ( Bogle, 2005). Το εύρημα αυτό παρέχει μια λογική εξήγηση για τη δραματική άνοδο της δεικτοποίησης και του χαμηλού κόστους της παθητικής επενδυτικής στρατηγικής.

Η αξιολόγηση των αποδόσεων των συμπεριφορικών κεφαλαίων τώρα είναι ένα σχετικά νέο πεδίο έρευνας που εξετάζει κατά πόσον οι διαχειριστές των κεφαλαίων μπορούν να αξιοποιήσουν πραγματικά τις ανεπάρκειες της αγοράς καθώς και τις τεκμηριωμένες συμπεριφορικές προκαταλήψεις. Είναι γνωστό ότι οι στρατηγικές των συμπεριφορικών κεφαλαίων βασίζονται στην κλασική θεωρία του χαρτοφυλακίου. Επίσης, τα συμπεριφορικά κεφάλαια δεν αναφέρουν τις ιδιαίτερες επενδυτικές στρατηγικές τους δεδομένου ότι αυτό είναι το συγκριτικό τους πλεονέκτημα σε σχέση με τους ανταγωνιστές τους.

Η μελέτη των Reinhart-Brennan (2007) ασχολήθηκε με την απόδοση 9 συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων κατά τη διάρκεια της περιόδου 1997-2003. Συγκρίνοντας την απόδοση των συμπεριφορικών κεφαλαίων με τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια αποδείχθηκε ότι οι ανεπάρκειες μπορούν πραγματικά να βελτιώσουν την απόδοση του χαρτοφυλακίου, κυρίως όταν εξετάζεται η μεγάλη κεφαλαιοποίηση των συμπεριφορικών κεφαλαίων.

Άλλη μια έρευνα εξέτασε την απόδοση 16 συμπεριφορικών κεφαλαίων από την ημερομηνία έναρξης τους, προσδιορίζοντας την ικανότητά τους να προσελκύσουν επενδυτικές ροές (Wright, 2006). Πιο πρόσφατα όμως, αναλύθηκε η απόδοση 31 διεθνών συμπεριφορικών A/K από το 1997 έως το 2003 (Santoni and Kelshiker, 2010). Οι μελέτες που πραγματοποιήθηκαν, κατέληξαν σε ανάμεικτα συμπεράσματα σχετικά με την απόδοση των κεφαλαίων. Αυτό συμβαίνει επειδή εξετάζεται ένας μικρός αριθμός κεφαλαίων που χρησιμοποιεί διαφορετικές και σύντομες περιόδους ως δείγμα. Επιπροσθέτως, αυτό μπορεί να οφείλεται και στη χρήση απλών μέτρων απόδοσης που αδυνατούν να λογοδοτήσουν για τον κίνδυνο της αγοράς( Wright, 2006).

Τα στοιχεία που θα εξετάσουμε προκύπτουν από μια μελέτη η οποία καλύπτει την πρόσφατη παγκόσμια περίοδο της οικονομικής κρίσης και τα επακόλουθά της, δηλαδή την περίοδο από τον Ιανουάριο του 2007 έως το Μάρτιο του 2013 και εξετάζει την απόδοση 22 αμερικάνικων συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων χρησιμοποιώντας μηνιαίες αποδόσεις. Έχουν χρησιμοποιηθεί κεφάλαια που έχουν ξαναχρησιμοποιηθεί και σε προηγούμενες μελέτες συν άλλα 2 index funds( VFINX- Vanguard 500 Index Fund, Fidelity S&P 500 ETF Trust) που χρησιμοποιήθηκαν ως τα πιο αντιπροσωπευτικά κεφάλαια παθητικής διαχείρισης.

Τα συμπεράσματα που προκύπτουν είναι τα ακόλουθα. Συνολικά, ο συντελεστής beta των κεφαλαίων ήταν πολύ κοντά στο 1. Επίσης, εκτός από λίγα κεφάλαια που παρουσίασαν αρνητική μέση απόδοση, τα περισσότερα από τα κεφάλαια που παρουσιάζουν δείκτες Treynor και Sharpe είναι συγκρίσιμα με εκείνα που παράγονται από τα παθητικά index funds και τον S&P 500. Παρουσιάζονται επίσης εμπειρικά αποτελέσματα για τα οποία χρησιμοποιήθηκε ο συντελεστής alpha του Jensen ως μέτρο απόδοσης. Δεν υπάρχει κεφάλαιο που επέφερε οικονομικά και στατιστικά σημαντικό συντελεστή alpha του Jensen σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο.

Αντιθέτως, υπάρχουν οχτώ κεφάλαια που πραγματικά απέφεραν σημαντικά αρνητικούς συντελεστές alpha. Παρόμοια είναι και τα αποτελέσματα που προκύπτουν από την ανάλυση υποπεριόδων. Υπάρχει μόνο ένα κεφάλαιο που παρουσίασε σημαντικά θετικό συντελεστή alpha του Jensen κατά την περίοδο της κρίσης. Στον απόηχο της περιόδου της κρίσης, το συμπέρασμα είναι ότι δεν υπάρχει κανένα στοιχείο υπεραπόδοσης όσον αφορά το συντελεστή alpha του Jensen.

Το επόμενο βήμα είναι να εκτιμηθεί το μοντέλο Treynor-Mazuy ώστε να εξετασθεί αν τα κεφάλαια αυτά είχαν σημαντική ικανότητα συγχρονισμού με την αγορά. Κανένα κεφάλαιο δε βρέθηκε με μια θετική ικανότητα επιλογής μετοχών, ενώ έξι κεφάλαια έχουν αρνητικά και στατιστικά σημαντικούς συντελεστές σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο. Επιπλέον, κανένα από τα κεφάλαια δεν έχει μια μεγαλύτερη ικανότητα συγχρονισμού με την αγορά.

Ο αρνητικός συγχρονισμός με την αγορά μπορεί να έχει καταστροφικές συνέπειες για τους μετόχους των κεφαλαίων. Τα αποτελέσματα των υποπεριόδων τώρα είναι παρόμοια, με εξαίρεση ότι υπήρχαν ορισμένα κεφάλαια που είχαν σημαντική ικανότητα συγχρονισμού της αγοράς κατά τη διάρκεια της κρίσης.

Κατά την περίοδο μετά την κρίση δεν υπήρχαν τέτοια στοιχεία και αποδείχθηκε επιπλέον ότι η ικανότητα συγχρονισμού με την αγορά ήταν βραχύβια. Συνοψίζοντας, η χειρότερη μέση μηνιαία απόδοση ενός συμπεριφορικού κεφαλαίου που υπάρχει είναι -0,86% ενώ η καλύτερη είναι +0,80%. Ο μέσος όρος των 22 υπό μελέτη κεφαλαίων είχαν μια μέση μηνιαία απόδοση 0,33%. Κατά την ίδια περίοδο, ο S&P 500 είχε απόδοση 0,27% ενώ η συνολική αγορά των Η.Π.Α. είχε απόδοση 0,5%. Στην ουσία, το μέσο συμπεριφορικό κεφάλαιο δεν ξεπέρασε την απόδοση της αγοράς.

Μια παρόμοια έρευνα με τίτλο “Are Behavioral Finance Equity Funds a Superior Investment?” έδειξε παρόμοια αποτελέσματα. Η μελέτη διεξήχθη σε 59 διαφορετικά αμερικάνικα και παγκόσμια συμπεριφορικά κεφάλαια κατά τη διάρκεια μιας 21ετούς περιόδου από το 1990 έως το 2010. Καμία ένδειξη δεν υπήρχε σχετικά με υποαπόδοση. Τα αποτελέσματα αναφέρουν ότι οι αποδόσεις των αμερικάνικων συμπεριφορικών κεφαλαίων ήταν υψηλότερες στις bull markets (χρηματοπιστωτικές αγορές μιας ομάδας τίτλων στις οποίες οι τιμές αυξάνονται ή αναμένεται να αυξηθούν. Ο όρος αυτός συχνά χρησιμοποιείται για το χρηματιστήριο αλλά και για οποιοδήποτε αντικείμενο διαπραγμάτευσης όπως ομόλογα, νομίσματα, εμπορεύματα) ενώ οι αποδόσεις ήταν χαμηλότερες στις bear markets (η κατάσταση στην οποία οι τιμές των τίτλων πέφτουν και μια δεδομένη απαισιοδοξία προκαλεί καθοδική πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς). Στην Ευρώπη, η απόδοση των κεφαλαίων ήταν στατιστικά αρνητική ακόμα και στις bull markets, αλλά όταν οι αποδόσεις ήταν προσαρμοσμένες στον κίνδυνο η υπεραπόδοση στις bull markets εξαφανίστηκε και η αποαπόδοση στις bear markets συνεχίστηκε.

Κλείνοντας, ανακεφαλαιώνουμε ότι εξετάζεται η απόδοση των αμερικανικών συμπεριφορικών κεφαλαίων κατά την πρόσφατη περίοδο της οικονομικής κρίσης και τα επακόλουθά της, όταν οι ανεπάρκειες της αγοράς είναι πιθανό να οδηγήσουν σε κερδοφόρες στρατηγικές διαπραγμάτευσης. Χρησιμοποιήθηκαν μέτρα απόδοσης προσαρμοσμένου κινδύνου για να ελεγχθεί εάν τα συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια ξεπερνούν την απόδοση των δεικτών αναφοράς, τις αποδόσεις της αγοράς και τα παθητικά A/K.

Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι δεν υπάρχει καμία απόδειξη υπεραπόδοσης των συμπεριφορικών κεφαλαίων σε σχέση με την απόδοση της αγοράς και των αντίστοιχων δεικτών αναφοράς με βάση τον προσαρμοσμένο κίνδυνο. Αντίθετα, διαπιστώνουμε ότι ορισμένα κεφάλαια έχουν σημαντικά μικρότερη απόδοση από τους δείκτες αναφοράς τόσο σε οικονομικούς όσο και σε στατιστικούς όρους. Επιπλέον, δεν έχει βρεθεί καμία απόδειξη ότι αυτά τα κεφάλαια ακολουθούν συστηματικά το μέγεθος, την αξία ή την ορμή της επενδυτικής στρατηγικής. Δε μπορούμε επίσης να βρούμε στοιχεία που να υποστηρίζουν την άποψη ότι τα κεφάλαια θα μπορούσαν να συγχρονιστούν με την αγορά με την κατάλληλη τροποποίηση της έκθεσης τους στην αγορά. Αντίθετα, ένας αριθμός κεφαλαίων παρουσίασε αρνητική ικανότητα συγχρονισμού. Τέλος, όταν αναλύουμε τους καθοριστικούς παράγοντες της απόδοσης των κεφαλαίων βρίσκουμε μια αρνητική συσχέτιση με το μέγεθος τους.

## **2.3 Αμοιβαία Κεφάλαια με Bitcoin**

Μια άλλη καινούργια τάση αποτελούν τα αμοιβαία κεφάλαια με bitcoin. Ο όρος bitcoin χρησιμοποιείται όταν μιλάμε για ένα κρυπτονόμισμα το οποίο είναι ένα είδος ηλεκτρονικού χρήματος που έχει παραπλήσιες ιδιότητες με τα κλασσικά νομίσματα. Αυτό που το διαφοροποιεί είναι ότι χρησιμοποιείται τόσο για την απόκρυψη όσο και για την κρυπτογραφία των πληροφοριών. Προτάθηκε από τον Satoshi Nakamoto σε ένα άρθρο του το Νοέμβριο του 2008 και άρχισε να συναλλάσσεται ηλεκτρονικά από τον Ιανουάριο του 2009.

Η χρησιμοποίηση τέτοιου είδους νομισμάτων στοιχίζει λιγότερο σε σχέση με τα κλασικά νομίσματα και αντιστέκεται στη μείωση της αξίας τους διαχρονικά από τον πληθωρισμό. Επίσης, δίνουν έμφαση στη διαφάνεια των συναλλαγών και είναι άυλα, πλαστογραφούνται δύσκολα και δεν ελέγχονται από καμία κυβέρνηση ή κεντρική τράπεζα. Όταν το bitcoin ήρθε στο προσκήνιο το 2009, πολύ λίγοι άνθρωποι θα μπορούσαν να αντιληφθούν την ύπαρξη χρήματος που υπάρχει αποκλειστικά στον κυβερνοχώρο. Ωστόσο, οι περισσότεροι άνθρωποι είναι δύσπιστοι όσον αφορά τον έλεγχο των κεντρικών τραπεζών και για αυτό το λόγο οι επενδυτές αναζητούν τρόπους για να διαφοροποιήσουν τα χαρτοφυλάκιά τους. Καθώς η δημοτικότητά του έχει αυξηθεί και λόγω του ότι δεν έχει κεντρική τράπεζα, το bitcoin χρησιμοποιείται όλο και περισσότερο για τις διεθνείς μεταφορές χρημάτων και το καθημερινό εμπόριο. Σημαντικό είναι ότι πάνω από 100.000 έμποροι δέχονται πλέον το bitcoin για τις συναλλαγές τους.

Επειδή έχει μια πεπερασμένη κάλυψη στην προσφορά του, η αξία του αυξάνεται καθώς αυξάνεται η ζήτηση. Από το Μάρτιο του 2011, η αξία του έχει αυξηθεί κατά 41,69%, γεγονός που το καθιστά ελκυστικό μέσο επένδυσης. Επιπλέον, επειδή το bitcoin είναι πολύ ευμετάβλητο έχει χάσει περισσότερο από το 70% της αξίας του από τη μέγιστη τιμή των \$1.240 το Δεκέμβριο του 2013. Από τις 30 Μαρτίου του 2016 η τιμή του bitcoin διαπραγματεύτηκε στα \$413 μετά το επίπεδο των \$200 που βρισκόταν τον Ιανουάριο. Η μεταβλητότητα του bitcoin μπορεί να αποδοθεί σε μια σειρά παραγόντων, συμπεριλαμβανομένου και του γεγονότος ότι δεν είναι ακόμα πλήρως κατανοητή ως απόθεμα αξίας. Οι επενδυτές μπορεί να είναι πολύ σκεπτικοί απέναντι στο bitcoin αλλά παρόλα αυτά είναι περίεργοι να το γνωρίσουν είτε ως κερδοσκοπικό παιχνίδι είτε ως ένα τρόπο για να διαφοροποιήσουν ένα χαρτοφυλάκιο.

Από το Μάρτιο του 2016, υπάρχει μόνο ένα εισηγμένο ETF που επενδύει σε bitcoin, το Bitcoin Investment Trust. Οι επενδυτές μπορούν να επενδύσουν εμμέσως σε bitcoin μέσω 2 κεφαλαίων που προσφέρονται από το ARK Investment Management, τα οποία έχουν προσθέσει το Bitcoin Investment Trust στο χαρτοφυλάκιο τους.



Το Bitcoin Investment Trust ιδρύθηκε ως ένα ανοικτού τύπου καταπίστευμα ιδιωτικού χαρακτήρα από το Alternative Currency Asset Management και χρηματοδοτείται από τη Grayscale Investments LLC. Εγκαινιάστηκε ως εισηγμένο ETF το 2015. Στόχος του Α/Κ είναι να παρακολουθεί την υποκείμενη αξία του bitcoin που μοιάζει πολύ με τις μετοχές του ETF SPDR που παρακολουθεί την υποκειμενική αξία του χρυσού. Από τις 30 Μαρτίου του 2016, το κεφάλαιο είχε \$80,5 εκατομμύρια σε υπό διαχείριση περιουσιακά στοιχεία και διαπραγματεύεται με μόλις 6.529 μετοχές στο μέσο ημερήσιο όγκο συναλλαγών. Τα περιουσιακά στοιχεία του κεφαλαίου προστατεύονται με ακραία κρυπτογραφική ασφάλεια.

Το κεφάλαιο έχει υψηλό expense ratio (2% )για να καλύψει εν μέρει το επιπλέον κόστος φύλαξης. Το Bitcoin Investment Trust είναι ανοιχτό μόνο σε διαπιστευμένους επενδυτές οι οποίοι έχουν εισόδημα πάνω από \$200.000 ή έχουν καθαρή αξία πάνω από \$1 εκατομμύριο. Η ελάχιστη επένδυση είναι \$25.000. Το ARK Investment Management διαχειρίζεται 4 ETFs με περισσότερα από \$240 εκατομμύρια σε υπό διαχείριση περιουσιακά στοιχεία. Το 2015 δύο από τα κεφάλαια, το ARK Web x.0 ETF και το ARK Innovation ETF επένδυσαν στην επανάσταση του bitcoin. Γίνεται, λοιπόν σαφές ότι τα αμοιβαία κεφάλαια με bitcoin κερδίζουν όλο και περισσότερο έδαφος και σίγουρα θα μας απασχολήσουν και στο μέλλον.

## **2.4 Δεικτοποιημένα Αμοιβαία Κεφάλαια (Index funds)**

Τα δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια κυκλοφορούν στην αγορά πάνω από τριάντα χρόνια αλλά παρόλα αυτά θεωρούνται Α/Κ νέας γενιάς. Τα τελευταία χρόνια όμως έχουν μπορέσει να επιτύχουν αξιοσημείωτες εισροές αφού συνδύασαν τα θεωρητικά με τα πρακτικά τους πλεονεκτήματα. Πρόκειται δηλαδή για αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν τα κεφάλαιά τους σε μετοχές ενώ το χαρτοφυλάκιο τους παρακολουθεί τη σύνθεση κάποιου δείκτη της χρηματιστηριακής αγοράς (π.χ. του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου).

### 2.4.1 Ιστορική Αναδρομή

Η Wells Fargo στις Η.Π.Α το 1971 έφτιαξε ένα λογαριασμό \$6 εκατ. με σκοπό να επενδύσει σε ένα δείκτη για το συνταξιοδοτικό κεφάλαιο της εταιρείας Samonite. Αυτή θεωρήθηκε η πρώτη προσπάθεια μίμησης ενός δείκτη σε μια μορφή επένδυσης. Από την άλλη τώρα, ο πρόεδρος της Vanguard Group, John Bogle το ίδιο χρονικό διάστημα εφήρμοζε τις καινοτόμες ιδέες του σχετικά με τις επενδύσεις σε index funds εκμεταλλευόμενος τα χαμηλά διαχειριστικά έξοδα. Έπειτα από αυτό η Vanguard ήταν η πρωτοπόρα εταιρεία που οι ενδιαφερόμενοι μπορούσαν να έχουν πρόσβαση σε δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια χαμηλών εξόδων. Το Μάιο του 1976 προσέφερε το First Index Investment Trust το οποίο μετέπειτα (1980) ονομάστηκε Vanguard 500 Index Trust. Είναι προφανές πως το αυτό το A/K δημιουργήθηκε πάνω στο δείκτη Standard & Poor's 500.

Το επόμενο βήμα ήταν η δημιουργία ενός index fund με βάση το δείκτη Wilshire 5000 αλλά έπειτα υπήρξε η ανάγκη οι 4500 μικρές μετοχές να συνθέσουν ένα διαφορετικό A/K, το Wilshire 4500. Για αυτό το λόγο δημιουργήθηκε ένα index fund πάνω στο δείκτη καθώς οι συγκεκριμένες μετοχές είχαν μια αλλιώτικη συμπεριφορά σε σχέση με αυτές που περιλαμβάνει ο S&P 500. Η διαρκής δημιουργία νέων κατηγοριών δεικτοποιημένων αμοιβαίων κεφαλαίων ήταν επακόλουθο. Το μέλημα της αγοράς της Αμερικής ήταν η δεικτοποίηση κεφαλαίων τα οποία εισέρεαν σε αγορές εκτός των Η.Π.Α και καταλάμβαναν το 57% των παγκόσμιων επενδυόμενων κεφαλαίων τη δεδομένη χρονική στιγμή. Το πρώτο διεθνές index fund δημιουργήθηκε το 1986. Εξαιτίας του ότι πολλές αγορές είχαν εντελώς άλλα γνωρίσματα σε σχέση με αυτά των Η.Π.Α. η κατηγορία αυτή επιμερίστηκε στην Ευρωπαϊκή και στην αντίστοιχη του Ειρηνικού.

Τα δύο καινούργια είδη των δεικτοποιημένων αμοιβαίων κεφαλαίων που δημιουργήθηκαν διασπώντας το δείκτη S&P 500 ήταν τα index funds αξίας και τα αναπτυξιακά index funds. Αυτό ήταν αποτέλεσμα των διαρκώς αυξανόμενων απαιτήσεων και των προτιμήσεων των επενδυτών. Ακολούθως, δημιουργήθηκαν νέοι δείκτες και αυτά τα δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια όχι μόνο προσέθεταν καινούργιους επενδυτές αλλά αύξαναν και το ποσοστό συμμετοχής των index funds στο σύνολο των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων.

Θα πρέπει να αναφερθεί ότι δεν δεικτοποιήθηκαν μόνο οι μετοχές αλλά και οι ομολογίες. Το πρώτο index fund βασίστηκε στο δείκτη Lehman Brothers Aggregate Bond και έκανε την εμφάνιση του το 1986. Τέλος, άλλο ένα είδος δεικτοποιημένων A/K είναι αυτό που βασίζεται σε μέταλλα όπως για παράδειγμα ο χρυσός. Η δεικτοποίηση είναι μια στρατηγική που έχει χρησιμοποιηθεί πολύ και δίνει τη δυνατότητα στους επενδυτές μακροπρόθεσμα να επιτυγχάνουν αποδόσεις σχεδόν ίσες με αυτές της αγοράς, καθώς και τα αποτελέσματα της να υπερβαίνουν αυτά της ενεργούς διαχείρισης.

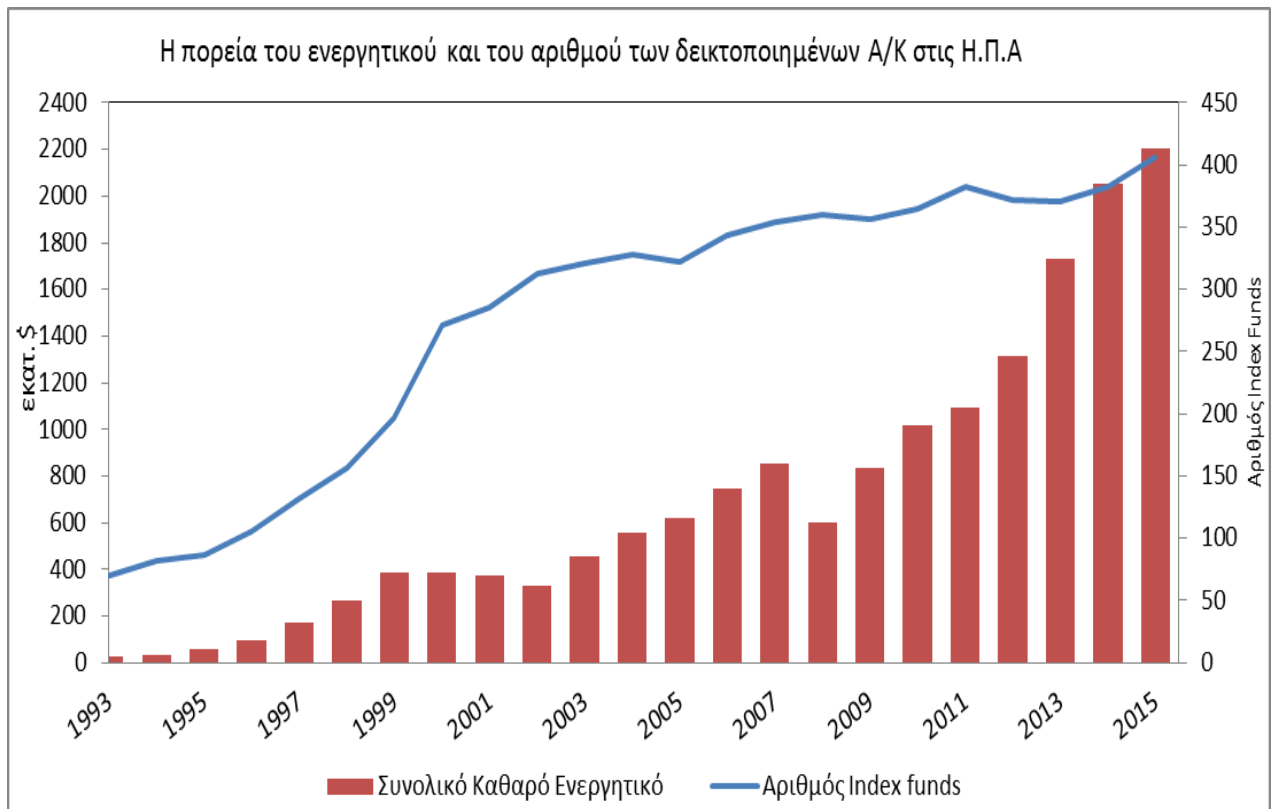
Μερικοί επιστήμονες όπως οι Williamson(1972), Mc Doland(1974), Grant (1977) και άλλοι μεταγενέστερα, ύστερα από έρευνες κατάφεραν να αποδείξουν ότι οι επιδόσεις των ενεργά διαχειριζόμενων αμοιβαίων κεφαλαίων είναι μικρότερες σε σχέση με το Dow Jones, τον S&P 500, ακόμα και από μια απλή μακροχρόνια στρατηγική παθητικής διαχείρισης χαρτοφυλακίου κατά μέσον όρο. Ορισμένες μελέτες μάλιστα δείχνουν ότι οι αυξημένοι μισθοί που λαμβάνουν οι διαχειριστές αλλά και τα επαγγελματικά έξοδα οδηγούν στο να παραμένουν οι αποδόσεις των επενδυτών σε χαμηλά επίπεδα. Όλο και περισσότεροι επενδυτές εκδήλωναν το ενδιαφέρον τους για τα index στο πέρασμα του χρόνου, για αυτό και εξελίσσονται συνεχώς ακολουθώντας και δείκτες που βασίζονται σε εταιρείες φυσικού αερίου, σε έργα τέχνης αλλά και σε πρωτότυπα προϊόντα.

