



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

“Π.Μ.Σ. Χρηματοοικονομική Ανάλυση για Στελέχη”

Μεταπτυχιακή Διατριβή

***“Επιμερισμός των Αποδόσεων των Ελληνικών Αμοιβαίων
Κεφαλαίων : Κατά πόσο οι διαχειριστές αυτών λένε την
αλήθεια?”***

Ντάφα Στυλιανή (ΜΧΑΝ/1038)

Επιβλέπων καθηγητής : Αναπληρωτής Καθηγητής Γ. Σκιαδόπουλος

Επιτροπή : Αναπληρωτής Καθηγητής Γ. Σκιαδόπουλος

Καθηγητής Ν. Απέργης

Καθηγητής Δ.Μαλλιάρου

Φεβρουάριος 2012

Για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή, κ.Σκιαδόπουλο, την οικογένειά μου και τους δικούς μου ανθρώπους που με στήριξαν καθ' όλη τη διάρκεια του μεταπτυχιακού, τους συμφοιτητές μου για την ανταλλαγή απόψεων και τέλος τους συναδέλφους μου στην Alpha Asset Management A.E.Δ.Α.Κ. για την ουσιαστική τους βοήθεια.

Περιεχόμενα

1. Περίληψη	4
2. Διαχείριση Χαρτοφυλακίου - Ανάλυση Επενδυτικής Στρατηγικής	5
2.1 Εισαγωγή.....	5
2.2 Αντικείμενο μελέτης εργασίας	5
3.Style Analysis – William Sharpe	6
3.1 Γενικά.....	6
3.2 William Sharpe Μοντέλο (Asset Class Factor Model).....	6
3.3 Αποτελεσματικότητα της προσέγγισης “Style Analysis”	8
3.4 Επιλογή Δεικτών - πρόβλημα της πολυσυγκραμικότητας.....	6
3.5 Μεθοδολογία μοντέλου- πραγματοποίηση αποτελέσματος	9
3.6 Εκτίμηση αποτελέσματος.....	10
3.7 Rolling Style Analysis	11
4. Ανάλυση Μελέτης	12
4.1 Ελληνική Αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	12
4.2 Επιλογή Αμοιβαίων Κεφαλαίων Ανάλυσης	13
4.3 Επιλογή Δεικτών (factors) Ανάλυσης.....	16
4.4 Μεθοδολογία.....	20
5. Ανάλυση Αποτελεσμάτων	21
5.1 Ανάλυση Αποτελεσμάτων Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	22
5.1.1 Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Ελλάδας	25
5.1.2 Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Αναπτυσσόμενων Αγορών	39
5.1.3 Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Αναπτυγμένων Αγορών	41
5.2 Ανάλυση Αποτελεσμάτων Ομολογιακών Αμοιβαίων Κεφαλαίων	43
5.2.1 Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια Διεθνή.....	48
5.2.2 Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια Ελλάδας.....	50
5.2.3 Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια Κρατικά – Αναπτυγμένων Χωρών.....	61
5.2.4 Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια μη Κρατικά Επενδυτικής Διαβάθμισης	62
5.3 Ανάλυση Αποτελεσμάτων Μικτών Αμοιβαίων Κεφαλαίων	67

5.3.1 Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού.....	70
5.3.2 Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού	82
5.4 Rolling Style Μοντέλο	86
Εξέλιξη Επενδυτικής Πολιτικής “Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού”	89
Εξέλιξη Επενδυτικής Πολιτικής “Interamerican Ομολογιακό Εσωτερικού”	.92
Εξέλιξη Επενδυτικής Πολιτικής “Δήλος Μικτό Εσωτερικού”	95
5.5 Κυριότερα Συμπεράσματα	97
5.6 Βιβλιογραφία.....	Error! Bookmark not defined.

1. Περίληψη

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια είναι ένα επενδυτικό μέσο που επιλέγουν στις μέρες μας πολλοί επενδυτές. Επιθυμούν μια ικανοποιητική απόδοση ανάλογα με την κατηγορία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και τις εκάστως συνθήκες της αγοράς. Αυτό επιτυγχάνεται με την επιλογή του πιο αποδοτικού επενδυτικού μίγματος. Η αποτελεσματική κατανομή επενδύσεων λοιπόν είναι πολύ σημαντική και οι επενδυτές και οι αναλυτές μπορούν να την ελέγξουν ή και να την προβλέψουν, μελετώντας τις αντιδράσεις της απόδοσης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου στην μεταβολή του επενδυτικού μίγματος μέσω της μεθόδου της Ανάλυσης Επενδυτικής Στρατηγικής (Style Analysis).

Ο σκοπός της εργασίας αυτής είναι η μελέτη του επιμερισμού της απόδοσης και του προσδιορισμού του επενδυτικού προφίλ 35 ελληνικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων κατά τη χρονική περίοδο 2001-2011. Επιλέγησαν Μετοχικά, Ομολογιακά, και Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια με το μεγαλύτερο ενεργητικό στην Ελληνική αγορά καθώς και 18 Δείκτες (factors) που απαρτίζουν το εκτιμώμενο μοντέλο βάσει του σχετικού μοντέλου του Sharpe. Σκοπός είναι να μελετηθεί κατά πόσο οι Διαχειριστές επενδύουν όντως εκεί που περιγράφουν στο Ενημερωτικό Δελτίο και στον Κανονισμό των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, καθώς και αν τηρούνται τα κανονιστικά επενδυτικά όρια βάσει απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Χρησιμοποιούμε το μοντέλο του Sharpe για Style Analysis και πολύ σημαντικό για την αποτελεσματικότητα αυτού είναι η κατάλληλη επιλογή των συντελεστών, ώστε να επιτύχουμε σωστό προσδιορισμό της επενδυτικής στρατηγικής των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Η εργασία ξεκινάει με μια εισαγωγή στη θεωρία του μοντέλου του Sharpe, έπειτα περιγράφεται η επιλογή των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και Δεικτών της ανάλυσης και τέλος περιγράφονται αναλυτικά τα αποτελέσματα αυτής, καθώς και μια επιπρόσθετη μελέτη του μοντέλου σε μικρότερες περιόδους (rolling basis). Τέλος εξάγονται τα γενικά συμπεράσματα της ανάλυσης.

Λέξεις Κλειδιά : Αμοιβαία Κεφάλαια, Style Analysis, Sharpe

2. Διαχείριση Χαρτοφυλακίου - Ανάλυση Επενδυτικής Στρατηγικής

2.1 Εισαγωγή

Οι επενδυτές και οι αναλυτές έχουν τη δυνατότητα να κάνουν εκτιμήσεις σχετικά με την έκθεση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων μέσω του “Style Analysis”, ενός σημαντικού μοντέλου κατανομής επενδύσεων (asset allocation). Προσδιορίζει ουσιαστικά τις επενδύσεις του Αμοιβαίου Κεφαλαίου ανάμεσα σε σημαντικές κατηγορίες επενδυτικών κατηγοριών κεφαλαίων (asset classes). Σημαντικό είναι για κάθε επενδυτή να επιτύχει το πιο αποδοτικό μίγμα επενδύσεων (effective asset mix). Μπορούμε λοιπόν εφαρμόζοντας την ανάλυση επενδυτικού προφίλ και επιμερισμού των αποδόσεων (performance attribution) των Αμοιβαίων Κεφαλαίων να μελετάμε αν είμαστε στη θέση του αναλυτή την αποτελεσματικότητας του διαχειριστή, ή να αναπροσαρμόζουμε την επενδυτική μας πολιτική, αν είμαστε στη θέση του διαχειριστή, όπου αυτό απαιτείται, βάσει των επενδυτικών μας στόχων. Σημαντικό όφελος επίσης της τεχνικής αυτής είναι η σύγκριση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου με ένα αντιπροσωπευτικό μίγμα επενδύσεων ως δείκτη αναφοράς χωρίς να έχει επιπλέον κόστος η διαδικασία αυτή.

2.2 Αντικείμενο μελέτης εργασίας

Ο σκοπός αυτής της εργασίας είναι να μελετήσουμε τον επιμερισμό των αποδόσεων των Ελληνικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων και να ελέγξουμε κατά πόσο οι διαχειριστές αυτών επενδύουν όντως εκεί που περιγράφουν στα Ενημερωτικά Δελτία τους και αν είναι σύμφωνες οι επενδύσεις με τις κανονιστικές υποχρεώσεις τους βάσει της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

3.Style Analysis – William Sharpe

3.1 Γενικά

Το Style Analysis εισήχθη αρχικά από τον William Sharpe το 1992 και μπορεί να θεωρηθεί ως η μέτρηση του απόδοσης ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου μέσω μιας “return based” προσέγγισης και έχει χρησιμοποιηθεί ως ένα χρήσιμο εργαλείο για τους διαχειριστές, τους αναλυτές ώστε να εκτιμούν την επενδυτική έκθεση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και να δημιουργούν ή να επαναπροσδιορίζουν το πιο κατάλληλο μίγμα επενδύσεων βάσει των αναγκών και επιθυμιών τους.

Ο Sharpe δημιούργησε ένα πολυπαραγοντικό μοντέλο (multi-factor model) που θεωρεί ότι η απόδοση ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι συνάρτηση κάποιων παραγόντων (της έκθεσης του αμοιβαίου στις κατηγορίες επενδύσεων που προσδιορίζουν τους παράγοντες αυτούς), οι οποίοι προσδιορίζουν το επενδυτικό του προφίλ, με λίγα λόγια την κατανομή επενδύσεων αυτού. Η τεχνική του “Style Analysis” ουσιαστικά βρίσκει τους σταθμισμένους μέσους ενός συνδυασμού από δείκτες αναφοράς της αγοράς που είναι πιο κοντά στην απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου που μελετάται. Επίσης κάνει ένα σημαντικό διαχωρισμό της απόδοσης αυτού στο κομμάτι της απόδοσης που προέρχεται από το Στυλ Επενδύσεων του (Style) και στην απόδοση που προέρχεται από την επιλογή των επιμέρους αξιογράφων (Security Selection).

Πιο πρακτικά, είναι μια παλινδρόμηση με συγκεκριμένους περιορισμούς που χρησιμοποιεί ένα σταθμισμένο συνδυασμό των δεικτών (factors) ώστε να αναπαράγει όσο πιο πιστά τις ιστορικές αποδόσεις του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Τα αποτελέσματα των συντελεστών (coefficients) αποτελούν ουσιαστικά τα σταθμά των αποδόσεων των δεικτών (Sharpe Style Weights) που προσδιορίζουν τη συμπεριφορά και τη σύνθεση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια επενδύουν σε διαφορετικούς τομείς (μετοχικά, ομολογιακά, μικτά κλπ) και ακόμα και αν επενδύουν σε ίδιους τομείς έχουν διαφορετικό αριθμό και είδος αξιογράφων, οπότε είναι δύσκολο να

προσδιοριστεί η συμβολή της κάθε κατηγορίας ή συγκεκριμένων κεφαλαίων στην απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, οπότε με το Style Analysis επιτυγχάνεται η εξαγωγή σχετικών και πολύ χρήσιμων συμπερασμάτων.

3.2 William Sharpe Μοντέλο (Asset Class Factor Model)

Το μοντέλο που προτείνει ο Sharpe είναι το εξής:

$$R_i = [b_{i1}F_1 + b_{i2}F_2 + \dots + b_{in}F_n + e_i] \quad (1)$$

R_i : προσδιορίζει την απόδοση του Asset i

F_i : προσδιορίζει την απόδοση του Factor i

b_{in} : προσδιορίζουν την ευαισθησία του R_i στους δείκτες F_i

e_i : προσδιορίζει τα κατάλοιπα της απόδοσης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, το κομμάτι του R_i που δεν επηρεάζεται απ'τους παράγοντες που έχουμε ορίσει

με τους παρακάτω περιορισμούς :

α) Οι συντελεστές b_i να παίρνουν τιμές από 0 έως 1

$$0 < b_i < 1 \quad (2)$$

β) Οι συντελεστές b_i πρέπει να αθροίζουν αυστηρά στο 1

$$\sum_{i(t=1 \text{ to } n)} b_i = 1 \quad (3)$$

Έχουμε λοιπόν μια παλινδρόμηση πολλών παραγόντων, όπου η απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι η εξαρτημένη μεταβλητή και οι αποδόσεις των δεικτών (factors) οι ανεξάρτητες μεταβλητές. Οι περιορισμοί όμως που θέτουμε μετατρέπουν την απλή παλινδρόμηση σε παλινδρόμηση υπό συγκεκριμένες προϋποθέσεις, που αποτέλεσμα έχει οι συντελεστές b_i να αποτελούν τα σταθμά των αποδόσεων των δεικτών μέσα στο χαρτοφυλάκιο, στην προκείμενη περίπτωση στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο. Δημιουργείται δηλαδή κατά αυτό το τρόπο ένα χαρτοφυλάκιο που αναπαράγει ουσιαστικά το

Αμοιβαίο Κεφάλαιο και προσδιορίζει το προφίλ του. Αναφέρεται ως “Sharpe Style Index” και τα σταθμά (η επίδραση στη συμπεριφορά του Αμοιβαίου Κεφαλαίου) ως “Sharpe Style Weights”.

3.3 Αποτελεσματικότητα της προσέγγισης “Style Analysis”

Για να είναι αποτελεσματικό το Style Analysis και να έχει την απαιτούμενη χρησιμότητα, σημαντικό είναι να επιλέξουμε σωστά τους δείκτες που αποτελούν τους παράγοντες του μοντέλου. Κατά τον Sharpe είναι επιθυμητό οι δείκτες που προσδιορίζουν τις κατηγορίες επενδύσεων (factors) που επιλέγονται να είναι αμοιβαίως αποκλειόμενοι και να έχουν αποδόσεις που διαφέρουν. Πρακτικά αυτό σημαίνει ότι είναι προτιμότερο οι αποδόσεις των δεικτών να έχουν χαμηλούς συντελεστές συσχέτισης μεταξύ τους, ή αν αυτό δεν συμβαίνει να έχουν τουλάχιστον διαφορετικές τιμές τυπικής απόκλισης.

3.4 Επιλογή Δεικτών - πρόβλημα της πολυσυγκραμικότητας

Επιλέγοντας δείκτες με χαμηλούς συντελεστές συσχέτισης μεταξύ τους , αποφεύγουμε το πρόβλημα της πολυσυγκραμικότητας. Ποιοτικά, η αποφυγή της πολυσυγκραμικότητας μας βοηθάει να επιλέγουμε τους πιο κατάλληλους και αντιπροσωπευτικούς δείκτες. Αν επιλέξουμε δύο δείκτες που έχουν υψηλό συντελεστή συσχέτισης (κοντά στο 1, που αυτό δείχνει ότι έχουν θετική συσχέτιση ή στο -1 αρνητική συσχέτιση) κινούνται με ακριβώς τον ίδιο τρόπο σε βάθος χρόνου (τουλάχιστον 10ετίας, 120 μηνιαίες παρατηρήσεις), είναι σαν να παίρνουμε γραμμικό συνδυασμό αυτών που μπορεί να είναι ισοδύναμο με την επιλογή ενός τρίτου δείκτη.

Όμως επειδή πρακτικά ο σκοπός της προσέγγισης του “Style Analysis” είναι να βρούμε τα διαφορετικά σταθμά (Style Weights), το πρόβλημα της πολυσυγκραμικότητας δεν είναι τόσο σημαντικό όπως στην απλή παλινδρόμηση. Βάζοντας τους περιορισμούς που έχουμε αναφέρει στις τιμές των συντελεστών περιορίζουμε το πρόβλημα αυτό. Θέτοντας φράγμα στα σταθμά (παίρνουν τιμές από 0 έως 1), μειώνουμε την πιθανότητα, οι υψηλοί συντελεστές συσχέτισης των ανεξάρτητων μεταβλητών να οδηγήσουν σε μη ρεαλιστικές τιμές των συντελεστών. Δηλαδή αν χρησιμοποιούσαμε την απλή

παλινδρόμηση, συντελεστές που πιθανώς να έπαιρναν αρνητικές τιμές τώρα υπολογίζονται ως 0 και αντίστοιχα συντελεστές που μπορεί να αποκτούσαν τιμές πολύ υψηλές περιορίζονται κοντά στο 1. Ως αποτέλεσμα λοιπόν, οι συντελεστές κατευθύνονται σε πιο ρεαλιστικές τιμές από 0 - 1.

Πιο συγκεκριμένα για την επιλογή των κατάλληλων δεικτών, ο Sharpe αναφέρει ότι ο κάθε δείκτης καλό είναι να αντιπροσωπεύει ένα market capitalization weighted χαρτοφυλάκιο αξιογράφων, δεν πρέπει ίδιοι τίτλοι να συμπεριλαμβάνονται σε παραπάνω από μία κατηγορία επενδύσεων και σε κάθε δείκτη που αντιπροσωπεύουν τις κατηγορίες επενδύσεων να υπάρχει σεβαστός αριθμός αξιογράφων.

3.5 Μεθοδολογία μοντέλου- πραγματοποίηση αποτελέσματος

Όπως και στην απλή παλινδρόμηση, οι τιμές των συντελεστών υπολογίζονται, ελαχιστοποιώντας την διακύμανση του σφάλματος ei . Λόγω όμως των περιορισμών που θέτουμε, το πρόβλημα και ο υπολογισμός των σταθμών (Style Weights) λύνεται με μαθηματικό προγραμματισμό (quadratic programming).

Έναν προσδιορισμό που κάνει ο Sharpe είναι, ότι η απόδοση του σφάλματος ei δεν έχει συσχέτισμό με οποιοδήποτε δείκτη από τους επιλεγμένους στο μοντέλο. Το άθροισμα των αποδόσεων που εκτιμώνται ότι επηρεάζονται από τους παράγοντες του μοντέλου ($b_{i1}F_1 + b_{i2}F_2 + \dots + b_{in}F_n$) προσδιορίζουν το "Style" του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, ενώ η απόδοση του σφάλματος ei προσδιορίζει την απόδοση που προέρχεται από την επιλογή των αξιογράφων (securities), είτε από την εναλλαγή του μίγματος επενδύσεων (rolling asset mix).

Λύνοντας λοιπόν ένα πρόβλημα βελτιστοποίησης (optimization) και χρησιμοποιώντας τον μαθηματικό προγραμματισμό (quadratic programming), ψάχνουμε να βρούμε το ιδανικότερο συνδυασμό συντελεστών, τέτοιο ώστε να ελαχιστοποιείται η διακύμανση των αποδόσεων που δεν μπορεί να "εξηγηθεί" από τους δείκτες, δηλαδή το $Var(ei)$, υπολογίζοντας τους πάντα βάσει των δύο περιορισμών που έχουμε από την αρχή θέσει.

Πρακτικά :

$$e_i = Ri - [b_{i1}F_1 + b_{i2}F_2 + \dots + b_{in}F_n] \quad (4)$$

Το σφάλμα λοιπόν e_i ορίζεται ως η διαφορά της πραγματικής απόδοσης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου Ri και της απόδοσης ενός χαρτοφυλακίου παθητικής διαχείρισης του ίδιου “στυλ” ($b_{i1}F_1 + b_{i2}F_2 + \dots + b_{in}F_n$). Ο σκοπός είναι να ελαχιστοποιήσουμε τη διακύμανση αυτής της διαφοράς, που προσδιορίζει το σφάλμα και να έρθουμε όσο πιο κοντά και αξιόπιστα κατά αυτόν τον τρόπο στο πραγματικό επενδυτικό προφίλ του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

3.6 Εκτίμηση αποτελέσματος

Για να εκτιμήσουμε κατά πόσο το μοντέλο με τους επιλεγμένους δείκτες προσδιορίζει το style του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, “εξηγώντας” την απόδοση αυτού, χρησιμοποιούμε ως μέτρο το R^2 που αναλύει την αναλογία της διακύμανσης της απόδοσης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Το R^2 προσδιορίζει το ποσοστό της διακύμανσης του Ri του Α/Κ που προέρχεται και εξηγείται από τις επιλεγμένες κατηγορίες επενδύσεων (factors).

Συγκεκριμένα :

$$R^2 = 1 - \frac{Var(e_i)}{Var(Ri)} \quad (5)$$

Το $(1 - R^2)$ προσδιορίζει την απόδοση που δεν μπορεί να προσδιοριστεί ότι προέρχεται από το Style Index του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και που προέρχεται από την επιλογή συγκεκριμένων αξιογράφων (selection). Θα ήταν μη ρεαλιστικό να ελπίζαμε για τέλειο αποτέλεσμα ($R^2 = 1$ και $e_i = 0$) εκτός και αν υπήρχε ένας δείκτης που θα μπορούσε να εξηγήσει κάθε πιθανή συμπεριφορά του Αμοιβαίου Κεφαλαίου κατά τη χρονική περίοδο που μελετάμε, πράγμα αδύνατο.

3.7 Rolling Style Analysis

Τελικό στάδιο της ανάλυσης, για πιο αναλυτικά αποτελέσματα είναι το Rolling Style Μοντέλο. Η μεθοδολογία είναι ακριβώς η ίδια με το απλό μοντέλο Style Analysis. Η ιδιαιτερότητα είναι ότι το προφίλ του Αμοιβαίου Κεφαλαίου προσδιορίζεται ανά 60 μηνιαίες παρατηρήσεις. Το χρονικό διάστημα μελέτης “σπάει” σε υποπεριόδους και προσδιορίζεται για κάθε μια από αυτές το “Style” του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Η κάθε νέα χρονική περίοδος υπολογίζεται αφαιρώντας την πρώτη παρατήρηση και προσθέτοντας μία στο τέλος, μέχρι να καταλήξουμε στην τελική ημερομηνία της συνολικής χρονικής περιόδου. Σκοπός αυτής της ανάλυσης είναι να μελετήσουμε τις μεταβολές της στρατηγικής του Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε βάθος χρόνου, τις διακυμάνσεις του “στυλ” του και το πόσο σταθερή επενδυτική πολιτική ακολουθεί ο διαχειριστής του.

4. Ανάλυση Μελέτης

4.1 Ελληνική Αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Η ελληνική αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων αποτελείται από 310 Αμοιβαία Κεφάλαια που τα διαχειρίζονται 22 Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων με τις 4 μεγαλύτερες εταιρίες (Eurobank EFG Asset Management A.E.Δ.Α.Κ., Εθνική Asset Management A.E.Δ.Α.Κ., Alpha Asset Management A.E.Δ.Α.Κ., A.E.Δ.Α.Κ. Ασφαλιστικών Οργανισμών) να καταλαμβάνουν το 70% του συνολικού μεριδίου αγοράς.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια κατατάσσονται βάσει των επενδύσεων τους, σύμφωνα με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, στις εξής κατηγορίες: Αμοιβαία Κεφάλαια Χρηματαγοράς, Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια, Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια, Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια, Σύνθετα Αμοιβαία Κεφάλαια. Οι διαχειριστές από τον νόμο υποχρεούνται να επενδύουν ανάλογα με την κατηγορία που ανήκουν τα Αμοιβαία Κεφάλαια με τον κάτωθι τρόπο :

A/K Χρηματαγοράς: τουλάχιστον 65% του καθαρού ενεργητικού τους σε μέσα χρηματαγοράς ή/και καταθέσεις

Ομολογιακά A/K: τουλάχιστον 65% καθαρού ενεργητικού τους σε χρεωστικούς τίτλους και επιτρέπεται να επενδύουν μέχρι 10% σε μετοχές.

Μικτά A/K: τουλάχιστον 10% του καθαρού ενεργητικού τους σε μετοχές και ποσοστό τουλάχιστον 10% του καθαρού ενεργητικού τους σε χρεωστικούς τίτλους. Το μέγιστο ποσοστό επένδυσης σε μετοχές ή σε χρεωστικούς τίτλους ή σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς δεν μπορεί να υπερβαίνει το 65% του καθαρού ενεργητικού τους.

Μετοχικά A/K: τουλάχιστον 65% του καθαρού ενεργητικού τους σε μετοχές

Σύνθετα A/K: τα Σύνθετα Αμοιβαία Κεφάλαια εφαρμόζουν διαχείριση που αποσκοπεί, βάσει μαθηματικού τύπου, στην επίτευξη προκαθορισμένης

απόδοσης κατά τη λήξη τους, διακρατώντας καθ' όλη τη διάρκειά τους τα στοιχεία του ενεργητικού που απαιτούνται για την επίτευξη του στόχου τους.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια κατηγοριοποιούνται περαιτέρω βάσει της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών στις εξής πιο αναλυτικές κατηγορίες :

Funds of Funds: Funds of Funds Μετοχικά, Funds of Funds Μικτά, Funds of Funds Ομολογιακά,

A/K Χρηματαγοράς: Διαχείρισης Διαθεσίμων Βραχυχρόνιας Διάρκειας, Διαχείρισης Διαθεσίμων,

Μετοχικά A/K: Μετοχικά A/K Αμερικής, Μετοχικά A/K Αναπτυγμένων Αγορών, Μετοχικά A/K Αναπτυσσομένων Αγορών, Μετοχικά A/K Δείκτη, Μετοχικά A/K Διεθνή, Μετοχικά A/K Ελλάδας, Μετοχικά A/K Ευρωζώνης,

Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια

Ομολογιακά A/K: Ομολογιακά A/K Διεθνή, Ομολογιακά A/K Ελλάδας, Ομολογιακά A/K Κρατικά - Αναπτυγμένων Χωρών, Ομολογιακά A/K Κρατικά - Αναπτυσσόμενων Χωρών, Ομολογιακά A/K μη Κρατικά Επενδυτικής Διαβάθμισης, Ομολογιακά A/K μη Κρατικά Υψηλής Απόδοσης,

Σύνθετα A/K: Σύνθετα A/K Absolute Return, Σύνθετα A/K Ειδικού Τύπου

4.2 Επιλογή Αμοιβαίων Κεφαλαίων Ανάλυσης

Η επιλογή των Αμοιβαίων Κεφαλαίων για την μελέτη αυτή έγινε βάσει των προτιμήσεων των επενδυτών που αντικατοπτρίζεται στο μέγεθος του ενεργητικού τους. Συνεπώς, μετά από την κατάταξη όλων των ελληνικών A/K, επιλέχθηκαν αυτά με το μεγαλύτερο ενεργητικό στην κατηγορία τους. Απαραίτητη προϋπόθεση είναι να έχουν συμπληρωθεί τουλάχιστον 10 χρόνια από την έναρξή τους ή από την τελευταία τροποποίηση του κανονισμού τους, ώστε να υπάρχουν τουλάχιστον 120 μηνιαίες παρατηρήσεις. Αυτό είναι σημαντικό ώστε η εκτίμηση του μοντέλου να είναι αποτελεσματική.

Ο τελικός αριθμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων υπό μελέτη είναι 35 που αποτελούν περίπου το 12% των ελληνικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων αλλά πάνω από το 40% του συνολικού ενεργητικού της αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Τα εν λόγω Αμοιβαία Κεφάλαια, καθώς και οι κατηγορίες στις οποίες ανήκουν είναι τα εξής:

ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια Ελλάδας

INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού

ΔΗΛΟΣ Εισοδήματος Ομολ. Εσωτερικού

ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού

ΑΑΑΒ Α.Κ. Εισοδήματος & Ομολογιών Εσωτερικού

Α/Κ ΑΤΕ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού

Ομολογιακά ΑΚ μη Κρατικά Επενδυτικής Διαβάθμισης

ALPHA Ευρ/κών Εταιρικών Ομολόγων Ομολ.Εξωτερικού

ALICO Εταιρικών Ομολογιών Εξωτερικού

MARFIN Eurocredit Ομολογιακό Εξωτερικού

Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια Διεθνή

ΔΗΛΟΣ USD Bond Ομολογιακό Εξωτερικού

ΔΗΛΟΣ Eurobond - Ομολογιακό

Ομολογιακά ΑΚ Κρατικά - Αναπτυγμένων Χωρών

ALPHA Ευρ/κών Κρατικών Ομολόγων Ομολ. Εξωτερικού

ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Ελλάδας

ALPHA Blue Chips Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού

INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.

ΔΗΛΟΣ Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού

ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχικό Εσωτερικού

ING Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού

Α/Κ ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

ΔΗΛΟΣ Small Cap Μετοχικό Εσωτερικού

HSBC Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού

INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού

EUROBANK Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού

ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Μετοχικό Εσωτερικού

Μετοχικά ΑΚ Αναπτυγμένων Αγορών

EUROBANK Global Equities Μετοχικό Εξωτερικού

Μετοχικά ΑΚ Αναπτυσσομένων Αγορών

Interamerican Νέα Ευρώπη Μετοχικό Εξωτερικού

ΜΙΚΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού

ΔΗΛΟΣ Μικτό Εσωτερικού

ALPHA Μικτό Εσωτερικού

ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού

ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού

ALLIANZ Μικτό Εσωτερικού

ΔΗΛΟΣ Συλλογικό Μικτό Εσωτερικού

ΑΤΕ Μικτό Εσωτερικού Αμυντικής Στρατηγικής

INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό

Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού

ALICO Μικτό Εξωτερικού

ΑΤΕ ΜΙΚΤΟ Εξωτερικού

ΔΗΛΟΣ Στρατηγικών Τοποθετήσεων- Μικτό Εξωτερικού

4.3 Επιλογή Δεικτών (factors) Ανάλυσης

Το μοντέλο σκοπό έχει να δείξει την ευαισθησία των αποδόσεων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην επίδραση κάποιων παραγόντων (factors), οι οποίοι αντιπροσωπεύουν τις κατηγορίες που μπορεί να επενδύει ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο και από τις οποίες επηρεάζεται και κατανέμεται αναλόγως η απόδοσή του.

Ο σκοπός της μελέτης είναι να ερευνήσουμε κατά πόσο οι διαχειριστές των ελληνικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων επενδύουν όντως εκεί που περιγράφουν στα Ενημερωτικά Δελτία των Α/Κ. Συνεπώς, οι δείκτες επιλέχθηκαν βάσει των κατηγοριών που ανήκουν τα Αμοιβαία Κεφάλαια μιας και αυτή προσδιορίζει τη βασική επένδυση αυτών και κατά αυτόν τον τρόπο προκύπτουν εύκολα και ξεκάθαρα οι διαφορετικές και αντιπροσωπευτικές κατηγορίες επενδύσεων.