Αξιοσημείωτο είναι ότι το δεικτοποιημένο αμοιβαίο κεφάλαιο Vanguard 500 ξεπέρασε το Fidelity Magellan τον Απρίλιο του 2000 και έγινε το μεγαλύτερο A/K παγκοσμίως σε όρους ενεργητικού. Πρόκειται για ένα πολύ σημαντικό γεγονός στην ιστορία των επενδύσεων.

Οι επενδύσεις σε μετοχές πάνω από \$4 τρις. έχουν δείκτη αναφοράς το δείκτη S&P 500 σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Standard & Poor's ενώ πάνω από \$1,1 τρις. είναι δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια πάνω σε αυτόν το δείκτη. Τα συνταξιοδοτικά προγράμματα είναι εκείνα που κατέχουν το μεγαλύτερο μέρος των επενδυόμενων κεφαλαίων. Τα δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια παραμένουν σταθερά στην προτίμηση των επενδυτών από το 2000 και έπειτα, εισρέοντας \$25-40 δις. νέα κεφάλαια ανά έτος.

Στο ακόλουθο διάγραμμα παρουσιάζεται η εξέλιξη του ενεργητικού και του αριθμού των Index funds στις Η.Π.Α.. Ο αριθμός των Index funds αυξάνεται στο πέρασμα των χρόνων εκτός από ορισμένες χρονιές όπως το 2005, το 2009, το 2012 και το 2013 όπου παρατηρείται μια πολύ μικρή μείωση του αριθμού τους. Το 2015 είναι η χρονιά που υπήρξε ο μέγιστος αριθμός των Index funds. Το καθαρό ενεργητικό τώρα των δεικτοποιημένων αμοιβαίων κεφαλαίων είχε μια ανοδική τάση μέχρι και το 1999 αλλά την επόμενη τριετία υπήρξε μια σημαντική μείωση του ποσού αυτού. Έπειτα, η ανοδική αυτή πορεία συνεχίστηκε μέχρι το 2015 με εξαίρεση το 2008 και το 2009 όπου υπήρξε μια υποχώρηση του συνολικού καθαρού ενεργητικού.

## Διάγραμμα 5



Πηγή: Investment Company Institute

Στο σημείο αυτό θα αναφέρουμε πως τα index funds δε δίνουν βάση στο stock picking ή στην ενεργή διαχείριση προκειμένου να επιτύχουν μεγαλύτερες αποδόσεις από αυτές της αγοράς. Δρουν κυρίως παθητικά, επιδιώκουν μεγάλη διασπορά αλλά και να γίνονται όσο το δυνατόν λιγότερες αγοραπωλησίες αξιογράφων προκειμένου να περιοριστούν τα διαχειριστικά και όχι μόνο έξοδα. Αυτό θεωρείται το πιο σημαντικό πλεονέκτημα καθώς οι επενδυτές έρχονται αντιμέτωποι με μικρούς λόγους εξόδων εν συγκρίσει με εκείνους των ενεργητικά διαχειριζόμενων μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων.

## **2.4.2 Λόγοι αποφυγής ενός Index Fund**

Σύμφωνα με τον Wayne Pinsent στο άρθρο του “5 Reasons To Avoid Index Funds” υπάρχουν ορισμένοι λόγοι για τους οποίους οι επενδυτές δε θα έπρεπε να τοποθετούν τα χρήματά τους στα δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια και είναι οι ακόλουθοι:

### **Έλλειψη προστασίας**

Η χρηματιστηριακή αγορά έχει αποδειχθεί ότι είναι μια μεγάλη επένδυση σε μακροπρόθεσμη βάση, αλλά με την πάροδο των ετών έχει αποδειχθεί ότι έχει κλυδωνιστεί. Η επένδυση σε ένα index fund, όπως αυτή που ακολουθεί ο S & P 500, παρέχει τη δυνατότητα όταν η αγορά βρίσκεται σε καλή κατάσταση να αποδίδει το μέγιστο, αλλά στην αντίθετη περίπτωση παραμένει ευάλωτο. Δηλαδή ο επενδυτής δεν είναι προστατευμένος όταν η κατάσταση της αγοράς δεν είναι καλή.

### **Έλλειψη ικανότητας αντίδρασης**

Μερικές φορές στην αγορά μπορεί να συμβεί μια προφανής κακή εκτίμηση. Αν υπάρχει μία εταιρεία στο χώρο του διαδικτύου που έχει ένα μοναδικό πλεονέκτημα και όλες οι άλλες τιμές των μετοχών της εταιρείας του διαδικτύου κινούνται προς τα επάνω σε ένδειξη συμπαράστασης, τότε μπορεί να είναι υπερτιμημένες ως ομάδα. Μπορεί επίσης να συμβεί και το αντίθετο.

Μια εταιρεία μπορεί να έχει καταστροφικά αποτελέσματα που είναι μοναδικά για την εν λόγω εταιρεία, αλλά μπορεί και να μειώσει τις τιμές των μετοχών όλων των εταιρειών του κλάδου της. Η ενεργή διαχείριση μπορεί να κερδίσει έδαφος από αυτή τη λανθασμένη συμπεριφορά στην αγορά. Ένας επενδυτής μπορεί να ενημερωθεί για τις καλές εταιρείες οι οποίες θεωρούνται υποτιμημένες βασιζόμενος σε παράγοντες εκτός από τους βασικούς, αλλά και να πωλεί εταιρείες που θεωρούνται υπερτιμημένες για τον ίδιο ακριβώς λόγο.

Η επένδυση σε δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια δεν επιτρέπει αυτήν την πλεονεκτική συμπεριφορά. Εάν μια μετοχή θεωρείται υπερτιμημένη, αρχίζει πραγματικά να μεταφέρει περισσότερο βάρος στο δείκτη. Έτσι αν ο επενδυτής έχει μια σαφή ιδέα για το αν η μετοχή θεωρείται υπερτιμημένη ή υποτιμημένη και έχει επενδύσει αποκλειστικά και μόνο μέσω ενός δείκτη, δεν θα είναι σε θέση να προβεί σε καμία ενέργεια.

### **Απουσία ελέγχου στα περιουσιακά στοιχεία**

Τα δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια είναι ένα σύνολο χαρτοφυλακίων. Εάν ένας επενδυτής αγοράζει ένα δεικτοποιημένο αμοιβαίο κεφάλαιο, δυστυχώς δεν έχει κανένα έλεγχο επί των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιό του. Μπορεί να υπάρχουν συγκεκριμένες εταιρείες που να τους αρέσουν και να θέλουν να αποκτήσουν οι επενδυτές, όπως μια αγαπημένη τράπεζα ή μια εταιρεία εστίασης που ο επενδυτής έχει μελετήσει και θέλει να αγοράσει. Ομοίως, στην καθημερινή ζωή, μπορεί κάποιος να έχει εμπειρίες που τον οδηγούν στο να πιστεύει ότι μια εταιρεία είναι σαφώς καλύτερη από μια άλλη και ίσως έχει καλύτερο όνομα στην αγορά, καλύτερο management ή καλύτερη εξυπηρέτηση πελατών. Ως εκ τούτου ο επενδυτής μπορεί να επιμένει να επενδύσει στην εν λόγω εταιρεία.

Παράλληλα, μπορεί ο επενδυτής να έχει άσχημα συναισθήματα προς άλλες εταιρείες για ηθικούς ή για διάφορους προσωπικούς λόγους. Για παράδειγμα, μπορεί να έχει προβλήματα με τον τρόπο που μια εταιρεία αντιμετωπίζει το περιβάλλον ή τα προϊόντα που παράγει. Το χαρτοφυλάκιό του μπορεί να αυξηθεί με την προσθήκη των ειδικών μετοχών που ο ίδιος επιθυμεί, αλλά τα συστατικά ενός τμήματος του δείκτη περνούν από τα χέρια του επενδυτή.

## **Περιορισμένη έκθεση σε διαφορετικές στρατηγικές**

Υπάρχουν αμέτρητες στρατηγικές που οι επενδυτές έχουν χρησιμοποιήσει με επιτυχία. Δυστυχώς, αγοράζοντας ένα δεικτοποιημένο αμοιβαίο κεφάλαιο δεν υπάρχει πρόσβαση σε πολλές καλές ιδέες και στρατηγικές. Ως γνωστόν, οι επενδυτικές στρατηγικές μπορούν πολλές φορές να συνδυαστούν για να παρέχουν στους επενδυτές καλύτερες αποδόσεις σταθμισμένου κινδύνου. Επενδύοντας σε index funds θα επιτευχθεί διαφοροποίηση, αλλά αυτό μπορεί επίσης να επιτευχθεί με μόνο 30 μετοχές, αντί των 500 μετοχών τις οποίες ακολουθεί ο δείκτης S & P 500.

Αν ο επενδυτής πραγματοποιήσει μια έρευνα, μπορεί να είναι σε θέση να βρει τις καλύτερες μετοχές αξίας, τις καλύτερες μετοχές ανάπτυξης και τις καλύτερες μετοχές άλλων στρατηγικών. Έπειτα από αυτή την έρευνα ο επενδυτής μπορεί να τα συνδυάσει σε ένα μικρότερο, πιο στοχευμένο χαρτοφυλάκιο. Όλο αυτό μπορεί να οδηγήσει τον επενδυτή να είναι σε θέση να αποκτήσει ένα καλύτερο χαρτοφυλάκιο από το σύνολο της αγοράς, ή ένα χαρτοφυλάκιο που είναι καλύτερα προσαρμοσμένο στους προσωπικούς του στόχους και τις αντοχές του απέναντι στον κίνδυνο.

## **Μέτρια προσωπική ικανοποίηση**

Τέλος, η επένδυση μπορεί να προκαλεί άγχος και ανησυχία, ειδικά σε περιόδους αναταραχής της αγοράς. Επιλέγοντας ορισμένες μετοχές μπορεί επενδυτής να «ξενυχτάει και να καρδιοχτυπάει» πολλά βράδια αγωνιώντας για την εξέλιξη της επένδυσής του, αλλά δυστυχώς αυτές οι καταστάσεις δε μπορούν να αποφευχθούν επενδύοντας σε ένα δεικτοποιημένο αμοιβαίο κεφάλαιο. Συχνά ο επενδυτής θα βρεθεί στη θέση να παρακολουθεί ανήσυχος το οικονομικό τοπίο αλλά και το τι συνθήκες επικρατούν στην αγορά. Κυρίως, χάνεται η ικανοποίηση και ο ενθουσιασμός που αισθάνεται ο επενδυτής όταν κάνει καλές επενδύσεις αλλά και να νιώθει επιτυχής με τα χρήματά του.



Σαν συμπέρασμα όλων των παραπάνω μπορούμε να πούμε ότι υπάρχουν μελέτες τόσο υπέρ όσο και κατά της ενεργούς διαχείρισης. Πολλοί διαχειριστές πετυχαίνουν χειρότερες επιδόσεις σε σχέση με τους δείκτες αναφοράς τους, αλλά αυτό δεν αλλάζει το γεγονός ότι υπάρχουν εξαιρετικοί διαχειριστές οι οποίοι μπορούν και ξεπερνούν τακτικά την αγορά. Η επένδυση στα δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια έχει αξία αν ο επενδυτής θέλει να πάρει μια ευρεία οικονομική άποψη, αλλά υπάρχουν και πολλοί λόγοι για τους οποίους δεν είναι πάντα η καλύτερη διαδρομή για την επίτευξη των προσωπικών του επενδυτικών στόχων.

## **2.5 Αμοιβαία Κεφάλαια Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Funds of Funds -FoF)**

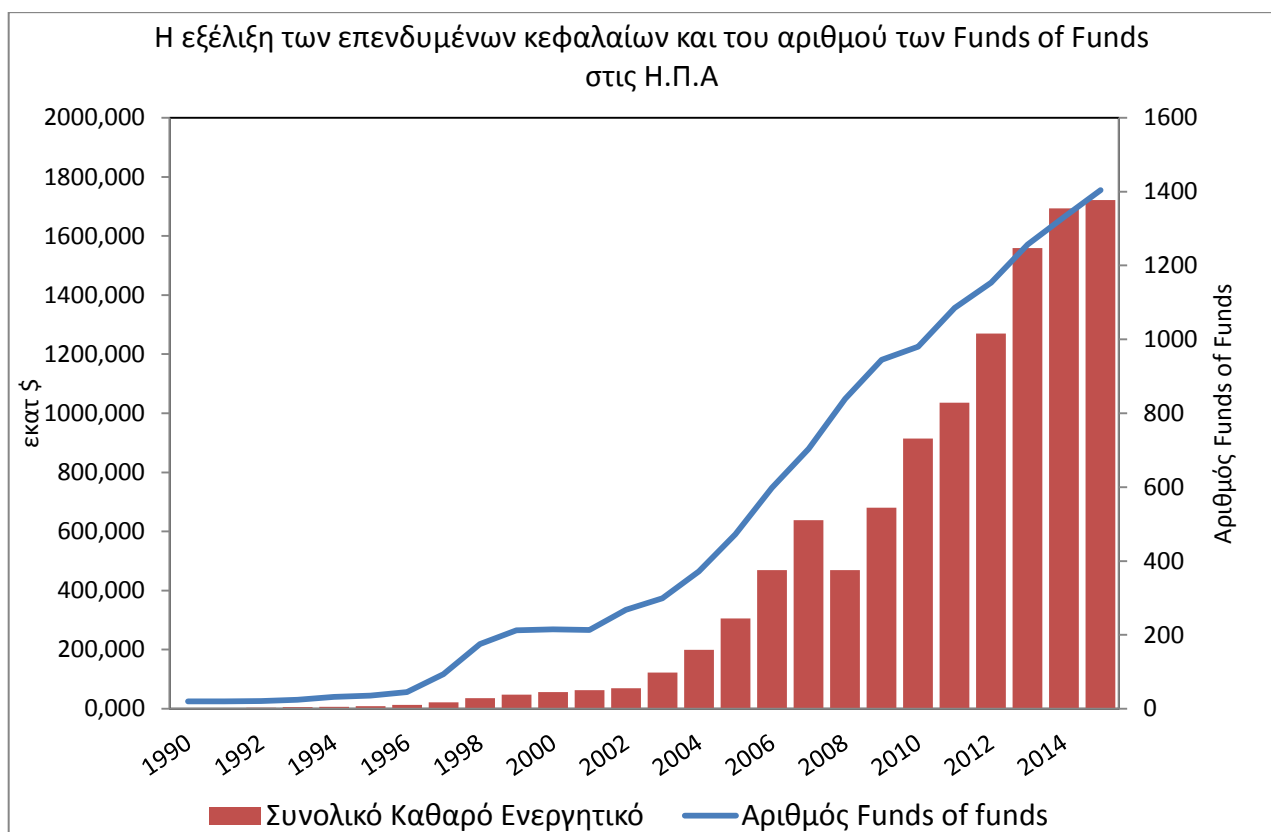
Το αμοιβαίο κεφαλαίο αμοιβαίου κεφαλαίου-ορίζεται ως μια επένδυση με πολλούς διαχειριστές - είναι μια επενδυτική στρατηγική στην οποία ένα αμοιβαίο επενδύει αποκλειστικά σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων. Αυτή η στρατηγική επενδύει σε ένα χαρτοφυλάκιο που περιέχει διαφορετικά υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία αντί να επενδύει άμεσα σε ομόλογα, μετοχές και άλλους τύπους τίτλων.

Το ενδιαφέρον ενός διαχειριστή των funds of funds εστιάζει στα καλύτερα Α/Κ που υπάρχουν τόσο στην εγχώρια όσο και στη διεθνή αγορά. Στην πραγματικότητα τα funds of funds είναι ένα προϊόν επένδυσης ενεργητικής διαχείρισης. Δηλαδή, οι στόχοι τους είναι παρόμοιοι με αυτούς των κλασσικών αμοιβαίων κεφαλαίων που ακολουθούν την ενεργητική διαχείριση όπως είναι για παράδειγμα το να επιτύχουν πιο αυξημένες αποδόσεις σε σχέση με τις αγορές, να συνδυάσουν την απόδοση με τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν αλλά και να προβλέψουν τις τάσεις των αγορών στο μέλλον.

Στα τέλη της δεκαετίας του '60, στις Η.Π.Α. χρονολογείται η έναρξη αυτού του σημαντικού θεσμού. Αρχικά υπήρχε μια περίοδος στασιμότητας αλλά έπειτα γνώρισε ταχεία εξέλιξη στο τέλος της δεκαετίας του '90 κάνοντας την εμφάνιση του στην Ευρώπη και γνωρίζοντας τη μεγαλύτερη άνθιση στην Αυστρία και τη Μ.Βρετανία. Αξιοσημείωτο είναι ότι ο αριθμός των funds of funds τριπλασιάστηκε από το 1995 και για τα επόμενα δύο χρόνια φτάνοντας τα 80, με τα υπό διαχείριση κεφάλαια να ανέρχονται πάνω από \$20 δις. Η συνολική αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων συνέχιζε να αναπτύσσεται με πολύ γρήγορους ρυθμούς αλλά τα αμοιβαία κεφάλαια αμοιβαίων κεφαλαίων αποτελούσαν ένα μικρό μόνο μέρος της. Το γεγονός ότι μέχρι τα τέλη του 1999 οι αγορές προσέφεραν ιδιαίτερα αυξημένες αποδόσεις, οδήγησε τα funds of funds να μην αποτελούν την πρωταρχική επιλογή των επενδυτών.

Όταν οι αγορές επέστρεψαν στα κανονικά τους επίπεδα, οι μετοχικοί τίτλοι παρουσίαζαν αξιοσημείωτες απώλειες . Λόγω της μεγάλης πτώσης των επιτοκίων οι υπεραξίες που παρείχαν οι ομολογιακοί τίτλοι έδειξαν στους επενδυτές πόσο σημαντική είναι η σημασία της διαφοροποίησης αλλά και οι αρχές της διαχείρισης του χαρτοφυλακίου. Αυτός ήταν ουσιαστικά και ο λόγος που πολλοί επενδυτές προτίμησαν τα αμοιβαία κεφάλαια αμοιβαίων κεφαλαίων προσδοκώντας να αποκτήσουν περισσότερα κέρδη μέσω της διασποράς που προσφέρουν. Συνέπεια των παραπάνω ήταν η συνεχής ανάπτυξη του θεσμού των funds of funds στο πέρασμα του χρόνου, με αποτέλεσμα να εισρεύσουν πολλά κεφάλαια αλλά και να αυξηθεί ο αριθμός αυτών των αμοιβαίων κεφαλαίων.

## Διάγραμμα 6



Πηγή: Investment Company Institute

Το ανωτέρω διάγραμμα παρουσιάζει την εξέλιξη των επενδυμένων κεφαλαίων και του αριθμού των funds of funds. Είναι ξεκάθαρο πως στη διάρκεια των χρόνων ο αριθμός των funds of funds αυξάνεται συνεχώς άλλοτε περισσότερο και άλλοτε λιγότερο. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός πως τα κεφάλαια που επενδύονται σε αυτό το είδος των αμοιβαίων κεφαλαίων αυξάνονται με πολύ γοργό ρυθμό χρόνο με το χρόνο. Αν αναλογιστεί κανείς ότι το 1990 τα επενδύσιμα κεφάλαια ήταν μόνο \$1.426 εκατ. ενώ το 2015 άγγιξαν τα \$1721.622 εκατ. μπορεί εύκολα να συμπεράνει πως πρόκειται για μια τεράστια εξέλιξη. Το 2008 ήταν η μόνη χρονιά όπου διαπιστώθηκε μια μικρή πτώση στα κεφάλαια που είχαν επενδυθεί.

Σημαντικό να τονιστεί είναι επίσης ότι οι επενδυτές άρχισαν να δίνουν ιδιαίτερη έμφαση στα funds of funds καθώς όλο και περισσότερες ήταν οι Α.Ε.Δ.Α.Κ οι οποίες δημιουργούσαν καινούργια αμοιβαία κεφάλαια αμοιβαίων κεφαλαίων που επένδυαν κατά κύριο λόγο στα ήδη υπάρχοντα δικά τους αμοιβαία κεφάλαια. Αποτέλεσμα αυτού λοιπόν, ήταν να μεταφερθούν χρήματα από τα επί μέρους αμοιβαία κεφάλαια σε χαρτοφυλάκια αμοιβαίων κεφαλαίων.

### **2.5.1 Αιτίες ανάπτυξης**

Η ανάπτυξη των επενδύσεων καθώς και του φαινομένου της αποδιαμεσολάβησης που έκανε την εμφάνιση του στις αναπτυγμένες κυρίως χώρες στα τέλη του '90 ήταν οι αιτίες για να αναπτυχθούν τα funds of funds. Το γεγονός που βοήθησε σε αυτή την άνθιση ήταν ότι πολλοί νέοι επενδυτές με μικρά και μεσαία κεφάλαια ασχολήθηκαν ενεργά αλλά συγχρόνως αποζητούσαν και διαχείριση των χρημάτων τους από επαγγελματίες. Όλα τα παραπάνω σε συνδυασμό με τα χαμηλά επιτόκια που επικρατούσαν την εποχή εκείνη βοήθησαν στο να αναπτυχθούν τα αμοιβαία κεφάλαια αμοιβαίων κεφαλαίων. Είναι γνωστό πως αυτού του είδους τα αμοιβαία κεφάλαια είναι κατάλληλα για καινούργιους επενδυτές που δε διαθέτουν εμπειρία και γνώση για το πώς πρέπει να διαχειριστούν τα χρήματά τους μόνοι τους.

Επίσης είναι ενδεδειγμένα για επενδυτές που διαθέτουν ένα μικρό αριθμό κεφαλαίων και δεν έχουν πρόσβαση σε ένα καλά διαφοροποιημένο κεφάλαιο και σε ένα μεγάλο πλήθος αμοιβαίων κεφαλαίων. Άλλη μια αιτία που βοήθησε στην ανάπτυξη των funds of funds είναι ότι οποιοσδήποτε ενδιαφερόμενος με ένα μικρό χρηματικό ποσό μπορεί να επενδύσει σε πολλά αμοιβαία κεφάλαια και κατ'επέκταση σε ακόμα περισσότερα αξιόγραφα και χρεόγραφα ώστε να επιτύχει ένα αποδοτικό χαρτοφυλάκιο.

Τα αμοιβαία κεφάλαια είναι κατάλληλα για διάφορες κατηγορίες επενδυτών. Δε θα πρέπει να ξεχνάμε τα συνταξιοδοτικά και ασφαλιστικά ταμεία. Τα ταμεία αυτά προσπαθούν να εξασφαλίσουν την αξία των εισφορών των μελών τους αλλά και να τις διαχειριστούν σωστά ώστε να υπάρξουν υπεραξίες στο μέλλον. Τα ασφαλιστικά ταμεία αποφεύγουν να ριψοκινδυνεύσουν τις εισφορές των εργαζομένων. Δηλαδή τα χαρτοφυλάκιά τους πρέπει να είναι πλήρως διαφοροποιημένα και να εμπεριέχουν όσο το δυνατό μικρότερο κίνδυνο. Από τα παραπάνω εύκολα συμπεραίνει κανείς ότι τα funds of funds είναι η καλύτερη επιλογή για έναν επενδυτή. Η IBM για παράδειγμα έχει αναπτύξει τέσσερα funds of funds για τα συνταξιοδοτικά προγράμματα των εργαζομένων της όπου η χρονική περίοδος στην οποία ο εργαζόμενος θα πάρει τη σύνταξη του επηρεάζει την διανομή των κεφαλαίων.