Για την επιλογή των κατάλληλων δεικτών (factors) μελετήθηκαν τα Ενημερωτικά Δελτία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και καταγράφηκαν όλοι οι Δείκτες Αναφοράς με τους οποίους συγκρίνονται τα Αμοιβαία Κεφάλαια που εξετάζουμε. Στόχος των διαχειριστών είναι να τους ακολουθούν και να υπεραποδίδουν σε σχέση με αυτούς.

Αφού μελετήθηκε η σύνθεσή των Δεικτών Αναφοράς, επιλέγησαν οι δείκτες που προτιμώνται πιο συχνά από τους διαχειριστές των περισσότερων Α.Ε.Δ.Α.Κ. Υπάρχουν πολλοί παρόμοιοι δείκτες, οπότε σημαντικό ήταν να προτιμηθούν οι πιο αντιπροσωπευτικοί. Όπου χρειάστηκε έγινε επιλογή επιπρόσθετων δεικτών, με σκοπό να είναι μεγαλύτερη η ανάλυση και συνεπώς πιο αντιπροσωπευτικό το επενδυτικό προφίλ των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Σχετικό παράδειγμα η περαιτέρω επιλογή στους μετοχικούς δείκτες βάσει κεφαλαιοποίησης. Σκοπός άλλωστε είναι να ερευνήσουμε κατά πόσο οι διαχειριστές λένε την αλήθεια για τις επενδύσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων, συνεπώς όσο πιο κοντά είναι οι δείκτες του μοντέλου (factors) στους πραγματικούς δείκτες αναφοράς, τόσο πιο αξιόπιστα θα είναι τα αποτελέσματά μας.

Βέβαια απαραίτητη και πάλι προϋπόθεση είναι οι δείκτες να έχει τουλάχιστον 120 ιστορικές μηνιαίες παρατηρήσεις.

Τέλος μελετήσαμε τους συντελεστές συσχέτισης μεταξύ των δεικτών, ώστε να αποφύγουμε δείκτες με πολύ υψηλούς συντελεστές συσχέτισης.

Αναλυτικά οι δείκτες που αποτελούν τους συντελεστές (factors” του μοντέλου είναι οι εξής:

Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Ελλάδας

FTSE ASE 20

Ο δείκτης αυτός αποτελείται από τις 20 μεγαλύτερες μετοχές σε κεφαλαιοποίηση του Χρηματιστηρίου Αθηνών με την μεγαλύτερη ρευστότητα.

FTSE ASE Mid Cap 40

Είναι ένας δείκτης βασιζόμενος στην κεφαλαιοποίηση των εταιριών των μετοχών που συμπεριλαμβάνει. Παρακολουθεί εταιρείες Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

FTSE Small Cap

Ο δείκτης αυτός περιλαμβάνει 80 μετοχές Μικρής Κεφαλαιοποίησης που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού

MSCI Emerging Markets Europe

Ο δείκτης αυτός είναι ένας “free float-adjusted market capitalization index” ο οποίος είναι σχεδιασμένος να μετράει την μετοχική έκθεση των αναδυόμενων αγορών Ευρώπης.

S&P 500 US

Ο δείκτης αυτός αποτελείται από 500 μετοχές Υψηλής Κεφαλαιοποίησης που διαπραγματεύονται έστω σε ένα από τα 2 μεγαλύτερα Χρηματιστήρια της Αμερικής(New York Stock Exchange και NASDAQ).

Eurostoxx 50 Europe

Αποτελείται από 50 ευρωπαϊκές μετοχές Υψηλής Κεφαλαιοποίησης χωρών που συμμετέχουν στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

MSCI World Index Mid Cap

Περιλαμβάνει διεθνείς Μετοχές από ανεπτυγμένες αλλά και αναπτυσσόμενες αγορές Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης.

MSCI World Index Small Cap

Περιλαμβάνει διεθνείς Μετοχές Μικρής Κεφαλαιοποίησης από ανεπτυγμένες αλλά και αναπτυσσόμενες αγορές.

MSCI World Growth Index

Περιλαμβάνει “Growth” Διεθνείς Μετοχές από εταιρίες Υψηλής, Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης.

MSCI World Value Index

Περιλαμβάνει “Value” Διεθνείς Μετοχές από εταιρίες Υψηλής, Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης.

Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια Ελλάδας**Citigroup Greece GBI 1 to 3 Years**

Ο δείκτης αυτός περιλαμβάνει ελληνικούς ομολογιακούς τίτλους ληκτότητας 1 έως 3 χρόνια.

Citigroup Greece GBI 3 to 7 Years

Ο δείκτης αυτός περιλαμβάνει ελληνικούς ομολογιακούς τίτλους ληκτότητας 3 έως 7 χρόνια.

Citigroup Greece GBI 10+ Year

Ο δείκτης αυτός περιλαμβάνει ελληνικούς ομολογιακούς τίτλους ληκτότητας 10+ χρόνια

Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού

iBoxx Sovereigns Eurozone Total Return Index

Ο δείκτης αυτός περιλαμβάνει Κρατικούς Ομολογιακούς τίτλους χωρών της Ευρωζώνης.

iBoxx Euro Corporate Total Return Index (Ευρώπη)

Ο δείκτης αυτός περιλαμβάνει Εταιρικούς Ευρωπαϊκούς Ομολογιακούς τίτλους.

Citigroup World Big Corporate Index (Global)

Ο δείκτης αυτός περιλαμβάνει Διεθνείς Ομολογιακούς τίτλους, κρατικούς αλλά και εταιρικούς.

Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια

Οι δείκτες είναι ίδιοι με τους παραπάνω, απλά είναι σύνθετοι, περιλαμβάνουν ποσοστό μετοχικού και ποσοστό ομολογιακού κομματιού.

Τέλος, επειδή σχεδόν όλα τα Αμοιβαία Κεφάλαια έχουν ποσοστό των επενδύσεών του σε διαθέσιμα, συμπεριλαμβάνουμε και δύο δείκτες μετρητών, **Euribor Μηνιαίο** και **Euribor 12μήνου**.

Σημείωση : Είναι πολύ σημαντική η σωστή επιλογή των δεικτών για την αποτελεσματικότητα του μοντέλου και των έγκυρων αποτελεσμάτων της ανάλυσης.

4.4 Μεθοδολογία

Αρχικά, όπως αναλύσαμε προηγουμένως, επιλέξαμε τα Αμοιβαία Κεφάλαια που θέλουμε να μελετήσουμε και τους Δείκτες (Factors) που θα αποτελούν τους συντελεστές του μοντέλου. Μία δυσκολία στο προσδιορισμό του μοντέλου προέκυψε από το γεγονός ότι τα Αμοιβαία Κεφάλαια υπό μελέτη είναι ευρείας γκάμας, συνεπώς και το μοντέλο έπρεπε να είναι αρκετά γενικό και να καλύπτει όλες τις κατηγορίες, γιαυτό και οι επιλεγμένοι δείκτες είναι πολλοί (18).

Με τη βοήθεια της βάσης δεδομένων του Bloomberg βρήκαμε τις χρονοσειρές των τιμών (μηνιαίες παρατηρήσεις) των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και των Δεικτών και δημιουργήσαμε τις αποδόσεις αυτών.

Δημιουργήσαμε αρχεία τύπου excel για όλα τα Αμοιβαία Κεφάλαια και με τη βοήθεια του Solver , μιας εφαρμογής του Excel καταλήξαμε στα αποτελέσματα.

Σκοπός μας είναι να βρούμε τέτοιους συντελεστές bi που να ελαχιστοποιούν τη διακύμανση του εκτιμώμενου σφάλματος ($Var(ei)$). Συνεπώς αυτό είναι ένα πρόβλημα βελτιστοποίησης και λύνεται με μαθηματικό προγραμματισμό (quadratic programming). Ορίζουμε στο Solver ότι πρόκειται για πρόβλημα μη-γραμμικής συνάρτησης, ορίζουμε ως αντικειμενική συνάρτηση το $Var ei$ και του δηλώνουμε να την ελαχιστοποιήσει, τηρώντας πάντα τους περιορισμούς των συντελεστών, να είναι θετικοί και να αθροίζουν στην μονάδα. Με τη μέθοδο “trial and error” προκύπτει τελικά το αποτέλεσμα των συντελεστών bi για κάθε Αμοιβαίο Κεφάλαιο. Τα ποσοστά αυτά αποτελούν το στυλ του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

Τέλος, σημαντικό είναι πέραν των ποσοστών αυτών να υπολογίσουμε και το

$$R^2 = 1 - \frac{Var(ei)}{Var(Ri)}$$

το οποίο υποδηλώνει το ποσοστό της απόδοσης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου που μπορεί να “ερμηνευτεί” από το μοντέλο και ουσιαστικά πόσο ρεαλιστικό είναι το αποτέλεσμα.

5. Ανάλυση Αποτελεσμάτων

5.1 Ανάλυση Αποτελεσμάτων Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Εφαρμόζοντας το μοντέλο του Sharpe, με σκοπό την εύρεση της κατανομής επενδύσεων των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων, σε χρονικό διάστημα (31/07/2001 – 31/12/2011) καταλήγουμε στα παρακάτω αποτελέσματα του πίνακα 1 και πίνακα 2:

“Styles” Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Ελλάδας:

Δείκτες (Συντελεστές bi)	Alpha Blue Chips	INTERAMERICA N Δυναμικό	ΔΗΛΟΣ Blue Chips	ΕΡΜΗΣ Δυναμικό	ING A/K	A/K ATE	Δήλος Small Cap	HSBC Αναπτυξιακό	INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών	EUROBANK Greek Equities	ALPHA TRUST Νέων Επιχειρήσ
Μετοχές Ελλάδας Υψηλής Κεφαλ.	52%	49%	54%	55%	54%	45%	17%	27%	14%	62%	18%
Μετοχές Ελλάδας Μεσαίας Κεφαλ.	13%	14%	14%	12%	22%	13%	37%	19%	47%	12%	18%
Μετοχές Ελλάδας Μικρής Κεφαλ.	11%	5%	11%	13%	2%	10%	27%	14%	9%	1%	24%
Μετοχές Ευρώπης Αναδυόμενων Αγορών	4%	5%	2%	0%	1%	1%	1%	2%	7%	2%	0%
Μετοχές Αμερικής Υψηλής Κεφαλ.	0%	0%	0%	1%	0%	2%	0%	0%	0%	3%	1%
Μετοχές Ευρώπης Υψηλής Κεφαλ.	3%	3%	1%	1%	0%	6%	0%	1%	4%	1%	6%
Μετοχές Διεθνείς Μεσαίας Κεφαλ.	2%	2%	1%	0%	3%	0%	3%	1%	1%	3%	4%
Μετοχές Διεθνείς Μικρής Κεφαλ.	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	2%	1%
"Growth" Μετοχές Διεθνείς	2%	3%	1%	1%	1%	0%	4%	1%	2%	5%	4%
"Value" Μετοχές Διεθνείς	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ομολογιακά Ελλάδας Ληκτότητας 1-3	0%	1%	2%	0%	0%	2%	0%	0%	0%	0%	0%
Ομολογιακά Ελλάδας Ληκτότητας 3-7	0%	2%	3%	0%	0%	0%	2%	1%	3%	2%	0%
Ομολογιακά Ελλάδας Ληκτότητας 10+	3%	6%	6%	1%	0%	3%	6%	9%	2%	4%	5%
Ομολογιακά Κρατικά Ευρώπης	2%	1%	1%	3%	3%	4%	0%	4%	2%	0%	4%
Ομολογιακά Εταιρικά Ευρώπης	3%	4%	2%	3%	13%	3%	1%	5%	5%	2%	3%
Ομολογιακά Εταιρικά Διεθνή	1%	2%	0%	2%	0%	2%	1%	3%	0%	0%	3%
Euribor 12μηνο	2%	1%	1%	4%	1%	4%	0%	6%	2%	0%	4%
Euribor μηνιαίο	2%	1%	1%	4%	0%	4%	0%	6%	3%	0%	4%
R ²	97,70%	95,51%	97,35%	98,10%	95,19%	96,70%	96,11%	90,85%	95,41%	96,04%	92,28%

Πίνακας 1 : Αποτελέσματα Συντελεστών bi και R² για τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Ελλάδας, μετά την εκτίμηση του μοντέλου βάσει της εξίσωσης του Sharpe (εξίσωση 1) με τους περιορισμούς (2) και (3) για χρονική περίοδο (Ιούλ/01 – Δεκ/11).

“Styles” Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εξωτερικού:

Δείκτες (Συντελεστές bi)	EFG Global Equities	Interamerican Νέα Ευρώπη
Μετοχές Ελλάδας Υψηλής Κεφαλ.	0%	0%
Μετοχές Ελλάδας Μεσαίας Κεφαλ.	0%	0%
Μετοχές Ελλάδας Μικρής Κεφαλ.	5%	0%
Μετοχές Ευρώπης Αναδυόμενων Αγορών	2%	62%
Μετοχές Αμερικής Υψηλής Κεφαλ.	0%	5%
Μετοχές Ευρώπης Υψηλής Κεφαλ.	30%	0%
Μετοχές Διεθνείς Μεσαίας Κεφαλ.	23%	5%
Μετοχές Διεθνείς Μικρής Κεφαλ.	18%	8%
"Growth" Μετοχές Διεθνείς	9%	9%
"Value" Μετοχές Διεθνείς	0%	0%
Ομολογιακά Ελλάδας Ληκτότητας 1-3	0%	0%
Ομολογιακά Ελλάδας Ληκτότητας 3-7	0%	0%
Ομολογιακά Ελλάδας Ληκτότητας 10+	0%	0%
Ομολογιακά Κρατικά Ευρώπης	3%	0%
Ομολογιακά Εταιρικά Ευρώπης	3%	0%
Ομολογιακά Εταιρικά Διεθνή	5%	10%
Ευρίβορ 12μηνο	1%	0%
Ευρίβορ μηνιαίο	1%	0%
R²	90,73%	87,06%

Πίνακας 2 : Αποτελέσματα Συντελεστών bi και R² για τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού μετά την εκτίμηση του μοντέλου βάσει της εξίσωσης του Sharpe (εξίσωση 1) με τους περιορισμούς (2) και (3) για χρονική περίοδο (Ιούλ/01 – Δεκ/11).

Style versus Selection

Παρατηρούμε ότι τα R² είναι πολύ υψηλά, ιδιαίτερος στα Μετοχικά Α/Κ Ελλάδας, κυμαίνονται από 87%-97%, και αυτό υποδηλώνει ότι το μοντέλο και οι επιλεγμένοι δείκτες “εξηγούν” σε μεγάλο βαθμό την απόδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Το κομμάτι της απόδοσης που δεν μπορεί να ερμηνευτεί είναι πολύ μικρό, συνεπώς η κατανομή επενδύσεων που προκύπτει και τα βάρη των συντελεστών είναι πολύ κοντά στην πραγματικότητα.

Συνέπεια και τήρηση ορίων Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

Οι διαχειριστές των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων υποχρεούνται να επενδύουν τουλάχιστον το 65% του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε μετοχικούς τίτλους. Διαφορετικά, σε περίπτωση ελέγχου από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η κύρωση είναι η επιβολή προστίμου. Με μια γρήγορη ματιά στους πίνακες, παρατηρούμε ότι το ποσοστό αυτό καλύπτεται με επενδύσεις σε μετοχές σε όλα τα Αμοιβαία Κεφάλαια της μελέτης.

Κατανομή Επενδύσεων – Συντελεστές bi

Στα περισσότερα Μετοχικά Α/Κ Ελλάδας της ανάλυσης, το μεγαλύτερο ποσοστό επένδυσης κατέχουν οι μετοχικοί τίτλοι εταιριών Υψηλής Κεφαλαιοποίησης. Στα Α/Κ εξωτερικού στον μεν “Interamerican Νέα Ευρώπη”, το μεγαλύτερο ποσοστό προκύπτει από επενδύσεις σε μετοχές Αναδυόμενων Αγορών, ενώ στο “EFG Global Equities”, τα ποσοστά μοιράζονται σε μετοχές Ευρώπης και Διεθνείς Μετοχές. Οι διαχειριστές των Α/Κ είναι υποχρεωμένοι να δημοσιοποιούν τον Κανονισμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου καθώς και το Ενημερωτικό Δελτίου αυτού μετά από υποβολή τους στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Στα έντυπα αυτά περιγράφεται αναλυτικά ο σκοπός και η επενδυτική πολιτική του κάθε Α/Κ και ο διαχειριστής είναι υποχρεωμένος να ακολουθεί με μικρές αποκλίσεις την πολιτική αυτή. Οποιαδήποτε διαφορετική κατανομή επενδύσεων, πέραν του ότι είναι παράτυπη, μπορεί να είναι και παραπλανητική για τον επενδυτή. Βάσει αυτών, αναλυτικά παρακάτω θα μελετήσουμε τα αποτελέσματα της έρευνάς μας για το κάθε Α/Κ και πόσο συνάδουν με την καταγεγραμμένη επενδυτική του πολιτική:

5.1.1 Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Ελλάδας

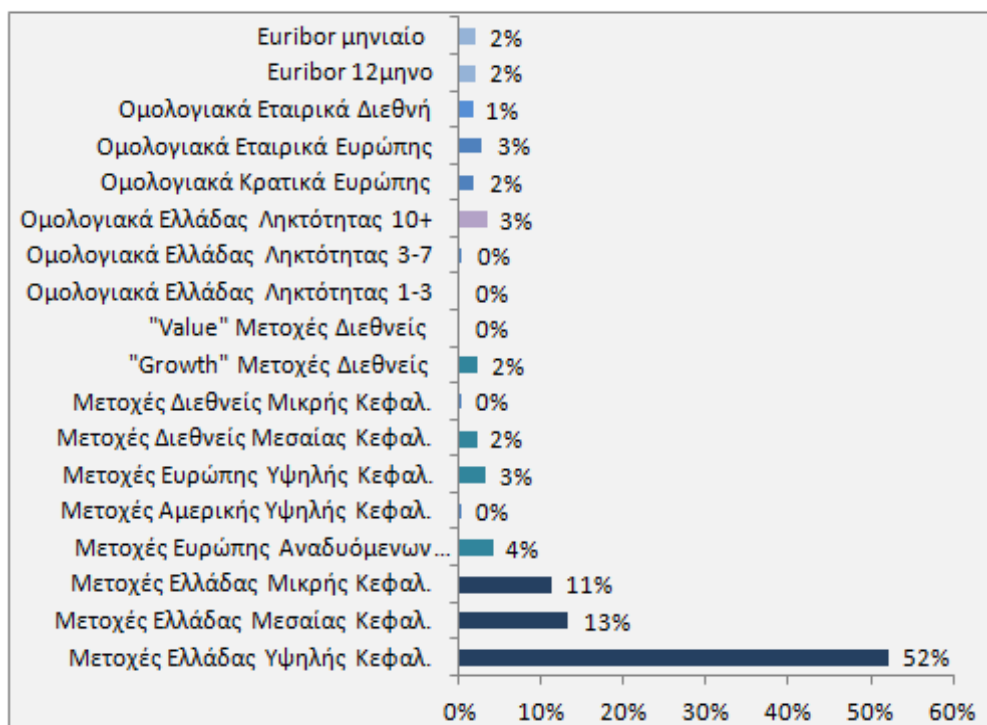
Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού

Δείκτης Αναφοράς : 100% Γενικός Δείκτης Χρηματιστηρίου Αθηνών

Επενδυτική πολιτική – Ενημερωτικό Δελτίο

Πρόκειται περί ενός μετοχικού αμοιβαίου κεφαλαίου εσωτερικού που έχει σκοπό να προσφέρει στο μεριδιούχο κέρδη από την υπεραξία τίτλων μετοχών επιλεγμένων εταιριών, που διαπραγματεύονται κυρίως στο Χρηματιστήριο Αθηνών, καθώς και από τις μερισματικές τους αποδόσεις. Η επενδυτική πολιτική του αμοιβαίου κεφαλαίου δίνει έμφαση στη σύνθεση του ενεργητικού με μετοχικούς τίτλους εταιριών κυρίως υψηλής κεφαλαιοποίησης, που παρουσιάζουν ισχυρά θεμελιώδη μεγέθη, αμυντικά χαρακτηριστικά και ικανοποιητική μερισματική απόδοση. Το αμοιβαίο κεφάλαιο δύναται, σύμφωνα με όσα ορίζει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, να χρησιμοποιεί μέσα και τεχνικές που συνδέονται με κινητές αξίες, μέσα χρηματαγοράς και παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα, με σκοπό την αποτελεσματική διαχείριση ή και την αντιστάθμιση στοιχείων του καθαρού ενεργητικού του.

Αποτελέσματα “Style Analysis”



$R^2 : 97,70\%$

Συμπέρασμα :

Αν και ο δείκτης αναφοράς του A/K είναι κατά 100% ο Γενικός Δείκτης του ΧΑ, από την ανάλυση μας παρατηρούμε ότι κατά 76% ακολουθεί μετοχές εσωτερικού (Μεγάλης, Μικρής και Υψηλής Κεφαλαιοποίησης) και κατά 11% μετοχές εξωτερικού, κατά 9% ομολογιακούς δείκτες και κατά 4% δείκτες διαθεσίμων. Παρατηρούμε ότι επενδύει κυρίως σε Μετοχές Ελλάδας Υψηλής Κεφαλαιοποίησης, όπως αναφέρεται και στον Κανονισμό του και επενδύει πάνω από 65% σε μετοχές που είναι η κανονιστική υποχρέωση του διαχειριστή του A/K βάσει της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Το R^2 είναι υψηλό που σημαίνει ότι η απόδοση του A/K εξηγείται κατά 97,70% από το μοντέλο και μόλις το 2,30% αυτής προέρχεται από την επιμέρους επιλογή αξιογράφων (selection).

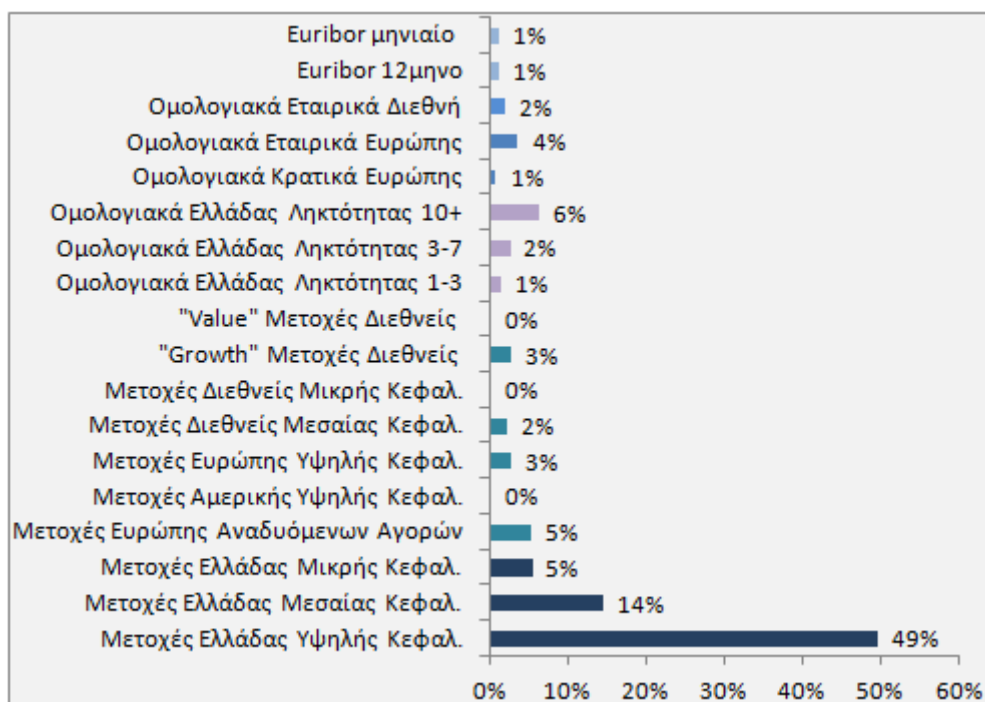
INTERAMERICAN Δυναμικό Εσωτερικού

Δείκτης Αναφοράς : 100% Γενικός Δείκτης Χρηματιστηρίου Αθηνών

Επενδυτική πολιτική – Ενημερωτικό Δελτίο

Σκοπός του Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι η επένδυση του ενεργητικού του κυρίως (δηλαδή κατά ποσοστό τουλάχιστον 65% του καθαρού ενεργητικού) σε μετοχές εταιριών και άλλους τίτλους εξομοιούμενους με αυτές, που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην ελληνική αγορά, και κυρίως μετοχικούς τίτλους εταιριών μεγάλης κεφαλαιοποίησης που παρουσιάζουν ικανοποιητικούς οικονομικούς δείκτες και προοπτική αξιόλογης κερδοφορίας και κατέχουν δεσπίζουσα θέση στον κλάδο τους. Δευτερευόντως, το Αμοιβαίο Κεφάλαιο επενδύει σε καταθέσεις, μέσα χρηματαγοράς και τίτλους σταθερού εισοδήματος, καθώς και σε παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα.

Αποτελέσματα “Style Analysis”



R^2 : 95,51%

Συμπέρασμα

Και αυτό το A/K έχει ως δείκτη αναφοράς τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών, από την ανάλυση προκύπτει ότι επενδύει κατά 68% σε μετοχές Ελλάδας και κυρίως σε εταιρίες Υψηλής Κεφαλαιοποίησης, όπως αναφέρει στον Κανονισμό του, είναι εντός κανονιστικών ορίων (τουλάχιστον 65% σε μετοχές) και ταυτόχρονα επενδύει ένα μικρό ποσοστό σε μετοχές Ευρώπης και σε ομόλογα. Το R^2 είναι υψηλό που σημαίνει ότι η απόδοση του A/K εξηγείται κατά 95,51% από το μοντέλο και μόλις το 4,49% αυτής προέρχεται από την επιμέρους επιλογή αξιογράφων (selection).

ΔΗΛΟΣ Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού

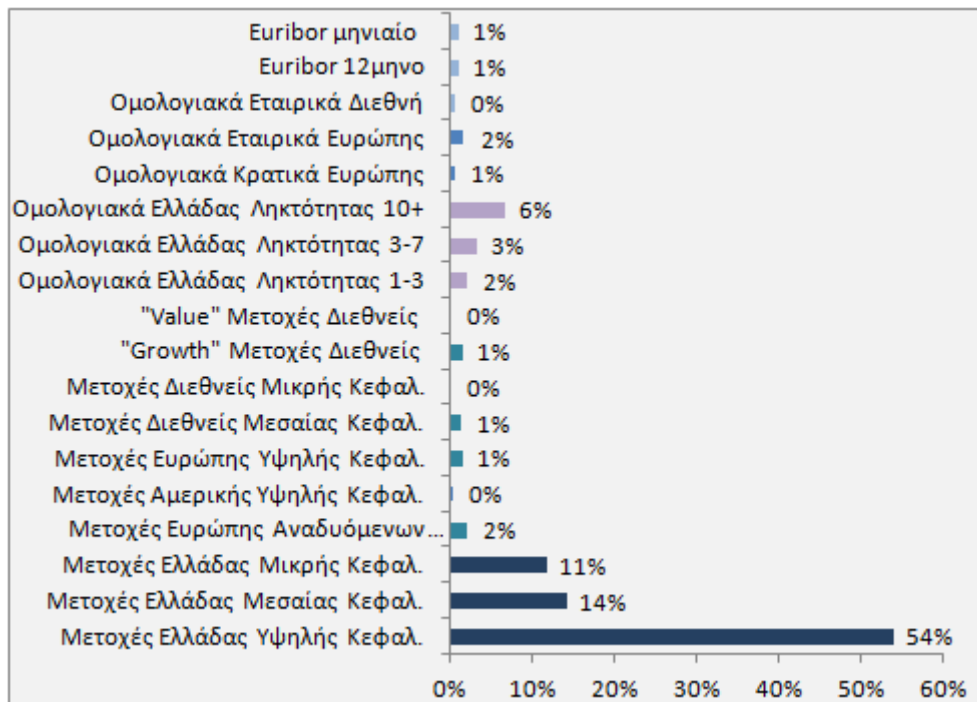
Δείκτης Αναφοράς : 100% Γενικός Δείκτης Χρηματιστηρίου Αθηνών

Επενδυτική πολιτική – Ενημερωτικό Δελτίο

Το A/K επενδύει σε ένα χαρτοφυλάκιο μεγάλης διασποράς επιλεγμένων μετοχών, κυρίως υψηλής κεφαλαιοποίησης (BLUE CHIPS), που είναι εισηγμένες κυρίως στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Δευτερευόντως επενδύει σε

τίτλους σταθερού εισοδήματος, σε προϊόντα κεφαλαιαγοράς και μέσα χρηματαγοράς εσωτερικού - εξωτερικού και καταθέσεις. Το Α/Κ μπορεί να επενδύει σε παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα με σκοπό είτε την κάλυψη κινδύνου είτε την αποτελεσματική διαχείριση, σύμφωνα πάντα με τους κανονισμούς της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Αποτελέσματα "Style Analysis"



R^2 : 97,35%

Συμπέρασμα

Το Α/Κ επενδύει κατά 79% σε ελληνικές μετοχές, πολύ κοντά στον Δείκτη Αναφοράς που είναι ο Γενικός Δείκτης Αναφοράς με το μεγαλύτερο ποσοστό σε μετοχές υψηλής Κεφαλαιοποίησης, όπως αναφέρεται στον κανονισμό του. Το R^2 είναι υψηλό που σημαίνει ότι η απόδοση του Α/Κ εξηγείται κατά 97,35% από το μοντέλο και μόλις το 2,65% αυτής προέρχεται από την επιμέρους επιλογή αξιογράφων (selection).

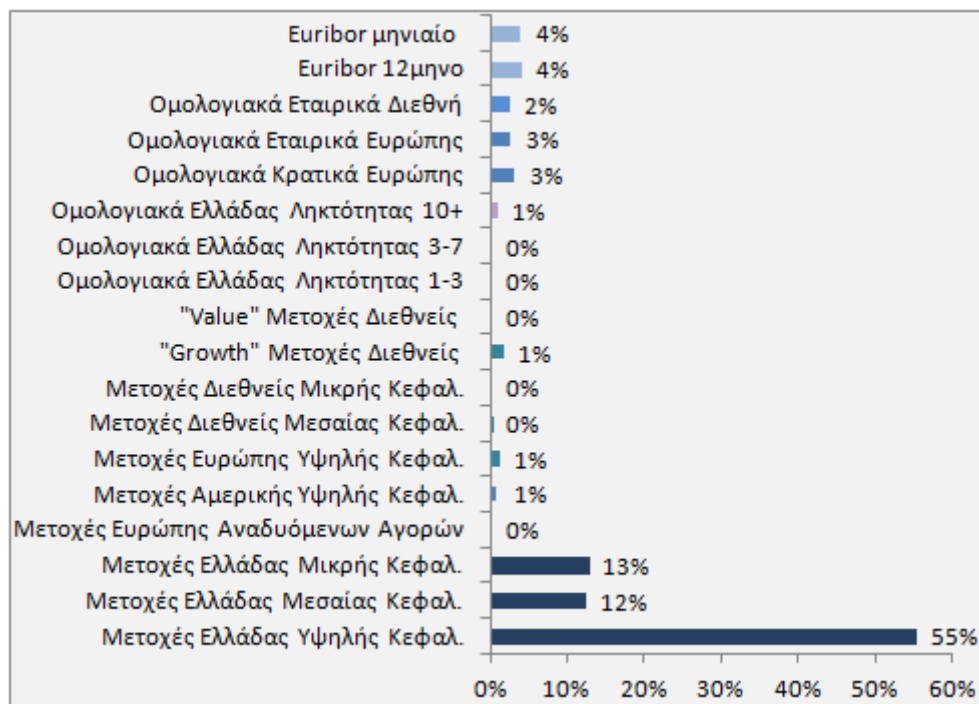
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχικό Εσωτερικού

Δείκτης Αναφοράς : 100% Γενικός Δείκτης Χρηματιστηρίου Αθηνών

Επενδυτική πολιτική – Ενημερωτικό Δελτίο

Επενδυτικός και οικονομικός στόχος του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι η αύξηση της αξίας του ενεργητικού του μέσω υπεραξίας και εσόδων από μερίσματα σε μετοχικούς τίτλους κυρίως του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Η πολιτική επιδιώξεως των ανωτέρω βασίζεται στις επενδύσεις του Α/Κ σε χαρτοφυλάκιο μεγάλης διασποράς επιλεγμένων μετοχών, κυρίως υψηλής κεφαλαιοποίησης, που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών με έμφαση σε μετοχές που περιλαμβάνονται στο Γενικό Δείκτη του ΧΑ και δευτερευόντως σε άλλα μέσα της αγοράς κεφαλαίου και χρήματος εσωτερικού – εξωτερικού.

Αποτελέσματα “Style Analysis”



R^2 : 98,10%

Συμπέρασμα :

Το Α/Κ επενδύει κατά 80% σε ελληνικές μετοχές, πολύ κοντά στον Δείκτη Αναφοράς που είναι ο Γενικός Δείκτης Αναφοράς με το μεγαλύτερο ποσοστό (55%) σε μετοχές υψηλής Κεφαλαιοποίησης, όπως αναφέρεται στον κανονισμό του. Το R^2 είναι πολύ υψηλό που σημαίνει ότι η απόδοση του Α/Κ εξηγείται κατά 98,10% από το μοντέλο και μόλις το 1,90% αυτής προέρχεται από την επιμέρους επιλογή αξιογράφων (selection).

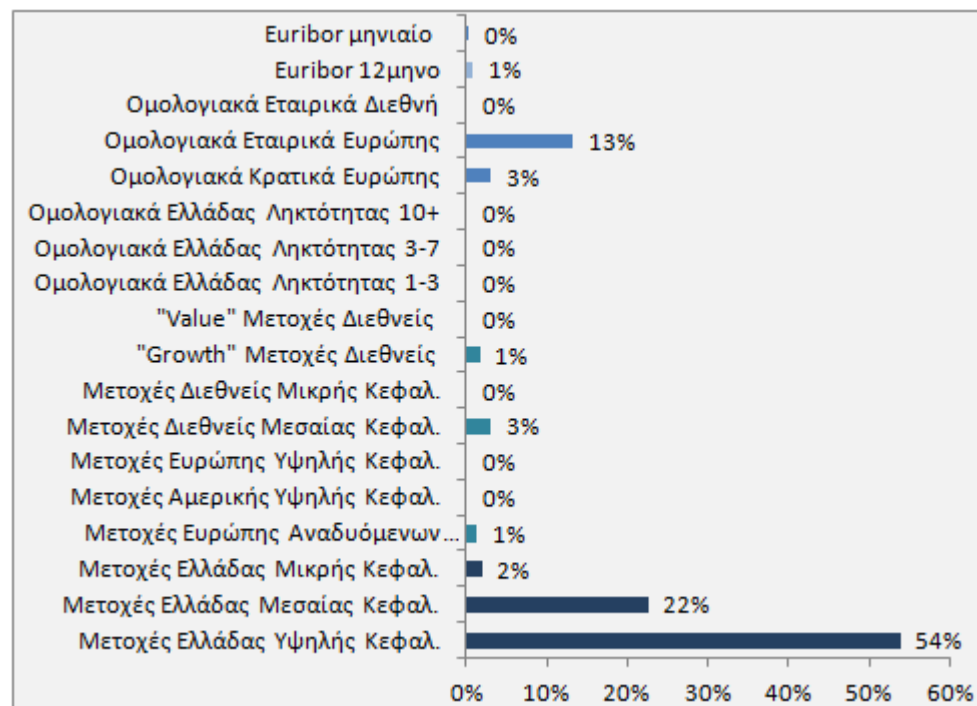
ING A/K Μετοχικό Εσωτερικού

Δείκτης Αναφοράς : 70% Γενικός Δείκτης Χρηματιστηρίου Αθηνών
30% Stoxx Balkan 50

Επενδυτική πολιτική – Ενημερωτικό Δελτίο

Επενδυτικό σκοπό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου ING Μετοχικό Εσωτερικού, αποτελεί η επίτευξη υπεραξιών μέσω της επένδυσης κυρίως σε μετοχικούς τίτλους εταιριών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών (Χ.Α.). Για την υλοποίηση του σκοπού του το Αμοιβαίο Κεφάλαιο επενδύει τουλάχιστον 65% του ενεργητικού του σε μετοχές του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Δευτερευόντως, δύναται να επενδύει μέρος του ενεργητικού του (έως 35%) σε μετοχές ταιριών που δραστηριοποιούνται στην ευρύτερη περιοχή των Βαλκανίων επιδιώκοντας την μεγιστοποίηση των αποδόσεών του. Δύναται επίσης να επενδύει σε πολύ μικρότερα ποσοστά και σε άλλες κινητές αξίες, μέσα χρηματαγοράς, τίτλους σταθερού εισοδήματος, τραπεζικές καταθέσεις και μερίδια ή μετοχές Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ).

Αποτελέσματα “Style Analysis”



R² : 95,19%

Συμπέρασμα :

Το Α/Κ επενδύει κατά 78% σε ελληνικές μετοχές, πολύ κοντά στον Δείκτη Αναφοράς που είναι ο Γενικός Δείκτης Αναφοράς κατά 70% αλλά επενδύει και σε μετοχές της ευρύτερης περιοχής των Βαλκανίων, κάτι που δεν φαίνεται ξεκάθαρα από την ανάλυσή μας. Τα κανονιστικά όρια ικανοποιούνται. Το R^2 είναι υψηλό που σημαίνει ότι η απόδοση του Α/Κ εξηγείται κατά 95,19% από το μοντέλο και μόλις το 4,79% αυτής προέρχεται από την επιμέρους επιλογή αξιογράφων (selection).

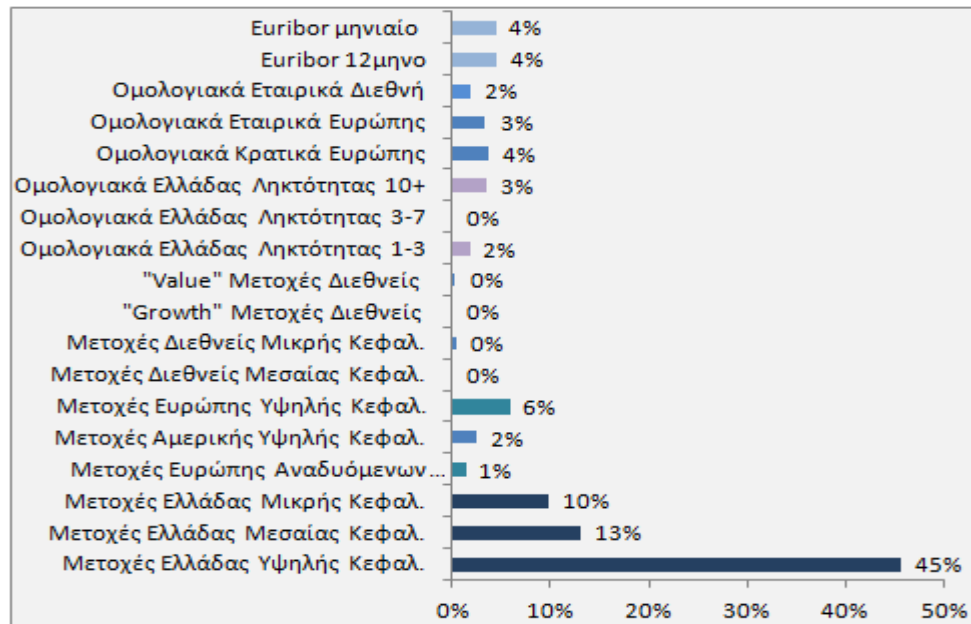
Α/Κ ΑΤΕ Μετοχικό Εσωτερικού

Δείκτης Αναφοράς : 100% Γενικός Δείκτης Χρηματιστηρίου Αθηνών

Επενδυτική πολιτική – Ενημερωτικό Δελτίο

Το Α/Κ στοχεύει στην επίτευξη της υψηλότερης δυνατής απόδοσης, πρωτίστως από υπεραξία και δευτερευόντως από εισόδημα, με επενδύσεις που πραγματοποιούνται, κατά κύριο λόγο στην αγορά μετοχών εσωτερικού και δευτερευόντως σε ομόλογα καθώς και στην αγορά χρήματος. Το Α/Κ επενδύει κυρίως (τουλάχιστον 65% επί του καθαρού ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου) σε επιλεγμένες μετοχές εταιριών που είναι εισηγμένες στο Χ.Α. με έμφαση σε μετοχές εταιριών μεγάλης και μεσαίας κεφαλαιοποίησης.

Αποτελέσματα “Style Analysis”



$R^2 : 96,70\%$

Συμπέρασμα :

Το Α/Κ επενδύει κατά 68% σε ελληνικές μετοχές, πολύ κοντά στον Δείκτη Αναφοράς που είναι ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Επενδύει επίσης κατά 10% σε μετοχές εξωτερικού και κατά 12% σε ομόλογα. Κανονιστικά οι επενδύσεις είναι σωστές αφού τουλάχιστον το 65% επενδύεται σε μετοχικούς τίτλους. Το R^2 είναι πολύ υψηλό που σημαίνει ότι η απόδοση του Α/Κ εξηγείται κατά 96,70% από το μοντέλο και μόλις το 3,30% αυτής προέρχεται από την επιμέρους επιλογή αξιογράφων (selection).

ΔΗΛΟΣ Small Cap Μετοχικό Εσωτερικού

Δείκτης Αναφοράς: 80% FTSE-XA Mid 40

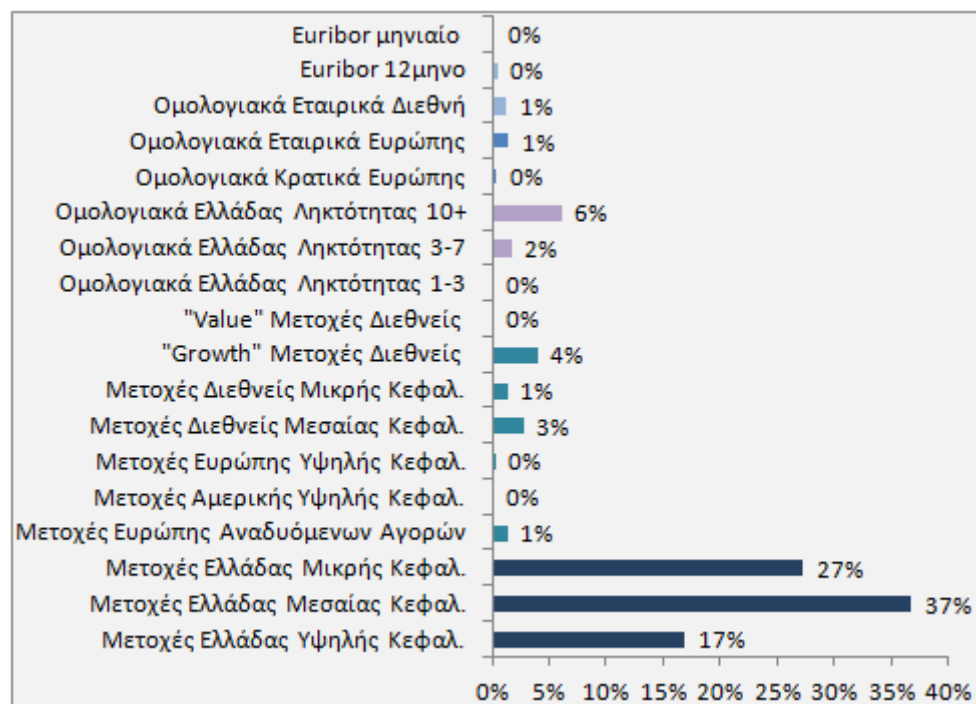
20% FTSE-ASE 20

Επενδυτική πολιτική – Ενημερωτικό Δελτίο

Το ΔΗΛΟΣ SMALL CAP επενδύει σε ένα χαρτοφυλάκιο υψηλής διασποράς, κυρίως μετοχών εσωτερικού με έμφαση σε αυτές των εταιρειών μικρής και

μεσαίας κεφαλαιοποίησης (SMALLCAP). Δευτερευόντως επενδύει σε τίτλους σταθερού εισοδήματος, σε προϊόντα κεφαλαιαγοράς και μέσα χρηματαγοράς εσωτερικού - εξωτερικού και καταθέσεις. Το αμοιβαίο μπορεί να επενδύει σε παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα με σκοπό είτε την κάλυψη κινδύνου είτε την αποτελεσματική διαχείριση, σύμφωνα πάντα με τους κανονισμούς της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Αποτελέσματα “Style Analysis”



$R^2 : 96,11\%$

Συμπέρασμα

Το Α/Κ ακολουθεί κατά 80% τον δείκτη μετοχών Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης και 20% μετοχές Μικρής Κεφαλαιοποίησης. Από την ανάλυση προκύπτει ότι όντως το μεγαλύτερο ποσοστό επενδύεται σε μετοχικούς τίτλους Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης αλλά όχι τόσο μεγάλο όσο αναμενόταν (37%) , μεγαλύτερο ποσοστό σε μετοχές Μικρής κεφαλαιοποίησης (27%) και 17%, αρκετά μεγάλο σε μετοχές Υψηλής Κεφαλαιοποίησης. Επενδύει επίσης κατά 10% σε ομόλογα. Κανονιστικά οι επενδύσεις είναι σωστές αφού τουλάχιστον το 65% επενδύεται σε μετοχικούς τίτλους. Το R^2 είναι πολύ υψηλό που σημαίνει ότι η

απόδοση του A/K εξηγείται κατά 96,11% από το μοντέλο και μόλις το 3,89% αυτής προέρχεται από την επιμέρους επιλογή αξιογράφων (selection).

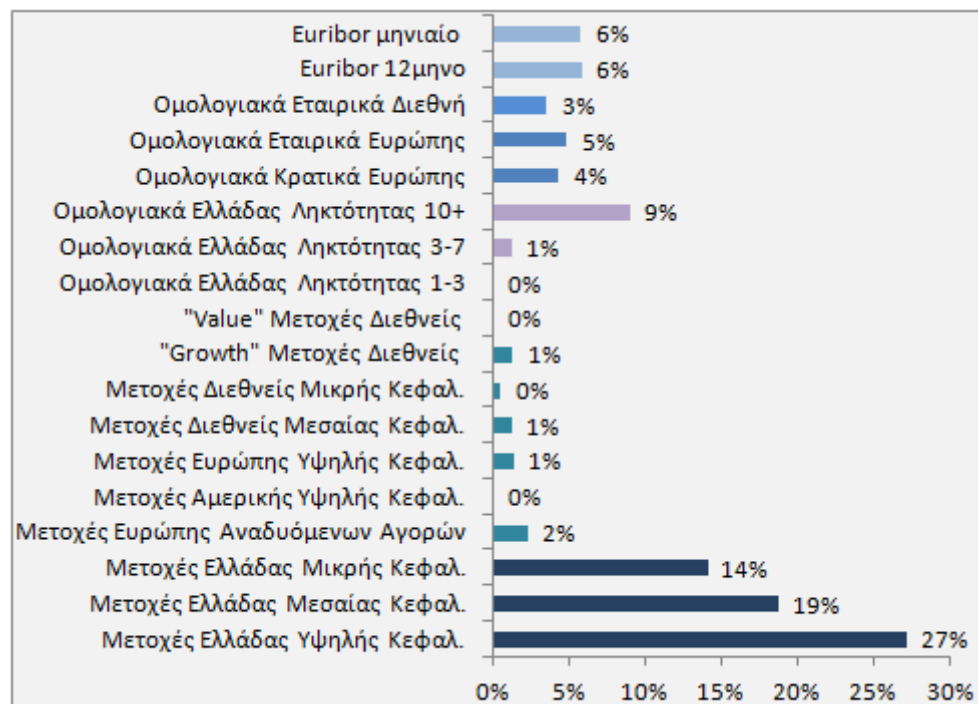
HSBC Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού

Δείκτης Αναφοράς : 100% Γενικός Δείκτης Χρηματιστηρίου Αθηνών

Επενδυτική πολιτική – Ενημερωτικό Δελτίο

Η επενδυτική πολιτική του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, επιτυγχάνεται μέσω ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου, κυρίως σε μετοχές ελληνικών εταιριών, εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Οι παραπάνω επενδύσεις καλύπτουν κατ' ελάχιστον ποσοστό εξήντα πέντε τοις εκατό (65%) του καθαρού ενεργητικού του. Στα πλαίσια της επενδυτικής πολιτικής και με στόχο την επίτευξη του σκοπού του, το ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου δύναται να επενδύεται και σε παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 25 του Ν.3283/2004 και των εκάστοτε αποφάσεων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Αποτελέσματα “Style Analysis”



$R^2 : 90,85\%$

Συμπέρασμα

Παρόλο που το Αμοιβαίο Κεφάλαιο έχει ως δείκτη αναφοράς κατά 100% τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών, από την ανάλυση προκύπτει ότι μόλις το 60% της απόδοσης του Α/Κ επηρεάζεται από τους δείκτες ελληνικών μετοχών, ενώ μαζί με τις μετοχές εξωτερικού οριακά φτάνει το 65% που είναι και το κανονιστικό όριο επένδυσης του Α/Κ σε μετοχικούς τίτλους. Τέλος, παρατηρούμε ότι μεγάλο ποσοστό (22%) το Α/Κ επενδύει σε ομόλογα και 12% σε διαθέσιμα. Το R^2 είναι αρκετά υψηλό που σημαίνει ότι η απόδοση του Α/Κ εξηγείται κατά 90,85% από το μοντέλο και μόλις το 3,30% αυτής προέρχεται από την επιμέρους επιλογή αξιογράφων (selection).

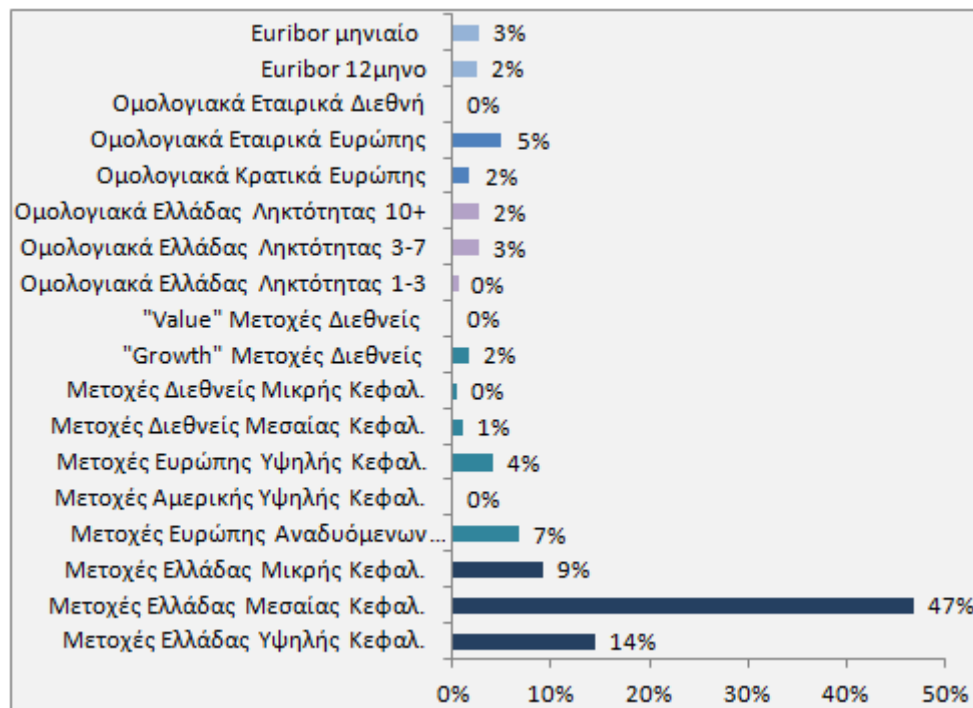
INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού

Δείκτης Αναφοράς : 100% FTSE-ΧΑ Mid 40

Επενδυτική πολιτική – Ενημερωτικό Δελτίο

Σκοπός του Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι η επένδυση του ενεργητικού του κυρίως (δηλαδή κατά ποσοστό τουλάχιστον 65% του καθαρού ενεργητικού) σε μετοχές εταιριών και άλλους τίτλους εξομοιούμενους με αυτές, που αποτελούν αντικείμενο διαπραγματεύσεως στην ελληνική αγορά, και κυρίως μετοχικούς τίτλους εταιριών μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης με προοπτικές δυναμικής ανάπτυξης σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Δευτερευόντως, το Αμοιβαίο Κεφάλαιο επενδύει σε καταθέσεις, μέσα χρηματαγοράς και τίτλους σταθερού εισοδήματος, καθώς και σε παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα. Το ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου δύναται κατά περίπτωση να επενδυθεί σε παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα με σκοπό την αποτελεσματική διαχείριση ή την αντιστάθμιση του κινδύνου των υποκείμενων στοιχείων του καθαρού ενεργητικού του, στο πλαίσιο του νόμου και των αποφάσεων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, όπως εκάστοτε ισχύουν.

Αποτελέσματα "Style Analysis"



R^2 : 95,41%

Συμπέρασμα

Το Α/Κ έχει ως Δείκτη Αναφοράς 100% τον Δείκτη Μετοχών Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης, κάτι που φαίνεται και από την ανάλυσή μας, μιας και κατά το μεγαλύτερο ποσοστό (47%), το Α/Κ επενδύει όντως σε μετοχές Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης. Όχι όμως όπως αναμενόταν, 9% επενδύεται σε μετοχές μικρής Κεφαλαιοποίησης και 14% σε μετοχές Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης. Κανονιστικά ο διαχειριστής είναι σωστός, 65% τουλάχιστον σε μετοχικούς τίτλους. Το R^2 είναι αρκετά υψηλό που σημαίνει ότι η απόδοση του Α/Κ εξηγείται κατά 95,41% από το μοντέλο και μόλις το 4,59% αυτής προέρχεται από την επιμέρους επιλογή αξιογράφων (selection).

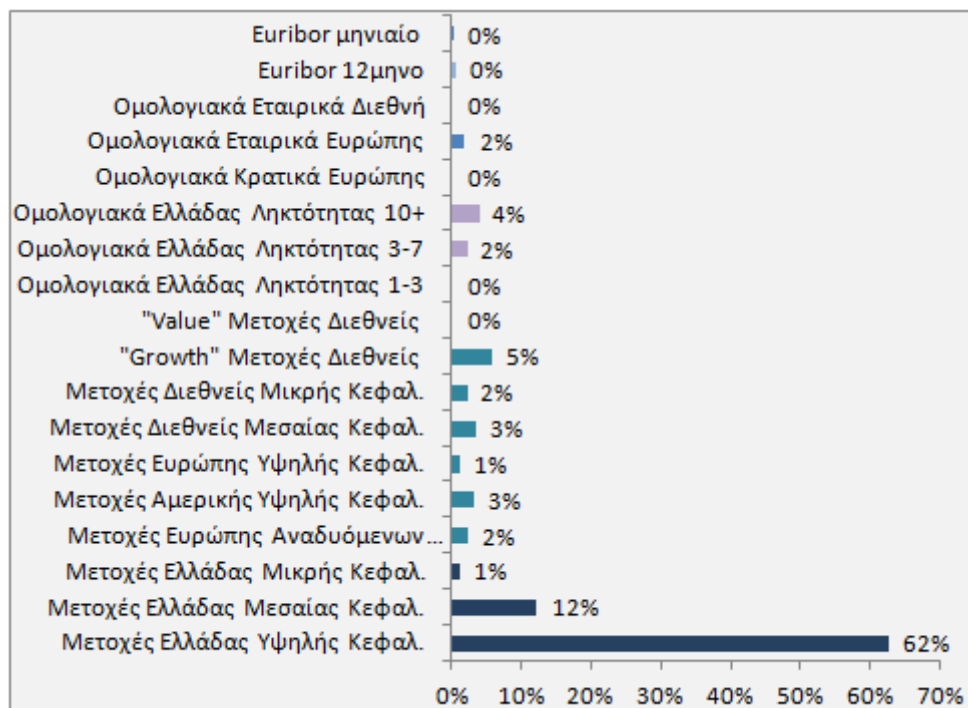
EUROBANK Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού

Δείκτης Αναφοράς : 100% Γενικός Δείκτης Χρηματιστηρίου Αθηνών

Επενδυτική πολιτική – Ενημερωτικό Δελτίο

Σκοπός του Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι η επένδυση του ενεργητικού του κυρίως (δηλαδή κατά ποσοστό τουλάχιστον 65% του καθαρού ενεργητικού) σε μετοχές εταιριών και άλλους τίτλους εξομοιούμενους με αυτές, που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην ελληνική αγορά ή σε μετοχές εταιριών και άλλους τίτλους εξομοιούμενους με αυτές, με έδρα την Ελλάδα ή που σε μεγάλο βαθμό δραστηριοποιούνται σε αυτήν. Δευτερευόντως, το Αμοιβαίο Κεφάλαιο επενδύει σε καταθέσεις, μέσα χρηματαγοράς και τίτλους σταθερού εισοδήματος, καθώς και σε παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα, με σκοπό την αποτελεσματική διαχείριση ή/και την αντιστάθμιση του κινδύνου των υποκείμενων στοιχείων του καθαρού ενεργητικού του, στο πλαίσιο του νόμου και των αποφάσεων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, όπως εκάστοτε ισχύουν.

Αποτελέσματα “Style Analysis”



R^2 : 96,04%

Συμπέρασμα :

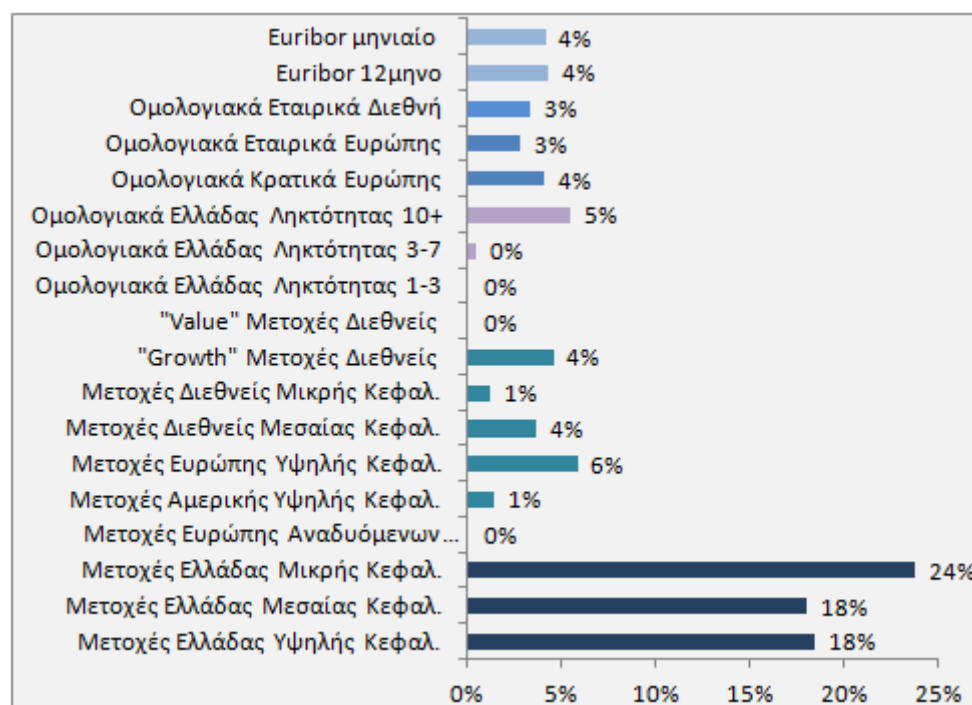
Το A/K επενδύει κατά 75% σε ελληνικές μετοχές, κοντά στον Δείκτη Αναφοράς που είναι ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών . Τουλάχιστον το 65% επενδύεται σε μετοχικούς τίτλους, όπως απαιτείται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Το R^2 είναι πολύ υψηλό που σημαίνει ότι η απόδοση του A/K εξηγείται κατά 96,04% από το μοντέλο και μόλις το 3,96% αυτής προέρχεται από την επιμέρους επιλογή αξιογράφων (selection).