Τα αμοιβαία κεφάλαια αμοιβαίων κεφαλαίων μπορούν να επενδύσουν εμμέσως σε αμοιβαία κεφάλαια στα οποία δεν μπορούν να τοποθετήσουν χρήματα οι νέοι επενδυτές και θεωρούνται εντελώς απρόσιτα για αυτούς. Αυτό είναι άλλο ένα πολύ σημαντικό πλεονέκτημα που προσφέρουν τα funds of funds ειδικά σε μικρομεσαίους επενδυτές. Το New Horizons για παράδειγμα, ήταν ένα αμοιβαίο κεφάλαιο της T.Rowe Price που επένδυε σε μικρές και αναπτυσσόμενες εταιρείες που δεν επέτρεπε την είσοδο καινούργιων επενδυτών. Ο επενδυτής όμως που αγόραζε μερίδια funds of funds της T.Rowe Price αύξανε το χαρτοφυλάκιο του προσθέτοντας αυτό το αμοιβαίο κεφάλαιο.

Τέλος, τα funds of funds έχουν τη δυνατότητα να επενδύουν σε ελκυστικά Α/Κ στα οποία δε μπορεί να επενδύσει ο κάθε ένας επενδυτής ξεχωριστά αλλά προσφέρονται κατ'αποκλειστικότητα μόνο σε θεσμικούς επενδυτές. Επίσης, παρόλο που υπάρχει προμήθεια εισόδου στα αμοιβαία κεφάλαια στα οποία επενδύουν, αυτά δεν επιβαρύνονται με την εν λόγω προμήθεια εξαιτίας του θεσμικού τους χαρακτήρα.

## 2.5.2 Κατηγορίες Funds of Funds

Σειρά λοιπόν τώρα έχουν οι κατηγορίες των funds of funds που υπάρχουν στις Η.Π.Α.. Θα μιλήσουμε αρχικά για τα αμοιβαία κεφάλαια A/K που χωρίζονται σε εκείνα που επενδύουν σε υποκείμενα αμοιβαία κεφάλαια της ίδιας εταιρείας διαχείρισης και σε αυτά που διαλέγουν ανάμεσα στα πολλά A/K που υπάρχουν σε όλο τον κόσμο. Αυτά που ανήκουν στην πρώτη κατηγορία που αναφέραμε προτιμώνται περισσότερο από τους επενδυτές καθώς έχουν μικρό expense ratio. Τέτοια είναι τα αμοιβαία κεφάλαια των εταιρειών διαχείρισης Vanguard, Fidelity, T. Rowe Price κλπ.

Από την άλλη τώρα τα αμοιβαία κεφάλαια που ανήκουν στη δεύτερη κατηγορία στηρίζονται στο ταλέντο των διαχειριστών να μπορούν να ανακαλύψουν τα χαρακτηριστικά πολλών διαθέσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων που υπάρχουν και να διαλέξουν τα καλύτερα δυνατά διαχειρίζοντάς τα όσο γίνεται πιο αποτελεσματικά. Σε αυτή την κατηγορία μιλάμε για περισσότερες επιλογές και ευελιξία από τη μεριά του διαχειριστή αλλά συγχρόνως και για μεγαλύτερο κόστος έρευνας και διαχείρισης (μεγαλύτερο expense ratio). Σε περίπτωση που οι επιλογές αποδειχτούν λανθασμένες, τότε οι αποδόσεις στο μέλλον επηρεάζονται αρνητικά αφού χρεώνουν τους μεριδιούχους με επιπλέον έξοδα.

Ο δεύτερος διαχωρισμός γίνεται ανάμεσα σε αυτά που ακολουθούν σταθερά επενδυτικά πρότυπα και σε αυτά που αλλάζουν τις στρατηγικές επένδυσής τους σύμφωνα με τις περιστάσεις που επικρατούν τη δεδομένη στιγμή. Εκείνα λοιπόν που ακολουθούν σταθερά επενδυτικά πρότυπα περιλαμβάνουν αμοιβαία κεφάλαια που έχουν σταθερά επενδυτικά χαρακτηριστικά εκτός από ελάχιστες διαφοροποιήσεις που προκύπτουν σε ορισμένες χρονικές στιγμές. Το κύριο χαρακτηριστικό τους όμως είναι ότι ακολουθούν μια σταθερή κατανομή κεφαλαίων του χαρτοφυλακίου, δηλαδή επενδύουν συστηματικά συγκεκριμένο μέρος του συνολικού ενεργητικού τους σε μετοχές, ομόλογα κλπ χωρίς να επηρεάζονται από τις επικρατούσες συνθήκες.

Τα Freedom funds of funds της Fidelity είναι ένα τρανό παράδειγμα που στοχεύουν σε επενδυτές που χρειάζονται τα κεφάλαια τους τη στιγμή που θα βγουν στη σύνταξη. Αυτού του είδους τα funds of funds ακολουθούν σταθερή κατανομή κεφαλαίων του χαρτοφυλακίου για ένα μεγάλο διάστημα το οποίο εξαρτάται από την απόσταση από τη χρονική στιγμή στην οποία θέλει ο επενδυτής να πάρει τα χρήματά του. Αντίθετα, εκείνα που παρόλο που έχουν ορισμένο αυτοπεριορισμό ως προς την στρατηγική της επένδυσής τους υιοθετούν μία ενεργητική διαχείριση που την κοινοποιούν εξ'αρχής στους επενδυτές όπως τα διεθνή μετοχικά, εγχώρια μικτά κλπ παρουσιάζουν μεγαλύτερη ευελιξία και προσαρμόζουν τα ποσά που επενδύουν στις διάφορες κατηγορίες σύμφωνα με τις φιλοδοξίες και τις υποθέσεις τους για το τι θα συμβεί στο μέλλον.

### **2.5.3 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα των Funds of Funds**

Όπως όλα τα αμοιβαία κεφάλαια έτσι και τα funds of funds προσφέρουν ορισμένα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Το πρώτο πλεονέκτημα είναι η διπλή διαφοροποίηση. Επενδύοντας σε ένα κλασσικού τύπου μετοχικό αμοιβαίο κεφάλαιο μειώνεται ο κίνδυνος μέσω της διαφοροποίησης μεταξύ των διαφορετικών κατηγοριών μετοχών, επενδύοντας όμως σε μετοχικά funds of funds υπάρχει επιπλέον διαφοροποίηση και μειώνεται ο κίνδυνος αφού επενδύονται χρήματα σε μερίδια διαφορετικών κατηγοριών εγχώριων ή διεθνών Α/Κ.

Ένα δεύτερο πλεονέκτημα είναι ότι μπορούν να επενδυθούν εύκολα. Τα funds of funds προσφέρουν στους ενδιαφερόμενους την ικανότητα να συμμετέχουν σε πολλά αμοιβαία κεφάλαια χωρίς να είναι απαραίτητο να επενδύσουν σε κάθε ένα από αυτά ξεχωριστά. Αυτό σημαίνει πως απαιτείται λιγότερη έρευνα και προσπάθεια από την πλευρά του επενδυτή.

Τέλος, το χαμηλό κόστος που προσφέρουν στους νέους επενδυτές θεωρείται ένα εξίσου σημαντικό πλεονέκτημα. Ένας επενδυτής αντιμετωπίζει δυσκολίες προκειμένου να διαμορφώσει ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο επειδή διαθέτει ορισμένα μόνο κεφάλαια. Επενδύοντας σε funds of funds, ο επενδυτής μπορεί εμμέσως να έχει πρόσβαση σε ένα μεγάλο αριθμό εγχώριων και διεθνών αξιογράφων με πολύ μικρό αρχικό κεφάλαιο.

Από την άλλη τώρα θα μελετήσουμε τα μειονεκτήματά τους. Τα funds of funds παρέχουν χαμηλό κίνδυνο και κατά συνέπεια και χαμηλές αποδόσεις. Η επένδυση σε μερίδια διαφόρων Α/Κ επιφέρει επιπλέον διαφοροποίηση αλλά και μείωση του κινδύνου, το οποίο σημαίνει ότι μιλάμε για χαμηλότερες αποδόσεις. Όσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος τόσο μεγαλύτερη είναι η απόδοση και το αντίστροφο. Οι επιπλέον χρεώσεις αποτελούν άλλο ένα μειονέκτημα των αμοιβαίων κεφαλαίων Α/Κ. Πολλές από τις εταιρείες που διαθέτουν funds of funds χρεώνουν τα επιπλέον έξοδα που απαιτεί η διαχείριση οδηγώντας τους επενδυτές να επιβαρυνθούν με διπλάσια έξοδα αλλά και να φορτωθούν τα έξοδα των επιμέρους Α/Κ αλλά και των funds of funds.

Το τελευταίο μειονέκτημα είναι η διπλή ενεργητική διαχείριση. Σύμφωνα με τις εταιρείες διαχείρισης γίνεται διπλή ενεργητική διαχείριση με την επιλογή των σωστών αμοιβαίων κεφαλαίων αλλά και με την ταυτόχρονη σωστή επιλογή τίτλων. Αυτό είναι κάτι που ελλοχεύει πολλούς κινδύνους αν οι διαχειριστές κάνουν διπλά λανθασμένες εκτιμήσεις.

#### **2.5.4 Εμπειρική οικονομετρική ανάλυση ενός Fund of Fund και του δείκτη S&P 500**

Στο σημείο αυτό θα κάνουμε μια οικονομετρική ανάλυση για το Alpha Fund of Fund Cosmos Stars USA μετοχικό και το δείκτη S&P 500.



Ο δείκτης Standard & Poor's 500 (S&P 500) είναι ένας δείκτης 500 μετοχών, ο οποίος αποτελεί τον κύριο δείκτη των αμερικανικών μετοχών και αντικατοπτρίζει την απόδοση του μεγάλου κεκλιμένου κόσμου, αποτελούμενου από εταιρείες που επιλέγονται από οικονομολόγους. Ο δείκτης S&P 500 είναι ένας σταθμισμένος δείκτης τιμών και ένα από τα κοινά σημεία αναφοράς για την χρηματιστηριακή αγορά των ΗΠΑ. Τα επενδυτικά προϊόντα που βασίζονται στον S&P 500 περιλαμβάνουν δεικτοποιημένα κεφάλαια και χρηματιστηριακά διαπραγματεύσιμα κεφάλαια που διατίθενται στους επενδυτές. Από την άλλη τώρα, το Alpha Fund of Funds Cosmos Stars USA Μετοχικό επενδύει σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο αμοιβαίων κεφαλαίων εξωτερικού, τα οποία τοποθετούνται στις αγορές μετοχών των Η.Π.Α.. Τα αμοιβαία κεφάλαια επιλέχθηκαν ανάμεσα στα καλύτερα στη περιοχή τους, εφαρμόζοντας τα αυστηρά ποσοτικά και ποιοτικά κριτήρια, καθώς και τις διαδικασίες που διέπουν όλη τη σειρά Alpha Funds of Funds Cosmos Stars. Βασικός σκοπός του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι η επίτευξη κεφαλαιακής υπεραξίας σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα και απευθύνεται σε επενδυτές με μακροπρόθεσμο ορίζοντα, που επιθυμούν να τοποθετηθούν σε ένα αντιπροσωπευτικό χαρτοφυλάκιο μετοχών Η.Π.Α. με την επένδυση σε κορυφαία αμοιβαία κεφάλαια εξωτερικού. Εδώ, θα πρέπει να τονιστεί ότι χρησιμοποιήθηκαν οι εβδομαδιαίες τιμές για το έτος 2016 οι οποίες αναλύθηκαν μέσω του οικονομετρικού πακέτου e-views αξιοποιώντας τα μοντέλα των Jensen και Treynor-Mazuy.

Θα ξεκινήσουμε με τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την ανάλυση του μοντέλου του Jensen. Πρόκειται για μια από τις πιο γνωστές μεθόδους αξιολόγησης της επίδοσης των χαρτοφυλακίων και προτάθηκε από το Jensen το 1968. Ο Jensen χρησιμοποίησε ένα απλό γραμμικό υπόδειγμα ώστε να μπορέσει να αναλύσει την επίδοση των διαχειριστών μετοχικών Α/Κ. Μιλάμε για ένα μέτρο προσαρμοσμένης στον κίνδυνο απόδοσης που βασίζεται στο Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Στοιχείων(CAPM). Το μέτρο μη φυσιολογικής απόδοσης του Jensen συγκρίνει την απόδοση του χαρτοφυλακίου με την απόδοση ενός παθητικού χαρτοφυλακίου το οποίο παρουσιάζει παρόμοιο κίνδυνο αγοράς.

Εμπειρικά το μέτρο αυτό προσεγγίζεται μέσω της σταθερά  $\alpha_p$  του κλασσικού υποδείγματος της αγοράς. Πρόκειται για την ακόλουθη σχέση:

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

Όπου:

$R_{pt}$ : οι αποδόσεις του χαρτοφυλακίου

$R_{mt}$ : οι αποδόσεις ενός κατάλληλου χαρτοφυλακίου αναφοράς

$R_{ft}$ : η απόδοση του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου

$\beta_p$ : ο συντελεστής βήτα του χαρτοφυλακίου

$u_{pt}$ : ένας στοχαστικός όρος με μηδενικό μέσο και σταθερή διακύμανση

Μελετώντας τώρα το συντελεστή  $\alpha$  προκύπτει ότι η τιμή του είναι 0,005. Είναι γνωστό ότι πρόκειται για ένα δείκτη που μετράει την απόδοση μιας επένδυσης αναλογικά με τον κίνδυνο που ανέλαβε ο επενδυτής. Βλέποντας την τιμή που κατέχει το t-statistic του συντελεστή  $\alpha$  ( $t_a=0,286$ ) συμπεραίνουμε ότι δεν είναι στατιστικά σημαντικός (εφόσον  $t_a < 2$ ). Στη συνέχεια, θα ασχοληθούμε με το συντελεστή  $\beta$ . Η τιμή που λαμβάνει ο συγκεκριμένος συντελεστής είναι 1,061. Μιλάμε για ένα δείκτη που περιγράφει τη σχέση μεταξύ της μεταβλητότητας μιας επένδυσης και της μεταβλητότητας της αγοράς. Εφόσον μιλάμε για  $\beta$  μεγαλύτερο της μονάδας, αντιλαμβάνεται κανείς ότι η απόδοση του χρεογράφου είναι περισσότερο μεταβλητή από αυτή της αγοράς και η συσχέτιση τους είναι θετική. Επιπλέον, από την τιμή του t-statistic του συντελεστή  $\beta$  ( $t_b=9,866$ ) προκύπτει ότι είναι στατιστικά σημαντικός (εφόσον  $t_b \geq 2$ ).

Τέλος, θα αναλύσουμε το  $R$ -squared ( $R^2$ ), που είναι το πηλίκο της ερμηνευθείσας μεταβλητότητας προς τη συνολική διακύμανση της εξαρτημένης μεταβλητότητας.

Όσο πιο κοντά στη μονάδα βρίσκεται η τιμή του  $R^2$  τόσο καλύτερη είναι η ερμηνεία που παρέχεται. Στη συγκεκριμένη περίπτωση η τιμή του  $R^2$  είναι 0,66. Εύκολα λοιπόν καταλαβαίνει κάποιος ότι δεν έχουμε την καλύτερη δυνατή ερμηνεία, καθώς η τιμή του R-squared απέχει αρκετά από τη μονάδα ( $0 \leq R^2 \leq 1$ ).

Στη συνέχεια θα μελετήσουμε τα αποτελέσματα που προέκυψαν από το μοντέλο των Treynor-Mazuy. Ένας αποτελεσματικός τρόπος μέτρησης της ικανότητας συγχρονισμού του διαχειριστή, είναι η σύγκριση των αποδόσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου που διαχειρίζεται με τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου της αγοράς (benchmark). Οι Treynor-Mazuy χρησιμοποίησαν τη χαρακτηριστική γραμμή ώστε να παρουσιάσουν διαγραμματικά τον τρόπο αυτό. Όσο ο διαχειριστής δεν αλλάζει την επικινδυνότητα του χαρτοφυλακίου είτε σε ανοδικές αγορές είτε σε καθοδικές τόσο η κλίση της γραμμής θα είναι σταθερή για όλη την περίοδο που εξετάζουμε και η χαρακτηριστική γραμμή είναι ευθεία. Η σχέση στην οποία βασίστηκε η προσέγγιση των Treynor-Mazuy είναι η εξής:

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p (R_{mt} - R_{ft}) + c_p (R_{mt} - R_{ft})^2 + u_{pt}$$

Όπου:

$R_{pt}$ : η απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου I κατά τη χρονική στιγμή t

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

$R_{ft}$ : η απόδοση της επένδυσης μηδενικού κινδύνου κατά τη στιγμή t

$u_{pt}$ : μια τυχαία μεταβλητή

$\alpha_p$ ,  $\beta_p$  και  $c_p$ : οι παράμετροι που πρόκειται να εκτιμηθούν

Στο μοντέλο αυτό ο συντελεστής alpha μετρά την ικανότητα του διαχειριστή να επιλέγει μεμονωμένες μετοχές (selectivity). Η τιμή του συντελεστή alpha είναι -0,0001 και από αυτό συμπεραίνουμε ότι δεν υπάρχει η ικανότητα να επιλεγούν μεμονωμένες μετοχές.

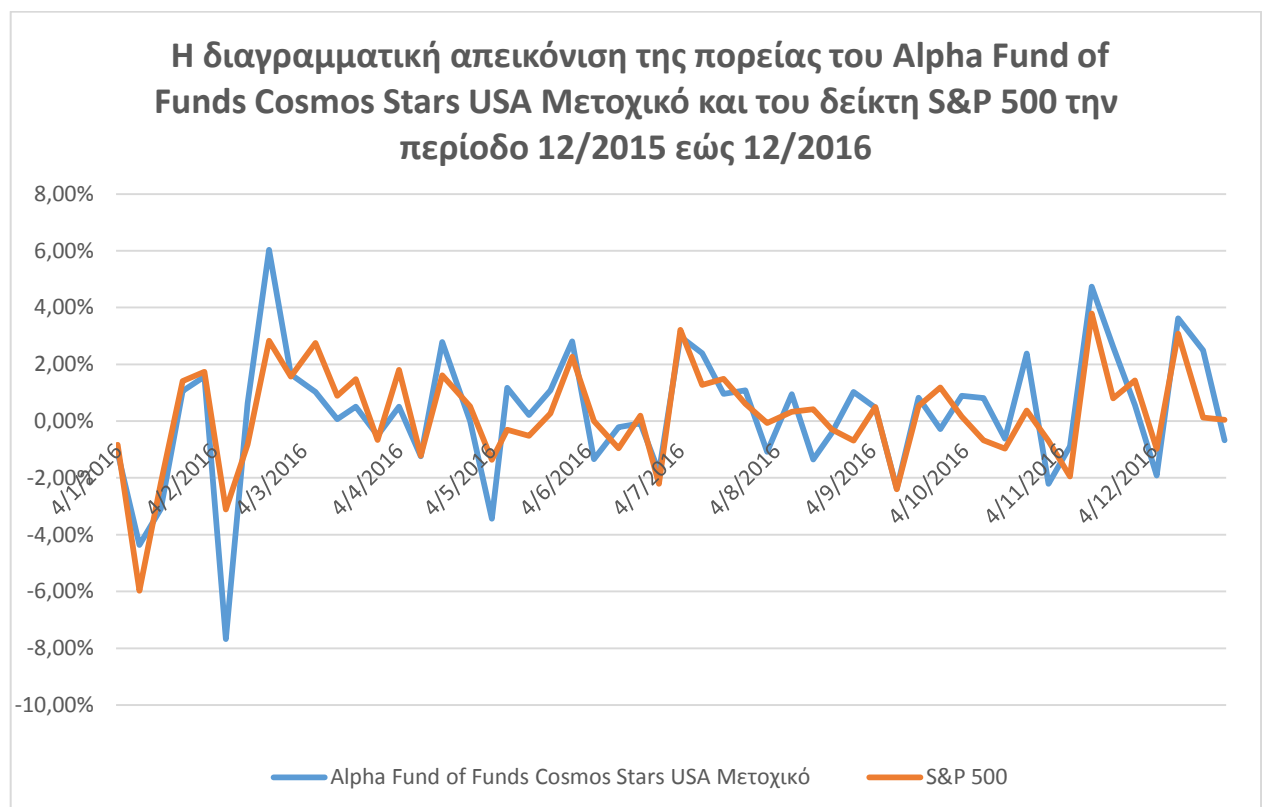
Επίσης εξετάζοντας την τιμή του t-statistic του συντελεστή άλφα ( $t_a = -0,086$ ) προκύπτει ότι δεν είναι στατιστικά σημαντικός (εφόσον  $t_a < 2$ ). Ο συντελεστής beta τώρα έχει τιμή 1,078. Επειδή η τιμή του beta είναι μεγαλύτερη της μονάδας, καταλαβαίνουμε ότι η απόδοση του χρεογράφου είναι περισσότερο μεταβλητή από αυτή της αγοράς και ότι η συσχέτισή τους είναι θετική. Επιπροσθέτως, η τιμή του t-statistic του συντελεστή βήτα είναι 9,701, επομένως ο beta είναι στατιστικά σημαντικός (εφόσον  $t_b \geq 2$ ).

Κλείνοντας, θα ασχοληθούμε με το κριτήριο μέτρησης της ύπαρξης ικανότητας συγχρονισμού με την αγορά (market timing) που παρουσιάζεται μέσω της τιμής του c. Στη συγκεκριμένη περίπτωση, η τιμή του c είναι 0,02 οπότε εύκολα συμπεραίνουμε ότι δε φαίνεται να υπάρχει ικανότητα συγχρονισμού με την αγορά καθώς και ότι δεν είναι στατιστικά σημαντικός αφού η τιμή του  $t_c$  είναι 0,669 (εφόσον  $t_c < 2$ ). Τέλος, όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως όσο πιο κοντά στη μονάδα βρίσκεται η τιμή του  $R^2$  τόσο καλύτερη είναι η ερμηνεία που παρέχεται. Στη συγκεκριμένη περίπτωση η τιμή του  $R^2$  είναι 0,663 οπότε προκύπτει ότι δεν έχουμε την καλύτερη δυνατή ερμηνεία, καθώς η τιμή του  $R^2$  απέχει αρκετά από τη μονάδα ( $0 \leq R^2 \leq 1$ ).

Η τιμή που κατείχε το αμοιβαίο κεφάλαιο στις 28 Δεκεμβρίου του 2015 ήταν μόλις 14,40€. Έπειτα από ένα χρόνο και για την ακρίβεια στις 26/12/2016 η τιμή παρουσίασε μια μικρή αύξηση φτάνοντας τα 16,27€. Αντίθετα τώρα με τον S&P 500 που στις 25 Δεκεμβρίου του 2015 έλαβε την τιμή των 2.060,99. Η τιμή που κατείχε στις 26/12/2016 είχε αυξηθεί κατά 202,8 αγγίζοντας τα 2.263,79. Στο διάγραμμα που ακολουθεί απεικονίζεται η πορεία τόσο του A/K όσο και του δείκτη. Εύκολα διαπιστώνει κανείς πως η πορεία και των δύο είναι παρόμοια, με το αμοιβαίο κεφάλαιο βέβαια να έχει πιο έντονες διακυμάνσεις. Αυτό άλλωστε αποδεικνύεται εάν παρατηρήσει κανείς και τις αποδόσεις. Η απόδοση του A/K για το έτος 2016 ήταν 12,99% ενώ του S&P 500 ήταν 9,84%. Επιπλέον, η μέση απόδοση του A/K είναι 0,25% ενώ του δείκτη είναι 0,19%.

Η απόδοση είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με τον κίνδυνο οπότε δε θα μπορούσε να μην υπολογιστεί. Ο συνολικός κίνδυνος της περιόδου (τυπική απόκλιση περιόδου) του S&P 500 είναι 1,73% ενώ του Α/Κ είναι 2,27%. Είναι γνωστό ότι όσο μεγαλύτερη είναι η απόδοση, τόσο μεγαλύτερος είναι και ο κίνδυνος. Δηλαδή η απόδοση είναι ανάλογη του κινδύνου. Συνεπώς επιλέγοντας κάποιος να επενδύσει στο Alpha Fund of Fund Cosmos Stars USA μετοχικό, γνωρίζει ότι αυτή η επένδυση ναί μεν θα του προσφέρει μεγαλύτερη απόδοση αλλά θα αναλάβει και μεγαλύτερο κίνδυνο. Από την άλλη τώρα επενδύοντας στο δείκτη, ο κίνδυνος θα είναι σαφώς μικρότερος αλλά και η αναμενόμενη απόδοση θα είναι πιο χαμηλή.

### Διάγραμμα 7



## **2.6 Χρηματιστηριακώς Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια ( Exchange Traded Funds- ETFs)**

Τα χρηματιστηριακώς διαπραγματεύσιμα Α/Κ ή trackers 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.

### **2.6.1 Προέλευση ενός ETF**

Ένα ETF προέρχεται από ένα χορηγό είτε μια εταιρεία είτε ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, ο οποίος επιλέγει τον επενδυτικό στόχο του ETF. Στην περίπτωση ενός ETF που βασίζεται σε κάποιο δείκτη, ο χορηγός επιλέγει τόσο το δείκτη αλλά και μια μέθοδο εντοπισμού του στόχου του δείκτη. Τα ETFs λοιπόν, που βασίζονται σε ένα δείκτη παρακολουθούν το στόχο τους με διάφορους τρόπους. Πολλά από τα αρχικά ETFs ακολουθούσαν τους παραδοσιακούς δείκτες, κυρίως εκείνους που σταθμίζονταν με βάση την κεφαλαιοποίηση της αγοράς.

Τα πιο πρόσφατα ETFs που βασίζονται σε ένα δείκτη ακολουθούν δείκτες αναφοράς που χρησιμοποιούν μια σειρά από μεθοδολογίες κατασκευής δεικτών, με συντελεστές στάθμισης που βασίζονται στην κεφαλαιοποίηση της αγοράς, καθώς και άλλους θεμελιώδεις παράγοντες, όπως οι πωλήσεις ή η λογιστική αξία. Άλλα τώρα, ακολουθούν δείκτες που πρώτα ελέγχουν την ύπαρξη δυνητικών τίτλων για μια ποικιλία χαρακτηριστικών, αφού συμπεριλάβουν την αξία, την ανάπτυξη, ή τη διανομή μερισμάτων και έπειτα σταθμίζουν τους επιλεγμένους τίτλους ή κάνουν κεφαλαιοποίηση.

Άλλου είδους προσεγγίσεις που έχουν να κάνουν με πιο ιδιαίτερες περιπτώσεις δεικτών περιλαμβάνουν τη διαλογή, την επιλογή και τη στάθμιση αξιογράφων για την ελαχιστοποίηση της μεταβλητότητας, τη μεγιστοποίηση της διαφοροποίησης, ή την επίτευξη ενός υψηλού ή χαμηλού βαθμού συσχέτισης με την αγορά.

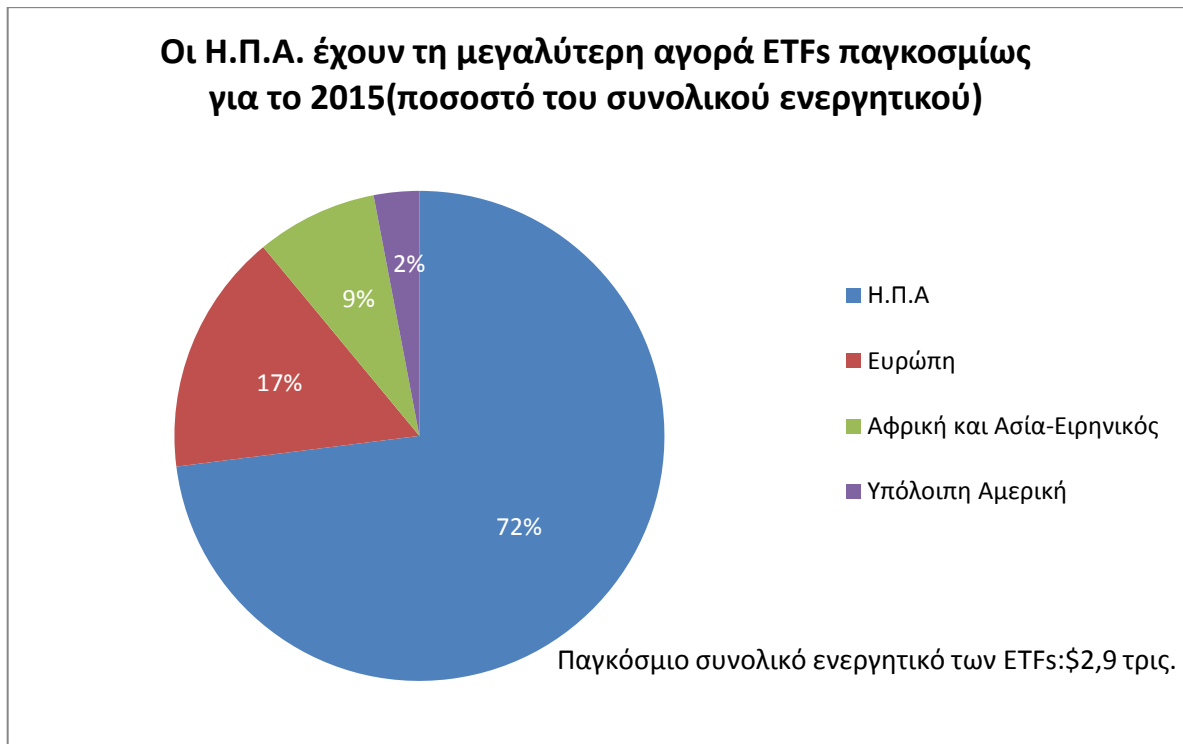
### **2.6.2 ETFs και Η.Π.Α**

Στις Ηνωμένες Πολιτείες, τα περισσότερα ETFs είναι δομημένα ως εταιρείες επενδύσεως ανοικτού τύπου (open-end funds) ή σαν επενδυτικά αμοιβαία κεφάλαια, αλλά μερικά ETFs που επενδύουν σε εμπορεύματα, νομίσματα και futures έχουν διαφορετικές δομές. Τα ETFs είναι διαθέσιμα σαν επενδυτικά προϊόντα πάνω από 20 χρόνια στις Η.Π.Α. καθώς το πρώτο ETF εισήχθη το 1993.

Υπάρχουν ETFs που βασίζονται σε δείκτες. Αυτά τα ETFs έχουν σχεδιαστεί για να παρακολουθείται η απόδοση των συγκεκριμένων δεικτών. Από την άλλη τώρα, τα ενεργά διαχειριζόμενα ETFs (actively-managed ETFs) δε στοχεύουν στην παρακολούθηση της απόδοσης ενός συγκεκριμένου δείκτη. Ένας σύμβουλος επενδύσεων ενός ενεργά διαχειριζόμενου ETF δημιουργεί ένα συνδυασμό επενδύσεων για την αντιμετώπιση ενός συγκεκριμένου επενδυτικού στόχου και πολιτικής.

Εύκολα μπορεί κανείς να παρατηρήσει ότι στις Η.Π.Α. οι επενδυτές είναι πολύ πιο εξοικειωμένοι με τα ETFs σε σχέση με τον υπόλοιπο κόσμο. Όπως φαίνεται και στο κατωτέρω διάγραμμα το 72% του συνολικού ενεργητικού που επενδύεται σε ETFs ανήκει στις Ηνωμένες Πολιτείες. Τη δεύτερη θέση με αρκετά μικρότερο ποσοστό(17%)κατέχει η Ευρώπη και στη συνέχεια ακολουθούν η Αφρική και Ασία- Ειρηνικός και η υπόλοιπη Αμερική με αρκετά χαμηλότερο ποσοστό.

**Διάγραμμα 8**



Πηγή: Investment Company Institute

### 2.6.3 Χαρακτηριστικά των ETFs

Τα ETFs μπορούν να συνδυάσουν τα κυριότερα χαρακτηριστικά των μετοχών, των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίων και των αμοιβαίων κεφαλαίων. Αναλυτικότερα:

α) Είναι διαπραγματεύσιμα στο χρηματιστήριο και οι τιμές τους εξαρτώνται άμεσα από την προσφορά και τη ζήτηση όπως ακριβώς συμβαίνει και με τις μετοχές.

β) Όπως και στα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια έτσι και στα ETFs ο αριθμός των μεριδίων που κυκλοφορούν αλλάζει συνεχώς.

γ) Η διαπραγμάτευσή τους γίνεται στο χρηματιστήριο αλλά συγχρόνως έχουν και συστήματα ώστε να αποφεύγεται η υπερτίμηση ή η υποτίμηση που παρουσιάζουν οι τιμές τους μέσω των market makers.



## 2.6.4 Πλεονεκτήματα ETFs

Εδώ λοιπόν θα αναφέρουμε μερικά από τα πλεονεκτήματα που μας προσφέρουν τα ETFs. Πιο συγκεκριμένα:

- **Πιο χαμηλά κόστη:** Ένας τρόπος προκειμένου να επιτευχθεί η επένδυση οικονομικά σε ένα χρηματιστηριακό δείκτη είναι αυτού του είδους τα αμοιβαία κεφάλαια. Έρευνες έχουν δείξει ότι ο μέσος δείκτης συνολικών εξόδων για τα ETFs που σχετίζονται με την Ευρώπη είναι πολύ πιο χαμηλός από αυτόν των index funds και των μετοχικών A/K ενεργητικής διαχείρισης.
- **Ευκολία:** Τα ETFs παρέχουν τη δυνατότητα στους επενδυτές να μπορούν να έχουν πρόσβαση σε χρηματιστηριακούς δείκτες ή κλάδους στο σύνολό τους. Δηλαδή τα ETFs είναι μια εναλλακτική λύση που συμφέρει από οικονομική άποψη για την αγορά του συνόλου των υποκείμενων τίτλων ενός συγκεκριμένου δείκτη.
- **Μικρό tracking error:** Το tracking error αποτυπώνει τη σταθερότητα της διασποράς των αποδόσεων στην προκειμένη περίπτωση ενός ETF από τις αντίστοιχες του δείκτη αναφοράς του. Ορίζεται ως η τυπική απόκλιση της διαφοράς των αποδόσεων των ETFs και των δεικτών αναφοράς. Γίνεται κατανοητό λοιπόν ότι όσο μικρότερο είναι το tracking error τόσο λιγότερο σημαντικό μη συστηματικό κίνδυνο αναλαμβάνει ο διαχειριστής. Τέλος, είναι γνωστό ότι τα ETFs έχουν αρκετά μικρό tracking error.
- **Ρευστότητα και Διαφάνεια:** Τα ETFs ακολουθούν πιστά ένα δείκτη καθώς και η σύνθεση του δεν διαφοροποιείται σημαντικά από αυτόν. Επιπλέον, οι επενδυτές έχουν τη δυνατότητα να ενημερώνονται για την τιμή των ETFs οποιαδήποτε στιγμή μέσα στη μέρα θελήσουν αλλά και είτε να αγοράσουν είτε να πουλήσουν οποιαδήποτε στιγμή κατά τη διάρκεια που συνεδριάζει το χρηματιστήριο, σε αντίθεση με τα αμοιβαία κεφάλαια τα οποία παρέχουν μόνο μια τιμή κάθε μέρα.

Από την άλλη τώρα, τα αμοιβαία κεφάλαια μας δίνουν πληροφορίες σχετικά με τις επενδύσεις μόνο τέσσερις φορές το χρόνο.

- **Παροχή ανοιχτών πωλήσεων:** Οι επενδυτές μπορούν να αγοράζουν και να πουλάνε χωρίς να κατέχουν τα ETFs ενώ αντίθετα στα κλασικά αμοιβαία κεφάλαια οι ανοιχτές πωλήσεις απαγορεύονται.

Κλείνοντας θα αναφέρουμε ενδεικτικά ορισμένα μειονεκτήματα των χρηματιστηριακά διαπραγματεύσιμων Α/Κ. Είναι γνωστό, ότι τα ETFs διαστρεβλώνουν την αρχική ιδέα της δεικτοποίησης σε μακροχρόνιο επίπεδο. Επίσης, τα ETFs αλλάζουν την παθητική σε ενεργητική διαχείριση καθώς και ότι μετατρέπουν τους επενδυτές σε traders.

### **2.6.5 Κίνδυνοι ETFs**

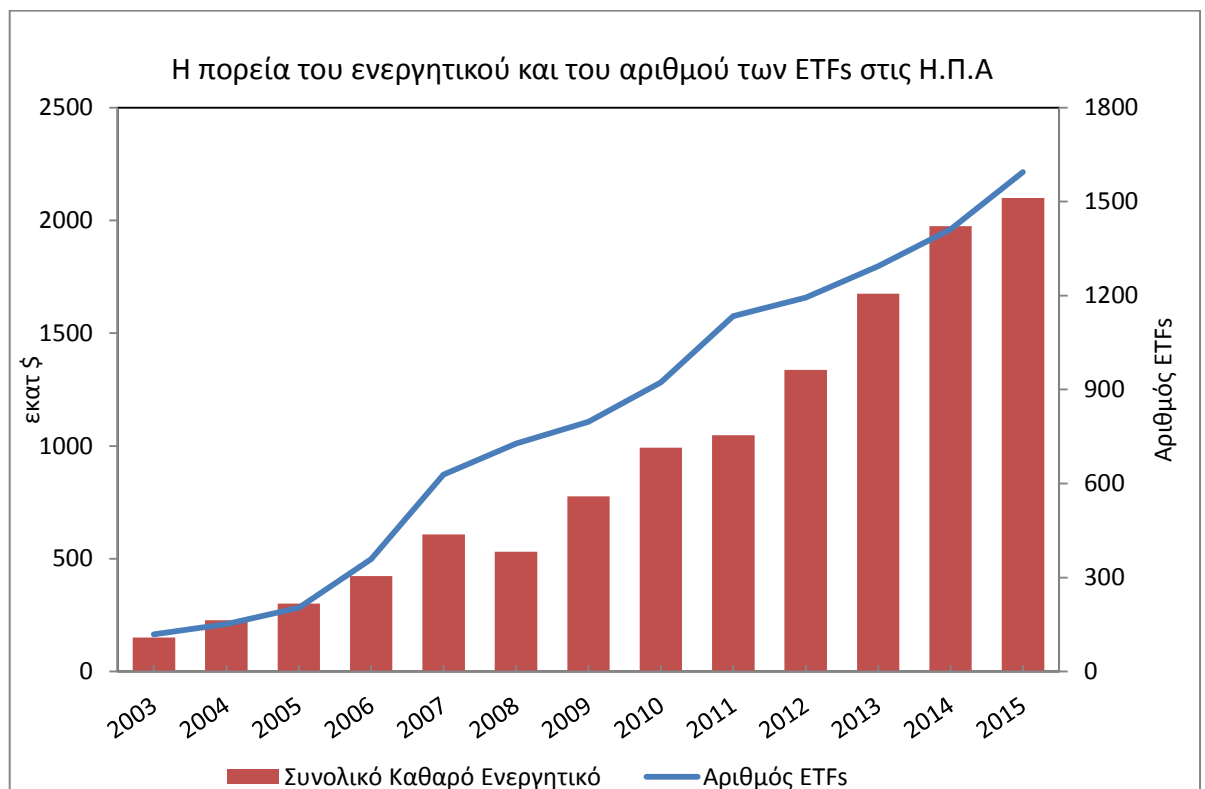
Τα ETFs που διαπραγματεύονται σε μια αγορά έρχονται αντιμέτωπα με παρόμοιους κινδύνους με αυτούς που αντιμετωπίζουν τα αμοιβαία κεφάλαια. Πιο αναλυτικά μπορεί να έρθουν αντιμέτωπα με τους εξής κινδύνους:

- τον κίνδυνο της αγοράς
- τον κίνδυνο της μεμονωμένης επένδυσης
- τον κίνδυνο της μη εγγυημένης απόδοσης
- τον κίνδυνο συγκέντρωσης
- τον κίνδυνο μειωμένης εμπορευσιμότητας
- τον κίνδυνο κατηγορίας επένδυσης
- τον κίνδυνο του tracking error
- τον κίνδυνο παθητικής διαχείρισης
- τον κίνδυνο των παράγωγων προϊόντων
- τον κίνδυνο μη διαφοροποίησης
- τον συναλλαγματικό κίνδυνο
- τον κίνδυνο αναδυόμενων αγορών

Τέλος, τα ETFs τώρα των αγορών που εξελίσσονται με γοργό ρυθμό έχουν μεγάλη μεταβλητότητα και πρέπει να θεωρούνται μικρό μέρος ενός καλά διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου.

Το διάγραμμα που ακολουθεί παρουσιάζει την πορεία του αριθμού των ETFs στις Η.Π.Α. καθώς και το συνολικό καθαρό ενεργητικό που επενδύεται σε αυτό το είδος αμοιβαίων κεφαλαίων από το 2003 έως και το 2015. Είναι προφανές ότι και ο αριθμός των ETFs αλλά και το συνολικό καθαρό ενεργητικό από 2003 και έπειτα σημείωσε κατακόρυφη αύξηση. Ενδεικτικά θα αναφέρουμε ότι το 2003 ο αριθμός των ETFs ήταν μόλις 119 ενώ το 2015 έφτασε τα 1.594. Κλείνοντας, το καθαρό ενεργητικό την πρώτη χρονιά που μελετάμε ήταν μόνο \$151 εκατ., σε αντίθεση με το 2015 όπου άγγιξε τα \$2.100 εκατ. Γίνεται λοιπόν σαφές πως τα ETFs είναι ένα είδος αμοιβαίου κεφαλαίου που γνωρίζει μεγάλη άνθιση στις Ηνωμένες Πολιτείες.

**Διάγραμμα 9**



Πηγή: Investment Company Institute

## 2.6.6 Τα σημαντικότερα ETFs

- ❖ **Diamonds:** Τα “Dow Jones Average Model New Deposit Shares” εμφανίστηκαν το 1998. Πρόκειται για χαρτοφυλάκια που αντιγράφουν το δείκτη Dow Jones Industrial Average και είναι οργανωμένα σαν σταθερά χαρτοφυλάκια μετοχών.
- ❖ **Cubes:** Τα “Nasdaq-100 Tracking stocks” εμφανίστηκαν το 1998 με το σύμβολο το QQQ. Είναι οργανωμένα σαν σταθερά χαρτοφυλάκια μετοχών και διαπραγματεύονται πολύ περισσότερο από οποιοδήποτε άλλο ETF. Ουσιαστικά, πρόκειται για χαρτοφυλάκια που αντιγράφουν το δείκτη Nasdaq-100, διαπραγματεύονται από διαχειριστές που θεωρούν ότι μπορούν να προβλέψουν πότε θα αυξηθεί η χρηματιστηριακή αγορά βραχυπρόθεσμα και έχουν μεγάλη μεταβλητότητα. Το διάστημα που διακρατούνται είναι περίπου τέσσερις ημέρες.
- ❖ **HOLDERS:** Τα “Holding Company Depository Receipts” φτιάχτηκαν το 1988 από τη Merrill Lynch και παρουσιάζουν αρκετές διαφορές σε σχέση με τα άλλα ETFs. Οι μετοχές που περιλαμβάνονται δεν αντιστοιχούν σε κάποιο δείκτη αναφοράς και συνήθως απαρτίζονται από 20-50 μετοχές κλάδων. Θεωρούνται πολύ διαφοροποιημένα, προσφέρουν πολλά οφέλη σε σχέση με τη φορολογία και ακολουθούν μια παθητική στρατηγική.
- ❖ **Spiders(SPDRs):** Τα Spiders ή αλλιώς τα Standard & Poor’s Depository Receipts φτιάχτηκαν το 1993 από τους State Street Global Advisors. Το μεγαλύτερο μέρος των συναλλαγών των Spiders γίνεται από διαχειριστές που θεωρούν ότι μπορούν να προβλέψουν πότε θα αυξηθεί η χρηματιστηριακή αγορά βραχυπρόθεσμα. Το πρώτο Spider ήταν οργανωμένο σαν μια εταιρεία επένδυσης με μικρή χρονική διάρκεια και με σταθερό χαρτοφυλάκιο μετοχών. Το διάστημα που διακρατούνται είναι περίπου 19 μέρες. Υπάρχουν και άλλοι τύποι Spiders όπως τα Mid cap Spiders και τα Select Sector Spiders.

- ❖ **Vipers:** Η Vanguard ήταν η δημιουργός των Vanguard Index Participation Receipts. Στην αρχή υπήρχαν μόνο δυο Vipers το αρχικό ήταν το “Total Market” που σχετίζονταν με το δείκτη Wilshire 5000 και το δεύτερο ήταν ένα συμπληρωματικό ETF πάνω στο δείκτη Wilshire 4500. Τα 14 νέα Vipers που δημιουργήθηκαν το 2001 θεωρούνται από τα πιο διαφοροποιημένα ETFs στην αγορά της Αμερικής.
- ❖ **iShares και WEBS:** Το 1996 ήταν το έτος δημιουργίας των iShares (Individual Shares) από τους Barclays Global Fund Investors. Τα αρχικά iShares ήταν πάνω στους δείκτες της Morgan Stanley. Από την άλλη τώρα, τα WEBS μοιάζουν με τις A.E.E.X χωρίς όμως να έχουν τη δυνατότητα διαπραγμάτευσης με αρκετή έκπτωση και δεν είναι πολύ διαφοροποιημένα .

### **2.6.7 Δημιουργία και εξαγορά των μεριδίων των ETFs**

Κάθε εργάσιμη ημέρα, τα ETFs οφείλουν να παρέχουν τη σύνθεση των καλαθιών δημιουργίας και εξαγοράς για την επόμενη ημέρα συναλλαγών. Τα καλάθια δημιουργίας / εξαγοράς είναι συγκεκριμένες λίστες με τα ονόματα και τις ποσότητες των τίτλων (αξιόγραφα, χρεόγραφα), ή άλλων περιουσιακών στοιχείων. Συχνά τα καλάθια παρακολουθούν το χαρτοφυλάκιο του ETF μέσω ενός αντιπροσωπευτικού δείγματος, αλλά μερικές φορές, τα καλάθια μπορεί να περιορισθούν σε ένα υποσύνολο του χαρτοφυλακίου του ETF και να περιέχουν ένα μέρος σε μετρητά. Για παράδειγμα, η σύνθεση των καλαθιών για τα ομολογιακά ETFs μπορεί να διαφέρει μέρα με τη μέρα από το συνδυασμό των μετρητών και την επιλογή των ομολόγων στα καλάθια που βασίζονται στη ρευστότητα της υποκείμενης αγοράς ομολόγων. Τυπικά, η σύνθεση της δημιουργίας και εξαγοράς καλαθιών ενός ETF σε καθημερινή βάση αντανakλούν το ένα το άλλο.

Ο μηχανισμός δημιουργίας / εξαγοράς στη δομή ενός ETF επιτρέπει τον αριθμό των μετοχών σε ένα ETF να επεκταθεί ή να περιορισθεί με βάση τη ζήτηση. Η πράξη δημιουργίας ή εξαγοράς μετοχών ενός ETF μπορεί να θεωρηθεί ως η κύρια δραστηριότητα της αγοράς. Οι μετοχές ETF δημιουργούνται όταν ένας "εξουσιοδοτημένος συμμετέχων" - συνήθως ένας μεγάλος θεσμικός επενδυτής, όπως για παράδειγμα ένας ειδικός διαπραγματευτής που έχει πραγματοποιήσει μια νομική σύμβαση με ένα ETF- υποβάλλει μια παραγγελία για μία ή περισσότερες μονάδες δημιουργίας.