ALPHA TRUST Νέων Επιχειρήσεων Μετοχικό Εσωτερικού

Δείκτης Αναφοράς : 100% Γενικός Δείκτης Χρηματιστηρίου Αθηνών

Επενδυτική πολιτική – Ενημερωτικό Δελτίο Σκοπός του Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι να προσφέρει στους μακροπρόθεσμους επενδυτές τη δυνατότητα επίτευξης εισοδήματος και υπεραξιών με την τοποθέτηση των διαθέσιμων κεφαλαίων του κυρίως σε εισηγμένες μετοχές στο Χρηματιστήριο Αθηνών, με έμφαση σε μετοχές δυναμικά αναπτυσσόμενων εταιριών καθώς και εισαγόμενες εταιρίες στο Χ.Α. ή που έχουν εισαχθεί κατά τα τελευταία έτη και δευτερευόντως σε μετοχές μικρής κα μεσαίας κεφαλαιοποίησης.

Αποτελέσματα “Style Analysis”



R² : 92,28%

Συμπέρασμα

Το Α/Κ επενδύει κατά 60% σε ελληνικές μετοχές, αν και το Α/Κ ακολουθεί κατά 100% τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Αν και το Ενημερωτικό Δελτίο του Α/Κ περιγράφει ως κύρια επένδυση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου εταιρίες Υψηλής Κεφαλαιοποίησης και μάλιστα αναπτυσσόμενων εταιριών, από την ανάλυση προκύπτει ότι η αναλογία μοιράζεται διαφορετικά, 24% σε μετοχές Μικρής Κεφαλαιοποίησης, 18% σε μετοχές Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης και μόλις 18% σε μετοχές Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης . Αν συμπεριλάβουμε και τις μετοχές εξωτερικού καλύπτεται το απαιτούμενο ποσοστό (65%) επένδυσης σε μετοχικούς τίτλους βάσει της Απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Το R² είναι πολύ υψηλό που σημαίνει ότι η απόδοση του Α/Κ εξηγείται κατά 92,28% από το μοντέλο και μόλις το 7,72% αυτής προέρχεται από την επιμέρους επιλογή αξιογράφων (selection).

5.1.2 Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Αναπτυσσόμενων Αγορών

INTERAMERICAN Νέα Ευρώπη Μετοχικό Εξωτερικού

Δείκτης Αναφοράς : 90% MSCI Emerging Markets Europe (€)

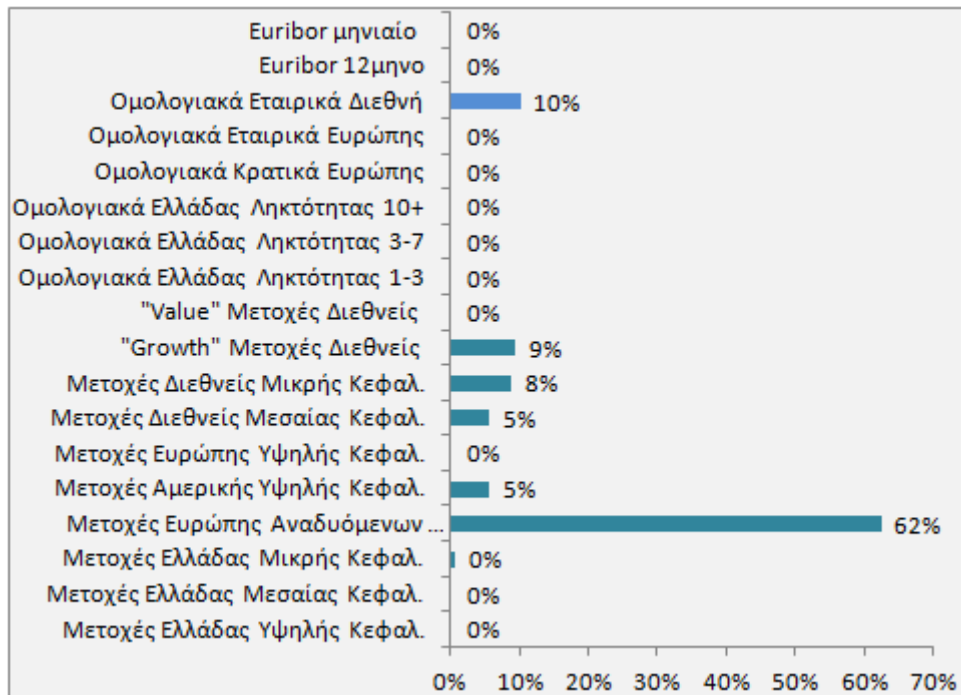
10% Eonia TR Index

Επενδυτική πολιτική – Ενημερωτικό Δελτίο

Σκοπός του Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι η επένδυση του ενεργητικού του κυρίως (δηλαδή κατά ποσοστό τουλάχιστον 65% του καθαρού ενεργητικού) σε μετοχές εταιριών και άλλους τίτλους εξομοιούμενους με αυτές, που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στις αγορές της Νοτιοανατολικής Ευρώπης. Μετοχές εταιριών που δραστηριοποιούνται σε χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης και διαπραγματεύονται σε λοιπά αλλοδαπά χρηματιστήρια δύνανται να αποτελούν εναλλακτική επιλογή. Δευτερευόντως, το Αμοιβαίο Κεφάλαιο επενδύει σε καταθέσεις, μέσα χρηματαγοράς και τίτλους σταθερού εισοδήματος, καθώς και σε παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα με σκοπό την αποτελεσματική διαχείριση ή/και την αντιστάθμιση του κινδύνου των υποκείμενων στοιχείων του καθαρού ενεργητικού του, στο

πλαίσιο του νόμου και των αποφάσεων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, όπως εκάστοτε ισχύουν.

Αποτελέσματα "Style Analysis"



R^2 : 87,06%

Συμπέρασμα :

Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο βάσει Κανονισμού και Δείκτη Αναφοράς επενδύει σε μετοχές Ανατολικής Ευρώπης και αυτό καθρεπτίζεται και στο ποσοστό που προκύπτει από το Style Analysis (62%). Ο σύνθετος δείκτης αναφοράς όμως απαρτίζεται και 10% από δείκτη διαθεσίμων, κάτι που δεν προκύπτει από την ανάλυση, αφού το Αμοιβαίο Κεφάλαιο φαίνεται εκτός από μετοχές να επενδύει μόνο κατά 10% σε ομόλογα και καθόλου σε διαθέσιμα. Το R^2 είναι και πάλι υψηλό, η απόδοση του Α/Κ εξηγείται κατά 87,06% από το μοντέλο.

5.1.3 Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Ανεπτυγμένων Αγορών

EUROBANK Global Equities Μετοχικό Εξωτερικού

Δείκτης Αναφοράς : 40% STOXX Europe 50

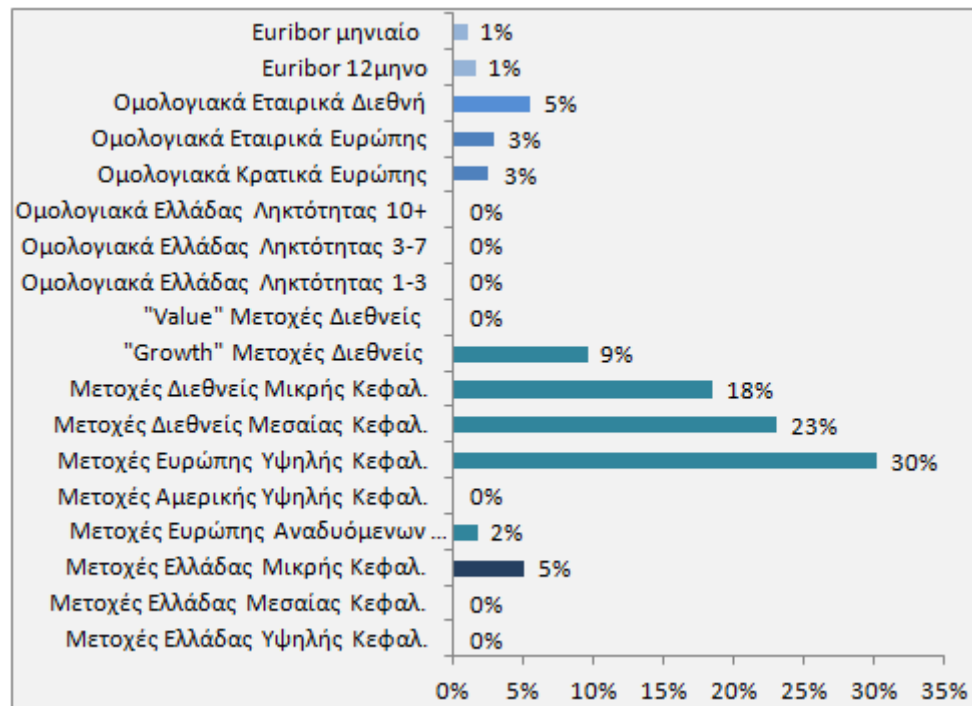
50% DJ Industrial Average (€)

10% Nikkei 225 (€)

Επενδυτική πολιτική – Ενημερωτικό Δελτίο

Σκοπός του Σκοπός του Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι η επένδυση του ενεργητικού του κυρίως (δηλαδή κατά ποσοστό τουλάχιστον 65% του καθαρού ενεργητικού) σε μετοχές εταιριών και άλλους τίτλους εξομοιούμενους με αυτές, που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο εξωτερικό. Δευτερευόντως, το Αμοιβαίο Κεφάλαιο επενδύει σε καταθέσεις, μέσα χρηματαγοράς και τίτλους σταθερού εισοδήματος, καθώς και σε παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα με σκοπό την αποτελεσματική διαχείριση ή/και την αντιστάθμιση του κινδύνου των υποκείμενων στοιχείων του καθαρού ενεργητικού του, στο πλαίσιο του νόμου και των αποφάσεων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, όπως εκάστοτε ισχύουν. Το χαρτοφυλάκιο μετοχικών τίτλων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου περιλαμβάνει μια ευρεία επιλογή μετοχών εταιριών εξωτερικού ευρείας κλαδικής διασποράς με δυναμικές προοπτικές ανάπτυξης.

Αποτελέσματα "Style Analysis"



$R^2 : 90,73\%$

Συμπέρασμα

Ο Δείκτης Αναφοράς του A/K δηλώνει ότι το A/K επενδύει κατά 40% σε μετοχές Ευρώπης Υψηλής Κεφαλαιοποίησης , 50% σε μετοχές Αμερικής Υψηλής Κεφαλαιοποίησης 10% σε μετοχές Ιαπωνίας. Στην ανάλυσή μας όμως προκύπτει ότι το A/K επενδύει το μεγαλύτερο ποσοστό σε μετοχές Ευρώπης Υψηλής Κεφαλαιοποίησης και σε Μετοχές Αμερικής αλλά όχι Υψηλής Κεφαλαιοποίησης, αλλά Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης. Επίσης σημαντικό ποσοστό κατέχουν και οι Αναπτυξιακές Μετοχές. Το R^2 είναι και πάλι υψηλό, η απόδοση του A/K εξηγείται κατά 90,73% από το μοντέλο.

5.2 Ανάλυση Αποτελεσμάτων Ομολογιακών Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Εφαρμόζοντας το μοντέλο του Sharpe, με σκοπό την εύρεση της κατανομής επενδύσεων των Ομολογιακών Αμοιβαίων Κεφαλαίων σε χρονικό διάστημα (31/07/2001 – 31/12/2011) καταλήγουμε στα παρακάτω αποτελέσματα του πίνακα 3 και 4 :

“Styles” Ομολογιακών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Ελλάδας:

Δείκτες (Συντελεστές bi)	INTERAMERICAN Σταθερό	ΔΗΛΟΣ Εισοδήματος	Alpha Ομολογιακό	AAAB A.K. Εισοδήματος & Ομολογιών	A/K ATE Εισοδήματος
Μετοχές Ελλάδας Υψηλής Κεφαλ.	0%	0%	0%	0%	0%
Μετοχές Ελλάδας Μεσαίας Κεφαλ.	0%	0%	0%	0%	0%
Μετοχές Ελλάδας Μικρής Κεφαλ.	0%	0%	0%	0%	0%
Μετοχές Ευρώπης Αναδυόμενων Αγορών	2%	4%	2%	3%	3%
Μετοχές Αμερικής Υψηλής Κεφαλ.	0%	0%	0%	0%	2%
Μετοχές Ευρώπης Υψηλής Κεφαλ.	0%	0%	0%	0%	0%
Μετοχές Διεθνείς Μεσαίας Κεφαλ.	0%	0%	0%	0%	0%
Μετοχές Διεθνείς Μικρής Κεφαλ.	0%	1%	0%	0%	0%
"Growth" Μετοχές Διεθνείς	0%	2%	0%	0%	0%
"Value" Μετοχές Διεθνείς	1%	0%	0%	0%	0%
Ομολογιακά Ελλάδας Ληκτότητας 1-3	15%	20%	0%	15%	14%
Ομολογιακά Ελλάδας Ληκτότητας 3-7	18%	13%	28%	21%	15%
Ομολογιακά Ελλάδας Ληκτότητας 10+	19%	15%	29%	14%	14%
Ομολογιακά Κρατικά Ευρώπης	9%	2%	0%	5%	9%
Ομολογιακά Εταιρικά Ευρώπης	8%	5%	0%	3%	7%
Ομολογιακά Εταιρικά Διεθνή	5%	0%	0%	1%	5%
Euribor 12μηνo	10%	20%	21%	19%	15%
Euribor μηνιαίο	10%	20%	20%	19%	15%
R²	75,31%	56,78%	55,25%	55,25%	34,86%

Πίνακας 3 : Αποτελέσματα Συντελεστών bi και R² για τα Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια Ελλάδας μετά την εκτίμηση του μοντέλου βάσει της εξίσωσης του Sharpe (εξίσωση 1) με τους περιορισμούς (2) και (3) για χρονική περίοδο (Ιούλ/01 – Δεκ/11).

“Styles” Ομολογιακών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εξωτερικού:

Δείκτες (Συντελεστές bi)	ΔΗΛΟΣ USD Bond	ΔΗΛΟΣ Eurobond	ALPHA Ευρ/κών Εταιρικών Ομολόγων	ALICO Εταιρικών Ομολογιών	MARFIN Eurocredit	Alpha Ευρωπαϊκών Κρατικών Ομολόγων
Μετοχές Ελλάδας Υψηλής Κεφαλ.	0%	2%	0%	0%	0%	0%
Μετοχές Ελλάδας Μεσαίας Κεφαλ.	0%	1%	0%	0%	0%	0%
Μετοχές Ελλάδας Μικρής Κεφαλ.	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Μετοχές Ευρώπης Αναδυόμενων Αγορών	0%	5%	3%	3%	4%	0%
Μετοχές Αμερικής Υψηλής Κεφαλ.	16%	0%	0%	0%	0%	0%
Μετοχές Ευρώπης Υψηλής Κεφαλ.	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Μετοχές Διεθνείς Μεσαίας Κεφαλ.	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Μετοχές Διεθνείς Μικρής Κεφαλ.	0%	1%	0%	0%	0%	0%
"Growth" Μετοχές Διεθνείς	0%	1%	0%	1%	1%	0%
"Value" Μετοχές Διεθνείς	0%	1%	0%	0%	2%	0%
Ομολογιακά Ελλάδας Ληκτότητας 1-3	1%	5%	2%	4%	6%	0%
Ομολογιακά Ελλάδας Ληκτότητας 3-7	5%	1%	2%	0%	3%	0%
Ομολογιακά Ελλάδας Ληκτότητας 10+	0%	3%	2%	0%	4%	0%
Ομολογιακά Κρατικά Ευρώπης	1%	16%	19%	18%	18%	75%
Ομολογιακά Εταιρικά Ευρώπης	0%	18%	20%	19%	15%	2%
Ομολογιακά Εταιρικά Διεθνή	75%	13%	17%	19%	11%	1%
Euribor 12μνηο	1%	16%	18%	18%	18%	0%
Euribor μηνιαίο	0%	16%	18%	18%	18%	21%
R²	55,29%	48,66%	50,93%	55,64%	35,25%	83,86%

Πίνακας 4 : Αποτελέσματα Συντελεστών bi και R² για τα Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού μετά την εκτίμηση του μοντέλου βάσει της εξίσωσης του Sharpe (εξίσωση 1) με τους περιορισμούς (2) και (3) για χρονική περίοδο (Ιούλ/01 – Δεκ/11).

Style versus Selection

Παρατηρούμε ότι τα R² είναι αρκετά χαμηλά, και στα Ομολογιακά Α/Κ Ελλάδας αλλά και στα Ομολογιακά Α/Κ Ελλάδας, κυμαίνονται από 35%-83%, και αυτό υποδηλώνει ότι το μοντέλο και οι επιλεγμένοι δείκτες δεν μπορούν να “ερμηνεύσουν” σε μεγάλο βαθμό την απόδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Επειδή όμως το συμπέρασμα αυτό μοιάζει λίγο περίεργο σε σχέση με τα μετοχικά και μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια, που R^2 το είναι υψηλό σε όλες τις παλινδρομήσεις, χρειάστηκε να αναζητήσω καλύτερα το λόγο που συμβαίνει αυτό. Πρώτη σκέψη μου ήταν να προσδιορίσω καλύτερα το μοντέλο μου και να επανεξετάσω τους Ομολογιακούς Δείκτες.

Αφού μελέτησα αναλυτικά τους Δείκτες Αναφοράς των Ομολογιακών Αμοιβαίων Κεφαλαίων, διαπίστωνα ότι οι επιλεγμένοι δείκτες του μοντέλου, ήταν αντιπροσωπευτικοί, εκτός από το ότι έλειπε ο Δείκτης Ελληνικών Ομολόγων μικρής ληκτότητας. Αφού τον συμπεριέλαβα, εκτίμησα ξανά το μοντέλο, οι συντελεστές των δεικτών άλλαξαν, έγινε πιο σωστά η κατανομή αλλά τα R^2 μεταβλήθηκαν ελάχιστα.

Κάνοντας δοκιμές, αλλάζοντας το δείγμα, διαπίστωνα ότι αν αφαιρέσω από την χρονοσειρά τις τιμές του τελευταίου εξαμήνου στα Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια Ελλάδας, τα R^2 αυξάνονται εξαιρετικά. Αυτό συμβαίνει λόγω του ότι στην “προβληματική” αγορά των ελληνικών ομολόγων - δίχως ρευστότητα - υπήρξαν τους τελευταίους μήνες αποκλίσεις μεταξύ τιμών ΗΔΑΤ (επίσημος φορέας αποτίμησης ελληνικών ομολόγων στα Αμοιβαία Κεφάλαια) και τιμών που λαμβάνουν οι δείκτες. Αυτό προκαλεί κυρίως τεχνικό πρόβλημα στην υπόσταση του μοντέλου και τον σωστό προσδιορισμό του προφίλ των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, και όχι ποιοτική διαφοροποίηση των επενδύσεων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων σε βάθος χρόνου. Συνεπώς, βάσει των παραπάνω συμπερασμάτων, αφαίρεσα από την παλινδρόμηση τις τιμές του τελευταίου εξαμήνου των Ομολογιακών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Ελλάδας και ξανατρέχοντας το μοντέλο, πήρα (κατά πολύ) πιο μεγάλα R^2 και συνεπώς πιο αντιπροσωπευτικούς συντελεστές.

Τα νέα αποτελέσματα περιγράφονται στον παρακάτω πίνακα 5:

Δείκτες (Συντελεστές bi)	INTERAMERIC AN Σταθερό	ΔΗΛΟΣ Εισοδήματος	Alpha Ομολογιακό	AAAB A.K. Εισοδήματος & Ομολογιών	A/K ATE Εισοδήματος
Μετοχές Ελλάδας Υψηλής Κεφαλ.	0%	1%	2%	1%	0%
Μετοχές Ελλάδας Μεσαίας Κεφαλ.	2%	1%	0%	0%	0%
Μετοχές Ελλάδας Μικρής Κεφαλ.	0%	0%	0%	1%	0%
Μετοχές Ευρώπης Αναδυόμενων Αγορών	0%	0%	0%	0%	0%
Μετοχές Αμερικής Υψηλής Κεφαλ.	0%	0%	0%	0%	1%
Μετοχές Ευρώπης Υψηλής Κεφαλ.	1%	0%	0%	0%	0%
Μετοχές Διεθνείς Μεσαίας Κεφαλ.	0%	0%	0%	0%	0%
Μετοχές Διεθνείς Μικρής Κεφαλ.	0%	0%	0%	0%	0%
"Growth" Μετοχές Διεθνείς	0%	0%	0%	0%	0%
"Value" Μετοχές Διεθνείς	0%	5%	0%	0%	0%
Ομολογιακά Ελλάδας Ληκτότητας 1-3	20%	13%	20%	19%	18%
Ομολογιακά Ελλάδας Ληκτότητας 3-7	23%	13%	30%	17%	17%
Ομολογιακά Ελλάδας Ληκτότητας 10+	25%	14%	30%	23%	21%
Ομολογιακά Κρατικά Ευρώπης	8%	11%	5%	9%	9%
Ομολογιακά Εταιρικά Ευρώπης	5%	11%	4%	8%	7%
Ομολογιακά Εταιρικά Διεθνή	0%	9%	0%	4%	4%
Euribor 12μηνο	8%	11%	5%	10%	11%
Euribor μηνιαίο	8%	11%	5%	10%	11%
R²	87,65%	76,78%	90,40%	82,29%	83,00%

Πίνακας 5 : Αποτελέσματα Συντελεστών bi και R² για τα Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια Ελλάδας μετά την εκτίμηση του μοντέλου βάσει της εξίσωσης του Sharpe (εξίσωση 1) με τους περιορισμούς (2) και (3), μετά τον επαναπροσδιορισμό της χρονικής περιόδου για (Ιούλ/01 – Ιουν/11).

Η παράμετρος αυτή όμως δεν επηρέασε και τα αποτελέσματα στα Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού, διότι ακόμα και αν επενδύουν σε ομολογιακούς τίτλους Ελλάδας, το ποσοστό είναι μικρό και δεν επηρεάζεται το αποτέλεσμα και η αποτελεσματικότητα του μοντέλου από την παραπάνω παράμετρο. Τα μικρά R² συνεπώς οφείλονται στο ότι οι επιλεγμένοι δείκτες, αν και είναι αντιπροσωπευτικοί των επενδύσεων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει των Ενημερωτικών τους Δελτίων και πολύ κοντά στους Δείκτες Αναφοράς τους, δεν μπορούν να “ερμηνεύσουν” την πορεία της απόδοσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Το σφάλμα είναι μεγάλο και οφείλεται στην

επιλογή αξιογράφων και σε επενδύσεις που δεν συνάδουν με αυτές που περιγράφονται στον Κανονισμό αυτών.

Συνέπεια και τήρηση ορίων Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

Οι διαχειριστές των Ομολογιακών Αμοιβαίων Κεφαλαίων υποχρεούνται να επενδύουν τουλάχιστον το 65% του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε ομολογιακούς τίτλους. Διαφορετικά, σε περίπτωση ελέγχου από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η κύρωση είναι μεγάλη μέσω επιβολής προστίμου. Με μια γρήγορη ματιά στους πίνακες, παρατηρούμε ότι το ποσοστό αυτό καλύπτεται με επενδύσεις σε ομόλογα σε όλα τα Αμοιβαία Κεφάλαια της μελέτης, αλλά μόνο της δεύτερης εκτίμησης.

Κατανομή Επενδύσεων – Συντελεστές bi

Στα περισσότερα Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια της ανάλυσης, οι συντελεστές είναι κοντά ,σε γενικές γραμμές, στη βασική επένδυση αυτών, τα μεγαλύτερα ποσοστά ανήκουν σαφώς σε ομολογιακούς δείκτες, όμως δεν αντιπροσωπεύουν σε όλα τα Αμοιβαία Κεφάλαια, ακριβώς τα ποσοστά των επιμέρους κατηγοριών ομολόγων (κρατικά, εταιρικά, μεγάλης/μικρής ληκτότητας κλπ).

Οι διαχειριστές των Α/Κ είναι υποχρεωμένοι να δημοσιοποιούν τον Κανονισμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου καθώς και το Ενημερωτικό Δελτίου αυτού μετά από υποβολή τους στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Στα έντυπα αυτά περιγράφεται αναλυτικά ο σκοπός και η επενδυτική πολιτική του κάθε Α/Κ και ο διαχειριστής είναι υποχρεωμένος να ακολουθεί με μικρές αποκλίσεις την πολιτική αυτή. Οποιαδήποτε διαφορετική κατανομή επενδύσεων, πέραν του ότι είναι παράτυπη, μπορεί να είναι και παραπλανητική για τον επενδυτή. Βάσει αυτών, αναλυτικά παρακάτω θα μελετήσουμε τα αποτελέσματα της έρευνάς μας για το κάθε Α/Κ και πόσο συνάδουν με την καταγεγραμμένη επενδυτική του πολιτική:

5.2.1 Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια Διεθνή

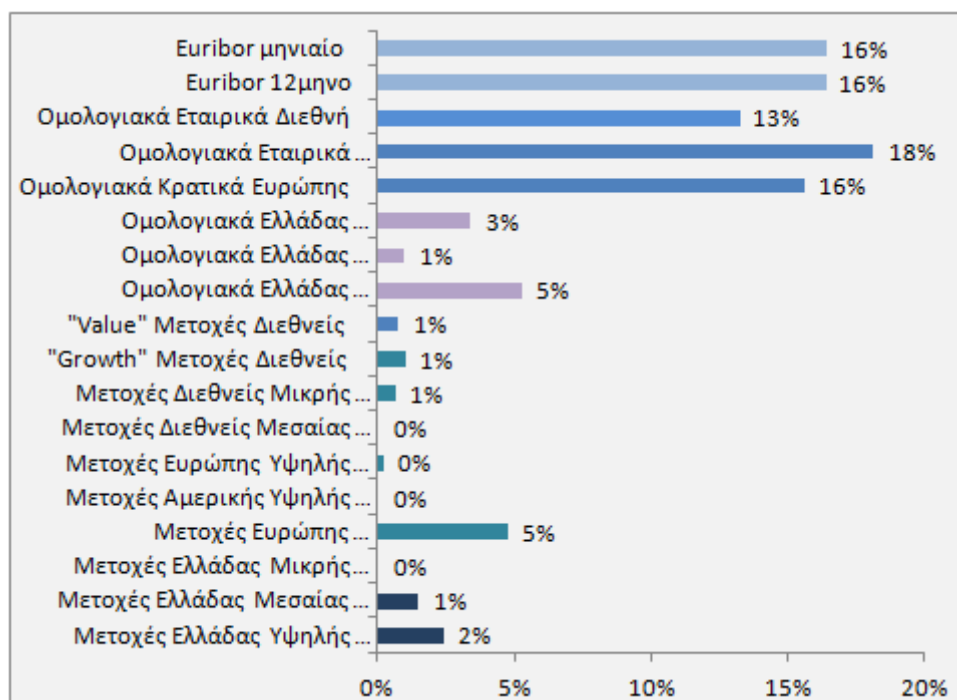
ΔΗΛΟΣ Eurobond – Ομολογιακό

Δείκτης Αναφοράς : 100% Citigroup Eurobig Corporate 5-7 years

Επενδυτική πολιτική – Ενημερωτικό Δελτίο

Το Α/Κ επενδύει κυρίως σε επιλεγμένους κρατικούς και εταιρικούς ομολογιακούς τίτλους υψηλής κατά κανόνα πιστοληπτικής ικανότητας, που διαπραγματεύονται στις μεγαλύτερες Ευρωπαϊκές Κεφαλαιαγορές. Δευτερευόντως, το Α/Κ επενδύει σε μέσα χρηματαγοράς, καταθέσεις, λοιπές κινητές αξίες καθώς και σε μετοχές σε ποσοστό έως και 10% του ενεργητικού του. Επιπρόσθετα, κατά την ενάσκηση της διαχείρισης, μπορεί να γίνεται χρήση παραγώγων για αντισταθμιστικούς σκοπούς, αλλά και για σκοπούς αποτελεσματικής διαχείρισης, όταν κρίνεται σκόπιμο στο πλαίσιο της βέλτιστης σχέσης κινδύνου-απόδοσης. Το Α/Κ επενδύει κυρίως σε εταιρικούς και κρατικούς ομολογιακούς τίτλους και δευτερευόντως σε άλλες κατηγορίες ομολογιών. Ο στόχος της μεσοσταθμικής διάρκειας του χαρτοφυλακίου του Α/Κ είναι 5-7 έτη.

Αποτελέσματα “Style Analysis”



R² : 48,66%

Συμπέρασμα

Ο Δείκτης Αναφοράς του A/K δηλώνει ότι το A/K επενδύει το μεγαλύτερο ποσοστό του ενεργητικού του σε ευρωπαϊκούς εταιρικούς ομολογιακούς τίτλους. Από τα αποτελέσματά μας προκύπτει ότι το μεγαλύτερο ποσοστό της κατανομής των επενδύσεων του A/K είναι σε εταιρικά ευρωπαϊκά ομόλογα, αλλά σεβαστό ποσοστό επενδύεται και σε ομόλογα κρατικά, ευρωπαϊκά και διεθνή καθώς και σε διαθέσιμα. Κανονιστικά, το ποσοστό συνολικά των ομολόγων δεν καλύπτει το 65% που υποχρεούται ο διαχειριστής να επενδύει από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, όμως το R^2 είναι ιδιαιτέρως χαμηλό, μόλις 48,66% που σημαίνει ότι το μισό περίπου κομμάτι της απόδοσης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου δεν μπορεί να “ερμηνευτεί” από το μοντέλο.