Μια μονάδα δημιουργίας αποτελείται από ένα συγκεκριμένο αριθμό μετοχών ενός ETF και γενικά κυμαίνεται από 25.000 έως 250.000 μετοχές. Οι μετοχές ενός ETF παραδίδονται στον εξουσιοδοτημένο συμμετέχοντα όταν το συγκεκριμένο καλάθι δημιουργίας μεταφέρεται στο ETF. Το ETF μπορεί να επιτρέψει ή ακόμα μπορεί να απαιτήσει από έναν εξουσιοδοτημένο συμμετέχοντα να αντικαταστήσει τα μετρητά ή τα στοιχεία του ενεργητικού για μερικούς ή όλους τους τίτλους στο καλάθι δημιουργίας, ιδιαίτερα όταν ένα όργανο στο καλάθι δημιουργίας είναι δύσκολο να παραμείνει ή να διατηρηθεί από ορισμένους τύπους επενδυτών (όπως ορισμένοι ξένοι τίτλοι). Ο εξουσιοδοτημένος συμμετέχων μπορεί επίσης να επιβαρυνθεί με το τέλος συναλλαγής ώστε να αντισταθμίσει τυχόν έξοδα συναλλαγής που το κεφάλαιο αναλαμβάνει.

Η αξία του καλαθιού δημιουργίας και οποιαδήποτε προσαρμογή μετρητών ισούται με την αξία της μονάδας δημιουργίας με βάση την καθαρή αξία του ενεργητικού του ETF (NAV) στο τέλος της ημέρας κατά την οποία η συναλλαγή ξεκίνησε. Η διαδικασία εξαγοράς στην πρωτογενή αγορά είναι ακριβώς η αντίθετη. Μια μονάδα δημιουργίας εξαγοράζεται όταν ένας εξουσιοδοτημένος συμμετέχων αποκτά τον αριθμό των μετοχών ενός ETF που ορίζεται στη μονάδα δημιουργίας του ETF και επιστρέφει τη μονάδα δημιουργίας στο ETF. Σε αντάλλαγμα, ο εξουσιοδοτημένος συμμετέχων λαμβάνει το καθημερινό καλάθι εξαγοράς των χρεογράφων, των μετρητών, ή άλλων περιουσιακών στοιχείων.

Η συνολική αξία του καλαθιού εξαγοράς είναι ισοδύναμη με την αξία της μονάδας δημιουργίας με βάση την καθαρή αξία του ενεργητικού του ETF στο τέλος της ημέρας κατά την οποία έγινε η συναλλαγή.

### **2.6.8 Πως διαπραγματεύονται τα ETFs**

Η τιμή ενός μεριδίου ETF στο χρηματιστήριο επηρεάζεται από τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης. Οι ανισορροπίες που υπάρχουν στην προσφορά και τη ζήτηση μπορεί να αναγκάσουν την τιμή μιας μετοχής ETF να παρεκκλίνει από την υποκείμενη αξία του και οι ουσιαστικές αποκλίσεις τείνουν να είναι βραχύβιες για πολλά ETFs.

Δύο είναι τα κύρια χαρακτηριστικά της δομής ενός ETF που προωθούν τη διαπραγμάτευση των μετοχών ενός ETF σε μια τιμή που προσεγγίζει την υποκείμενη αξία του ETF και αυτά είναι η διαφάνεια του χαρτοφυλακίου και η ικανότητα των εξουσιοδοτημένων συμμετεχόντων να δημιουργούν ή να εξαγοράζουν τα μερίδια ενός ETF στη καθαρή αξία του ενεργητικού στο τέλος της ημέρας κατά την οποία έγινε η συναλλαγή. Η διαφάνεια ενός δικαιώματος ETF, είτε με την πλήρη αποκάλυψη του χαρτοφυλακίου ή μέσω των καθιερωμένων σχέσεων των στοιχείων του χαρτοφυλακίου του ETF με τους δημοσιευμένους δείκτες, τις οικονομικές ή μακροοικονομικές μεταβλητές, ή άλλους δείκτες, επιτρέπει στους επενδυτές να τηρούν και να προσπαθούν να επωφεληθούν από τις διαφορές μεταξύ της τιμής της μετοχής του ETF και της υποκείμενης αξίας του κατά τη διάρκεια της ημέρας διαπραγμάτευσης. Τα ETFs συνάπτονται με τρίτους ώστε να μπορέσει να γίνει μια εκτίμηση της υποκείμενης αξίας του.

Ο υπολογισμός αυτός, που συχνά αποκαλείται ενδοημερήσια ενδεικτική τιμή, βασίζεται στο χαρτοφυλάκιο συμμετοχών της προηγούμενης ημέρας και γνωστοποιείται ανά τακτά χρονικά διαστήματα κατά τη διάρκεια της ημέρας διαπραγμάτευσης (συνήθως κάθε 15 δευτερόλεπτα).

Ορισμένοι συμμετέχοντες στην αγορά, επίσης μπορούν να κάνουν αυτήν την αξιολόγηση, σε πραγματικό χρόνο, χρησιμοποιώντας τα δικά τους προγράμματα ηλεκτρονικών υπολογιστών. Όταν υπάρχουν διαφορές μεταξύ της τιμής της μετοχής ενός ETF και της αξίας των υποκείμενων τίτλων του, η διαπραγμάτευση μπορεί να ευθυγραμμίσει περισσότερο την τιμή του ETF και την υποκείμενη αξία του.

Για παράδειγμα, εάν ένα ETF διαπραγματεύεται σε τιμή μικρότερη της πραγματικής με βάση την υποκείμενη αξία του τότε οι επενδυτές μπορούν να αγοράζουν μετοχές ή να πωλήσουν τα υποκείμενα αξιόγραφα. Η αυξημένη ζήτηση για ένα ETF θα πρέπει να αυξήσει την τιμή της μετοχής του και οι πωλήσεις των υποκείμενων τίτλων θα πρέπει να μειώσουν τις τιμές των μετοχών τους, περιορίζοντας έτσι το χάσμα μεταξύ του ETF και της υποκείμενης αξίας του. Αν το ETF διαπραγματεύεται στο μέγιστο την υποκείμενη αξία του, οι επενδυτές μπορεί να επιλέξουν να πωλήσουν το ETF ή να αγοράσουν τους υποκείμενους τίτλους. Αυτές οι ενέργειες θα πρέπει να μειώσουν την τιμή της μετοχής του ETF ή να αυξήσουν την τιμή των υποκείμενων τίτλων, φέρνοντας την τιμή του ETF και την αγοραία αξία των υποκείμενων τίτλων του πιο κοντά.

Η ικανότητα των εγκεκριμένων συμμετεχόντων να δημιουργούν ή να εξαγοράζουν τις μετοχές ενός ETF στο τέλος της κάθε ημέρας διαπραγμάτευσης βοηθά επίσης τη διαπραγμάτευση ενός ETF σε τιμές αγοράς που προσεγγίζει την υποκείμενη αξία της αγοράς του χαρτοφυλακίου. Όταν υπάρξει μια απόκλιση μεταξύ της τιμής της αγοράς ενός ETF και της υποκείμενης αξίας του, οι εξουσιοδοτημένοι συμμετέχοντες μπορούν να δημιουργήσουν ή να εξαγοράσουν τις μονάδες δημιουργίας στην πρωτογενή αγορά, σε μια προσπάθεια για να επέλθει κέρδος. Για παράδειγμα, όταν ένα ETF διαπραγματεύεται σε έκπτωση, οι εξουσιοδοτημένοι συμμετέχοντες ίσως το βρουν κερδοφόρο να αγοράσουν τις μετοχές του ETF και να πουλήσουν σύντομα τους υποκείμενους τίτλους.



Στο τέλος της ημέρας, οι εξουσιοδοτημένοι συμμετέχοντες επιστρέφουν τις μετοχές του ETF στο κεφάλαιο με αντάλλαγμα το καλάθι εξαγοράς του ETF, το οποίο το χρησιμοποιούν για να καλύψουν τις αρνητικές θέσεις τους. Όταν ένα ETF διαπραγματεύεται στη μέγιστη τιμή του, οι εξουσιοδοτημένοι συμμετέχοντες είναι πιθανό να θεωρήσουν πιο κερδοφόρο το να πουλήσουν γρήγορα μέσα στη μέρα το ETF ενώ ταυτόχρονα αγοράζουν τους υποκείμενους τίτλους. Στο τέλος της ημέρας, ο εξουσιοδοτημένος συμμετέχων θα παραδώσει το καλάθι δημιουργίας με αντάλλαγμα τις μετοχές του ETF που χρησιμοποιούν για να καλύπτουν τις σύντομες πωλήσεις τους. Οι κινήσεις αυτές από τους εξουσιοδοτημένους συμμετέχοντες που συνήθως περιγράφονται ως ευκαιρίες arbitrage, βοηθούν στο να κρατηθεί η τιμή της αγοράς μιας μετοχής ενός ETF κοντά στην υποκείμενη αξία της.

### **2.6.9 Η δραστηριότητα της πρωτογενούς αγοράς και η διαπραγμάτευση της δευτερογενούς σε μερίδια ETFs**

Οι επενδυτές μπορούν να διαπραγματεύονται ETFs και στην πρωτογενή αγορά και στη δευτερογενή αγορά. Στην πρωτογενή αγορά, οι εξουσιοδοτημένοι συμμετέχοντες μπορούν να δημιουργούν ή να εξαγοράζουν τα μερίδια ενός ETF, ενώ στη δευτερογενή αγορά, οι επενδυτές μπορούν να αγοράζουν ή να πωλούν τίτλους σε χρηματιστήρια, σε ιδιωτικές ανταλλαγές, καθώς και σε άλλους τρόπους διαπραγμάτευσης. Πολλοί μεγάλοι θεσμικοί επενδυτές μπορούν να έχουν πρόσβαση σε ETFs τόσο στην πρωτογενή όσο και στη δευτερογενή αγορά, ενώ οι περισσότεροι ιδιώτες επενδυτές έχουν πρόσβαση στα ETFs στη δευτερογενή αγορά.

Οι επενδυτές που συμμετέχουν σε πολλές από αυτές τις διαπραγματεύσεις ενός ETF στη δευτερογενή αγορά γενικά δεν υποκινούνται από το arbitrage (δηλαδή, την επιθυμία να επέλθει κέρδος από τη διαφορά μεταξύ της τιμής αγοράς του ETF και της υποκείμενης αξίας του). Οι επενδυτές αυτοί δεν αλληλεπιδρούν με το ETF άμεσα και δεν δημιουργούν συναλλαγές στους υποκείμενους τίτλους.

Σε όλα τα ETFs, οι επενδυτές χρησιμοποιούν τη δευτερογενή αγορά περισσότερο από την πρωτογενή, όταν διαπραγματεύονται ETFs. Κατά μέσο όρο, το 90 % της συνολικής ημερήσιας δραστηριότητας σε ETFs συμβαίνει στη δευτερογενή αγορά. Ακόμη και για τα ETFs με στενότερους επενδυτικούς στόχους, όπως τα εγχώρια ομόλογα υψηλής απόδοσης και οι αναδυόμενες αγορές ομολόγων, το μεγαλύτερο μέρος της διαπραγμάτευσης συμβαίνει στη δευτερογενή αγορά ( 83%, και 78% αντίστοιχα). Κατά μέσο όρο, η διαπραγμάτευση στη δευτερογενή αγορά αποτελεί ένα μικρότερο ποσοστό (81%) της συνολικής διαπραγμάτευσης για τα ομόλογα των ETFs σε σχέση με τις μετοχές των ETFs (91%). Επειδή τα ομόλογα των ETFs είναι ένα αυξανόμενο τμήμα του κλάδου, πολλά μικρά ομόλογα τείνουν να έχουν λιγότερο καθιερωμένες δευτερογενείς αγορές. Καθώς αυξάνονται τα υπό διαχείριση περιουσιακά τους στοιχεία, η δευτερογενής αγορά για τα ομόλογα των ETFs είναι πολύ πιθανό να βαθύνει.

#### **2.6.10 Επιπτώσεις στα A/K κλασικού τύπου**

Είναι εμφανές ότι τα ETFs αναπτύσσονται με πολύ γοργούς ρυθμούς καθώς ο αριθμός τους αυξάνεται χρόνο με το χρόνο. Η ενασχόληση της Vanguard με την αγορά των ETFs ήταν ορόσημο καθώς έφερε νέα δεδομένα στην αγορά. Τα Vipers ήταν αρμόδια για να διαχωρίζουν τους μακροπρόθεσμους επενδυτές από τους market timers ώστε να βγαίνουν κερδισμένες και οι δυο κατηγορίες. Τα ETFs επεκτείνονται συνεχώς και όχι μόνο στις Η.Π.Α όπου εμπνεύστηκαν και δημιουργήθηκαν αλλά σε άλλα μέρη που δημιουργήθηκαν πρωτότυπα προϊόντα όπως τα ETFs ενεργητικής διαχείρισης.

Έτσι οι εταιρείες διαχείρισης κάνουν κινήσεις προκειμένου να δημιουργηθούν νέα ETFs ώστε να αντιμετωπιστεί ο ανταγωνισμός. Συμπεραίνουμε λοιπόν ότι όσο αναπτύσσονται τα ETFs τόσο περισσότερο θα επηρεάζονται αρνητικά τα κλασικά τύπου αμοιβαία κεφάλαια.

Τα ETFs παρέχουν υψηλές αποδόσεις, χαμηλότερα κόστη και διαρκή διαπραγμάτευση με αποτέλεσμα να είναι πολύ ελκυστικά για τους market timers, τους μακροπρόθεσμους, τους θεσμικούς και μη επενδυτές. Όσο οι μεριδιούχοι αμοιβαίων κεφαλαίων θα γίνονται πιο ευαίσθητοι ως προς τα έξοδα και την τιμή δηλαδή όσο θα αυξάνεται ο αριθμός των επενδύσεων σε παθητικά χαρτοφυλάκια τόσο θα συνεχίζουν να αναπτύσσονται τα ETFs. Οι θεσμικοί επενδυτές προτιμούν τα ETFs για τον λόγο ότι προσφέρουν χαμηλότερα έξοδα. Τα είδη των ETFs όπως για παράδειγμα τα actively managed, τα fixed-income και τα narrow sector περιθωριοποιούν τα κλασσικού τύπου αμοιβαία κεφάλαια.

## **2.7 Αμοιβαία Κεφάλαια Αντιστάθμισης Κινδύνου (Hedge Funds)**

Τα hedge funds είναι επενδυτικά οχήματα που μπορούν να ενσωματώνουν μια ευρύτερη γκάμα επενδύσεων και χρηματοοικονομικών προϊόντων σε σχέση με άλλα επενδυτικά μοντέλα. Αυτά όμως τα αμοιβαία κεφάλαια 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.

Ο Alfred Wilson Jones ήταν ο δημιουργός του πρώτου hedge fund στις Η.Π.Α το 1949 , ενώ το δεύτερο hedge fund ήταν το City Associates που δημιουργήθηκε από τον Carl Jones το 1964.

Αυτού του είδους τα αμοιβαία κεφάλαια έγιναν ιδιαίτερα γνωστά κυρίως λόγω κάποιων δυσάρεστων συμβάντων όπως η έλλειψη διαφάνειας, η αστάθεια που πιθανόν προκαλείται στις αγορές χρήματος, η τεράστια μόχλευση, οι πολύ υψηλές αμοιβές των διαχειριστών τους, η επίθεση στη στερλίνα από το κεφάλαια του G. Soros το 1992 αλλά και η κατάρρευση του Long Term Capital Management το 1998.

Τα hedge funds 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.

### **2.7.1 Τα χαρακτηριστικά των Hedge Funds**

Τα hedge funds έχουν κάποια ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που τα κάνουν να διαφέρουν σε σχέση με τις κλασσικές επενδύσεις.

Αναλυτικότερα:

- Προκειμένου τα hedge funds να αυξήσουν τις αποδόσεις τους, να μειώνουν τον κίνδυνο αλλά και να μειώσουν τη συσχέτισή τους με την πορεία των ομολόγων και των μετοχών χρησιμοποιούν ορισμένα χρηματοοικονομικά προϊόντα. Έχουν τη δυνατότητα να παρέχουν αποδόσεις που είναι ασυσχέτιστες με αυτές της αγοράς. Χρησιμοποιούν επίσης μια στρατηγική ανοικτών πωλήσεων, τη μόχλευση και τα παράγωγα προϊόντα μετατρέποντας τα με αυτόν τον τρόπο σε πολύ ευέλικτα.

- Τα τέσσερα στοιχεία που κάνουν τα hedge funds να διαφέρουν μεταξύ τους είναι η μεταβλητότητα, οι επενδυτικές στρατηγικές, οι αναμενόμενες αποδόσεις και ο κίνδυνος που αναλαμβάνουν. Στόχος πολλών στρατηγικών είναι να επιτύχουν την αντιστάθμιση του κινδύνου σε περιόδους όπου υπάρχει πτώση στην αγορά. Πολλά είναι και τα hedge funds που στοχεύουν στη συνέπεια των αποδόσεων και στη διατήρηση των αρχικών κεφαλαίων που επενδύθηκαν χωρίς να επιφέρουν ιδιαίτερα υψηλά κέρδη.
- Το κοινό στο οποίο απευθύνονται τα hedge funds είναι οι απόλυτα συνειδητοποιημένοι επενδυτές είτε είναι θεσμικοί είτε όχι οι οποίοι έχουν υψηλές οικονομικές απολαβές. Οι ασφαλιστικές εταιρείες, ορισμένες τράπεζες αλλά και θεσμικοί προτιμούν τα hedge funds προκειμένου να ελαχιστοποιήσουν τη μεταβλητότητα του χαρτοφυλακίου τους και να αυξήσουν τις μελλοντικές αποδόσεις τους.
- Αυτό που χαρακτηρίζει τους διαχειριστές των hedge funds είναι η μεγάλη επαγγελματική πείρα που έχουν καθώς και ότι πρόκειται για άτομα πολύ πειθαρχημένα. Οι περισσότεροι από αυτούς είναι φοβερά εξειδικευμένοι και ασχολούνται μόνο με την ειδικότητα τους. Είναι γνωστό πως τα στελέχη που ασχολούνται με τα hedge funds είναι τα πιο επιτυχημένα.
- Το χαρακτηριστικό που κάνει τα hedge funds να ξεχωρίζουν είναι το ισχυρό κίνητρο που παρέχουν στους διαχειριστές αφού κερδίζουν υψηλή προμήθεια. Η προμήθεια αυτή αγγίζει περίπου το 20% των ετήσιων κερδών και είναι άσχετη με την ετήσια προμήθεια διαχείρισης. Ακριβώς επειδή η προμήθεια αυτή είναι σχετικά υψηλή αποτελεί κίνητρο για τους ικανούς και πεπειραμένους διαχειριστές να ασχοληθούν με αυτού του είδους αμοιβαία κεφάλαια. Σκοπός αυτής της προμήθειας είναι να ισορροπήσει τα συμφέροντα του επενδυτή με αυτά του διαχειριστή ακόμα και όταν μιλάμε για χαμηλές αποδόσεις.

- Προκειμένου να δοθεί στον διαχειριστή η προμήθεια που αναφέρθηκε προηγουμένως θα πρέπει να έχουν καλυφθεί πιθανές απώλειες από προηγούμενα έτη αλλά και να ξεπερνάει η απόδοση του hedge fund αυτή του δείκτη αναφοράς. Ο όρος που χρησιμοποιούμε για αυτό είναι high watermark. Εύκολα αντιλαμβάνεται κανείς λοιπόν πως αυτός ο όρος ευνοεί τους επενδυτές εφόσον καλύπτονται οι ζημιές των προηγούμενων χρόνων βοηθώντας έτσι τους διαχειριστές να αποφεύγουν την ανάληψη υψηλού κινδύνου.
- Το τελευταίο χαρακτηριστικό των hedge funds είναι πως οι επενδυτές δεν έχουν τη δυνατότητα να εξαγοράσουν την επένδυσή τους οποιαδήποτε στιγμή θελήσουν. Οι επενδυτές στις περισσότερες περιπτώσεις είναι αναγκασμένοι να διατηρούν την επένδυσή τους για τουλάχιστον ένα χρόνο από την έναρξη της διαφορετικά χρεώνονται υψηλές προμήθειες ρευστοποίησης. Επειδή ακριβώς οι απότομες ρευστοποιήσεις επιδρούν σημαντικά στην επίδοση του χαρτοφυλακίου, οι διαχειριστές θέλουν να προστατεύσουν την επίδοση των επενδύσεών τους.

### 2.7.2 Τα πιο σημαντικά είδη των Hedge Funds

Όπως τονίσθηκε και ανωτέρω τα hedge funds διαφέρουν μεταξύ τους έχοντας ως συνέπεια τη διαφοροποίηση των αποδόσεων, της μεταβλητότητας και του κινδύνου τους. Λόγω της ασάφειας που επικρατεί υπάρχουν αρκετές και διαφορετικές κατηγοριοποιήσεις hedge funds από ορισμένους οργανισμούς. Η Van Hedge Fund Advisors International κατατάσσει τα hedge funds στις ακόλουθες κατηγορίες:

- Aggressive growth:** Επενδύουν σε μετοχές που προβλέπεται να αυξήσουν κατά πολύ τα κέρδη τους ανά μετοχή στο μέλλον. Αυτό που χαρακτηρίζει τις μετοχές είναι το αυξημένο P/E αλλά και η παροχή ενός ελαχίστου ή και καθόλου μερίσματος.

- Πρόκειται για εξειδικευμένα κλαδικά funds των οποίων η αναμενόμενη μεταβλητότητα είναι υψηλή.
- ii. **Healthcare:** Τουλάχιστον το 50% του χαρτοφυλακίου τους περιέχει αξιόγραφα ιατρικών, φαρμακευτικών και βιοτεχνολογικών επιχειρήσεων και η αναμενόμενη μεταβλητότητά τους είναι υψηλή.
  - iii. **Financial Services:** Τουλάχιστον το 50% του χαρτοφυλακίου τους περιέχει αξιόγραφα ασφαλιστικών εταιρειών, τραπεζών, πιστωτικών ενώσεων και χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων και η αναμενόμενη μεταβλητότητά τους είναι υψηλή.
  - iv. **Technology:** Τουλάχιστον το 50% του χαρτοφυλακίου τους περιέχει τίτλους υπηρεσιών πληροφορικής, βιοτεχνολογίας, ηλεκτρονικών επιχειρήσεων και άλλων εταιρειών υψηλής τεχνολογίας και η αναμενόμενη μεταβλητότητά τους είναι υψηλή.
  - v. **Media/ Communications:** Τουλάχιστον το 50% του χαρτοφυλακίου τους περιέχει αξιόγραφα επιχειρήσεων σχετικές με τα μέσα μαζικής ενημέρωσης, τις τηλεπικοινωνίες, τις εκδόσεις, την πληροφορική και η αναμενόμενη μεταβλητότητά τους είναι υψηλή.
  - vi. **Distressed Securities:** Προτιμούν να επενδύουν σε χρεόγραφα, αξιόγραφα και εμπορικά γραμμάτια εταιρειών που είτε είναι αντιμέτωπες με σημαντικά θέματα βιωσιμότητας είτε χρεοκοπούν. Η δυσκολία που αντιμετωπίζει η αγορά να εντοπίσει την πραγματική αξία τους οδηγεί σε κέρδη. Η αναμενόμενη μεταβλητότητά τους είναι είτε χαμηλή είτε μέτρια εφόσον οι αποδόσεις δε συσχετίζονται θετικά με την πορεία της αγοράς.
  - vii. **Emerging markets:** Προτιμούν να επενδύουν σε χρεόγραφα και αξιόγραφα των αναπτυσσόμενων αγορών που παρουσιάζουν υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης αλλά και υψηλότερο πληθωρισμό. Η αναμενόμενη μεταβλητότητά τους είναι αρκετά υψηλή.