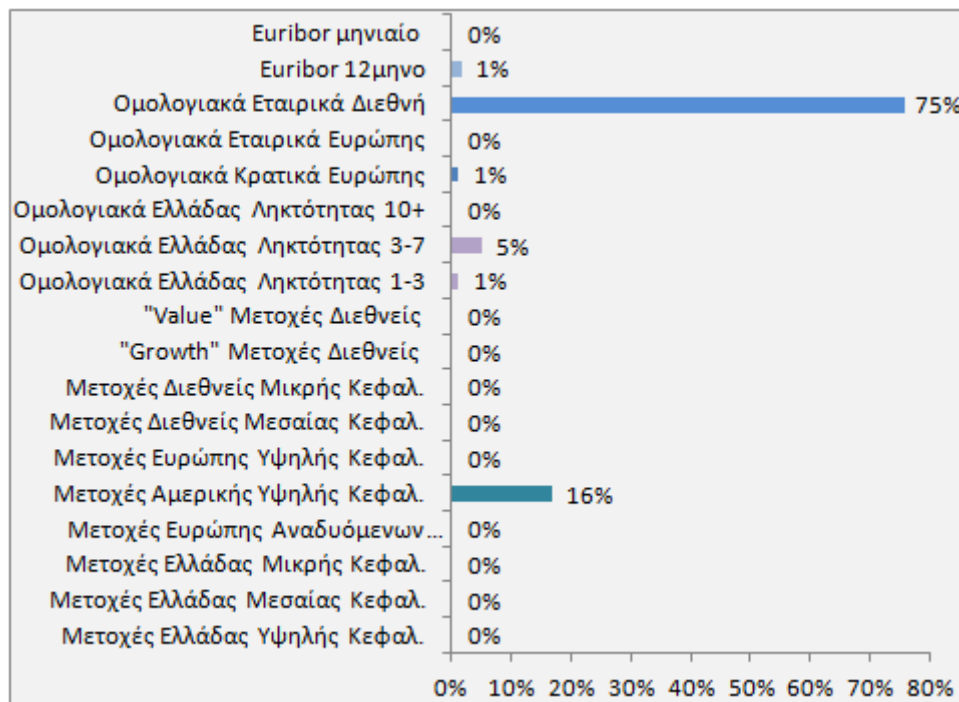
ΔΗΛΟΣ USD Bond Ομολογιακό Εξωτερικού

Δείκτης Αναφοράς : 100% Citigroup Eurodollar Bond 5 to 7 Year BBB- or Better

Επενδυτική πολιτική – Ενημερωτικό Δελτίο

Το A/K επενδύει κυρίως σε επιλεγμένους εταιρικούς και κρατικούς ομολογιακούς τίτλους, οι οποίοι έχουν σα νόμισμα βάσης το Δολάριο Η.Π.Α. (USD). Δευτερευόντως, το A/K επενδύει σε μέσα χρηματαγοράς, καταθέσεις, λοιπές κινητές αξίες και σε μετοχές σε ποσοστό έως και 10% του ενεργητικού του. Στόχος του είναι η επίτευξη της υψηλότερης δυνατής απόδοσης τόσο από εισόδημα όσο και από υπεραξία σε μεσομακροπρόθεσμη βάση. Το A/K επενδύει κυρίως σε εταιρικούς και δευτερευόντως σε κρατικούς ομολογιακούς τίτλους. Στόχος είναι η μεσοσταθμική διάρκεια του χαρτοφυλακίου του A/K να είναι μικρότερη από 7 έτη.

Αποτελέσματα “Style Analysis”



R^2 : 55,29%

Συμπέρασμα

Ο Δείκτης Αναφοράς του A/K δηλώνει ότι το A/K επενδύει το μεγαλύτερο ποσοστό του ενεργητικού του σε διεθνείς ομολογιακούς τίτλους, εταιρικούς και κρατικούς. Τα αποτελέσματά μας το επιβεβαιώνουν αυτό, αφού το 75% κατέχει ο σχετικός δείκτης, αν και το R^2 είναι ιδιαίτερος χαμηλό, μόλις 55,29% που σημαίνει ότι μεγάλο κομμάτι της απόδοσης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου δεν μπορεί να “ερμηνευτεί” από το μοντέλο.

5.2.2 Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια Ελλάδα

INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού

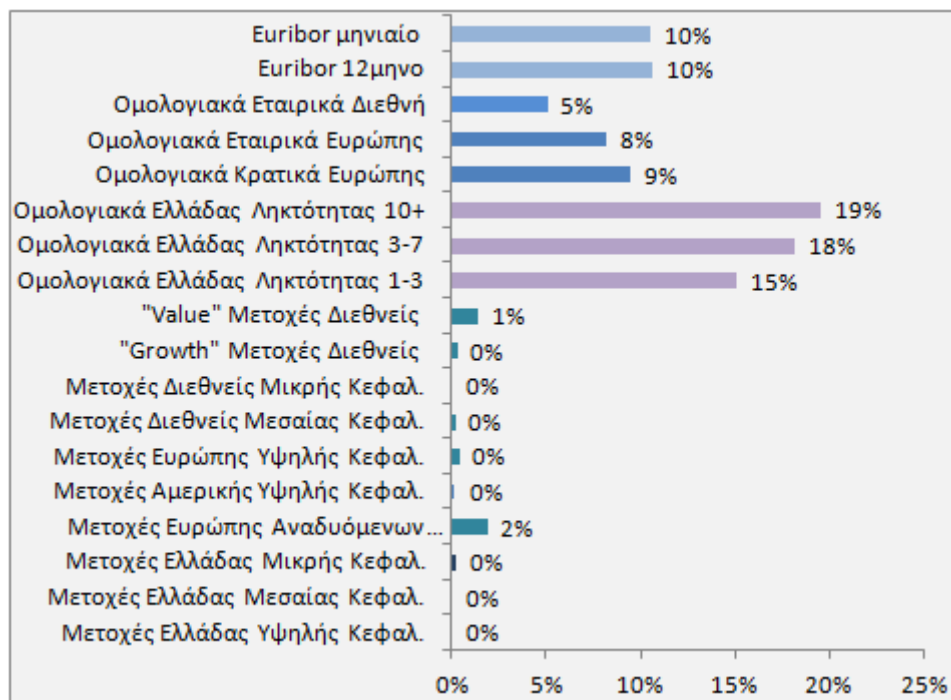
Δείκτης Αναφοράς : 100% Merrill Lynch Greek Government Bonds 1-10 years

Επενδυτική πολιτική – Ενημερωτικό Δελτίο

Σκοπός του Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι η επένδυση του ενεργητικού του κυρίως (δηλαδή κατά ποσοστό τουλάχιστον 65% του καθαρού ενεργητικού)

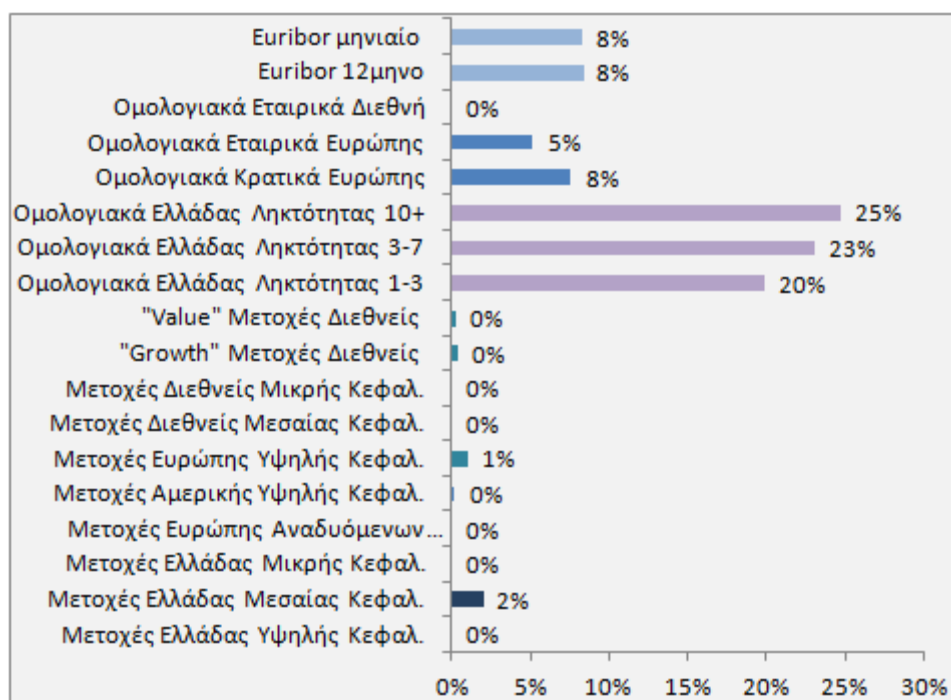
σε χρεωστικούς τίτλους Ελλήνων εκδοτών ή εκδοτών που έχουν έκθεση στην Ελλάδα. Περαιτέρω, το Αμοιβαίο Κεφάλαιο μπορεί να επενδύει ποσοστό μέχρι 10% του καθαρού ενεργητικού του και σε μετοχές. Επίσης, το Αμοιβαίο Κεφάλαιο επενδύει σε καταθέσεις και μέσα χρηματαγοράς, καθώς και σε παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα, με σκοπό την αποτελεσματική διαχείριση ή/και την αντιστάθμιση του κινδύνου των υποκείμενων στοιχείων του καθαρού ενεργητικού του, στο πλαίσιο του νόμου 3283/2004 και των σχετικών αποφάσεων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, όπως εκάστοτε ισχύουν.

Αποτελέσματα “Style Analysis” (Μέχρι 31/12/2011)



$R^2 : 75,31\%$

Αποτελέσματα “Style Analysis” (Μέχρι 30/06/2011)



R^2 : 87,65%

Συμπέρασμα

Ο Δείκτης Αναφοράς του A/K δηλώνει ότι το A/K επενδύει το μεγαλύτερο ποσοστό του ενεργητικού του σε ελληνικούς ομολογιακούς τίτλους ληκτότητας από 10 χρόνια και πάνω. Από τα αποτελέσματά μας προκύπτει ότι το A/K έχει έκθεση και σε ομόλογα μικρότερης ληκτότητας, καθώς και σε ομόλογα εξωτερικού. Αλλάζοντας το δείγμα των δεδομένων μας, παρατηρούμε ότι τα σταθμά των συντελεστών αλλάζουν. Μειώνονται τα ποσοστά σε διαθέσιμα και σε ομόλογα εξωτερικού και αυξάνονται τα ομόλογα εσωτερικού. Το R^2 μεταβάλλεται από 75,31% σε 87,65% στη δεύτερη ανάλυση που δείχνει ότι η κατανομή επενδύσεων γίνεται πιο αντιπροσωπευτική της πραγματικότητας. Τα κανονιστικά όρια τηρούνται και στις δύο περιπτώσεις (τουλάχιστον 65% σε ομολογιακούς τίτλους).

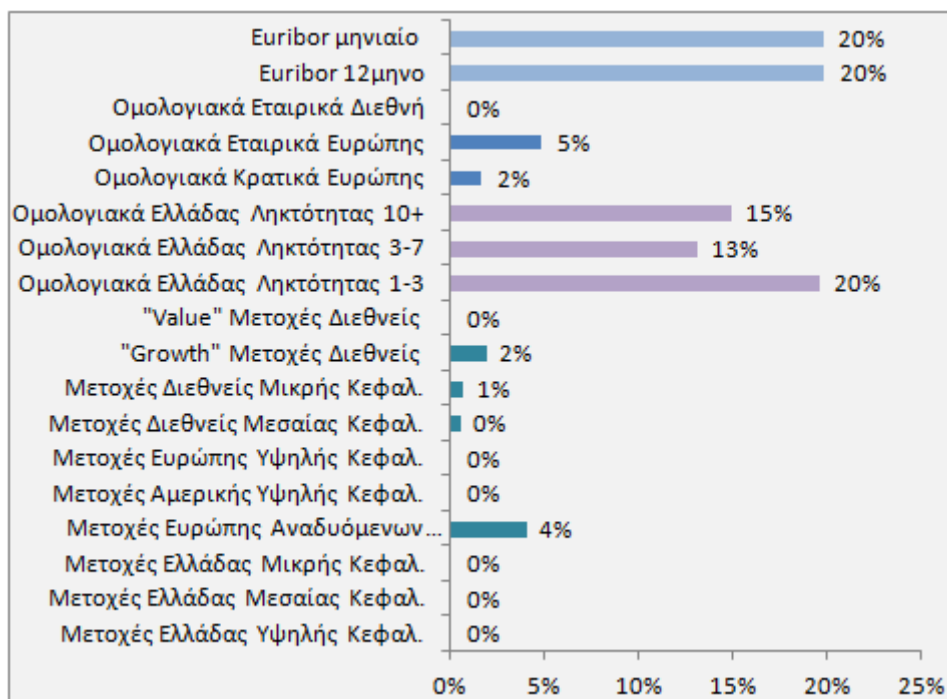
ΔΗΛΟΣ Εισοδήματος Ομολογιακό Εσωτερικού

Δείκτης Αναφοράς : 100% Citigroup Greece Government Bonds Index 1-3

Επενδυτική πολιτική – Ενημερωτικό Δελτίο

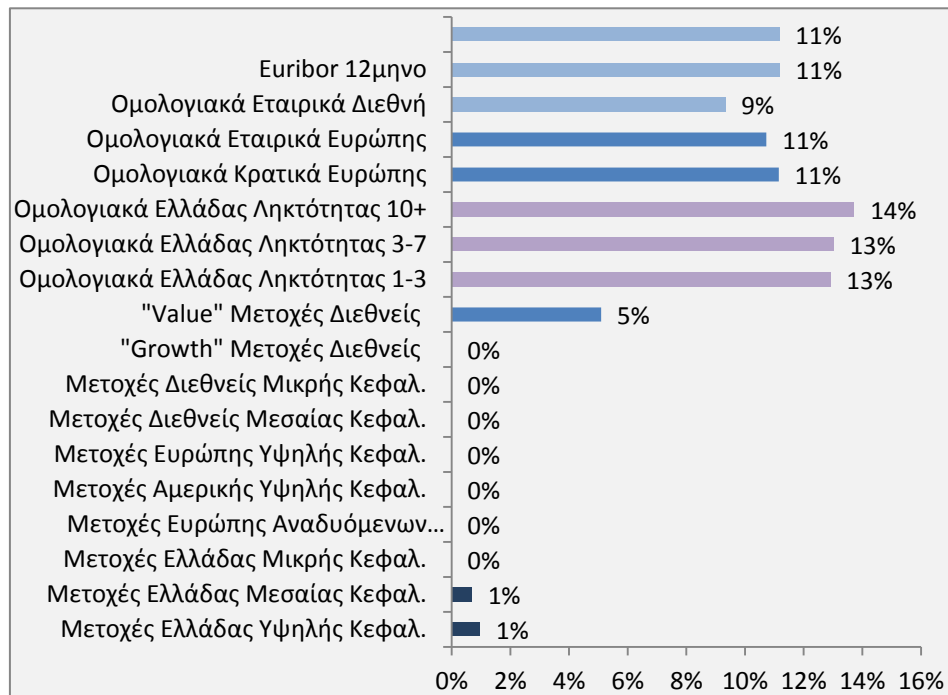
Επενδύει κυρίως στην Ελληνική Αγορά σε Ομολογιακούς Τίτλους Ελληνικού Δημοσίου και λοιπών Ελλήνων εκδοτών βραχυχρόνιων και μακροχρόνιων εκδόσεων, και δευτερευόντως σε μέσα χρηματαγοράς και καταθέσεις, λοιπές κινητές αξίες και σε μετοχές σε ποσοστό έως και 10% του ενεργητικού του. Στόχος του είναι η επίτευξη ελκυστικών μακροχρόνιων αποδόσεων σε σύγκριση με άλλες μορφές επένδυσης σταθερού εισοδήματος. Το Α/Κ επενδύει κυρίως σε κρατικές ομολογίες. Η μεσοσταθμική διάρκεια του χαρτοφυλακίου του Α/Κ είναι μικρότερη από 3 έτη.

Αποτελέσματα “Style Analysis” (Μέχρι 31/12/2011)



R^2 : 56,78%

Αποτελέσματα "Style Analysis" (Μέχρι 30/06/2011)



$R^2 : 76,78\%$

Συμπέρασμα :

Ο Δείκτης Αναφοράς του A/K δηλώνει ότι το A/K επενδύει το μεγαλύτερο ποσοστό του ενεργητικού του σε βραχυχρόνιους ελληνικούς ομολογιακούς τίτλους ληκτότητας από 1-3 χρόνια και πάνω. Στην πρώτη ανάλυση χρησιμοποιώντας όλο το δείγμα, όντως το μεγαλύτερο ποσοστό κατέχουν τέτοιοι ομολογιακοί τίτλοι, όμως υπάρχει πολύ μεγάλο ποσοστό (40%) σε διαθέσιμα και το R^2 είναι μόλις 56,78%. Επίσης η κανονιστική υποχρέωση για τουλάχιστον 65% επενδύσεις σε ομόλογα δεν ικανοποιείται. Αφαιρώντας το τελευταίο εξάμηνο από το δείγμα και εκτιμώντας ξανά το μοντέλο, προκύπτει R^2 76,78%, σαφώς πιο αντιπροσωπευτικό για την πραγματική έκθεση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Τα διαθέσιμα μειώνονται κατά 50%, αυξάνονται τα ποσοστά σε ομόλογα εξωτερικού, και τα ομόλογα με ληκτότητα 1-3 που αντιπροσωπεύονται και στον Δείκτη Αναφοράς μειώνονται από 20% σε 13% μόνο. Σε αυτή την περίπτωση τα κανονιστικά όρια τηρούνται.

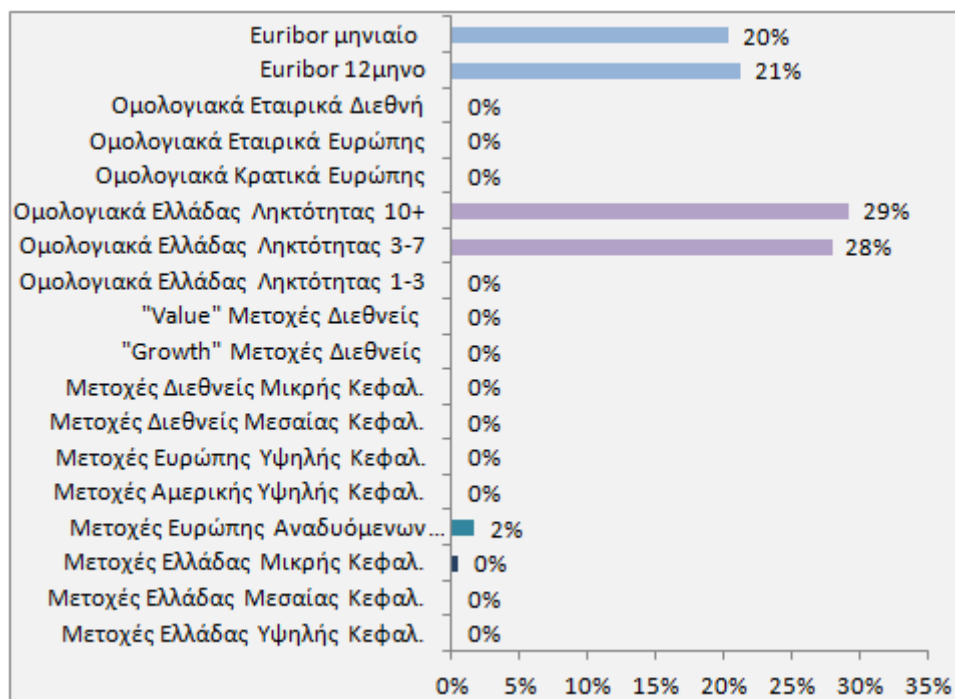
Alpha Ομολογιακό Εσωτερικού

Δείκτης Αναφοράς : 100% JPMorgan Greek Government Bond Index

Επενδυτική πολιτική – Ενημερωτικό Δελτίο

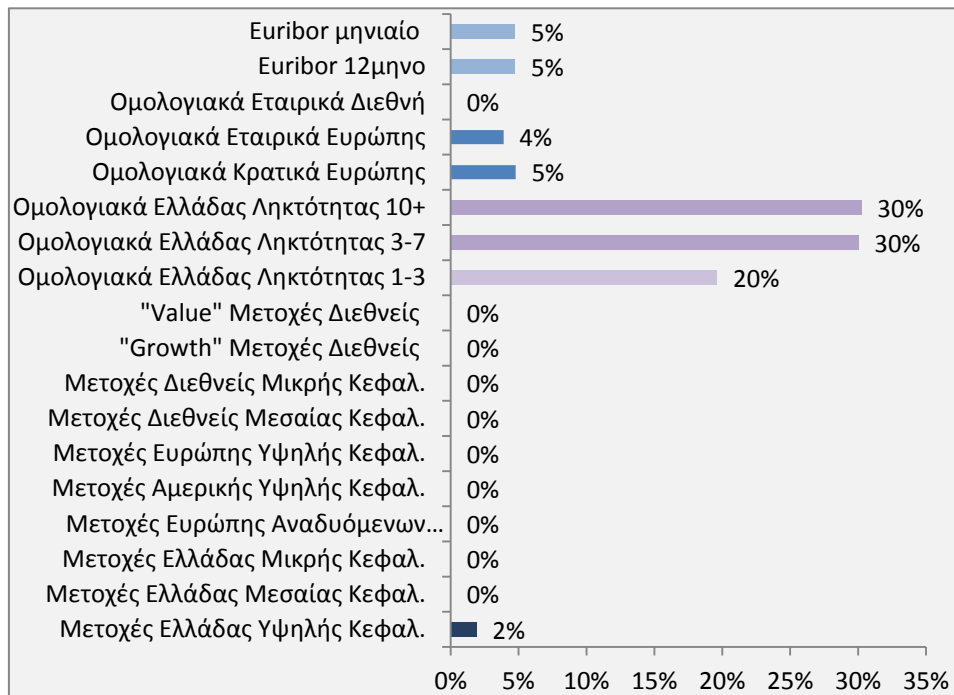
Πρόκειται περί ενός ομολογιακού αμοιβαίου κεφαλαίου εσωτερικού που επενδύει κυρίως σε μακροπρόθεσμα (πολυετή) ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου. Παράλληλα, εκμεταλλεύεται τη δευτερογενή αγορά ομολόγων και παρακολουθεί τις βραχυπρόθεσμες κινήσεις της αγοράς, με στόχο τη βελτιστοποίηση της αποδόσεως του χαρτοφυλακίου και την ταυτόχρονη μείωση του επενδυτικού κινδύνου. Η επενδυτική πολιτική του αμοιβαίου κεφαλαίου, βασίζεται κυρίως σε τοποθετήσεις σε ελληνικά κρατικά ή/και εταιρικά ομόλογα και σε μικρότερο βαθμό σε ομόλογα άλλων ευρωπαϊκών χωρών. Το αμοιβαίο κεφάλαιο, δύναται, στα πλαίσια των εκάστοτε συνθηκών των αγορών και της αποτελεσματικής διαχείρισής του, να επενδύει σε εταιρικά ή/και κρατικά ομόλογα ποικίλης ευρύτητας φάσματος πιστοληπτικής διαβαθμίσεως και χρονικού ορίζοντα επενδύσεως.

Αποτελέσματα “Style Analysis” (Μέχρι 31/12/2011)



$R^2 : 55,25\%$

Αποτελέσματα “Style Analysis” (Μέχρι 30/06/2011)



R² : 90,40%

Συμπέρασμα :

Ο Δείκτης Αναφοράς του A/K δηλώνει ότι το A/K επενδύει το μεγαλύτερο ποσοστό του ενεργητικού του σε ελληνικούς ομολογιακούς τίτλους χωρίς να προσδιορίζεται η ληκτότητά τους. Αυτό προκύπτει και από την ανάλυση και στα δύο δείγματα, με τη διαφορά, ότι αν αφαιρέσουμε το τελευταίο εξάμηνο, το R² μεταβάλλεται από 55,25% σε 90,40%, που αποτελεί μεγάλη διαφορά. Η δεύτερη ανάλυση είναι πιο αντιπροσωπευτική της πραγματικότητας. Η διαφορά στους συντελεστές έγκειται στην μείωση των ποσοστών των διαθεσίμων και στην αύξηση των ποσοστών των ελληνικών ομολόγων. Τα κανονιστικά όρια τηρούνται ξεκάθαρα.

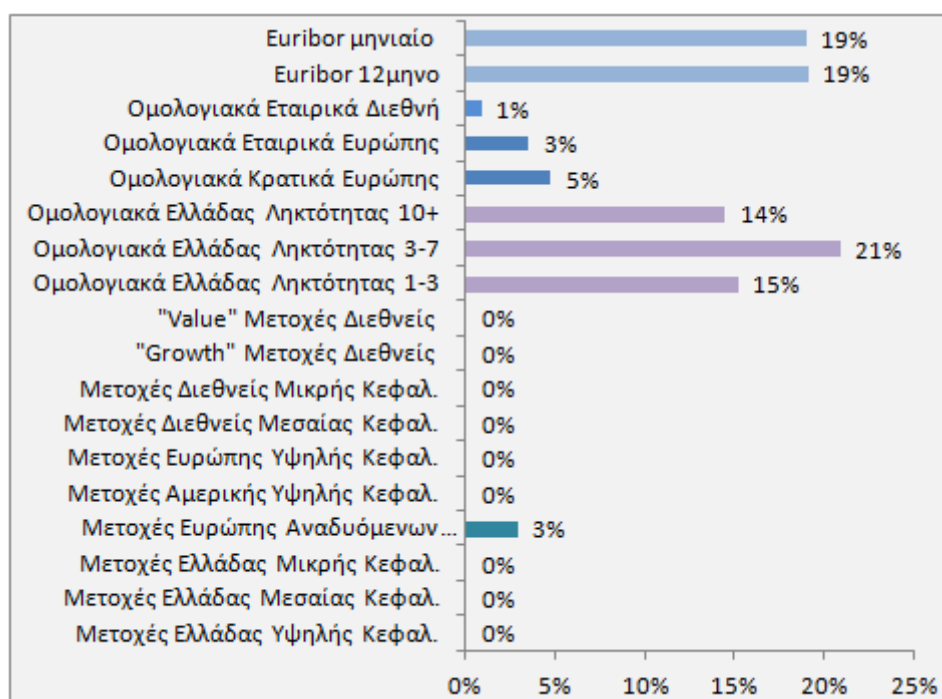
ΑΑΑΒ A/K Εισοδήματος Ομολογιών Εσωτερικού

Δείκτης Αναφοράς 100% Bloomberg/EFFAS 3-5Yr Index (TR)

Επενδυτική πολιτική – Ενημερωτικό Δελτίο

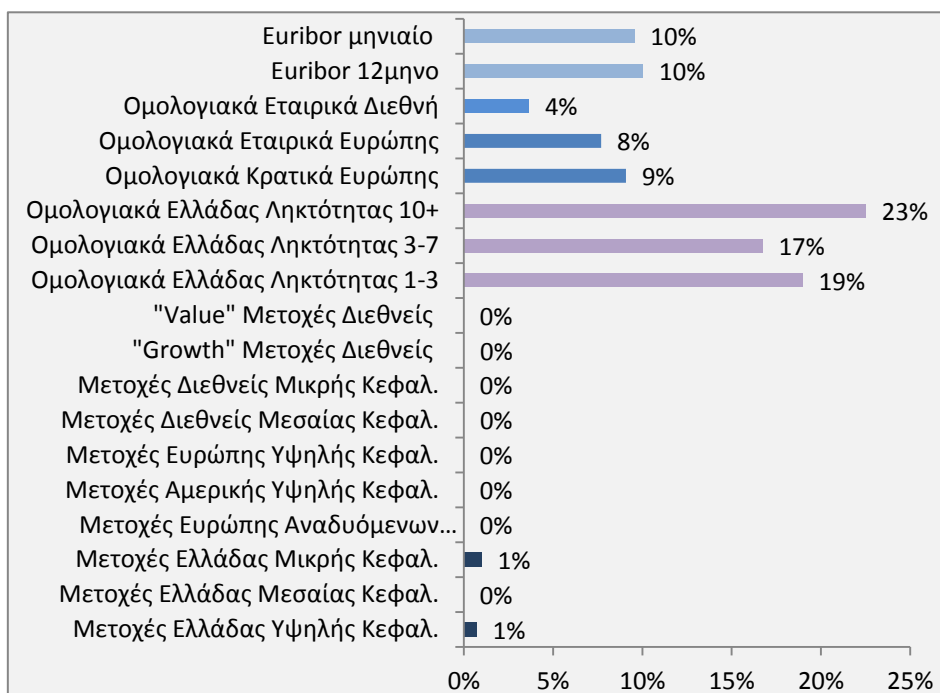
Το Α/Κ ανήκει στην κατηγορία Ομολογιακών Α/Κ. Ως εκ τούτου επενδύει κατ' ελάχιστο σε ποσοστό 65% του καθαρού του ενεργητικού (ή όπως εκάστοτε ορίζεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς) κυρίως σε ομολογίες εσωτερικού ή και σε μετοχές έως ποσοστό 10%. Σκοπός της επενδυτικής πολιτικής του Α/Κ είναι η επίτευξη της μέγιστης δυνατής μακροπρόθεσμης απόδοσης κυρίως από υπεραξία και δευτερευόντως από εισόδημα, με την ανάληψη του ελάχιστου δυνατού επενδυτικού κινδύνου. Η διαχείριση του χαρτοφυλακίου του Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι ενεργητική. Η διαχείριση γίνεται κατά τέτοιον τρόπο ώστε ο μεριδιούχος που επιθυμεί να επενδύσει στην Ελληνική αγορά ομολόγων να αναλαμβάνει το ελάχιστο δυνατό ρίσκο.

Αποτελέσματα “Style Analysis” (Μέχρι 31/12/2011)



R^2 : 55,25%

Αποτελέσματα "Style Analysis" (Μέχρι 30/06/2011)



R² : 89,29%

Συμπέρασμα :

Ο Δείκτης Αναφοράς του A/K δηλώνει ότι το A/K επενδύει το μεγαλύτερο ποσοστό του ενεργητικού του σε ελληνικούς ομολογιακούς τίτλους ληκτότητας 3-5 χρόνια. Στην ανάλυση με όλο το δείγμα προκύπτει αυτό μιας και το ποσοστό της κατανομής επενδύσεων κατέχει αυτή η κατηγορία. Στο δεύτερο δείγμα όμως το ποσοστό αυτό μειώνεται, αυξάνονται στο σύνολο τα ομόλογα Ελλάδος και μειώνονται σαφώς τα διαθέσιμα. Το R² μεταβάλλεται από 55,25% σε 89,29%, που αποτελεί μεγάλη διαφορά. Η δεύτερη ανάλυση είναι πιο αντιπροσωπευτική της πραγματικότητας. Τα κανονιστικά όρια τηρούνται (65% σε ομολογιακές επενδύσεις).

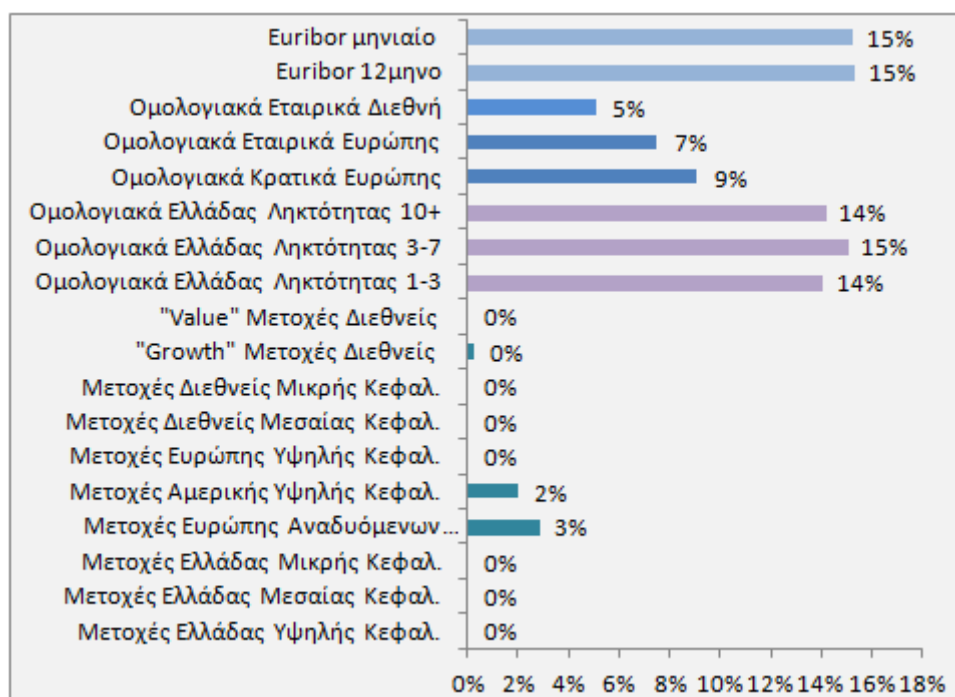
A/K ATE Εισοδήματος Ομολογιών Εσωτερικού

Δείκτης Αναφοράς : 100% Bloomberg/EFFAS Bond Index Greek Government All

Επενδυτική πολιτική – Ενημερωτικό Δελτίο

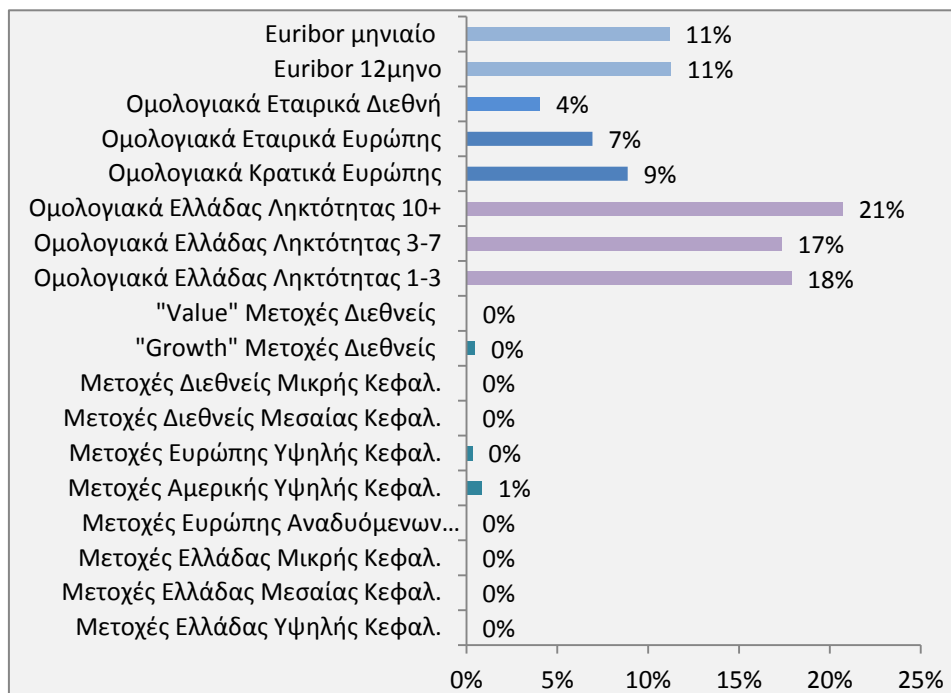
Επενδύει κυρίως στην Ελληνική Αγορά σε Ομολογιακούς Τίτλους Ελληνικού Δημοσίου και λοιπών Ελλήνων εκδοτών βραχυχρόνιων και μακροχρόνιων εκδόσεων, και δευτερευόντως σε μέσα χρηματαγοράς και καταθέσεις, λοιπές κινητές αξίες και σε μετοχές σε ποσοστό έως και 10% του ενεργητικού του. Στόχος του είναι η επίτευξη ελκυστικών μακροχρόνιων αποδόσεων σε σύγκριση με άλλες μορφές επένδυσης σταθερού εισοδήματος. Το Α/Κ επενδύει κυρίως σε κρατικές ομολογίες. Η μεσοσταθμική διάρκεια του χαρτοφυλακίου του Α/Κ είναι μικρότερη από 3 έτη.

Αποτελέσματα “Style Analysis” (Μέχρι 31/12/2011)



R^2 : 34,86%

Αποτελέσματα "Style Analysis" (Μέχρι 30/06/2011)



R^2 : 83,00%

Συμπέρασμα :

Εκτιμώντας το μοντέλο και χρησιμοποιώντας τα δύο διαφορετικό σε χρονική λήξη δείγματα, διαπιστώνουμε ότι το R^2 μεταβάλλεται σημαντικά από 34,86% σε 83%, που αποτελεί μεγάλη διαφορά και προσδιορίζει ότι δεύτερη ανάλυση αντιπροσωπεύει πιο σωστά την κατανομή επενδύσεων του Α/Κ. Κανονιστικά, στο πρώτο δείγμα οριακά ικανοποιούνται οι υποχρεώσεις, ενώ στη δεύτερη ανάλυση το όριο καλύπτεται ικανοποιητικά. Η διαφορά στους συντελεστές έγκειται στη μείωση των διαθεσίμων και στην αύξηση των ποσοστών σε επενδύσεις ελληνικών ομολόγων. Ο Δείκτης Αναφοράς δείχνει ότι το Αμοιβαίο Κεφάλαιο συγκρίνεται με ομολογιακές επενδύσεις ανεξαρτήτου ληκτότητας, αν και στο Ενημερωτικό Δελτίο αναφέρεται η πλειοψηφία των επενδύσεων σε βραχυχρόνιους τίτλους. Τα αποτελέσματά μας συνάδουν κυρίως με τον Δείκτη αναφοράς, αφού τα ποσοστά στα ελληνικά ομόλογα είναι μοιρασμένα.

5.2.3 Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια Κρατικά – Αναπτυγμένων Χωρών

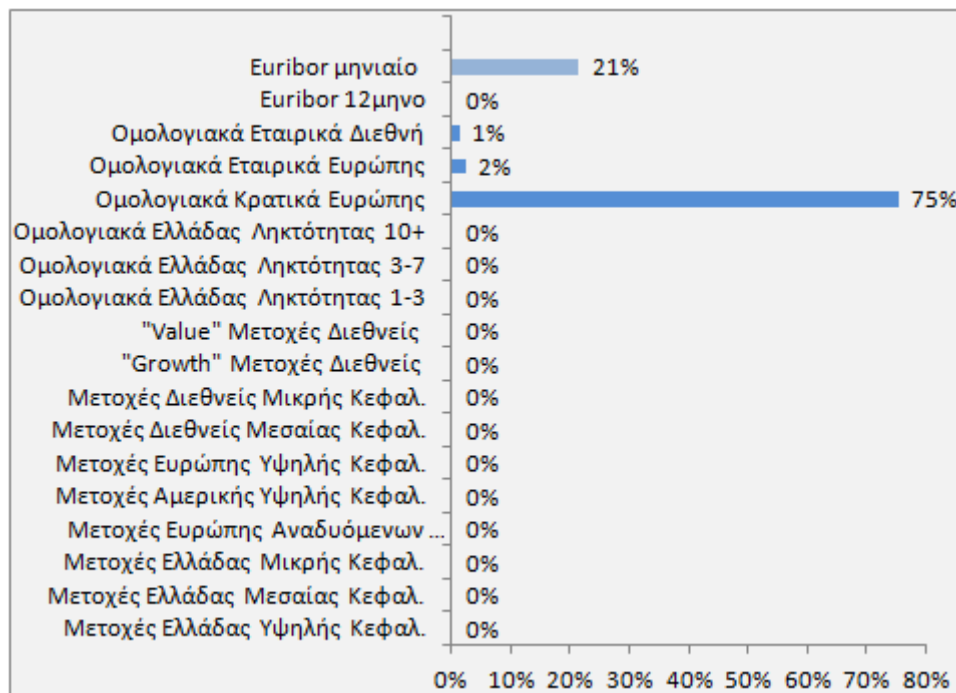
Alpha Ευρωπαϊκών Κρατικών Ομολόγων Ομολογιακό Εξωτερικού

Δείκτης Αναφοράς : 100% iBoxx € Sovereigns Eurozone Total Return Index.

Επενδυτική πολιτική – Ενημερωτικό Δελτίο

Πρόκειται περί ενός ομολογιακού αμοιβαίου κεφαλαίου εξωτερικού που έχει σκοπό την παροχή ελκυστικού ποσοστού αποδόσεως από τόκους και κέρδη κεφαλαίου, μέσω των επενδύσεων του κυρίως σε κρατικά ομόλογα σε Ευρώ, της Ευρωζώνης, διαπραγματεύσιμα στις αγορές του εξωτερικού και δευτερευόντως σε άλλα μέσα χρηματαγοράς και κεφαλαιαγοράς. Η επενδυτική πολιτική του αμοιβαίου κεφαλαίου βασίζεται σε τοποθετήσεις κρατικών ομολόγων σε Ευρώ, των κρατών μελών της Ευρωζώνης. Το αμοιβαίο κεφάλαιο, δύναται, στα πλαίσια των εκάστοτε συνθηκών των αγορών και της αποτελεσματικής διαχείρισέως του, να επενδύει σε κρατικά ομόλογα, κατά τα ανωτέρω οριζόμενα, ποικίλης ευρύτητας φάσματος πιστοληπτικής διαβαθμίσεως και χρονικού ορίζοντα επενδύσεως.

Αποτελέσματα “Style Analysis”



R^2 : 83,86%

Συμπέρασμα :

Το συγκεκριμένο Αμοιβαίο Κεφάλαιο επενδύει σε κρατικούς ευρωπαϊκούς τίτλους. Αυτό φαίνεται και από τον δείκτη αναφοράς, και από την επενδυτική του πολιτική, αλλά και τα αποτελέσματα της μελέτης μας μιας και 75% της απόδοσης του Α/Κ “ερμηνεύεται” από τον σχετικό δείκτη. Οι κανονιστικοί περιορισμοί καλύπτονται. Τέλος, το R^2 είναι 83,86%, αρκετά υψηλό, οπότε το μοντέλο περιγράφει ικανοποιητικά την κατανομή επενδύσεων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

5.2.4 Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια μη Κρατικά Επενδυτικής Διαβάθμισης

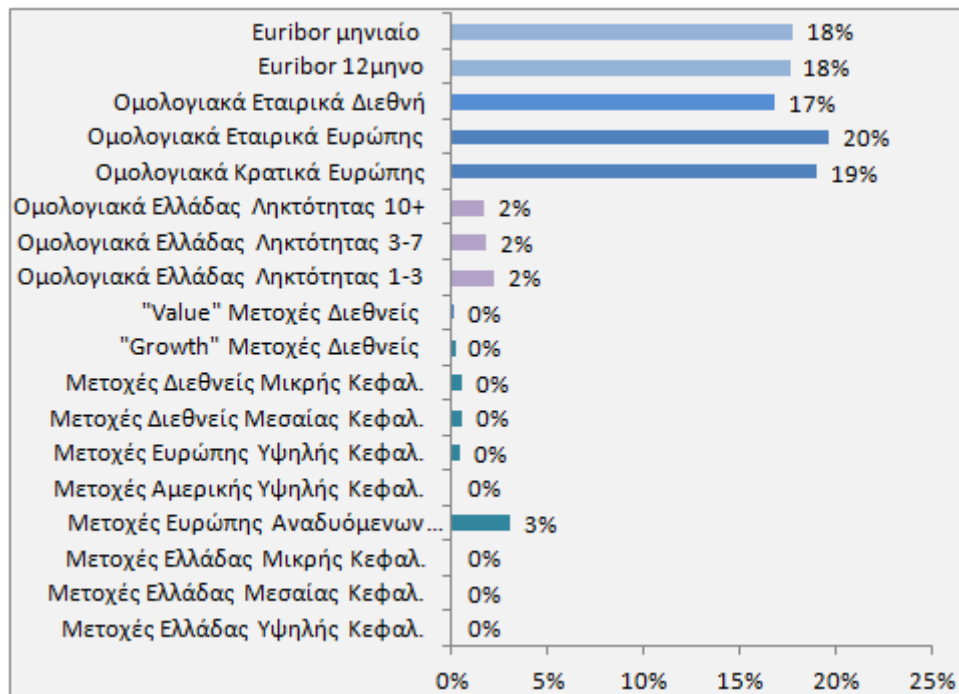
Alpha Ευρωπαϊκών Εταιρικών Ομολόγων Ομολογιακό Εξωτερικού

Δείκτης Αναφοράς : 100% iBoxx Eur Corporate Total Return.

Επενδυτική πολιτική – Ενημερωτικό Δελτίο

Πρόκειται περί ενός ομολογιακού αμοιβαίου κεφαλαίου εξωτερικού που έχει σκοπό την παροχή ελκυστικού ποσοστού αποδόσεως από τόκους και κέρδη κεφαλαίου, μέσω των επενδύσεών του κυρίως σε εταιρικά ομόλογα σε Ευρώ, διαπραγματεύσιμα στις αγορές του εξωτερικού και δευτερευόντως σε άλλα μέσα χρηματαγοράς και κεφαλαιαγοράς. Η επενδυτική πολιτική του αμοιβαίου κεφαλαίου βασίζεται σε τοποθετήσεις που χαρακτηρίζονται από τη μεγάλη διασπορά σε επιλεγμένους τίτλους εταιρικών ομολόγων υψηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης, εκφρασμένους σε Ευρώ. Το αμοιβαίο κεφάλαιο, δύναται, στα πλαίσια των εκάστοτε συνθηκών των αγορών και της αποτελεσματικής διαχειρίσεώς του, να επενδύει σε εταιρικά ομόλογα, κατά τα ανωτέρω οριζόμενα, ποικίλης ευρύτητας φάσματος χρονικού ορίζοντα επενδύσεως.

Αποτελέσματα “Style Analysis”



R^2 : 50,93%

Συμπέρασμα :

Το συγκεκριμένο Αμοιβαίο Κεφάλαιο επενδύει σε εταιρικούς ευρωπαϊκούς ομολογιακούς τίτλους. Αυτό δηλώνεται και στο Ενημερωτικό του Δελτίο αλλά και από τον Δείκτη Αναφοράς που το παρακολουθεί. Παρόλα αυτά από την ανάλυσή μας το ποσοστό κατανομής που κατέχει ο δείκτης αυτός είναι μόλις 20% ενώ το υπόλοιπο κομμάτι επενδύσεων καλύπτεται από διαθέσιμα και άλλα ομόλογα. Το R^2 είναι ιδιαίτερος μικρό, μόλις 50,93% γεγονός που δείχνει ότι το μοντέλο δεν μπορεί να “ερμηνεύσει” την απόδοση του Αμοιβαίου και σημαίνει ότι υπάρχουν τοποθετήσεις διαφορετικές από τους επιλεγμένους δείκτες.

Αίσο Εταιρικών Ομολογιών Εξωτερικού

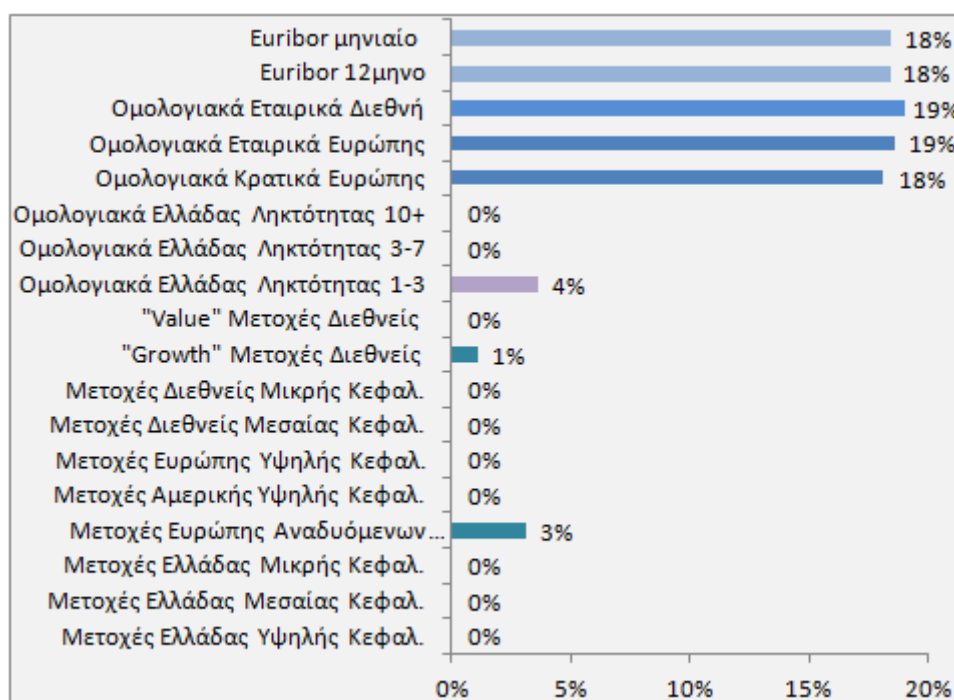
Δείκτης Αναφοράς : 100% Citigroup World Big Corporate Index

Επενδυτική πολιτική – Ενημερωτικό Δελτίο

Η πολιτική επιδιώξεως των ανωτέρω στόχων θα βασίζεται στην τοποθέτηση κεφαλαίων σε ομολογιακούς τίτλους κυρίως στις διεθνείς χρηματαγορές και δευτερευόντως στην Ελλάδα. Η διάρθρωση του χαρτοφυλακίου θα είναι η εξής: Εταιρικά Ομόλογα 85%-100% Βραχυπρόθεσμες Τοποθετήσεις 0%-15%

Η επιλογή των Εταιρικών Ομολόγων γίνεται μεταξύ τίτλων που έχουν αξιολόγηση κατά το χρόνο κτήσης τους, τουλάχιστον BBB- και όσον αφορά στην διάρκεια, είναι μικρότερη των 20 ετών . Η τοποθέτηση σε ομόλογα με μικρότερη διαβάθμιση ή και με μεγαλύτερη διάρκεια, επιτρέπεται μετά από απόφαση της Επενδυτικής Επιτροπής και μέχρι ποσοστό 10% του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου. Στα πλαίσια της αποτελεσματικής διαχείρισης αλλά και της αντιστάθμισης του επενδυτικού κινδύνου, το αμοιβαίο κεφάλαιο μπορεί να επενδύσει και σε παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα.

Αποτελέσματα “Style Analysis”



R² : 55,64%

Συμπέρασμα :

Το συγκεκριμένο Αμοιβαίο Κεφάλαιο επενδύει σε διεθνείς εταιρικούς ομολογιακούς τίτλους. Αυτό δηλώνεται και στο Ενημερωτικό του Δελτίο αλλά και από τον Δείκτη Αναφοράς που το παρακολουθεί. Παρόλα αυτά από την ανάλυσή μας το ποσοστό κατανομής που κατέχει ο δείκτης αυτός είναι μόλις 19% ενώ το υπόλοιπο κομμάτι επενδύσεων κατανέμεται σε διαθέσιμα, εταιρικά και κρατικά ομόλογα Ευρώπης. Το R² είναι ιδιαίτερος μικρό, μόλις 55,64%, γεγονός που δείχνει ότι το μοντέλο δεν μπορεί να “ερμηνεύσει” την απόδοση του Αμοιβαίου και σημαίνει ότι υπάρχουν τοποθετήσεις διαφορετικές από τους επιλεγμένους δείκτες.

MARFIN Eurocredit Ομολογιακό Εξωτερικού

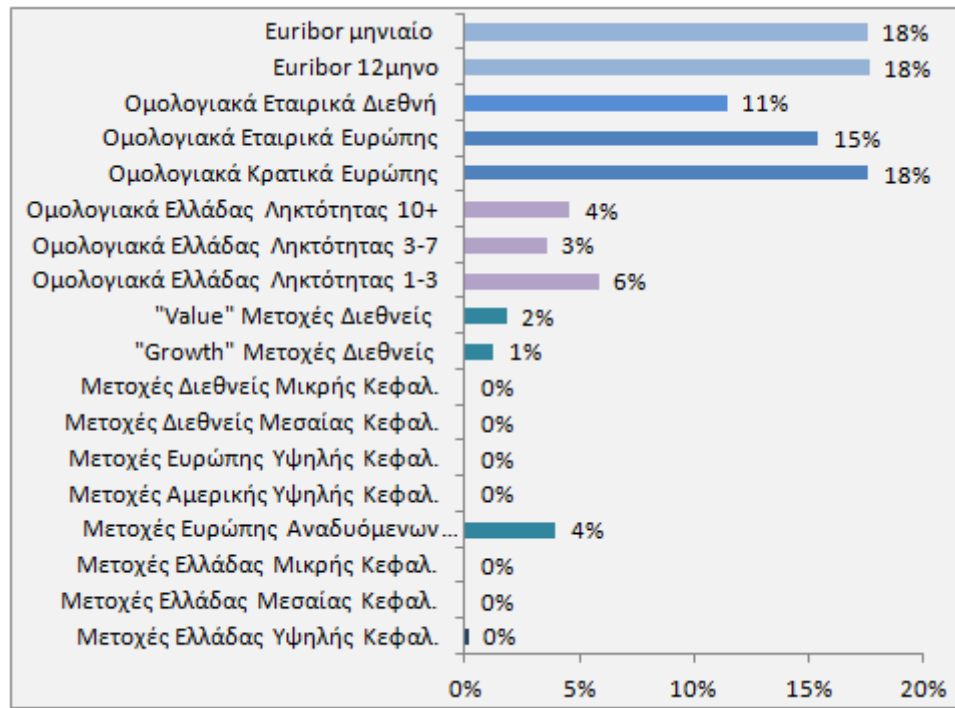
Δείκτης Αναφοράς : 100% Barclays Europe Aggregate Corporate

Επενδυτική πολιτική – Ενημερωτικό Δελτίο

Σκοπός του Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι η επίτευξη εισοδήματος και υπεραξίας, μέσω επενδύσεων σε κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς που εκδίδονται κυρίως από εκδότη που έχει την καταστατική του έδρα εκτός Ελλάδας. Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο αποσκοπεί στην επένδυση τουλάχιστον 65% του ενεργητικού του σε ομολογίες ενώ οι επενδύσεις σε μετοχές δεν πρέπει να υπερβαίνουν το 10% του καθαρού ενεργητικού του Α/Κ, κατά μέσο όρο τριμηνιαίως. Πιο αναλυτικά, το Α/Κ προτίθεται να επενδύει κυρίως σε εταιρικά ομόλογα σταθερού ή/και κυμαινόμενου επιτοκίου σε ευρώ διαπραγματεύσιμα στις αγορές της ευρωζώνης. Δευτερευόντως, το Α/Κ θα μπορεί να επενδύει σε εταιρικά ομόλογα σταθερού ή/και κυμαινόμενου επιτοκίου σε ευρώ διαπραγματεύσιμα σε αγορές του εξωτερικού καθώς και σε κρατικά ομόλογα, σταθερού ή/και κυμαινόμενου επιτοκίου, έντοκα γραμμάτια δημοσίου και λοιπά συναφή χρεόγραφα σε ευρώ, διαπραγματεύσιμα στις αγορές της ευρωζώνης ή/και εξωτερικού. Στα πλαίσια της αποτελεσματικής διαχείρισης και της αντιστάθμισης του επενδυτικού κινδύνου, το Α/Κ προτίθεται να

λαμβάνει θέσεις αγοράς ή πώλησης σε παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα.

Αποτελέσματα "Style Analysis"



R^2 : 32,25%

Συμπέρασμα :

Από την ανάλυση προκύπτει ότι το R^2 είναι ιδιαιτέρως μικρό, μόλις 32,25%, οπότε οι πραγματικές επενδύσεις του Αμοιβαίου Κεφαλαίου απέχουν κατά πολύ από τα ποσοστά που προκύπτουν, τα οποία δείχνουν μεγαλύτερη επένδυση σε κρατικά ευρωπαϊκά ομόλογα από εταιρικά, καθώς και μεγάλη έκθεση σε διαθέσιμα.

5.3 Ανάλυση Αποτελεσμάτων Μικτών Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Εφαρμόζοντας το μοντέλο του Sharpe, με σκοπό την εύρεση της κατανομής επενδύσεων των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων, σε χρονικό διάστημα (31/07/2001 – 31/12/2011) καταλήγουμε στα παρακάτω αποτελέσματα του πίνακα 6 και 7 :

“Styles” Μικτών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Ελλάδας:

Δείκτες (Συντελεστές bi)	ΔΗΛΟΣ Μικτό Εσωτ	ALPHA Μικτό Εσωτ.	ALLIANZ Μικτό Εσωτ.	ΔΗΛΟΣ Συλλογικό Μικτό Εσωτερικού	ΑΤΕ Μικτό Εσωτερικού Αμυντικής Στρατηγικής	INTERAMERI CAN Ελληνικό Μικτό	ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού	ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού
Μετοχές Ελλάδας Υψηλής Κεφαλ.	24%	21%	19%	18%	13%	31%	9%	32%
Μετοχές Ελλάδας Μεσαίας Κεφαλ.	4%	7%	9%	2%	3%	8%	0%	8%
Μετοχές Ελλάδας Μικρής Κεφαλ.	11%	10%	12%	3%	7%	3%	3%	8%
Μετοχές Ευρώπης Αναδυόμενων Αγορών	2%	5%	3%	2%	0%	0%	1%	2%
Μετοχές Αμερικής Υψηλής Κεφαλ.	0%	0%	1%	0%	2%	0%	0%	0%
Μετοχές Ευρώπης Υψηλής Κεφαλ.	4%	2%	0%	0%	3%	1%	2%	0%
Μετοχές Διεθνείς Μεσαίας Κεφαλ.	1%	1%	1%	0%	0%	1%	0%	0%
Μετοχές Διεθνείς Μικρής Κεφαλ.	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
"Growth" Μετοχές Διεθνείς	2%	1%	4%	2%	0%	1%	0%	0%
"Value" Μετοχές Διεθνείς	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ομολογιακά Ελλάδας Ληκτότητας 1-3	9%	9%	0%	5%	10%	3%	15%	8%
Ομολογιακά Ελλάδας Ληκτότητας 3-7	7%	12%	10%	4%	6%	6%	15%	10%
Ομολογιακά Ελλάδας Ληκτότητας 10+	12%	13%	8%	3%	7%	13%	13%	8%
Ομολογιακά Κρατικά Ευρώπης	0%	2%	3%	11%	7%	8%	8%	4%
Ομολογιακά Εταιρικά Ευρώπης	1%	3%	2%	11%	3%	7%	7%	4%
Ομολογιακά Εταιρικά Διεθνή	4%	1%	6%	6%	1%	5%	5%	2%
Euribor 12μηνο	10%	6%	11%	17%	17%	7%	11%	7%
Euribor μηνιαίο	10%	6%	11%	17%	18%	6%	11%	7%
R^2	84,35%	86,88%	87,86%	89,28%	84,76%	91,01%	66,99%	92,99%

Πίνακας 6 : Αποτελέσματα Συντελεστών b_i και R^2 για τα Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια Ελλάδας μετά την εκτίμηση του μοντέλου βάσει της εξίσωσης του Sharpe (εξίσωση 1) με τους περιορισμούς (2) και (3) για χρονική περίοδο (Ιούλ/01 – Δεκ/11).

“Styles” Μικτών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εξωτερικού:

Δείκτες (Συντελεστές bi)	ΑΤΕ Μικτό Εξωτερικού	ALICO Μικτό Εξωτερικού
Μετοχές Ελλάδας Υψηλής Κεφαλ.	2%	12%
Μετοχές Ελλάδας Μεσαίας Κεφαλ.	1%	6%
Μετοχές Ελλάδας Μικρής Κεφαλ.	0%	0%
Μετοχές Ευρώπης Αναδυόμενων Αγορών	0%	3%
Μετοχές Αμερικής Υψηλής Κεφαλ.	13%	5%
Μετοχές Ευρώπης Υψηλής Κεφαλ.	5%	5%
Μετοχές Διεθνείς Μεσαίας Κεφαλ.	4%	5%
Μετοχές Διεθνείς Μικρής Κεφαλ.	3%	4%
"Growth" Μετοχές Διεθνείς	6%	5%
"Value" Μετοχές Διεθνείς	5%	4%
Ομολογιακά Ελλάδας Ληκτότητας 1-3	0%	0%
Ομολογιακά Ελλάδας Ληκτότητας 3-7	2%	0%
Ομολογιακά Ελλάδας Ληκτότητας 10+	0%	0%
Ομολογιακά Κρατικά Ευρώπης	11%	10%
Ομολογιακά Εταιρικά Ευρώπης	11%	10%
Ομολογιακά Εταιρικά Διεθνή	11%	9%
Euribor 12μηνο	12%	10%
Euribor μηνιαίο	12%	12%
R²	84,92%	84,31%

Πίνακας 7 : Αποτελέσματα Συντελεστών bi και R² για τα Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού μετά την εκτίμηση του μοντέλου βάσει της εξίσωσης του Sharpe (εξίσωση 1) με τους περιορισμούς (2) και (3) για χρονική περίοδο (Ιούλ/01 – Δεκ/11).