- viii. **Income:** Επενδύουν ώστε να αποκτήσουν ένα σταθερό εισόδημα. Χρησιμοποιείται η μόχλευση προκειμένου να επενδύσουν σε προϊόντα σταθερού εισοδήματος και ομόλογα ώστε οι επενδυτές να λαμβάνουν ένα εισόδημα από την ανατίμηση κεφαλαίων αλλά και από την καταβολή τοκομεριδίων. Η αναμενόμενη μεταβλητότητά τους είναι αρκετά χαμηλή.
- ix. **Macro:** Στοχεύουν στην εκμετάλλευση των αλλαγών που συμβαίνουν στις διεθνείς αγορές διαχρονικά που προέρχονται κατά κύριο λόγο από τις μεταβολές των οικονομικών πολιτικών που επηρεάζουν το συνάλλαγμα, τις διεθνείς αγορές και τα επιτόκια. Χρησιμοποιείται η μόχλευση και τα παράγωγα προϊόντα ώστε να αντισταθμίζεται ο κίνδυνος και συμμετέχουν σε όλες τις αγορές μετοχών και ομολόγων. Η αναμενόμενη μεταβλητότητά τους είναι πολύ υψηλή.
- x. **Value:** Προτιμώνται οι μετοχές εταιρειών που θεωρούνται υποτιμημένες είτε γιατί οι προοπτικές τους δε γίνονται αντιληπτές από την αγορά είτε γιατί οι αναλυτές δεν τις εκτιμούν σωστά. Η αναμενόμενη μεταβλητότητά τους είναι είτε χαμηλή είτε μέτρια.
- xi. **Market timing:** Προτιμούν διαφορετικά επενδυτικά προϊόντα αναλόγως με το πώς θα εκτιμήσει ο διαχειριστής την πορεία της αγοράς. Η αναμενόμενη μεταβλητότητά τους είναι υψηλή.
- xii. **Market neutral-arbitrage:** Σαν στόχο έχουν να μπορούν να αντισταθμίζουν τον κίνδυνο της αγοράς λαμβάνοντας αντίθετες θέσεις. Η αναμενόμενη μεταβλητότητά τους είναι χαμηλή και εστιάζουν κυρίως σε αποδόσεις που δεν έχουν σχέση με αυτές της αγοράς μετοχών και ομολόγων.
- xiii. **Market neutral-securities hedging:** Προτιμούν τις ισόποσες short και long θέσεις που βρίσκονται κυρίως στον ίδιο κλάδο της αγοράς, έχοντας ως αποτέλεσμα τη μείωση του συστηματικού κινδύνου του χαρτοφυλακίου τους. Χρησιμοποιείται η μόχλευση προκειμένου να επιτευχθούν υψηλότερες αποδόσεις. Η αναμενόμενη μεταβλητότητά τους είναι χαμηλή.



- xiv. **Opportunistic:** Το κύριο χαρακτηριστικό τους είναι η συνεχής μεταβολή της επενδυτικής στρατηγικής ανάλογα με τις επενδυτικές ευκαιρίες που εμφανίζονται. Η στρατηγική που ακολουθούν επηρεάζει την αναμενόμενη μεταβλητότητά τους. Τέλος, οι διαχειριστές προσπαθούν να αναδιαμορφώνουν τα χαρτοφυλάκια με τη βοήθεια των διαθέσιμων προϊόντων της αγοράς.
- xv. **Short selling:** Λαμβάνουν θέσεις short πωλώντας υπερτιμημένες μετοχές ώστε να τις επαναγοράσουν στο μέλλον πιο φτηνά. Όσοι τώρα περιμένουν η αγορά να έχει πτωτική τάση προτιμούν τη στρατηγική αντιστάθμισης κίνδυνου στα χαρτοφυλάκια με θέσεις long. Η αναμενόμενη μεταβλητότητά τους είναι ιδιαίτερα υψηλή.
- xvi. **Special situations:** Προτιμούν να επενδύουν όταν οι τιμές των μετοχών ή των ομολόγων αναμένεται να αλλάξουν λόγω κάποιων σημαντικών γεγονότων όπως π.χ. εξαγορές, συγχωνεύσεις κλπ. Τα παράγωγα χρησιμοποιούνται προκειμένου να αυξηθεί η αναμενόμενη απόδοσή τους και να αντισταθμιστεί ο κίνδυνος. Η αναμενόμενη μεταβλητότητά τους είναι μέτρια.
- xvii. **Multi strategies:** Στοχεύουν στη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου τους και στην επιτυχία βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων αποδόσεων για αυτό και χρησιμοποιούν δύο ή ακόμα και τρεις στρατηγικές ταυτόχρονα. Οι διαχειριστές είναι εκείνοι οι οποίοι αποφασίζουν ποια στρατηγική είναι πιο κερδοφόρα. Η αναμενόμενη μεταβλητότητά τους επηρεάζεται από την ένταση των μεμονωμένων στρατηγικών που ακολουθούνται.

### 2.7.3 Πλεονεκτήματα των Hedge Funds

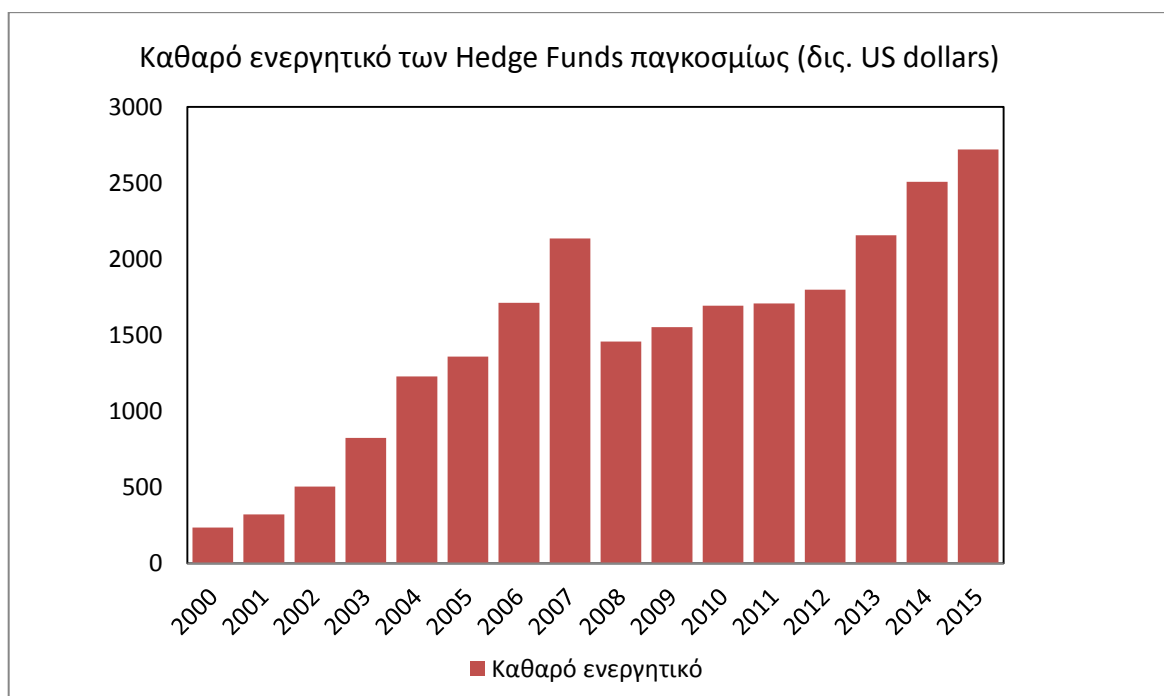
Επικρατεί η άποψη ότι επειδή χρησιμοποιείται μόχλευση και στρατηγικές global macro όλα τα hedge funds παρουσιάζουν μεγάλη μεταβλητότητα. Όμως αυτό είναι λανθασμένο.

Ένα ελάχιστο ποσοστό μόνο από τα hedge funds είναι global macro funds, ενώ τα πιο πολλά από αυτά χρησιμοποιούν παράγωγα προϊόντα για αντιστάθμιση κινδύνου. Τα hedge funds προσφέρουν κάποια ιδιαίτερα χαρακτηριστικά τα οποία είναι τα εξής:

- 1) Παρέχουν θετικές αποδόσεις ακόμα και όταν η αγορά έρχεται αντιμέτωπη με πτωτικές τάσεις.
- 2) Η επένδυση σε hedge funds ενός μέρους του χαρτοφυλακίου προσφέρει μια μείωση στο συνολικό κίνδυνο του και μια αύξηση στην αναμενόμενη απόδοσή του.
- 3) Τα κλασσικά αμοιβαία κεφάλαια έχουν χαμηλότερες αποδόσεις και υψηλότερο συνολικό κίνδυνο σε σχέση με τα hedge funds.
- 4) Το μεγάλο εύρος των στρατηγικών αλλά και η επαγγελματική διαχείριση από πολύ ικανούς διαχειριστές αποτελούν το τελευταίο πλεονέκτημα των hedge funds.

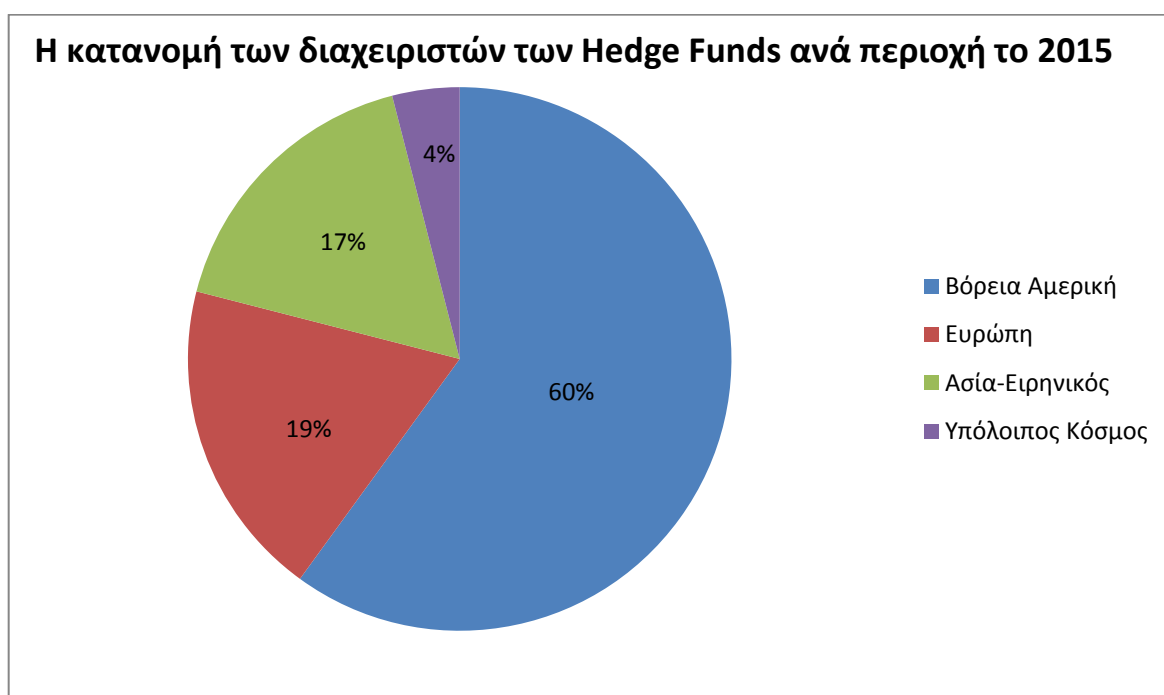
Στα επόμενα διαγράμματα παρουσιάζεται η πορεία του ενεργητικού των hedge funds παγκοσμίως από το 2000 έως το 2015 καθώς και η κατανομή των διαχειριστών των hedge funds ανά περιοχή το 2015. Το 2000 το ενεργητικό των hedge funds ήταν μόλις 236,61 δις US dollars, σε αντίθεση με το 2015 που ήταν 2.720,70 δις US dollars. Η Βόρεια Αμερική τώρα είναι η πιο εδραιωμένη περιοχή στον κλάδο των hedge funds και αντιπροσωπεύει την πλειοψηφία (60%) των διαχειριστών. Το 19% των διαχειριστών του συγκεκριμένου είδους σχετίζεται με την Ευρώπη. Από αυτούς, οι περισσότεροι από τους μισούς (52%) εδρεύουν στο Ηνωμένο Βασίλειο. Οι διαχειριστές των hedge funds της Ασίας-Ειρηνικού συνιστούν το 17% του συνόλου των επιχειρήσεων εντός του κλάδου, ενώ στον υπόλοιπο κόσμο η βιομηχανία είναι λιγότερο ανεπτυγμένη κατέχοντας μόνο το 4% των διαχειριστών.

### Διάγραμμα 10



Πηγή: Statista

### Διάγραμμα 11



Πηγή: Prequin Hedge Fund Analyst

## 2.7.4 Σύγκριση των Hedge Funds με τα Α/Κ κλασικού τύπου

Τα hedge funds όπως είναι γνωστό ανήκουν στη νέα γενιά αμοιβαίων κεφαλαίων καθώς διακρίνονται από ορισμένα χαρακτηριστικά που τα κάνουν να ξεχωρίζουν. Τα hedge funds όπως και τα αμοιβαία κεφάλαια απευθύνονται σε επενδυτές οι οποίοι χρειάζονται αποτελεσματικές επενδυτικές επιλογές για να τοποθετήσουν τα χρήματά τους. Τα αμοιβαία κεφάλαια κλασικού τύπου δεν επιτρέπουν να χρησιμοποιούνται σύνθετες κερδοσκοπικές στρατηγικές σε αντίθεση με τα hedge funds. Επιπλέον, τα hedge funds δεν υπόκεινται σε αυστηρό έλεγχο ούτε σε θεσμικό πλαίσιο ούτε σε υποχρεώσεις δημοσίευσης ακριβώς επειδή απευθύνονται σε ένα μικρό αριθμό ενημερωμένων επενδυτών. Για αυτό τα hedge funds θεωρούνται αδιαφανή και με σημαντικές επιπτώσεις στην αστάθεια του χρηματοοικονομικού συστήματος. Στα hedge funds μπορούν να επενδύσουν μόνο όσοι επενδυτές έχουν οικονομική επιφάνεια καθώς το ύψος του ελάχιστου ποσού κεφαλαίων που απαιτείται είναι αρκετά υψηλό. Αντίθετα, τα αμοιβαία κεφάλαια κλασικού τύπου δεν απαιτούν ελάχιστο ποσό επένδυσης εκτός από ελάχιστες εξαιρέσεις.

Ο ετήσιος δείκτης εξόδων για τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια είναι 1-2% επί του ενεργητικού, ενώ στα hedge funds εκτός από τα ετήσια έξοδα χρεώνονται και με προμήθεια που αγγίζει το 20% της συνολικής απόδοσης.

Τα hedge funds επιτρέπουν τη χρησιμοποίηση στρατηγικής μόχλευσης ενώ τα κλασικά αμοιβαία κεφάλαια όχι. Τα hedge funds πολλές φορές χρησιμοποιούν επιθετικές στρατηγικές. Για παράδειγμα η επιθετική χρήση “μόχλευσης” είναι κύριο γνώρισμα των hedge funds αφού πολλές από τις επιλογές τους παραμένουν μυστικές. Με το πέρασμα των χρόνων τα hedge funds τείνουν να μειώνουν το ελάχιστο ποσό επένδυσης ώστε να έχουν πρόσβαση σε αυτά και επενδυτές που δεν ανήκουν στις υψηλές εισοδηματικές τάξεις όπως επίσης παρατηρείται και μια προσπάθεια μείωσης του ποσού της προμήθειας.

Τα αμοιβαία κεφάλαια κλασσικού τύπου τώρα, χρησιμοποιούν στρατηγικές που χρησιμοποιούν και τα hedge funds. Αυτό υποδηλώνει πως υπάρχει μια αλληλεπίδραση μεταξύ αυτών των δυο ειδών αμοιβαίων κεφαλαίων. Τέλος, όπως αναφέρθηκε και πιο πάνω τα hedge funds χαρακτηρίζονται από έλλειψη διαφάνειας των επενδύσεων αλλά και από έλλειψη αυστηρών ελέγχων. Γίνονται όμως βήματα προκειμένου τα hedge funds να μιμηθούν τα κλασσικού τύπου αμοιβαία κεφάλαια σε αυτό το θέμα.

### **2.7.5 Απόδοση των Hedge Funds και των Α/Κ στις αναδυόμενες αγορές**

Οι θεσμικοί επενδυτές αλλά και ορισμένες κατηγορίες ιδιωτών έχουν τοποθετήσει ένα σημαντικό χρηματικό ποσό στα hedge funds, επιζητώντας όχι μόνο υψηλές αποδόσεις αλλά και τα οφέλη της διαφοροποίησης (Fung 2008). Ύστερα από μελέτες που πραγματοποιήθηκαν πρόέκυψε το συμπέρασμα ότι τα κλασσικά γραμμικά μοντέλα μέτρησης της απόδοσης δε μπορούν πάντα να αντιληφθούν τις στρατηγικές δυναμικής διαπραγμάτευσης που ακολουθούν τα hedge funds σε πολλές κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων και αγορών ( Agarwal and Naik 2004, Carocci and Hübner 2004).

Επιπλέον, τα hedge funds χρησιμοποιούν μια ποικιλία στρατηγικών διαπραγμάτευσης, έτσι αναλύοντάς τα χρησιμοποιώντας ένα μόνο μοντέλο μέτρησης της απόδοσης δε μπορεί να γίνει αντιληπτό ότι τα χαρακτηριστικά συγκεκριμένων στρατηγικών είναι περιορισμένης αξίας. Τα μοντέλα μέτρησης της απόδοσης πρέπει να υπολογίζουν τις διαφορές στον τρόπο διαχείρισης ( Fung and Hsieh 2001,2004, Agarwal and Naik 2004).

Το άρθρο με τίτλο “The performance of hedge funds and mutual funds in emerging markets” των Martin Eling και Roger Faust έχει ως σκοπό την ανάλυση της απόδοσης των hedge funds στις αναδυόμενες αγορές. Ως αναδυόμενες αγορές ορίζονται οι περιοχές ή οι χώρες που βρίσκονται στη διαδικασία ταχείας ανάπτυξης και εκβιομηχάνισης όπως είναι η Κίνα, η Ινδία, η Λατινική Αμερική καθώς και πολλές χώρες της ανατολικής Ευρώπης και της νοτιοανατολικής Ασίας. Αυτές οι αγορές παρουσιάζουν σημαντικές ευκαιρίες ανάπτυξης αλλά και υψηλούς οικονομικούς και πολιτικούς κινδύνους καθιστώντας τις αναδυόμενες αγορές πιο ευμετάβλητες σε σχέση με τις ώριμες αγορές ( De Santis and Imrohoroglu 1997).

Μια κύρια διαφορά ανάμεσα στις αναδυόμενες αγορές hedge funds και στα άλλα hedge funds είναι ότι η χρήση των σύντομων πωλήσεων και παραγώγων ήταν σχετικά περιορισμένη τα προηγούμενα χρόνια επειδή αυτά τα μέσα δεν ήταν εύκολα διαθέσιμα όπως είναι στις αναπτυγμένες αγορές. Αυτοί οι περιορισμοί δημιουργούν ερωτήματα σχετικά με την προστιθέμενη αξία που παρέχεται από αυτά τα κεφάλαια σε σχέση με τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια. Για την ανάλυση που πραγματοποιήθηκε στο συγκεκριμένο επιστημονικό άρθρο χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία που συγκεντρώθηκαν από το Center for International Securities and Derivatives Markets( CISDM) όπου είναι η μεγαλύτερη βάση δεδομένων γύρω από τα hedge funds. Η μελέτη αυτή περιέχει 566 hedge funds που εστιάζουν στις αναδυόμενες αγορές. Επιπλέον, επιλέγονται 1542 A/K ενεργά στις αναδυόμενες αγορές από τη βάση δεδομένων Datastream.

Η ανάλυση καλύπτει τα έτη από το 1995 έως το 2008 και παρέχει ορισμένα πλεονεκτήματα για 3 λόγους. Πρώτον, τα αποτελέσματα δεν εμπεριέχουν σφάλματα βιωσιμότητας όπως άλλα hedge funds. Δεύτερον, η περίοδος αυτή επιτρέπει την ανάλυση της απόδοσης στις αναδυόμενες αγορές hedge funds σε διαφορετικά περιβάλλοντα αγοράς. Τέλος, η αναλυόμενη αυτή περίοδος περιέχει μερικά κρίσιμα γεγονότα για τις αναδυόμενες αγορές hedge funds όπως την ασιατική κρίση το 1998 και την τεχνολογική φούσκα του 2000.

Τα κύρια συμπεράσματα του άρθρου είναι τα εξής: 1) οι αποδόσεις και ο συντελεστής alpha είναι υψηλότερα από τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια 2) ορισμένα hedge funds έχουν υψηλότερες αποδόσεις από τους δείκτες αναφοράς ενώ τα περισσότερα A/K τείνουν να έχουν χαμηλότερη απόδοση από τους δείκτες αναφοράς 3) σε μία κακή ή ουδέτερη κατάσταση της αγοράς, τα hedge funds επιτυγχάνουν υψηλότερες αποδόσεις σε σχέση με τα αμοιβαία κεφάλαια, ενώ επιτυγχάνεται η ίδια απόδοση σε ομαλές συνθήκες. Γενικά, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι οι αναδυόμενες αγορές hedge funds αποδίδουν καλύτερα από τους κλασικούς ανταγωνιστές.

Τα hedge funds παρέχουν μεγαλύτερες αποδόσεις σε σχέση με τα A/K αλλά και μικρότερη τυπική απόκλιση. Η διαφορά στις αποδόσεις οδηγεί σε πολύ υψηλότερο δείκτη Sharpe για τα hedge funds. Ωστόσο, αν και μερικοί επενδυτές μπορεί να ανησυχούν περισσότερο για τα στατιστικά μέτρα της κατανομής της απόδοσης (μέση τιμή, τυπική απόκλιση), υπάρχουν και άλλοι που ενδιαφέρονται πιο πολύ για το σχήμα της κατανομής και τις ακραίες τιμές δηλαδή την ασυμμετρία και την κύρτωση. Συμπεραίνουμε λοιπόν ότι τα hedge funds και τα αμοιβαία κεφάλαια κατά μέσο όρο έχουν μια αρνητική ασυμμετρία με μια θετική κύρτωση. Οι τιμές είναι πιο ακραίες για τα hedge funds δηλαδή η ασυμμετρία είναι χαμηλότερη και η κύρτωση πολύ υψηλότερη. Αυτό είναι ένα σημαντικό εύρημα καθώς οι επενδυτές με σαφή αποστροφή προς τον κίνδυνο προτιμούν υψηλότερες τιμές σε δύσκολες καταστάσεις ενώ προτιμούν κατώτερες τιμές σε ομαλές καταστάσεις (Scott and Horvath, 1980).

Το επόμενο θέμα το οποίο διαπραγματεύεται το άρθρο είναι η συσχέτιση. Η έρευνα έδειξε ότι οι συσχετίσεις μεταξύ των αμοιβαίων κεφαλαίων και των δεικτών της αγοράς μετοχών και ομολόγων είναι θετικές και σημαντικές. Το ίδιο αποτέλεσμα βρέθηκε και από την ανάλυση των συσχετίσεων των hedge funds και των παραδοσιακών δεικτών μετοχών και ομολόγων.

Το μεγαλύτερο επιχείρημα για να επενδύσει κάποιος σε hedge funds είναι ότι οι συσχετίσεις στις παραδοσιακές επενδύσεις όπως οι μετοχές και τα ομόλογα είναι κάπως χαμηλότερες μετατρέποντας έτσι τα hedge funds πολύ ενδιαφέροντα για τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου. Στην πραγματικότητα, οι αποδόσεις των hedge funds στις παραδοσιακές επενδύσεις είναι γενικά χαμηλότερες από ότι οι αντίστοιχες συσχετίσεις των A/K.

Επιστρέφουμε τώρα, στα αποτελέσματα της μέτρησης της απόδοσης. Μελετώντας τον προσαρμοσμένο συντελεστή  $R^2$  προκύπτει ότι είναι αρκετά χαμηλότερος για τα hedge funds σε σχέση με το συντελεστή των αμοιβαίων κεφαλαίων. Επιπλέον, τα A/K έχουν αρνητικούς συντελεστές alpha στις περισσότερες περιπτώσεις υποδεικνύοντας ότι οι δείκτες αναφοράς έχουν χαμηλότερες αποδόσεις. Ακόμα και τα αμοιβαία κεφάλαια στις αναδυόμενες αγορές κατά μέσο όρο δεν έχουν υψηλότερες αποδόσεις από τους παραδοσιακούς δείκτες αναφοράς. Επίσης, σε αντίθεση με τα A/K, τα hedge funds έχουν θετικό συντελεστή alpha. Τέλος, θα πρέπει να αναφέρουμε ότι ο συντελεστής alpha των αμοιβαίων κεφαλαίων εκτός από αρνητικός είναι και σημαντικός ενώ αντιθέτως για τα hedge funds είναι θετικός και σημαντικός.