Style versus Selection

Παρατηρούμε ότι τα R² είναι αρκετά υψηλά, κυμαίνονται από 84%-93%, και αυτό υποδηλώνει ότι το μοντέλο και οι επιλεγμένοι δείκτες “ερμηνεύουν” σε μεγάλο βαθμό την απόδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Το κομμάτι της απόδοσης που δεν μπορεί να ερμηνευτεί είναι πολύ μικρό, συνεπώς η κατανομή επενδύσεων που προκύπτει και τα “βάρη” των συντελεστών είναι πολύ κοντά στην πραγματικότητα. Ένα μόνο Αμοιβαίο Κεφάλαιο παρουσιάζει σχετικά μικρό R², το “Alpha Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού” που είναι μόλις

67%, συνεπώς το υπόλοιπο 33% της απόδοσης του Α/Κ δεν μπορεί να ερμηνευτεί από τις αποδόσεις των επιλεγμένων δεικτών.

Συνέπεια και τήρηση ορίων – Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Οι διαχειριστές των Μικτών Αμοιβαίων Κεφαλαίων υποχρεούνται να επενδύουν τουλάχιστον το 10% του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και το πολύ 65% σε μετοχικούς και ομολογιακούς τίτλους αντίστοιχα. Διαφορετικά, σε περίπτωση ελέγχου από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η κύρωση είναι μεγάλη μέσω επιβολής προστίμου. Με μια γρήγορη ματιά στους πίνακες, παρατηρούμε ότι τα ποσοστά αυτά επενδύσεων σε μετοχές και ομόλογα είναι εντός επιτρεπτών ορίων.

Κατανομή Επενδύσεων – Συντελεστές bi

Στα Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια επειδή υπάρχει διασπορά των επενδύσεων σε αρκετές κατηγορίες αξιογράφων, είναι δύσκολο να βγει ένα γρήγορο συμπέρασμα των αποτελεσμάτων των συντελεστών bi από την ανάλυσή μας. Οι διαχειριστές των Α/Κ είναι υποχρεωμένοι να δημοσιοποιούν το Ενημερωτικό Δελτίου αυτού μετά από υποβολή τους στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Στα έντυπα αυτά περιγράφεται αναλυτικά ο σκοπός και η επενδυτική πολιτική του κάθε Α/Κ και ο διαχειριστής είναι υποχρεωμένος να ακολουθεί, με μικρές αποκλίσεις, την πολιτική αυτή. Οποιαδήποτε διαφορετική κατανομή επενδύσεων, πέραν του ότι είναι παράτυπη, μπορεί να είναι και παραπλανητική για τον επενδυτή. Βάσει αυτών, αναλυτικά παρακάτω θα μελετήσουμε τα αποτελέσματα της έρευνάς μας για το κάθε Α/Κ και πόσο συνάδουν με την καταγεγραμμένη επενδυτική του πολιτική:

5.3.1 Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού

ΔΗΛΟΣ Μικτό Εσωτερικού

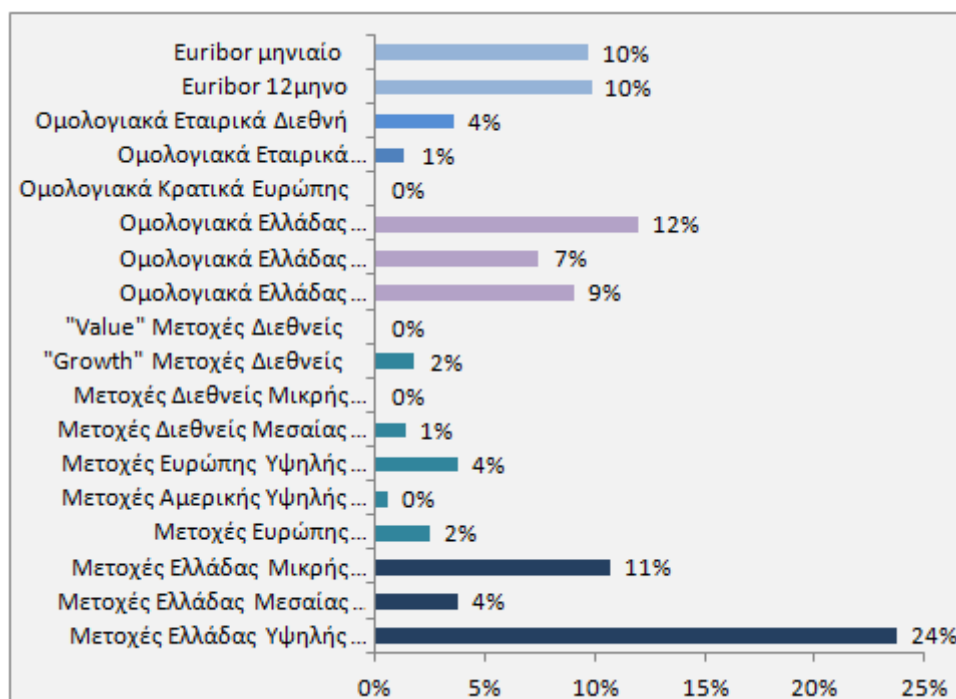
Δείκτης Αναφοράς : 50% ASE INDEX

50% Citigroup Greece Government Bonds Index 5-7 years

Επενδυτική πολιτική – Ενημερωτικό Δελτίο

Βασικός στόχος της επενδυτικής πολιτικής του Α/Κ είναι η επίτευξη της υψηλότερης δυνατής απόδοσης τόσο από εισόδημα όσο και από υπεραξία, επενδύοντας το ενεργητικό του κατά κύριο λόγο στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά, σε ένα συνδυασμό μετοχικών αξιών, κρατικών και εταιρικών ομολογιακών τίτλων, καταθέσεων, μέσων χρηματαγοράς και άλλων κινητών αξιών. Το Α/Κ δεν επενδύει άνω του 65% του ενεργητικού του σε καμία κατηγορία επενδυτικών προϊόντων και επενδύει κατ' ελάχιστο 10% σε μετοχές και 10% σε ομόλογα. Το ομολογιακό τμήμα του χαρτοφυλακίου του Α/Κ περιλαμβάνει κυρίως κρατικούς και εταιρικούς τίτλους που διαπραγματεύονται στην Ελληνική ή στις διεθνείς αγορές. Ο στόχος της μέσης διάρκειας των ομολόγων του ομολογιακού τμήματος του χαρτοφυλακίου είναι 5 έως 7 χρόνια.

Αποτελέσματα “Style Analysis”



R² : 84,35%

Συμπέρασμα

Το μίγμα επενδύσεων που προκύπτει από την ανάλυση ταιριάζει με την επενδυτική πολιτική του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, καθώς με τις κανονιστικές υποχρεώσεις αυτού. Το Α/Κ επενδύει τουλάχιστον 10% και το πολύ 65% σε μετοχές και το ίδιο σε ομόλογα και κυρίως σε αξιόγραφα Ελλάδας. Βάσει όμως του Δείκτη Αναφοράς που παρακολουθεί το Αμοιβαίο Κεφάλαιο αναμέναμε μεγαλύτερο ποσοστό σε μετοχικούς τίτλους Υψηλής Κεφαλαιοποίησης και επίσης υψηλότερο ποσοστό σε ομολογιακούς τίτλους ληκτότητας 5-7 χρόνια. Το R² είναι υψηλό και συνεπώς το μοντέλο μας ερμηνεύει κατά 84,35% την απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

Alpha Μικτό Εσωτερικού

Δείκτης Αναφοράς : 45% ASE INDEX

45% JPMorgan Greek Government Bond Index

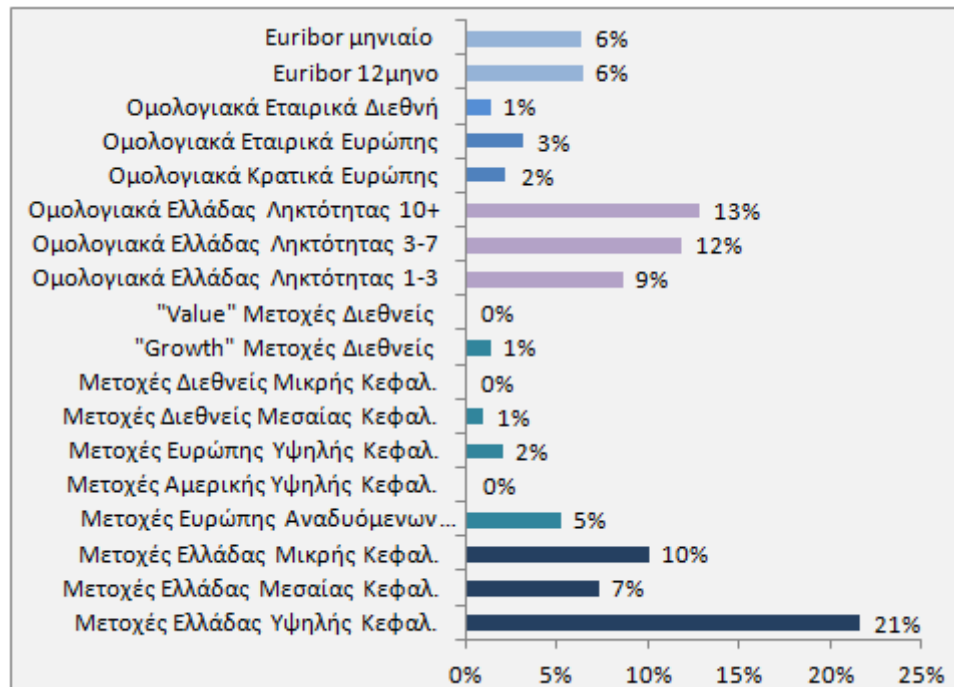
10% Total Return Eonia Index

Επενδυτική πολιτική – Ενημερωτικό Δελτίο

Η επενδυτική πολιτική του αμοιβαίου κεφαλαίου, βασίζεται σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο ευρείας διασποράς σε μετοχές, χρεωστικούς τίτλους, καταθέσεις και μέσα χρηματαγοράς στην ελληνική αγορά. Το αμοιβαίο κεφάλαιο, δύναται, στα πλαίσια των εκάστοτε συνθηκών των αγορών και της αποτελεσματικής διαχειρίσεώς του, να επενδύει σε εταιρικά ή/και κρατικά ομόλογα ποικίλης ευρύτητας φάσματος πιστοληπτικής διαβαθμίσεως και χρονικού ορίζοντα επενδύσεως. Επενδύει ποσοστό τουλάχιστον 10% του καθαρού ενεργητικού του σε μετοχές και 10% του καθαρού ενεργητικού του σε χρεωστικούς τίτλους ή όπως ορίζεται εκάστοτε από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Το μέγιστο ποσοστό επενδύσεως σε χρεωστικούς τίτλους ή σε μετοχές ή σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς

δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει το 65% του καθαρού ενεργητικού του ή αυτό που εκάστοτε ορίζεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Αποτελέσματα “Style Analysis”



$R^2 : 86,88\%$

Συμπέρασμα

Από την ανάλυση προκύπτει ότι το Αμοιβαίο Κεφάλαιο είναι πολύ κοντά στον Δείκτη Αναφοράς, το 38% επενδύεται σε μετοχές Ελλάδας, το 34% σε ομόλογα Ελλάδας και το 12% σε διαθέσιμα. Το υπόλοιπο ποσοστό που αποκλίνει από τον Δείκτη είναι επενδύσεις σε μετοχές και ομόλογα εξωτερικού. Κανονιστικά τα υποχρεωτικά όρια επενδύσεων σε ένα μικτό κεφάλαιο (τουλάχιστον 10% και το πολύ 65% σε μετοχές και ομόλογα αντίστοιχα τηρούνται). Το R^2 είναι υψηλό και συνεπώς το μοντέλο μας ερμηνεύει κατά 86,88% την απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

ALLIANZ Μικτό Εσωτερικού

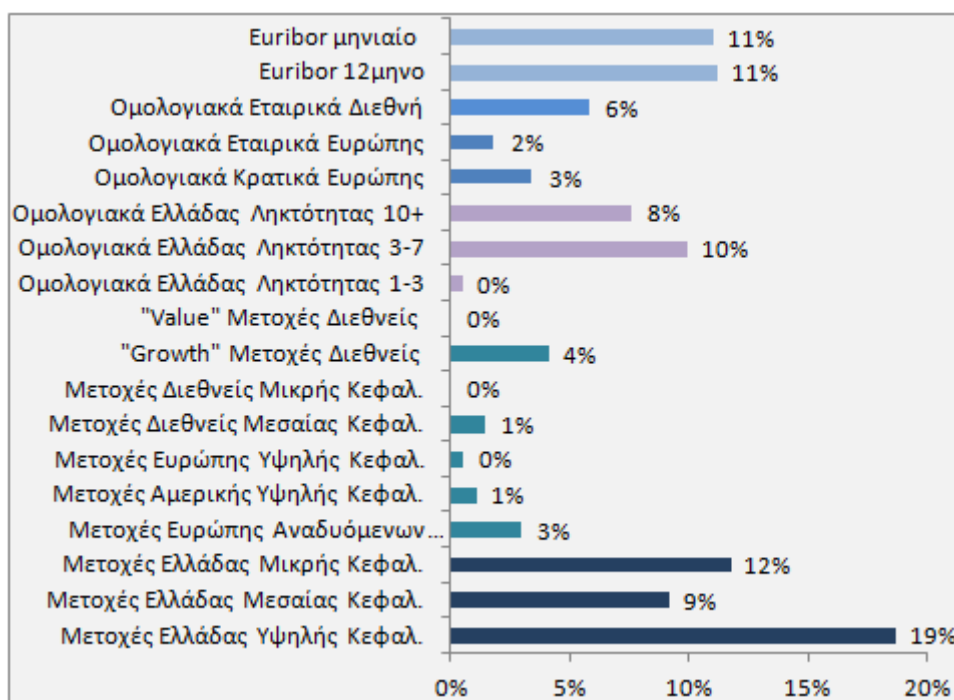
Δείκτης Αναφοράς : 50% ASE INDEX

50% Lehman Euro Aggr. Govt 3-5 years

Επενδυτική πολιτική – Ενημερωτικό Δελτίο

Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο επενδύει κατ' ελάχιστο ποσοστό 10% του καθαρού ενεργητικού του σε μετοχές εταιριών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και κατ' ελάχιστο ποσοστό 10% του καθαρού ενεργητικού του σε μεσομακροπρόθεσμες κρατικές ή εταιρικές ομολογίες εκδότη υψηλής πιστοληπτικής ικανότητας (investment grade, ελάχιστο S&P rating: BBB-) που έχει την καταστατική του έδρα στην Ελλάδα. Το μέγιστο ποσοστό επένδυσης σε μετοχές ή ομολογίες ή καταθέσεις και μέσα χρηματαγοράς εκδότη που έχει την καταστατική του έδρα στην Ελλάδα, δε μπορεί να υπερβαίνει το 65% του καθαρού ενεργητικού του. Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο δύναται να προστατεύει (αντισταθμίζει) ή να βελτιώνει (διαχειρίζεται αποτελεσματικά) τις αποδόσεις των στοιχείων του ενεργητικού του, χρησιμοποιώντας παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα εντός των περιορισμών που ορίζει ο Νόμος.

Αποτελέσματα “Style Analysis”



R² : 87,86%

Συμπέρασμα :

Από την ανάλυση προκύπτει ότι το Αμοιβαίο Κεφάλαιο τηρεί τις κανονιστικές του υποχρεώσεις (τουλάχιστον 10% και το πολύ 65% σε μετοχές και ομόλογα αντίστοιχα), τα μεγαλύτερα ποσοστά επενδύσεων είναι σε μετοχές Ελλάδας και ομόλογα Ελλάδας, κυρίως ληκτότητας 3-7 χρόνια, αλλά δεν είναι τόσο υψηλά , όσο αναμενόταν από τη σύνθεση του δείκτη αναφοράς. Αρκετά μεγάλο ποσοστό του ενεργητικού τοποθετείται σε διαθέσιμα και μικρότερο σε μετοχές και ομόλογα εξωτερικού. Το R² είναι υψηλό και συνεπώς το μοντέλο μας ερμηνεύει κατά 87,86% την απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

ΔΗΛΟΣ Συλλογικό Μικτό Εσωτερικού

Δείκτης Αναφοράς : 25% ASE INDEX

30% Δείκτης IBOXX Εταιρικών Ομολόγων 1-3 έτη

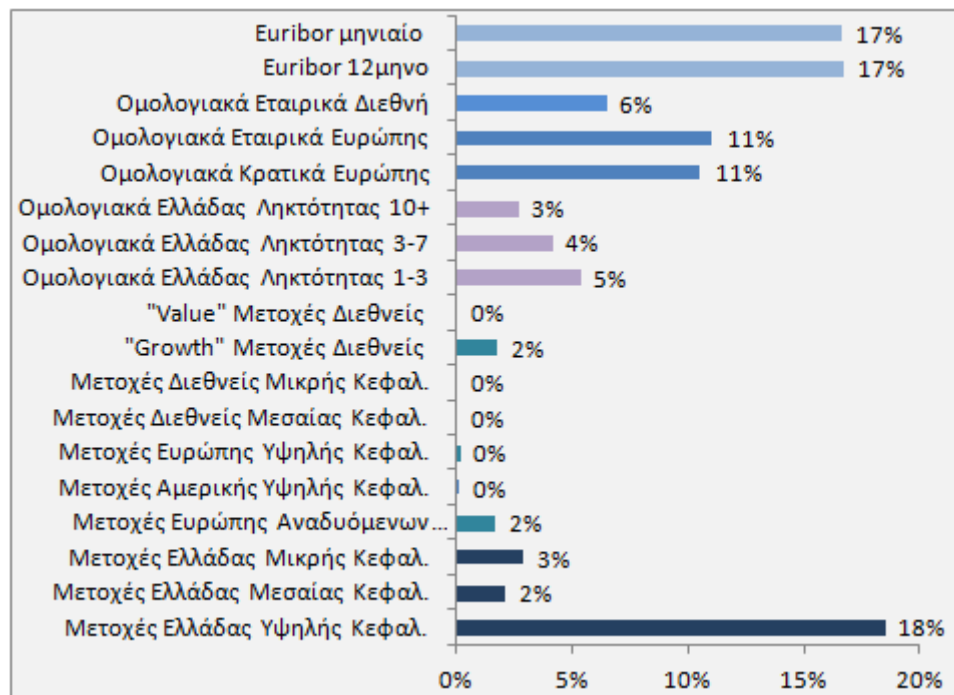
20% EONIA Total Return Index

25% Citigroup Greece Government Bonds Index 1-3 year

Επενδυτική πολιτική – Ενημερωτικό Δελτίο

Το ενεργητικό του Α/Κ επενδύεται κυρίως στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά, σε ένα συνδυασμό μετοχικών αξιών, κρατικών και εταιρικών ομολογιακών τίτλων, καταθέσεων, καθώς και μέσων χρηματαγοράς. Βασικός στόχος της επενδυτικής πολιτικής του Α/Κ είναι η επίτευξη της υψηλότερης δυνατής απόδοσης τόσο από εισόδημα όσο και από υπεραξία. Το Α/Κ δεν επενδύει άνω του 65% του ενεργητικού του σε καμία κατηγορία επενδυτικών. Το χαρτοφυλάκιο του Α/Κ περιλαμβάνει Μετοχές Εταιριών, κατά κανόνα υψηλής κεφαλαιοποίησης. Το ομολογιακό τμήμα του χαρτοφυλακίου του Α/Κ περιλαμβάνει κυρίως κρατικούς και εταιρικούς τίτλους που διαπραγματεύονται στην Ελληνική ή στις διεθνείς αγορές. Ο στόχος της μέσης διάρκειας των ομολόγων του ομολογιακού τμήματος του χαρτοφυλακίου είναι 1 έως 3 χρόνια.

Αποτελέσματα "Style Analysis"



R^2 : 89,28%

Συμπέρασμα :

Από την ανάλυση προκύπτει ότι το Αμοιβαίο Κεφάλαιο τηρεί τις κανονιστικές του υποχρεώσεις (τουλάχιστον 10% και το πολύ 65% σε μετοχές και ομόλογα αντίστοιχα), όμως απέχει λίγο από τον ορισμένο Δείκτη Αναφοράς. Στην πραγματικότητα το Αμοιβαίο Κεφάλαιο επενδύει πολύ μεγαλύτερο ποσοστό από τον Δείκτη σε διαθέσιμα, καθώς επίσης και τα ομόλογα εξωτερικού αποτελούν μεγαλύτερο κομμάτι της απόδοσης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε σχέση με τα ομόλογα εσωτερικού παρόλο που στο δείκτη αναφοράς είναι ισοβαρή. Επίσης ενώ στο Ενημερωτικό Δελτίο αναφέρεται ότι επενδύει κυρίως σε ομόλογα μικρής ληκτότητας αυτό δεν φαίνεται ξεκάθαρα από την ανάλυσή μας. Το R^2 είναι υψηλό και συνεπώς το μοντέλο μας ερμηνεύει κατά 89,28% την απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

ΑΤΕ Μικτό Εσωτερικού Αμυντικής Στρατηγικής

Δείκτης Αναφοράς : 25% ASE INDEX

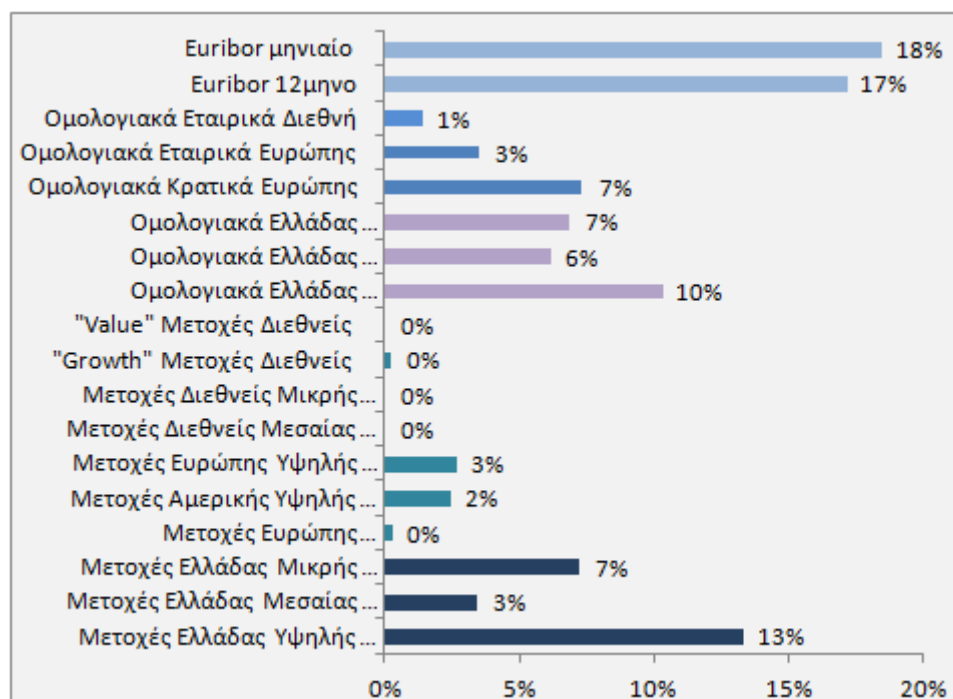
75% Bloomberg/EFFAS Bond Index Greek Government All 1yr TR

Επενδυτική πολιτική – Ενημερωτικό Δελτίο

Το ενεργητικό του Α/Κ επενδύεται κυρίως στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά, σε ένα συνδυασμό μετοχικών αξιών, κρατικών και εταιρικών ομολογιακών τίτλων, καταθέσεων, καθώς και μέσω χρηματαγοράς. Βασικός στόχος της επενδυτικής πολιτικής του Α/Κ είναι η επίτευξη της υψηλότερης δυνατής απόδοσης τόσο από εισόδημα όσο και από υπεραξία. Το Α/Κ δεν επενδύει άνω του 65% του ενεργητικού του σε καμία κατηγορία επενδυτικών προϊόντων και επενδύει κατ' ελάχιστο 10% σε μετοχές και 10% σε ομόλογα.

Το χαρτοφυλάκιο του Α/Κ περιλαμβάνει Μετοχές Εταιριών, κατά κανόνα υψηλής κεφαλαιοποίησης. Το ομολογιακό τμήμα του χαρτοφυλακίου του Α/Κ περιλαμβάνει κυρίως κρατικούς και εταιρικούς τίτλους που διαπραγματεύονται στην Ελληνική ή στις διεθνείς αγορές. Ο στόχος της μέσης διάρκειας των ομολόγων του ομολογιακού τμήματος του χαρτοφυλακίου είναι 1- 3 χρόνια.

Αποτελέσματα “Style Analysis”



R² : 84,76%

Συμπέρασμα :

Από την ανάλυση προκύπτει ότι το Αμοιβαίο Κεφάλαιο τηρεί τις κανονιστικές του υποχρεώσεις (τουλάχιστον 10% και το πολύ 65% σε μετοχές και ομόλογα αντίστοιχα), όμως απέχει λίγο από τον ορισμένο Δείκτη Αναφοράς. Στην πραγματικότητα το Αμοιβαίο Κεφάλαιο επενδύει μεγάλο ποσοστό σε διαθέσιμα, παρόλο που στον δείκτη δεν αναφέρεται, αν και το υψηλό ποσοστό αυτό μπορεί να προκύπτει και από την πρόθεση του διαχειριστή να επενδύει σε ομόλογα μικρής ληκτότητας, συνεπώς πολλοί βραχυχρόνιοι ομολογιακοί τίτλοι συμπεριφέρονται παρόμοια με τα διαθέσιμα. Όντως ένα 25% επενδύεται σε ελληνικούς μετοχικούς τίτλους, κυρίως Υψηλής Κεφαλαιοποίησης, και οι ομολογιακές τοποθετήσεις είναι κυρίως σε ομόλογα ληκτότητας 1-3 χρόνια, όπως αναφέρεται στον Απλοποιημένο Ενημερωτικό Δελτίο. Το R^2 είναι αρκετά υψηλό και συνεπώς το μοντέλο μας ερμηνεύει κατά 84,76% την απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό

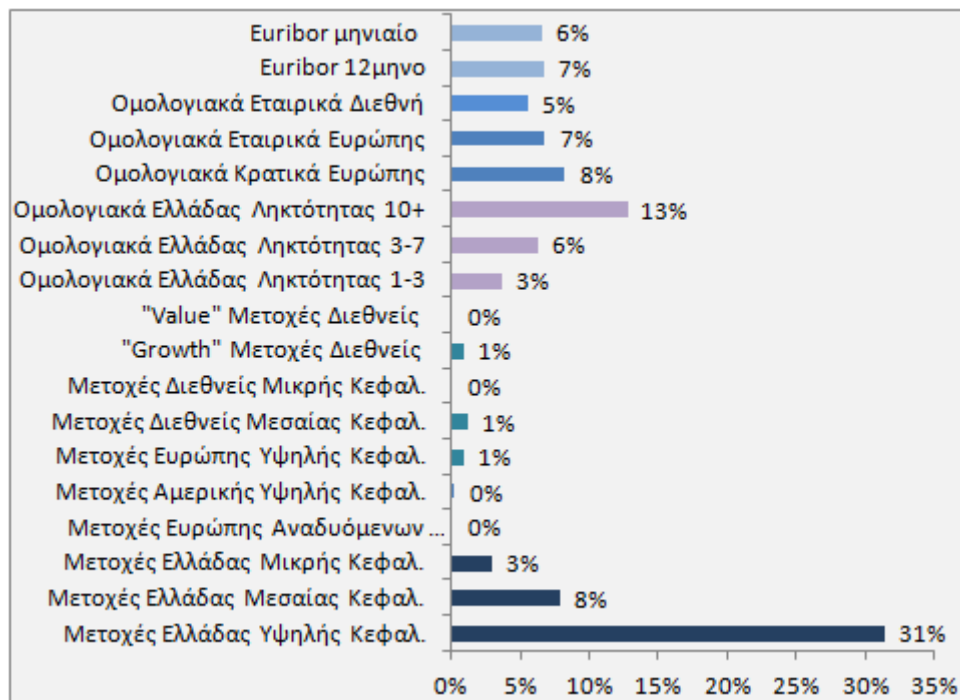
Δείκτης Αναφοράς : 50% FTSE/ATHEX 20

50% Merrill Lynch Greek Government Bonds 1-10 Years

Επενδυτική πολιτική – Ενημερωτικό Δελτίο

Σκοπός του Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι η επένδυση κυρίως σε τίτλους ελλήνων εκδοτών ή εκδοτών που έχουν έκθεση στην Ελλάδα. Πιο συγκεκριμένα, ποσοστό τουλάχιστον 10% του καθαρού ενεργητικού του σε μετοχές εταιρειών και άλλους τίτλους εξομοιούμενους με αυτές, και κατά ποσοστό τουλάχιστον 10% του καθαρού ενεργητικού του σε χρεωστικούς τίτλους, καθώς και σε καταθέσεις και μέσα χρηματαγοράς. Το μέγιστο ποσοστό επένδυσης σε μετοχές ή σε χρεωστικούς τίτλους ή σε καταθέσεις και μέσα χρηματαγοράς δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει το 65% του καθαρού ενεργητικού του. Επίσης, το Α/Κ μπορεί να επενδύει και σε παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα, με σκοπό την αποτελεσματική διαχείριση ή/και την αντιστάθμιση του κινδύνου. Οι μετοχικές τοποθετήσεις του Α/Κ αφορούν τοποθετήσεις κυρίως σε μετοχές μεγάλης Κεφαλαιοποίησης.