Στο σημείο αυτό θα ασχοληθούμε με τα αποτελέσματα της μέτρησης της απόδοσης σε τέσσερις υποπεριόδους. Η επιλογή των περιόδων έγινε με βάση την επιρροή δυο παρόμοιων γεγονότων και την πρόσφατη αλλαγή στη συμπεριφορά των hedge funds. Δηλαδή, οι περίοδοι αυτοί χωρίζονται ως εξής: 1) περίοδος της ασιατικής κρίσης 2) περίοδος μετά την ασιατική κρίση και μέχρι την κορύφωση της τεχνολογικής φούσκας 3) περίοδος μετά την τεχνολογική φούσκα 4) περίοδος όπου οι αναδυόμενες αγορές των hedge funds ακολουθούν ένα παρόμοιο υπόδειγμα με τις αγορές των hedge funds (Fung 2008, Abugri and Dutta 2009).



Ακόμα και στις υποπεριόδους αυτές τα hedge funds κατά μέσο όρο έχουν καλύτερη απόδοση από τα αμοιβαία κεφάλαια. Προκύπτει ακόμα ότι οι αναδυόμενες αγορές των hedge funds έχουν σημαντικά υψηλότερες αποδόσεις από τους δείκτες αναφοράς την περίοδο μετά την ασιατική κρίση καθώς και μετά την τεχνολογική φούσκα. Τα hedge funds είχαν μεγαλύτερη συμμετοχή σε ομόλογα από ότι τα A/K για την περίοδο 2000-2008 καθώς σε αντίθεση με τα αμοιβαία κεφάλαια μπορούσαν να μοιράσουν τα περιουσιακά στοιχεία και σε ομόλογα και μετοχές συγχρόνως.

Οι αναδυόμενες αγορές των hedge funds δεν είχαν εξαιρετική απόδοση από τον Οκτώβριο του 1998 μέχρι το Μάρτιο του 2000. Αυτή η περίοδος χαρακτηρίζεται από μείωση του συντελεστή alpha. Επίσης, δε μπορούμε να πούμε πως ο συντελεστής alpha έχει μειωθεί κατά το διάστημα που μελετάμε αφού οι καλύτερες τιμές που λαμβάνει βρίσκονται στο δεύτερο μισό του χρονικού πλαισίου που εξετάστηκε. Μόνο από τα μέσα του 2003 και μέχρι το 2008 ο συντελεστής alpha μειώθηκε ελαφρώς κυρίως για τα A/K (Strömquist, 2007). Συγκρίνοντας, τα hedge funds και τα αμοιβαία κεφάλαια διαπιστώνουμε ότι τα A/K είχαν χαμηλότερη απόδοση κατά τη διάρκεια της βουτιάς του χρηματιστηρίου, ενώ άρχισαν να ανακάμπτουν το 2003.

Τέλος, θα ασχοληθούμε με τη μέτρηση της απόδοσης σε διαφορετικά περιβάλλοντα. Τα ευρήματα δείχνουν ότι τα αμοιβαία κεφάλαια και τα hedge funds δημιουργούν αποδόσεις με διαφορετικό τρόπο σε περιπτώσεις όπου οι τιμές των υποκείμενων τίτλων μειώνονται και επικρατεί απαισιοδοξία (bear markets). Διαχωρίζοντας ορισμένα περιβάλλοντα (π.χ. τους καλύτερους και τους χειρότερους μήνες) προκύπτουν τα ακόλουθα συμπεράσματα:

- Οι αποδόσεις των A/K και του δείκτη της αγοράς είναι παρόμοιες.
- Τα αμοιβαία κεφάλαια έχουν χαμηλότερες αποδόσεις από την αγορά.
- Οι αποδόσεις των hedge funds είναι παρόμοιες με τις αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων σε φυσιολογικές καταστάσεις.

- Σε δύσκολες καταστάσεις τα hedge funds έχουν υψηλότερες αποδόσεις από την αγορά αλλά και από τα Α/Κ.

Ανακεφαλαιώνοντας όλα τα παραπάνω, προκύπτει ότι τα hedge funds προσφέρουν μεγαλύτερες αποδόσεις και συντελεστές alpha από ότι τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια. Επιπροσθέτως, ορισμένα hedge funds τείνουν να έχουν υψηλότερες αποδόσεις από τους δείκτες αναφοράς, ενώ αντίθετα τα Α/Κ δε μπορούν να το επιτύχουν αυτό. Ένας πιθανός λόγος που συμβαίνει το παραπάνω ίσως είναι ότι τα hedge funds έχουν πιο ενεργή διαχείριση από τα αμοιβαία κεφάλαια. Η ανάλυση των διαφορετικών περιβαλλόντων της αγοράς αποδεικνύει ότι τα Α/Κ έχουν μια σταθερή έκθεση στις κινήσεις της αγοράς σε αντίθεση με τα hedge funds. Οι αναδυόμενες αγορές των hedge funds είναι πιο ενεργές στη μετακίνηση των περιουσιακών στοιχείων ίσως επειδή είναι λιγότερο περιορισμένες από τους επενδυτές όσον αφορά το στυλ και την πολιτική της επένδυσης.

Κλείνοντας, οι επενδυτές πρέπει να γνωρίζουν ότι εκτός από τις διαφορές στην ευελιξία σχετικά με την κατανομή των περιουσιακών στοιχείων υπάρχουν πολλοί λόγοι που ίσως ευθύνονται για την απόδοση μεταξύ στα αμοιβαία κεφάλαια και τα hedge funds συμπεριλαμβάνοντας τη χρήση της μόχλευσης για τους διαχειριστές των hedge funds.

### **2.7.6 Μέτρηση της απόδοσης των Hedge Funds**

Το μέγεθος της βιομηχανίας των hedge funds διπλασιαζόταν σχεδόν κάθε διετία από το 1994-2008 όπως αναφέρει και ο Russ Wermers στο επιστημονικό του άρθρο του με τίτλο “ Performance Measurement of Mutual Funds, Hedge Funds, and Institutional Accounts”, έως ότου έφτασε να κατέχει πάνω από 11.000 ενεργά κεφάλαια που διαχειρίζονταν περισσότερα από \$2,5 τρις τον Ιούλιο του 2008 (Titman and Tiu, 2011).

Τα περιουσιακά στοιχεία με μόχλευση που ελέγχονται από τα hedge funds είναι πολλές φορές μεγαλύτερα. Πολλές είναι οι έρευνες που έχουν διεξαχθεί τα τελευταία δεκαπέντε χρόνια σχετικά με τις αποδόσεις των hedge funds, δυστυχώς όμως τα στοιχεία του συγκεκριμένου είδους αμοιβαίων κεφαλαίων παρουσιάζουν μια σειρά από προβλήματα για τους ερευνητές. Το κύριο πρόβλημα είναι ότι τα hedge funds γενικά δεν υποχρεούνται να αποκαλύψουν τίποτα για τους μη επενδυτές και μπορεί να αναφέρουν μόνο πολύ βασικές πληροφορίες για τους επενδυτές.

Ευτυχώς, τα hedge funds επιδιώκουν να βγαίνουν στην αγορά προκειμένου να κερδίζουν περισσότερους πελάτες, έτσι ώστε να παρέχουν εθελοντικά τα στοιχεία στους πωλητές. Για αυτό παίρνουμε στοιχεία από τα κεφάλαια που είναι πολύ πιθανό να είναι πιο επιτυχημένα ή από κεφάλαια που επιθυμούν να αναπτυχθούν. Συμπέρασμα ορισμένων ερευνών είναι ότι οι πωλητές γενικά αποκτούν στοιχεία από διαφορετικά σύνολα των hedge funds, καθιστώντας την ερμηνεία των μελετών πολύ δύσκολη.

Μια έρευνα σχετικά με την απόδοση, τον κίνδυνο και το σχηματισμό των κεφαλαίων των funds of funds από το 1995 έως και το 2004 (Fung, 2008), χρησιμοποιώντας το 7παραγοντικό μοντέλο των Fung και Hsieh (2004) μας έδειξε ότι παρά το γεγονός ότι το μέσο fund of fund προσφέρει συντελεστή άλφα μόνο κατά την περίοδο μεταξύ του Οκτωβρίου του 1998 και του Μαρτίου του 2000, ένα υποσύνολο των funds of funds προσφέρει σταθερό συντελεστή άλφα. Τα άλφα-παραγοντικά κεφάλαια δεν είναι τόσο πιθανό να ρευστοποιηθούν όπως εκείνα που δεν προσφέρουν συντελεστή άλφα και επιπλέον παρέχουν πολύ μεγαλύτερες και σταθερότερες εισροές από τους λιγότερο τυχερούς ομολόγους. Αυτές οι εισροές κεφαλαίων εξασθενούν την ικανότητα των παραγωγών άλφα να συνεχίσουν να προσφέρουν άλφα στο μέλλον.

Ο Jagannathan (2010) εξετάζει τη βάση δεδομένων HFR διορθώνοντας τα κεφάλαια που σταματούν την αναφορά σε HFR με ένα στατιστικό μοντέλο. Επίσης, εικάζει ότι τα σχετικά μέτρα απόδοσης είναι καλύτεροι δείκτες από τα απόλυτα μέτρα λόγω του ότι τα σχετικά μέτρα απαλείφουν πιθανές άγνωστες κοινές εκθέσεις κινδύνου των διαχειριστών σε μια συγκεκριμένη κατηγορία. Ο Kosowski (2007) επεκτείνεται στο σύμπαν των hedge funds, χρησιμοποιώντας το 7παραγοντικό Fung και Hsieh (2004) μοντέλο σε μια Μπεϋζιανή βάση. Είναι ιδιαίτερα σημαντικό να ασχοληθούμε με τις μη κανονικές αποδόσεις των hedge funds, δεδομένου ότι οι δυναμικές στρατηγικές και οι επιλογές ασφαλείας καθιστούν τα χαρτοφυλάκιά τους μη φυσιολογικά.

Ο Kosowski (2007) αξιολογεί ένα δείγμα των hedge funds που αποτελείται από ένα σύνολο 4.300 ζωντανών και 1.233 νεκρών hedge funds από το 1990 έως το 2002. Το άνω δεκατημόριο αυτών των κεφαλαίων έχει μεγαλύτερη απόδοση από το κάτω δεκατημόριο των κεφαλαίων κατά 5,8% κατά τη διάρκεια του επόμενου έτους ενώ τα δεκατημόρια δε διαφέρουν από ένα απλό συνηθισμένο μοντέλο ελαχίστων τετραγώνων.

Ο Avramov (2009) επεκτείνει τα μοντέλα πρόβλεψης των Avramov και Wermers (2006) στο σύμπαν των hedge funds ώστε να βρει μια ουσιαστική ικανότητα να προβλέψει την υπεραπόδοση των hedge funds. Αν και τα περισσότερα hedge funds δεν χρειάζεται να αποκαλύψουν τίποτα για τις θέσεις του χαρτοφυλακίου τους, οι εν λόγω συμμετοχές hedge funds που κατέχουν τουλάχιστον \$100 εκατομμύρια σε αμερικάνικες μετοχές, πρέπει να υποβάλλουν τριμηνιαίες εκθέσεις των μετοχικών θέσεων με μέγιστη καθυστέρηση 45 ημερών έπειτα από το τέλος του τριμήνου. Ακολουθώντας την προσέγγιση σχετικά με τα αμοιβαία κεφάλαια που χρησιμοποιείται από τον Chen (2000), διαπιστώθηκε ότι οι συνολικές συμμετοχές και συναλλαγές των hedge funds δεν προβλέπουν τις αποδόσεις των μετοχών.

Μπορούν ωστόσο να βρουν μεγάλες θέσεις που λαμβάνονται από τα hedge funds, ωστόσο φαίνεται να προβλέπουν τις αποδόσεις των μετοχών για το επόμενο τρίμηνο και τις αρνητικές αποδόσεις με πιο μακροπρόθεσμους ορίζοντες.

Άλλη μια έρευνα ασχολήθηκε με τη μελέτη της απόδοσης των ατομικών hedge funds. Κατά τη διάρκεια ολόκληρης της περιόδου από το 1986-2004 διαπιστώνεται ότι τα hedge funds κατέχουν μετοχές που έχουν μεγαλύτερη απόδοση από το 2,15% ανά έτος σε σύγκριση με το 0,82% που έχουν τα αμοιβαία κεφαλαία. Ωστόσο, το μεγαλύτερο μέρος της απόδοσης δημιουργήθηκε κατά τη διάρκεια του 1999 και του 2000, με τις διαφορές μεταξύ των hedge funds και των Α/Κ να εξαφανίζονται κατά τη διάρκεια άλλων περιόδων.

Λόγω της περιορισμένης διαφάνειας που παρέχουν τα hedge funds, η βιβλιογραφία σχετικά με τα χαρακτηριστικά των ειδικευμένων hedge funds είναι πολύ μικρή στο χώρο των αμοιβαίων κεφαλαίων. Ωστόσο, υπάρχουν μικρές αξιολογικές μελέτες όπως των De Souza και Gokcan (2003) όπου βρίσκουν ότι οι διαχειριστές που επενδύουν δικά τους κεφάλαια στα κεφάλαιά τους είναι πιο πιθανό να έχουν υψηλότερες αποδόσεις είτε επειδή οι διαχειριστές έχουν μεγαλύτερη προσδοκία είτε επειδή είναι πιθανό να αποφευχθούν οι κίνδυνοι χωρίς αποζημίωση.

Άλλες μελέτες ασχολήθηκαν με την ανάλυση των κινδύνων των hedge funds σε συστηματικούς και ιδιοσυγκρασιακούς κινδύνους ( Titman and Tiu, 2011). Με απλά λόγια εξετάζεται δηλαδή το ποσοστό από τις αποδόσεις που προέρχεται από μια στρατηγική με βάση το συντελεστή άλφα. Ορισμένες ερευνητικές κατευθύνσεις φαίνονται πιο ελπιδοφόρες σε ότι έχει να κάνει με τα hedge funds. Κατ' αρχάς το μακροοικονομικό μοντέλο πρόβλεψης των Anramon και Wermers (2006) έχει δώσει πολλές ελπίδες στον κόσμο των hedge funds και θα ήταν ενδιαφέρον να δούμε μια μελλοντική έρευνα σχετικά με άλλες κατηγορίες ενεργητικού όπως τα ομολογιακά Α/Κ, τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια και τα αναδυόμενα κεφάλαια αγοράς.

Επιπλέον, μια κραυγαλέα παράλειψη της βιβλιογραφίας είναι η εκτίμηση του κόστους συναλλαγών των επιμέρους κεφαλαίων. Παρά το γεγονός ότι ο Wermers (2000) παρέχει μια κατά προσέγγιση εκτίμηση των εξόδων αυτών, νέες πηγές δεδομένων επιτρέπουν στους ερευνητές να πάνε παρακάτω την ανάλυση των καθημερινών συναλλαγών των κεφαλαίων, τις αποδόσεις καθώς και το κόστος των συναλλαγών τους.

Επίσης, θα πρέπει να γίνει περαιτέρω έρευνα προόδου για τους διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων εκτός των Η.Π.Α.. Τέλος, πρόσφατα οι Dodd-Frank Act θα μπορούσαν να παράσχουν περαιτέρω στοιχεία για τους ερευνητές, τα οποία θα μπορούσαν να ωφελήσουν το κοινό με πολλούς τρόπους και ίσως με λιγότερες βλαβερές συνέπειες αν χρησιμοποιηθούν σωστά. Για παράδειγμα, εάν τα hedge funds υποχρεούνταν να γνωστοποιούν περιοδικά τις συμμετοχές του χαρτοφυλακίου τους, με μια λογική χρονική υστέρηση, οι ερευνητές θα μπορούσαν να μελετήσουν καλύτερα τις παραγωγικές ικανότητες και τους λειτουργικούς κινδύνους αυτών των κεφαλαίων.

## **2.8 Αμοιβαία Κεφάλαια Κλειστού Τύπου (Closed-End Funds)**

Ένα αμοιβαίο κεφάλαιο κλειστού τύπου είναι ένα είδος εταιρείας επενδύσεων του οποίου οι μετοχές είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο αξιών ή αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην αγορά. Τα περιουσιακά στοιχεία ενός κλειστού τύπου αμοιβαίου κεφαλαίου τα διαχειρίζονται επαγγελματίες, σύμφωνα με τους επενδυτικούς στόχους και τις πολιτικές του αμοιβαίου κεφαλαίου και μπορούν να επενδύονται σε μετοχές, ομόλογα και άλλους τίτλους. Η τιμή αγοράς των κλειστού τύπου αμοιβαίων κεφαλαίων κυμαίνεται όπως και εκείνη των άλλων που είναι εισηγμένα στο χρηματιστήριο αξιών και καθορίζεται από την προσφορά και τη ζήτηση της αγοράς. Ένα closed-end fund δημιουργήθηκε από την έκδοση ενός σταθερού αριθμού κοινών μετοχών οι οποίες διατέθηκαν σε επενδυτές κατά τη διάρκεια μιας αρχικής δημόσιας προσφοράς. Η μεταγενέστερη έκδοση κοινών μετοχών μπορεί να προκύψει για παράδειγμα μέσω της επανεπένδυσης του μερίσματος.

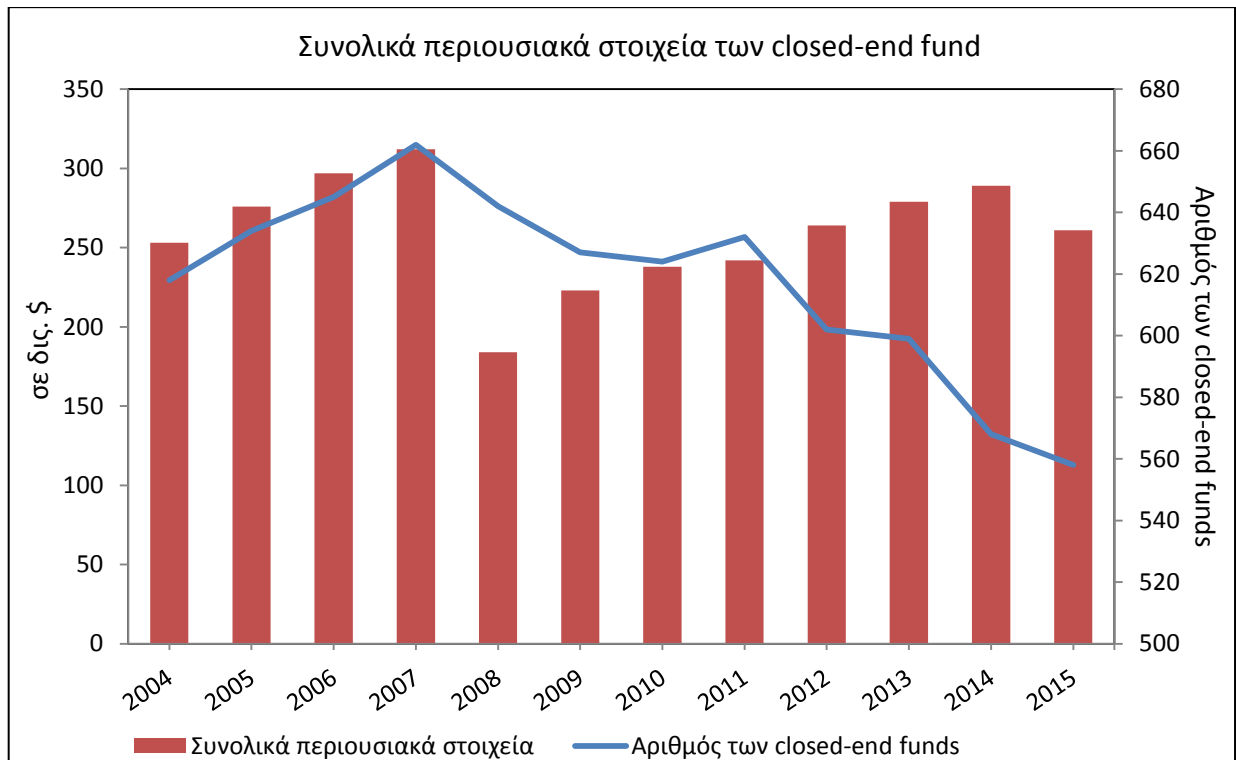
Τα αμοιβαία κεφάλαια κλειστού τύπου έχουν την ικανότητα να εκδίδουν επιπλέον μία σειρά προνομιούχων μετοχών εκτός από κοινές μετοχές. Οι προνομιούχες μετοχές διαφέρουν από τις κοινές μετοχές για τις οποίες οι προνομιούχοι μέτοχοι καταβάλλουν μερίσματα, αλλά τα κέρδη και οι ζημίες του κεφαλαίου δεν μοιράζονται.

Η έκδοση προνομιούχων μετοχών επιτρέπει σε ένα κλειστού τύπου αμοιβαίο κεφάλαιο να αντλήσει πρόσθετα κεφάλαια, τα οποία μπορεί να χρησιμοποιήσει για να αγοράσει περισσότερους τίτλους για το χαρτοφυλάκιό του. Μόλις εκδοθούν οι μετοχές ενός κλειστού τύπου αμοιβαίου κεφαλαίου αγοράζονται και πωλούνται από τους επενδυτές στην ελεύθερη αγορά αλλά δεν μπορούν να αγοράζονται ή να εξαγοράζονται άμεσα από το κεφάλαιο παρόλο που ορισμένα αμοιβαία κεφάλαια κλειστού τύπου μπορούν να υιοθετήσουν προγράμματα επαναγοράς μετοχών ή και να ενδιαφέρονται περιοδικά για μετοχές.

Επειδή ένα closed-end fund δεν χρειάζεται να διατηρήσει αποθέματα μετρητών ή να πουλήσει υποκείμενους τίτλους για την κάλυψη εξαγορών, το κεφάλαιο έχει την ευελιξία να επενδύει σε λιγότερο ρευστούς τίτλους του χαρτοφυλακίου. Για παράδειγμα, ένα κλειστού τύπου αμοιβαίο κεφάλαιο μπορεί να επενδύει σε τίτλους πολύ μικρών επιχειρήσεων, δημόσια ομόλογα που δεν διαπραγματεύονται ευρέως, ή σε υποκείμενους τίτλους που διαπραγματεύονται σε χώρες που δεν έχουν αναπτύξει πλήρως τις αγορές των υποκείμενων τίτλων.

Στο διάγραμμα που βρίσκεται παρακάτω παρουσιάζονται τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία των αμοιβαίων κεφαλαίων κλειστού τύπου. Στο τέλος του έτους 2015, 558 closed-end funds είχαν συνολικό ενεργητικό \$261 δισεκατομμύρια. Ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων κλειστού τύπου που έχουν στη διάθεση τους οι επενδυτές συνεχίζει να βρίσκεται κάτω από το ανώτατο επίπεδο των 662 που είχε φτάσει στο τέλος του 2007, λόγω των επιπτώσεων που προκλήθηκαν από τις συγχωνεύσεις, τις ρευστοποιήσεις και τις μετατροπές. Παρά το γεγονός ότι το σύνολο του ενεργητικού στο τέλος του έτους 2015 ήταν υψηλότερο σε σχέση με το 2014, δεν έχει καταφέρει ακόμα να φτάσει στο ύψος των \$312 δισεκατομμυρίων που ήταν στο τέλος του 2007.

### Διάγραμμα 12



Πηγή: Investment Company Institute

Τρεις είναι οι παράγοντες που έχουν περιορίσει την ανάπτυξη τόσο των περιουσιακών στοιχείων όσο και του αριθμού των αμοιβαίων κεφαλαίων κλειστού τύπου τα τελευταία χρόνια. Πρώτον, πολλά closed-end funds έχουν εξαγοράσει μετοχές μέσω επαναλαμβανόμενων προσφορών κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών μειώνοντας έτσι τον αριθμό των μετοχών και το μέγεθος των υπό διαχείριση περιουσιακών στοιχείων. Δεύτερον, λίγα είναι τα αμοιβαία κεφάλαια κλειστού τύπου που έχουν εκκαθαριστεί ή μετατραπεί σε ανοιχτού τύπου αμοιβαία κεφάλαια ή ETFs. Τρίτον, τα περιουσιακά στοιχεία των επιλεγμένων μετοχών των closed-end funds έχουν μειωθεί από το 2008.



## 2.8.1 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των closed-end funds

Όπως όλα τα αμοιβαία κεφάλαια έτσι και τα αμοιβαία κεφάλαια κλειστού τύπου έχουν μια σειρά από πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Από την στιγμή που ένα closed-end fund διαπραγματεύεται όπως μία οποιαδήποτε μετοχή γίνεται γνωστό ότι δεν υπάρχει ελάχιστο κατώτατο όριο για την τιμή ενός δολαρίου που θα δεσμευόταν κάποιος να αποδεχτεί την τιμή ανά μετοχή ενός κλειστού τύπου αμοιβαίου κεφαλαίου. Εάν κάποιος για παράδειγμα επέλεγε να επενδύσει σε ομόλογα του δημοσίου, το ελάχιστο όριο θα ήταν 5.000 δολάρια, ενώ για κάποια άλλα προϊόντα σταθερού εισοδήματος το ελάχιστο όριο θα ήταν 100.000 δολάρια.

Τα περισσότερα αμοιβαία κεφάλαια κλειστού τύπου προσφέρουν μερίσματα σε μηνιαία βάση δημιουργώντας έτσι μια σχετικά κερδοφόρα πηγή εσόδων. Ακόμα, κατέχοντας κάποιος κλειστού τύπου αμοιβαία κεφάλαια μπορεί να επιτύχει να διαφοροποιήσει το χαρτοφυλάκιό του από τις επί μέρους μετοχές αφού το ίδιο το αμοιβαίο αποτελείται από ένα μεγάλο αριθμό ομολόγων στο ίδιο το χαρτοφυλάκιό του.

Ένα ακόμα πλεονέκτημα που προσφέρουν τα closed-end funds είναι ότι μπορούν να ρευστοποιηθούν πιο εύκολα από ότι για παράδειγμα τα ομόλογα δημοσίου. Εφόσον οι μετοχές των αμοιβαίων κεφαλαίων κλειστού τύπου διαπραγματεύονται όπως ακριβώς και οι απλές μετοχές τότε οι επενδυτές θα ήταν καλό να προτιμούν αυτού του είδους τα αμοιβαία κεφάλαια από ότι τα παραδοσιακά. Ωστόσο, θα πρέπει να τονίσουμε ότι παρόλο που τα closed-end funds μπορούν να ρευστοποιηθούν πιο εύκολα, μπορεί να υπάρξουν ορισμένες δυσκολίες σε κάποιες ρευστοποιήσεις καθώς το κύριο συστατικό της διαπραγμάτευσής τους είναι ο νόμος της ζήτησης της αγοράς. Η ζήτηση αυτή είναι αρκετά αμφίβολη όταν μιλάμε για συγκεκριμένες μετοχές της αγοράς.

Τέλος, θα ασχοληθούμε με τη μόχλευση. Τα αμοιβαία κεφάλαια κλειστού τύπου έχουν τη δυνατότητα να χρησιμοποιήσουν τη μόχλευση σαν μέρος της επενδυτικής τους στρατηγικής. Η χρήση της μόχλευσης από ένα closed-end fund μπορεί να επιτρέψει να επιτευχθούν υψηλότερες μακροπρόθεσμες αποδόσεις, αλλά από την άλλη αυξάνει τον κίνδυνο και την πιθανότητα να μεταβληθούν οι τιμές των μετοχών. Αυτού του είδους η μόχλευση μπορεί να χαρακτηριστεί είτε ως δομική μόχλευση είτε ως μόχλευση του χαρτοφυλακίου.

Πιο αναλυτικά, η κάθε εταιρεία που διαπραγματεύεται αμοιβαία κεφάλαια κλειστού τύπου είναι σε θέση προκειμένου να επιτύχει μεγαλύτερες αποδόσεις για τους επενδυτές να εκδώσει συγκεκριμένες μετοχές ή δανειακά κεφάλαια από το να αγοράσει περισσότερα περιουσιακά στοιχεία για λογαριασμό τους. Στην περίπτωση που το closed-end fund καταφέρει να επιφέρει τα αναμενόμενα από πλευράς απόδοσης ο επενδυτής πετυχαίνει όχι μόνο αξιοσημείωτες αποδόσεις, αλλά και αφορολόγητες. Στο τέλος του 2015, τουλάχιστον 365 κεφάλαια, που αντιστοιχούν στο 65% των κλειστού τύπου αμοιβαίων κεφαλαίων, χρησιμοποιούσαν διαρθρωτική μόχλευση, άλλα τη μόχλευση του χαρτοφυλακίου και ορισμένα και τα δύο μαζί ως μέρος της επενδυτικής στρατηγικής τους.

Η Διαρθρωτική μόχλευση είναι και το πιο συνηθισμένο είδος μόχλευσης που επηρεάζει τη διάρθρωση του closed-end fund αυξάνοντας τα περιουσιακά στοιχεία του χαρτοφυλακίου του. Τα είδη της διαρθρωτικής μόχλευσης του κλειστού τύπου αμοιβαίων κεφαλαίων περιλαμβάνουν το χρέος δανεισμού και έκδοσης αλλά και τις προνομιούχες μετοχές. Στο τέλος του 2015, στο σύνολο των \$49,3 δις. υπήρχε διαρθρωτική μόχλευση. Ο μέσος δείκτης μόχλευσης στα αμοιβαία κεφάλαια κλειστού τύπου που χρησιμοποιούν διαρθρωτική μόχλευση ήταν 26% στο τέλος του 2015.

Ας δούμε τώρα τα μειονεκτήματα των closed-end funds. Ο κάτοχος ενός αμοιβαίου κεφαλαίου κλειστού τύπου έχει περιορισμένη δυνατότητα διαχείρισης του χαρτοφυλακίου του αλλά επιβαρύνεται και με λειτουργικά κόστη. Αναλόγως με την ενεργητικότητα και τη διαπραγματευσιμότητα που παρέχει το closed-end fund τα λειτουργικά κόστη είναι δυνατό να υπερκαλύψουν τυχόν αποδόσεις που μπορεί να αποφέρει το αμοιβαίο.

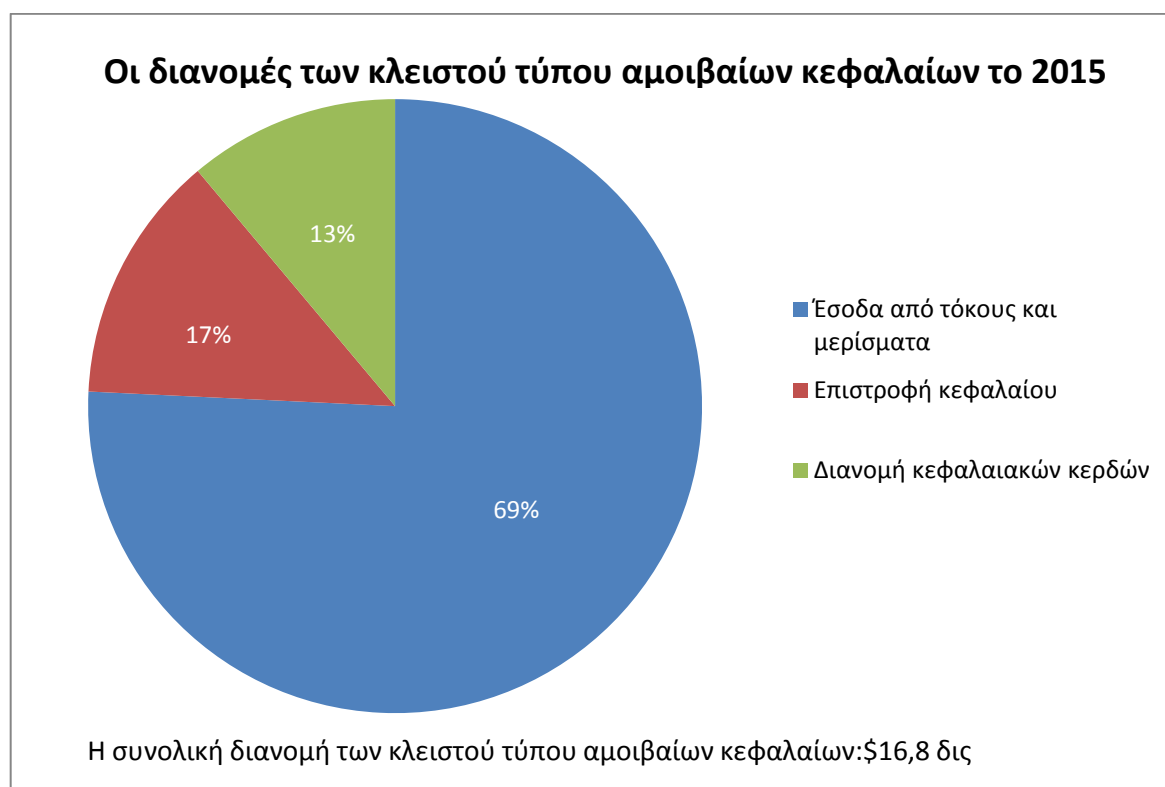
Ένα άλλο μειονέκτημα σχετίζεται με την έκθεση στον κίνδυνο της καθαρής αξίας του χαρτοφυλακίου ενός κλειστού τύπου αμοιβαίου κεφαλαίου. Τα αμοιβαία αυτά κεφάλαια, που βρίσκονται σε φάση διαπραγμάτευσης στην αγορά υπόκεινται σε συγκεκριμένες και εξειδικευμένες από ειδικούς επενδυτικές πρακτικές οι οποίες είναι άγνωστες κατά κύριο λόγο στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Τα αμοιβαία κεφάλαια κλειστού τύπου, διαπραγματεύονται σε ένα μεγάλο εύρος όταν συγκρίνουν και αξιολογούν την καθαρή αξία του ενεργητικού τους. Αποτέλεσμα των παραπάνω είναι ότι η κάθε μετοχή του χαρτοφυλακίου του closed-end fund αναγκάζεται να διαπραγματευτεί σε αρκετά χαμηλότερη τιμή προκειμένου να μειωθεί περισσότερο η έκθεση στον κίνδυνο της καθαρής αξίας του ενεργητικού του. Από την άλλη πάλι, θα μπορούσε κάποιος που δεν είναι και πολύ προσεκτικός να αγοράσει ένα ήδη υποτιμημένο αμοιβαίο κεφάλαιο κλειστού τύπου και να καταθέσει ένα επιπρόσθετο ποσό ώστε να αγοράσει μετοχές στην ήδη υψηλή αξία διαπραγμάτευσής τους στην αγορά.

Το τελευταίο μειονέκτημα αυτού του είδους αμοιβαίων κεφαλαίων έχει να κάνει με τη μόχλευση που αναφέρθηκε και νωρίτερα. Εάν κάποιος θέλει να την χρησιμοποιήσει αγοράζοντας ένα closed-end fund, θέτει αυτομάτως τον εαυτό του σε κίνδυνο. Για παράδειγμα, εάν κάποιος χρησιμοποιήσει τη μόχλευση δανειζόμενος βραχυπρόθεσμα σε χαμηλές τιμές αλλά σύντομα οι τιμές αυτές ανέβουν αυξάνει ουσιαστικά το χρέος του. Για αυτό οι επενδυτές θα πρέπει να είναι πολύ προσεκτικοί καθώς η μόχλευση ελλοχεύει μεγάλους κινδύνους.

## 2.8.2 Οι κατανομές των κλειστού τύπου Α/Κ

Όπως απεικονίζεται και στο διάγραμμα που ακολουθεί το 2015 τα αμοιβαία κεφάλαια κλειστού τύπου διένειμαν κέρδη \$16.800.000.000 στους μετόχους. Τα αμοιβαία κεφάλαια κλειστού τύπου μπορούν να διανείμουν στους μετόχους κέρδη από τρεις πιθανές πηγές οι οποίες είναι έσοδα από τόκους και μερίσματα, πραγματοποιηθέντα κεφαλαιακά κέρδη και επιστροφή κεφαλαίου. Τα έσοδα από τόκους και μερίσματα αποτελούσαν το 69% των κατανομών των closed-end funds, με την πλειοψηφία των κατανομών του εισοδήματος να έχει καταβληθεί από τα ομόλογα αμοιβαίων κεφαλαίων κλειστού τύπου. Η επιστροφή κεφαλαίου αποτελούσε το 17% των διανομών των αμοιβαίων κεφαλαίων κλειστού τύπου τέλος, και οι διανομές των κεφαλαιακών κερδών αντιπροσώπευαν το 13%.

Διάγραμμα 13



Πηγή: Investment Company Institute

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στην ενότητα αυτή θα γίνει μια σύντομη ανακεφαλαίωση των στοιχείων που προκύπτουν από τη μελέτη των αμοιβαίων κεφαλαίων. Ο γρήγορος ρυθμός με τον οποίο αναπτύχθηκαν τα αμοιβαία κεφαλαία έχει ξεπεράσει κάθε προσδοκία και στο πέρασμα των χρόνων φαίνεται πως εξακολουθούν να έχουν μια ανοδική πορεία. Για αυτό λοιπόν δημιουργούνται διαρκώς νέα είδη αμοιβαίων κεφαλαίων προκειμένου να μπορούν οι επενδυτές να παραμένουν ικανοποιημένοι.

Πιο αναλυτικά τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν ένα είδος περιουσίας που ανήκει εξολοκλήρου στους μεριδιούχους και έτσι δεν έρχονται αντιμέτωποι με τους κινδύνους που μπορεί να σχετίζονται με την οικονομική θέση των εταιρειών που τα διαχειρίζονται. Όπως έχει αναφερθεί ξανά ο θεματοφύλακας των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι αρμόδιος ώστε να προστατεύει το διαχωρισμός της περιουσίας του αμοιβαίου κεφαλαίου από τη δική του περιουσία και από αυτήν της εταιρείας διαχείρισης. Επίσης, ο κανονισμός ενός αμοιβαίου κεφαλαίου ορίζει τους σκοπούς του αλλά και τους κανόνες που διέπουν τη λειτουργία του. Πρακτικά, ο κανονισμός ρυθμίζει τις σχέσεις της εταιρείας διαχείρισης, των μεριδιούχων και του θεματοφύλακα. Ο τρόπος με τον οποίο επιλέγεται ένα αμοιβαίο κεφαλαίο βασίζεται κατά κύριο λόγο στην επίτευξη αποδόσεων του παρελθόντος, έχοντας σαν κριτήριο το είδος των επενδύσεων στις οποίες τοποθετούνται τα κεφάλαια αλλά και τις προτιμήσεις του κάθε επενδυτή .

Δε θα πρέπει να ξεχνάμε όμως ότι η παγκόσμια οικονομία αντιμετωπίζει μία από τις πιο σημαντικές κρίσεις των τελευταίων χρόνων. Οι προηγούμενες παγκόσμιες κρίσεις απέδειξαν ότι οι αγορές ύστερα από την πτωτική πορεία που ακολουθούν, στη συνέχεια έχουν την τάση να ανακάμπτουν βαθμιαία ενώ οι συνθήκες που επικρατούν προσπαθούν να έρθουν στα φυσιολογικά τους επίπεδα . Από την άλλη, το να επενδύεις αλλά και να διαχειρίζεσαι τα κεφάλαια είναι πολύ δύσκολη διαδικασία για αυτό και η διαχείριση από επαγγελματίες θεωρείται άκρως απαραίτητη τη σημερινή εποχή.

Η παγκόσμια κρίση χρέους είναι υπεύθυνη για τις νέες τάσεις στον τομέα των επενδύσεων αμοιβαίων κεφαλαίων, με τους επενδυτές να διαφοροποιούν εντελώς τις προτιμήσεις τους. Πολλοί προσπάθησαν να αποφύγουν τον κίνδυνο του να διατηρήσουν τα κεφάλαιά τους στις εγχώριες αγορές ενώ άλλοι προσπάθησαν να εκμηδενίσουν το επενδυτικό ρίσκο, τοποθετώντας τα χρήματά τους σε τίτλους εγγυημένης απόδοσης. Συνέπεια των παραπάνω ήταν να χαθεί ένα υψηλό ποσοστό του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων. Οι διαθέσεις των επενδυτών παίζουν κυρίαρχο ρόλο και σχετίζονται με την ωριμότητά τους. Το πόσο ψύχραιμοι μπορεί να είναι οι επενδυτές σε περιόδους κρίσης ακόμα και σε περιόδους αρνητικών υπεραξιών αλλά και το πόσο ενημερωμένοι είναι σχετικά με τις εξελίξεις τόσο στις εγχώριες όσο και στις ξένες αγορές, επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό τις επενδυτικές επιλογές τους.

Τα αμοιβαία κεφάλαια και κυρίως αυτά της νέας γενιάς προσφέρουν προσδοκίες για αποδόσεις στο μέλλον μεσοπρόθεσμα αλλά και μακροπρόθεσμα αν και για πολλούς επενδυτές αυτή τη στιγμή οι αποδόσεις αυτές φαίνεται πως δεν έχουν προτεραιότητα στις προτιμήσεις τους. Ωστόσο από την άλλη πλευρά υπάρχει ένα συγκεκριμένο μέρος επενδυτών το οποίο φοβούμενο τις διεθνείς εξελίξεις αναζητά ασφαλή καταφύγια για τις επενδύσεις του. Σε κάθε περίπτωση, ο μέσος επενδυτής θα πρέπει να αντιμετωπίζει τις αποδόσεις του σε μακροπρόθεσμο επίπεδο, ώστε οι αγορές να κάνουν τον κύκλο τους και οι ίδιοι να μπορούν να απολαμβάνουν τα οφέλη που προσφέρει μια σωστή διαχείριση, στο βαθμό πάντα που οι επιλογές τους ταιριάζουν με το προφίλ τους.

Η αποδοτικότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι το πιο σημαντικό στοιχείο της μέτρησης της ικανότητας των διαχειριστών να κάνουν τις πιο σωστές επενδύσεις και να επιφέρουν τις αλλαγές που χρειάζονται στη σύνθεση του χαρτοφυλακίου ώστε οποιεσδήποτε μεταβολές και να προκύψουν στις αγορές να μπορούν να αντιμετωπιστούν άμεσα και με επιτυχία. Η αποδοτικότητα αυτή των A/K συγκρίνεται με τις αποδόσεις των άλλων αμοιβαίων κεφαλαίων.

Για να γίνει όμως η σύγκριση σωστά θα πρέπει να υπολογιστεί, εκτός από την απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου και ο κίνδυνος της απόδοσης. Έτσι, ο κάθε επενδυτής, προκειμένου να αναλάβει κάποιο κίνδυνο θέλει να αποζημιωθεί γι' αυτόν. Γι αυτό καταλήγουμε στο γενικό κανόνα ότι ένας επενδυτής, μεταξύ διαφορετικών επενδύσεων ίδιας απόδοσης, προτιμά να επιλέξει εκείνη που παρέχει το μικρότερο δυνατό κίνδυνο. Ισχύει δηλαδή το ακόλουθο: Ο επενδυτής, μεταξύ επενδύσεων ίσου κινδύνου διαλέγει εκείνη που φαίνεται να παρέχει τη μεγαλύτερη απόδοση αλλά και το αντίστροφο ότι μεταξύ επενδύσεων με την ίδια απόδοση, ο επενδυτής επιλέγει αυτή που ενέχει τον μικρότερο κίνδυνο. Συμπεραίνουμε δηλαδή ότι στα πλαίσια μιας ορθολογικής επενδυτικής συμπεριφοράς, η ανάληψη επιπλέον κινδύνου, προϋποθέτει επιπλέον απόδοση.

Τέλος στην Ελλάδα συγκεκριμένα, πολλοί είναι οι επενδυτές οι οποίοι επιλέγουν να επενδύσουν σε αμοιβαία κεφάλαια του εξωτερικού παρόλο που αυτοί οι επενδυτές ανήκουν στη μειοψηφία. Πρόκειται για επενδυτές οι οποίοι διαθέτουν γνώσεις σχετικά με τις ευρύτερες οικονομικές και πολιτικές εξελίξεις αλλά είναι και ικανοί να αξιολογήσουν τα δεδομένα που υπάρχουν στην αγορά ώστε να κάνουν σωστές επιλογές σχετικά με το που θα τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους. Είναι ξεκάθαρο ότι οι επενδυτές αυτοί προτιμούν να επενδύσουν σε ξένους επενδυτικούς τίτλους ή επενδυτικούς τίτλους που έχουν την έδρα τους στο εξωτερικό προσπαθώντας με αυτό τον τρόπο να εντοπίσουν ευκαιρίες ώστε να επιτύχουν θετικές αποδόσεις αλλά και να κρατήσουν αποστάσεις από την εγχώρια κρίση χρέους. Η στροφή αυτή των επενδυτών προς τα αμοιβαία κεφάλαια του εξωτερικού έχει γίνει ακόμα πιο έντονη τα τελευταία χρόνια και κυρίως τα τελευταία πέντε με έξι χρόνια.

Ακόμα πιο έντονη γίνεται αυτή η τάση σε περιόδους όπου η Ελλάδα έρχεται αντιμέτωπη με υπέρογκα ελλείμματα και απειλείται με έξοδο από την Ευρωπαϊκή Ένωση. Οι επενδυτές στρέφονται προς αυτή την κατεύθυνση καθώς τα αμοιβαία υπό διαχείριση κεφάλαια σε ελληνικούς τίτλους φθίνουν συνεχώς και σε ενεργητικό και θα συνεχίσουν να έχουν μια πτωτική πορεία όσο η ελληνική οικονομία βρίσκεται στη δίνη της κρίσης χρέους.



## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### Α. Βιβλιογραφικές Αναφορές

Φίλιππας, Ν. (2010), “Αμοιβαία Κεφάλαια: Η ελληνική πραγματικότητα και οι σύγχρονες διεθνείς εξελίξεις”, Εκδόσεις Μπάμπαλος Β.-Στυλιανίδης Σ. Ε.Ε.

### Β. Διαδικτυακές αναφορές

Ναυτεμπορική, “Ανάλυση Ιστορικών Δεδομένων του Δείκτη S&P 500”, Available at <http://www.naftemporiki.gr/finance/quote/spx.indcbsx/skaip-500-index?tab=4>

Ναυτεμπορική, “Ανάλυση Ιστορικών Δεδομένων του Alpha Fund of Fund cosmos Stars USA μετοχικό”, Available at <http://www.naftemporiki.gr/finance/quote/alf6.mtf/alpha-fund-of-funds-cosmos-stars-usa-metoxiko>

Πολίτης, Α., Φραγκουλόπουλος, Μ., & Λιζάρδος, Θ. (2011), “Στη δίνη της οικονομικής κρίσης τα αμοιβαία κεφάλαια”, Available at <http://insuranceworld.gr/9772/archive/%CF%83%CF%84%CE%B7-%CE%B4%CE%AF%CE%BD%CE%B7-%CF%84%CE%B7%CF%82-%CE%BF%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AE%CF%82-%CE%BA%CF%81%CE%AF%CF%83%CE%B7%CF%82-%CF%84%CE%B1-%CE%B1%CE%BC%CE%BF/>

Ray, M. (2011), “Ποια είναι τα Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα όταν επενδύουμε σε Closed-End Funds-CEFs”, Available at <http://e-fsw.gr/arthrografia.html>

Best, R. (2016), “2 Funds that Invest in Bitcoin (GBTC, ARKW)”, Available at <http://www.investopedia.com/articles/etfs-mutual-funds/042816/2-funds-invest-bitcoin-gbtc-arkw.asp>

Dierking, D. (2016), “5 Trends in the Mutual Fund Market to Date in 2016 (TFCVX)”, Available at <http://www.investopedia.com/articles/investing/040716/5-trends-mutual-fund-market-date-2016-tfcvx.asp>

Eling, M., & Faust, R. (2010), “The performance of hedge funds and mutual funds in emerging markets”, Available at <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/faj.v55.n4.2287>

Investment Company (2016), "A Review of Trends and Activities in the U.S. Investment Company Industry", 56th edition, Available at [https://www.ici.org/pdf/2016\\_factbook.pdf](https://www.ici.org/pdf/2016_factbook.pdf)

Philippas, N. (2013), "Did Behavioral Mutual Funds Exploit Market Inefficiencies During or After the Financial Crisis?", Available at [http://www.mfsociety.org/modules/modDashboard/uploadFiles/journals/MJ~0~p18\\_doghhih58chafk9k1amcaai4.pdf](http://www.mfsociety.org/modules/modDashboard/uploadFiles/journals/MJ~0~p18_doghhih58chafk9k1amcaai4.pdf)

Pinsent, W., "5 Reasons To Avoid Index Funds", Available at <http://www.investopedia.com/articles/stocks/09/reasons-to-avoid-index-funds.asp>

Shobhit, S. (2015), "A Quick Guide On Behavioral Funds", Available at <http://www.investopedia.com/articles/investing/072115/quick-guide-behavioral-funds.asp>

Wermers, R. (2011), "Performance Measurement of Mutual Funds, Hedge Funds, and Institutional Accounts, Available at <http://www.annualreviews.org/doi/full/10.1146/annurev-financial-102710-144856#article-denial>