Αποτελέσματα "Style Analysis"



R^2 : 91,01%

Συμπέρασμα :

Το μίγμα επενδύσεων που προκύπτει παραπάνω ταιριάζει αρκετά με τον σύνθετο Δείκτη Αναφοράς που αποτελείται κατά 50% από μετοχές Υψηλής Κεφαλαιοποίησης και 50% από ελληνικά ομόλογα ληκτότητας 10+. Αντίστοιχα και στην πραγματικότητα αποδεικνύεται ότι τα μεγαλύτερα ποσοστά επενδύσεων ανήκουν στις παραπάνω 2 κατηγορίες, αν και υπάρχει σημαντική έκθεση και σε ομόλογα εξωτερικού. Το R^2 είναι πολύ υψηλό και συνεπώς το μοντέλο μας ερμηνεύει κατά 91,01% την απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

Alpha Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού

Δείκτης Αναφοράς : 25% FTSE/ASE 20 Index

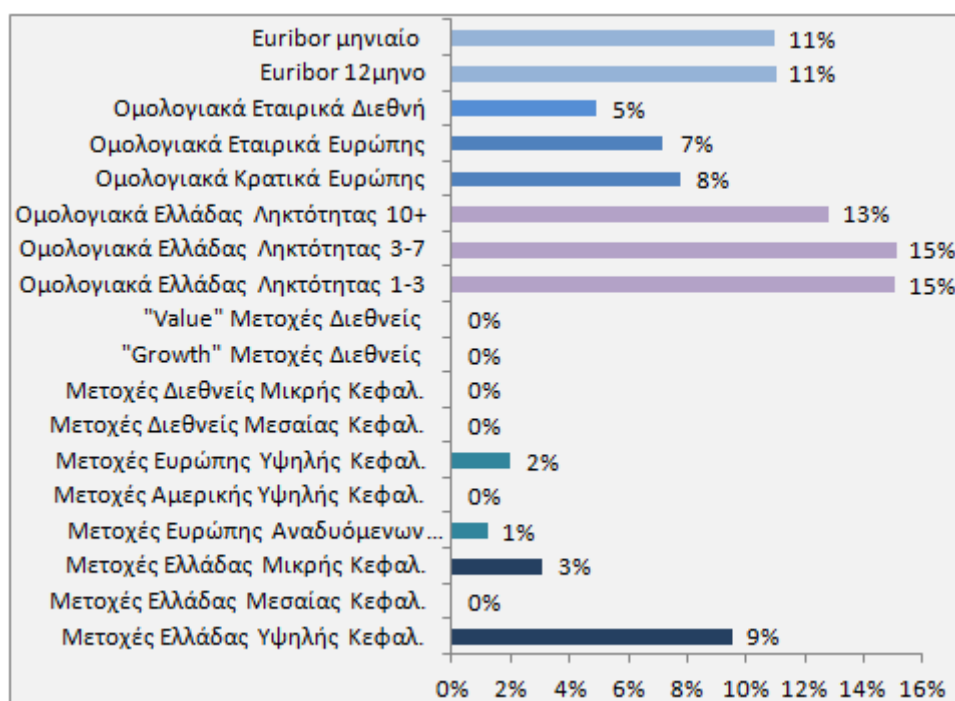
60% JPMorgan Greek Government Bond Index

15% Total Return Eonia Index

Επενδυτική πολιτική – Ενημερωτικό Δελτίο

Η επενδυτική πολιτική του αμοιβαίου κεφαλαίου, βασίζεται σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο ευρείας διασποράς σε μετοχές, χρεωστικούς τίτλους, καταθέσεις και μέσα χρηματαγοράς στην ελληνική αγορά. Το αμοιβαίο κεφάλαιο, δύναται, να επενδύει σε εταιρικά ή/και κρατικά ομόλογα ποικίλης ευρύτητας φάσματος πιστοληπτικής διαβαθμίσεως και χρονικού ορίζοντα επενδύσεως. Επενδύει ποσοστό τουλάχιστον 10% του καθαρού ενεργητικού του σε μετοχές και 10% του καθαρού ενεργητικού του σε χρεωστικούς τίτλους ή όπως ορίζεται εκάστοτε από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Το μέγιστο ποσοστό επενδύσεως σε χρεωστικούς τίτλους ή σε μετοχές ή σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει το 65% του καθαρού ενεργητικού του ή αυτό που εκάστοτε ορίζεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Το αμοιβαίο κεφάλαιο δύναται, σύμφωνα με όσα ορίζει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, να χρησιμοποιεί μέσα και τεχνικές που συνδέονται με κινητές αξίες, μέσα χρηματαγοράς και παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα, με σκοπό την αποτελεσματική διαχείριση ή και την αντιστάθμιση στοιχείων του καθαρού ενεργητικού του.

Αποτελέσματα “Style Analysis”



$R^2 : 66,99\%$

Συμπέρασμα :

Το πρώτο που παρατηρούμε στο συγκεκριμένο Αμοιβαίο Κεφάλαιο είναι το χαμηλό R^2 . Το μοντέλο και οι επιλεγμένοι δείκτες επηρεάζουν και “ερμηνεύουν” την απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου μόνο κατά το 66,99%. Το υπόλοιπο “ανεξήγητο” ποσοστό οφείλεται σε τοποθετήσεις και σε εναλλαγές αυτών διαφορετικών από τους επιλεγμένους δείκτες, συνεπώς και από τον δείκτη αναφοράς. Τα ποσοστά που προκύπτουν από την ανάλυση δείχνουν μικρότερη έκθεση του A/K σε ελληνικές μετοχές από την αναλογία του δείκτη αναφοράς και μεγαλύτερη έκθεση σε ομόλογα Ελλάδας αλλά και εξωτερικού.

ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού

Δείκτης Αναφοράς : 55% ASE INDEX

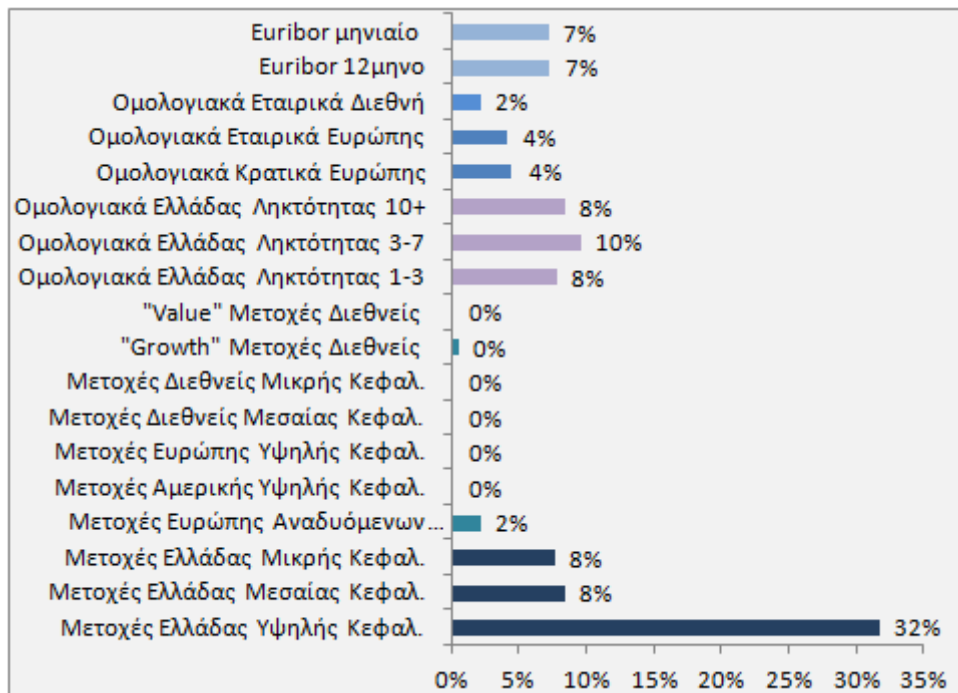
45% JP Morgan Greek Government Bond Index Bond Index

Επενδυτική πολιτική – Ενημερωτικό Δελτίο

Η επενδυτική πολιτική του βασίζεται κυρίως σε ένα συνδυασμό μετοχικών αξιών και ομολογιακών τίτλων κυρίως στην ελληνική αγορά και δευτερευόντως σε άλλα μέσα της αγοράς κεφαλαίου και χρήματος εσωτερικού – εξωτερικού. Η ευελιξία που χαρακτηρίζει την επενδυτική του πολιτική και η ποικιλία των επενδυτικών εργαλείων που δύναται να χρησιμοποιήσει, του επιτρέπει να διαμορφώνει τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου του προσαρμοζόμενο στις εκάστοτε συνθήκες της αγοράς έχοντας κατ’ ελάχιστο:

- α) 10% του καθαρού ενεργητικού σε ομολογιακούς τίτλους εσωτερικού και
- β) 10% του καθαρού ενεργητικού σε μετοχές εσωτερικού. Το δε μέγιστο ποσοστό επένδυσης σε μετοχές ή σε ομολογιακούς τίτλους ή σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει το εξήντα πέντε τοις εκατό (65%) του καθαρού ενεργητικού του. Η επιλογή των μετοχικών τίτλων γίνεται κυρίως από τίτλους που περιλαμβάνονται στον Γενικό Δείκτη του ΧΑ. Οι ομολογιακοί τίτλοι είναι κυρίως ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου και δευτερευόντως κρατικά ή εταιρικά ομόλογα της ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς με ικανοποιητική πιστοληπτική διαβάθμιση. Η διάρκεια των ομολογιακών τίτλων είναι έως 30 έτη.

Αποτελέσματα “Style Analysis”



R² : 92,99%

Συμπέρασμα :

Από την ανάλυση προκύπτει ότι οι κανονιστικές υποχρεώσεις του διαχειριστή τηρούνται αλλά ενώ ο ορισμένος Δείκτης Αναφοράς δείχνει ως επί το πλείστον έκθεση του Αμοιβαίου σε ελληνικές μετοχές και ελληνικούς ομολογιακούς τίτλους, παρατηρούμε και έκθεση σε διαθέσιμα και σε ομόλογα εξωτερικού. Το R² είναι πολύ υψηλό και συνεπώς το μοντέλο μας ερμηνεύει κατά 92,99% την απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και τα “βάρη” των τοποθετήσεων αντιπροσωπεύουν πολύ κοντά την πραγματική κατονομή επενδύσεων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

5.3.2 Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού

ΑΤΕ Μικτό Εξωτερικού

Δείκτης Αναφοράς : 25% S&P 500

25% DJ eurostoxx 50

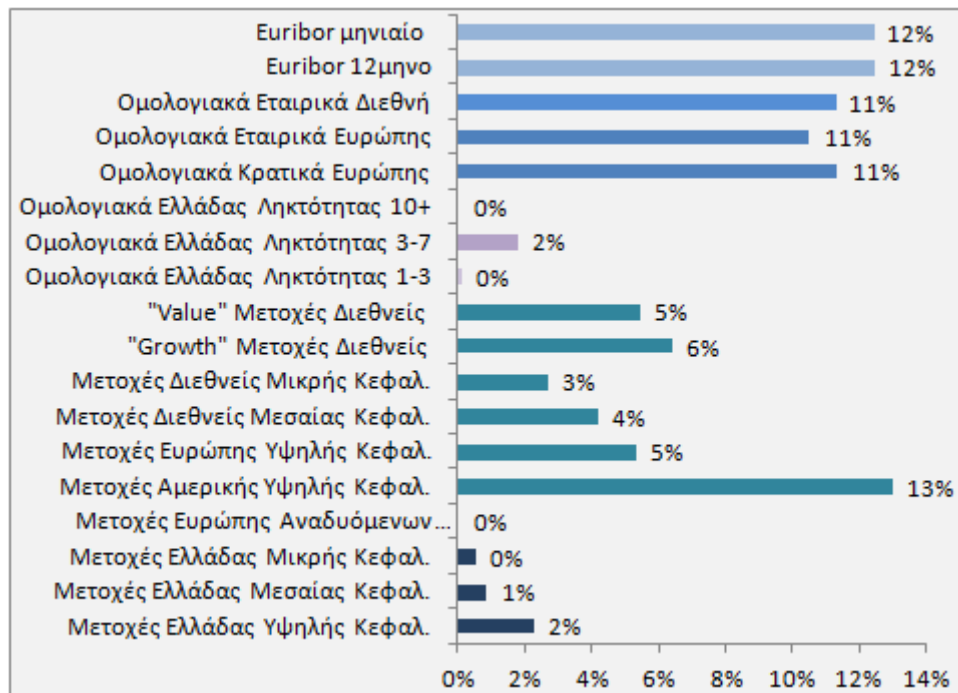
25% Bloomberg/EFFAS Bond Index US Government All 1yr TR

25% Bloomberg/EFFAS Bond Index Euro Government All 1yr TR

Επενδυτική πολιτική – Ενημερωτικό Δελτίο

Το ενεργητικό του Α/Κ επενδύεται κυρίως στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά, σε ένα συνδυασμό μετοχικών αξιών, κρατικών και εταιρικών ομολογιακών τίτλων, καταθέσεων, καθώς και μέσω χρηματαγοράς. Βασικός στόχος της επενδυτικής πολιτικής του Α/Κ είναι η επίτευξη της υψηλότερης δυνατής απόδοσης τόσο από εισόδημα όσο και από υπεραξία. Το Α/Κ δεν επενδύει άνω του 65% του ενεργητικού του σε καμία κατηγορία επενδυτικών προϊόντων και επενδύει κατ' ελάχιστο 10% σε μετοχές και 10% σε ομόλογα. Το χαρτοφυλάκιο του Α/Κ περιλαμβάνει Μετοχές Εταιριών, κατά κανόνα υψηλής κεφαλαιοποίησης. Το ομολογιακό τμήμα του χαρτοφυλακίου του Α/Κ περιλαμβάνει κυρίως κρατικούς και εταιρικούς τίτλους που διαπραγματεύονται στην Ελληνική ή στις διεθνείς αγορές. Ο στόχος της μέσης διάρκειας των ομολόγων του ομολογιακού τμήματος του χαρτοφυλακίου είναι 1 έως 3 χρόνια.

Αποτελέσματα “Style Analysis”



$R^2 : 84,92\%$

Συμπέρασμα :

Από την ανάλυση προκύπτει ότι όπως περιγράφει και ο Δείκτης αναφοράς το Αμοιβαίο Κεφάλαιο επενδύει κυρίως σε μετοχικούς τίτλους Ευρώπης και Αμερικής κυρίως εταιριών Υψηλής Κεφαλαιοποίησης, καθώς και σε ομολογιακούς ευρωπαϊκούς και αμερικάνικους τίτλους. Παρατηρούμε ακόμα ότι στην πραγματικότητα έχει σημαντική έκθεση σε διαθέσιμα (24%), καθώς και σε μετοχές Growth, Value, Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης. Το R^2 είναι αρκετά υψηλό και συνεπώς το μοντέλο μας ερμηνεύει κατά 84,92% την απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

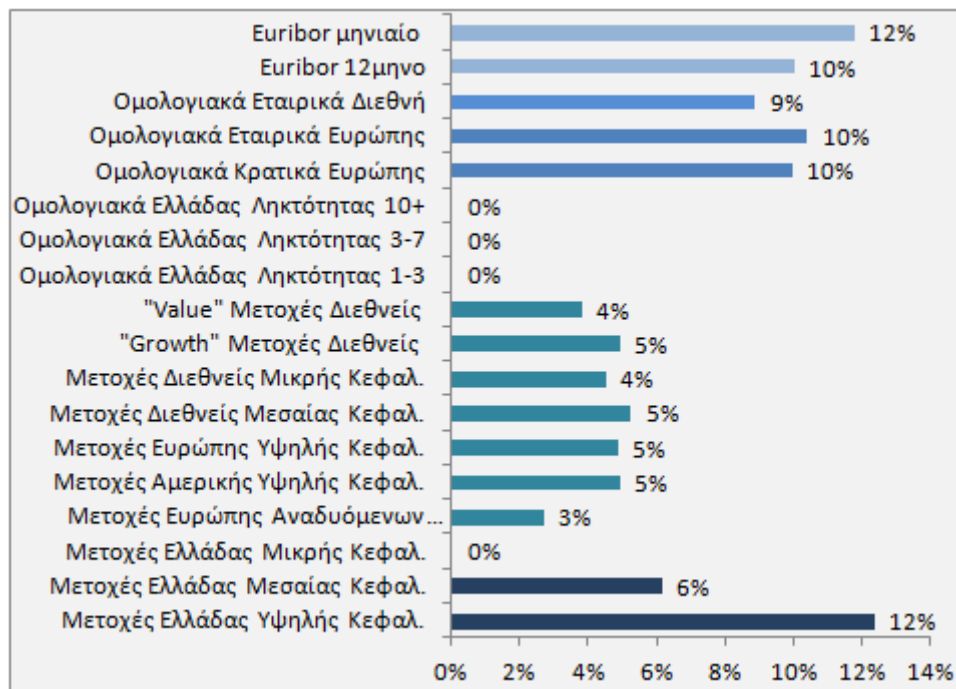
ALICO Μικτό Εξωτερικού

Δείκτης Αναφοράς : 50% Citigroup Euro BIG Index
50% DJ Stoxx 50

Επενδυτική πολιτική – Ενημερωτικό Δελτίο

Στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο οι επενδύσεις σε μετοχές και σε ομόλογα θα υπερβαίνουν το 10% του καθαρού ενεργητικού του, αλλά οι επενδύσεις σε μετοχές ή ομόλογα ή καταθέσεις και συναφή μέσα χρηματαγοράς θα υπολείπονται του 65% του καθαρού ενεργητικού, κατά μέσο όρο τριμηνιαίως. Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο προτίθεται να επενδύει το μεγαλύτερο μέρος του μετοχικού του χαρτοφυλακίου σε μετοχές εταιρειών εισηγμένων στα χρηματιστήρια της Φρανκφούρτης, των Παρισίων, του Λονδίνου, της Μαδρίτης, του Μιλάνου, της Ζυρίχης, του Άμστερνταμ, του Ελσίνκι, οι οποίες περιλαμβάνονται στον Πανευρωπαϊκό Δείκτη Stoxx50 και οι οποίες έχουν θετικά θεμελιώδη μεγέθη, αναπτυξιακές προοπτικές και διαχρονική ικανότητα του management να ανταποκρίνεται επιτυχώς στις προκλήσεις του οικονομικού περιβάλλοντος που δραστηριοποιούνται. Δευτερευόντως, ανάλογα με τη χρηματιστηριακή συγκυρία το Α/Κ ενδέχεται να επενδύει σε μετοχές εταιρειών εισηγμένων τόσο στο ΧΑ όσο και σε χρηματιστήρια που δεν αναφέρονται ανωτέρω και οι οποίες πληρούν τα ανωτέρω κριτήρια. Το Α/Κ προτίθεται να επενδύει σε εταιρικά ομόλογα ελληνικών και ξένων επιχειρήσεων καθώς επίσης και σε ομόλογα κρατικών ή δημοσίων διεθνών Οργανισμών (στους οποίους συμμετέχουν ένα ή περισσότερα κράτη μέλη) που εκδίδουν ή εγγυώνται τις αξίες στις οποίες προτίθεται το αμοιβαίο κεφάλαιο να τοποθετήσει μέχρι το 35% της καθαρής αξίας του, είναι τα ακόλουθα: ΗΠΑ, Καναδάς, Αυστραλία, Ιαπωνία, Χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, Ρωσία, Τουρκία, Μεξικό, η Παγκόσμια και η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων. Η επιλογή των Κρατικών και των Εταιρικών Ομολόγων, γίνεται μεταξύ τίτλων που έχουν αξιολόγηση κατά το χρόνο κτήσης τους, τουλάχιστον BB- και όσον αφορά στη διάρκεια, είναι μικρότερη των 20 ετών. Η τοποθέτηση σε ομόλογα με μικρότερη διαβάθμιση ή και με μεγαλύτερη διάρκεια, επιτρέπεται μετά από απόφαση της Επενδυτικής Επιτροπής και μέχρι ποσοστό 10% του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Αποτελέσματα “Style Analysis”



R^2 : 84,31%

Συμπέρασμα :

Ο Δείκτης αναφοράς του Αμοιβαίου Κεφαλαίου περιγράφει το Αμοιβαίο Κεφάλαιο να επενδύει κυρίως σε μετοχικούς και ομολογιακούς τίτλους Ευρώπης. Από την ανάλυσή μας όμως παρατηρούμε ότι το Αμοιβαίο έχει έκθεση και σε διεθνείς μετοχικούς και ομολογιακούς τίτλους καθώς και σε ελληνικούς. Κανονιστικά ο διαχειριστής τηρεί τα υποχρεωτικά όρια επενδύσεων. Το R^2 είναι αρκετά υψηλό και συνεπώς το μοντέλο μας ερμηνεύει κατά 84,31% την πραγματική απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

5.4 Rolling Style Μοντέλο

Το “Rolling Style” Μοντέλο χρησιμοποιείται για πιο ενδελεχή μελέτη της απόδοσης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε βάθος χρόνου και του προσδιορισμού των αλλαγών στην επενδυτική πολιτική του κάθε Αμοιβαίου Κεφαλαίου, στηριζόμενο στην απόδοση συγκεκριμένου αριθμού παρελθοντικών παρατηρήσεων.

Πρακτικά μοιράζουμε την χρονοσειρά των αποδόσεων ανά 60 παρατηρήσεις. Στο πρώτο αρχείο επιλέγουμε τις πρώτες 60 παρατηρήσεις . Σε κάθε επόμενο αρχείο, αφαιρούμε την πρώτη παρατήρηση και προσθέτουμε στο τέλος μία ακόμα μηνιαία παρατήρηση. Χρησιμοποιούμε το μοντέλο του Sharpe και υπολογίζουμε τους συντελεστές, προδιορίζοντας το στυλ του Αμοιβαίου Κεφαλαίου για κάθε χρονική περίοδο.

Αναλύοντας τις μεταβολές των συντελεστών b_i , παρατηρούμε πώς αλλάζει η κατανομή επενδύσεων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε βάθος χρόνου.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια είναι πιθανό να αλλάζουν την επενδυτική τους πολιτική για τους παρακάτω λόγους:

α) Οι διαχειριστές των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, πολλές φορές, αναθεωρούν το επενδυτικό μίγμα αυτών, επιδιώκοντας το πιο αποτελεσματικό, με τη σύμφωνη γνώμη πάντα της διοίκησης της Εταιρίας Διαχείρισης Α/Κ, ανάλογα με τις συνθήκες της αγοράς, άλλοτε για την επίτευξη μεγαλύτερου κέρδους, άλλοτε για τη μείωση του κινδύνου, άλλοτε για το πιο αντιπροσωπευτικό συνδυασμό απόδοσης-κινδύνου, πάντα προς όφελος των επενδυτών. Στο πλαίσιο αυτό είναι πιθανό να αλλάζει και ο Δείκτης Αναφοράς που παρακολουθεί το Α/Κ προσδιορίζοντας κατά αυτόν τον τρόπο πιο σωστά την επενδυτική στρατηγική αυτού. Οι αλλαγές αυτές γίνονται πάντα στα πλαίσια του Κανονισμού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και δεν μεταβάλλουν κατά πολύ τον σκοπό αυτού.

β) Μετά από έγκριση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς είναι πιθανό να τροποποιηθεί ο Κανονισμός του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και να μεταβληθεί ο σκοπός και η επενδυτική του πολιτική. Αν το Αμοιβαίο Κεφάλαιο μετά την τροποποίηση παραμένει στην ίδια κατηγορία, πχ ήταν και παραμένει μετοχικό

εξωτερικού ακόμα και αν αρχικά επένδυε σε Real Estate ενώ τώρα σε Commodities, η απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου συνεχίζει να μετράει, παρόλο που οι επενδύσεις αλλάζουν σημαντικά. Σε αυτή την περίπτωση θα παρατηρηθεί από την ανάλυση σημαντική μεταβολή των δεικτών που “επηρεάζουν” την απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου μετά την τροποποίηση.

γ) Τέλος υπάρχει περίπτωση να παρεκκλίνει το Αμοιβαίο Κεφάλαιο χωρίς λόγο και παράτυπα από τις επενδύσεις που υποχρεούται να επιλέγει βάσει του Κανονισμού του και του Ενημερωτικού του Δελτίου.

Επίσης σημαντικός παράγοντας για την μεταβολή της επενδυτικής πολιτικής του Α/Κ είναι και το μέγεθος του ενεργητικού αυτού. Όσο μεγαλώνουν τα κεφάλαια που οι επενδυτές εμπιστεύονται στον διαχειριστή, είναι πιο εύκολο για τον διαχειριστή να ακολουθήσει με αποτελεσματικότητα μια συγκεκριμένη επενδυτική πολιτική. Εν αντιθέσει, κατά την έναρξη του Αμοιβαίου Κεφαλαίου ή σε περίπτωση ανεπιθύμητης συρρίκνωσης του ενεργητικού αυτού, η επενδυτική πολιτική είναι πιθανό να μεταβάλλεται λόγω έλλειψης ευελιξίας των διαχειριστικών αποφάσεων από τη μείωση των διαθέσιμων κεφαλαίων.

Σημαντική είναι η παραπάνω ανάλυση και η χρησιμότητα του “Rolling Style” Μοντέλου για τους εξής λόγους :

α) για τον έλεγχο της τήρησης της επενδυτικής πολιτικής του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

β) τη μελέτη της “αντίδρασης” της απόδοσης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου κατά την μεταβολή του επενδυτικού μίγματος.

Παρακάτω θα αναλύσουμε την μεταβολή των συντελεστών των δεικτών 3 αντιπροσωπευτικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων της ανάλυσής μας, αυτών με το μεγαλύτερο ενεργητικό στην κάθε κατηγορία, στο διάστημα 31/07/2001-31/12/2011 ανά 60 παρατηρήσεις :

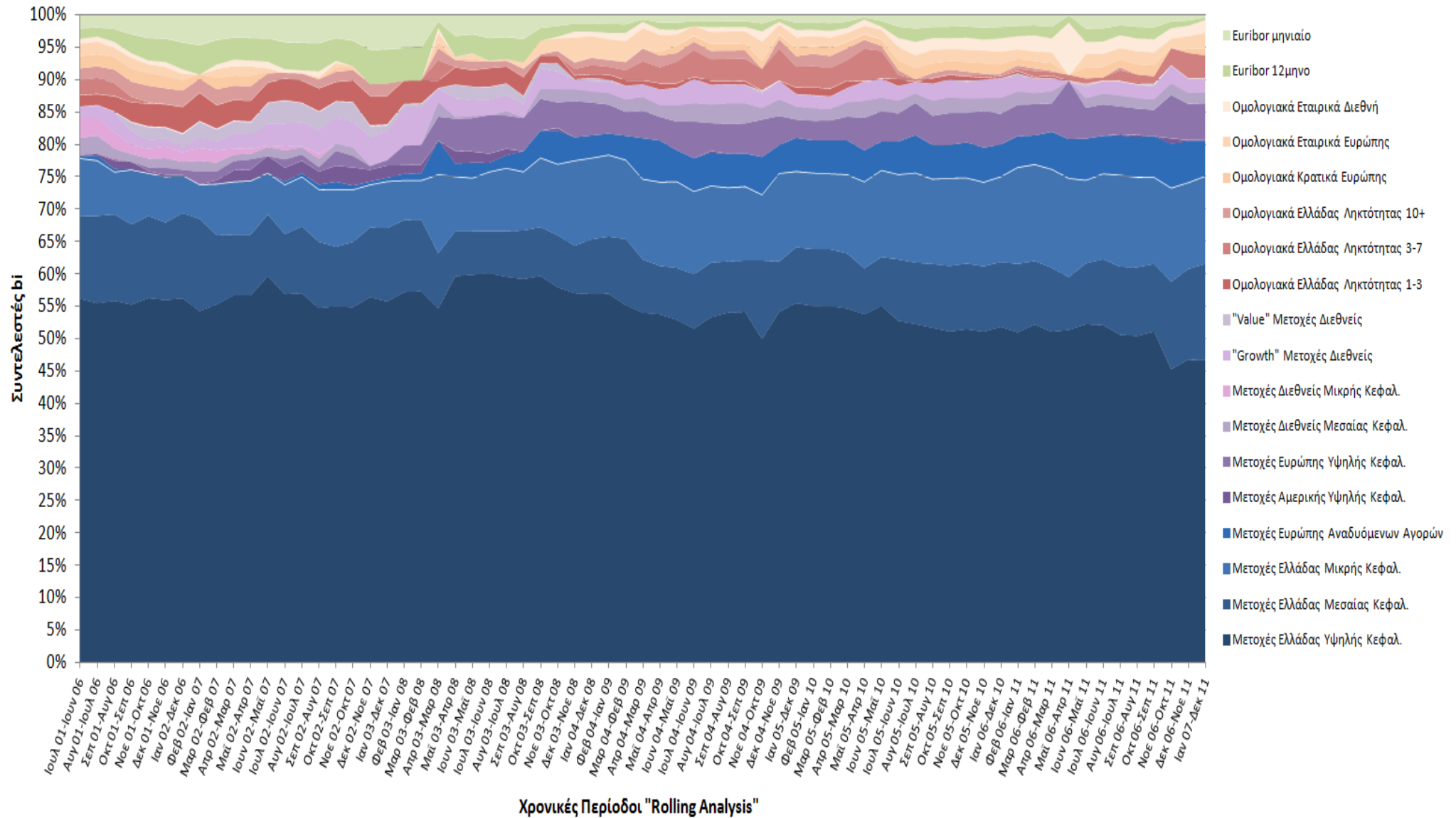
Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού

Εκτιμούμε το Rolling Style Μοντέλο για το Μετοχικό Αμοιβαίο Κεφάλαιο της ανάλυσης με το μεγαλύτερο ενεργητικό, “Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού”. Χρησιμοποιούμε 66 σετ από 60 μηνιαίες παρατηρήσεις, που σημαίνει ότι κάθε περίοδος έχει 58 τιμές ίδιες με την προηγούμενη, και έτσι σταδιακά παρατηρούμε τη μεταβολή στην επενδυτική πολιτική του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, που προσδιορίζεται από την μεταβολή των συντελεστών b_i .

Όπως υποδηλώνει και το όνομα του Α/Κ, επενδύει σε Μετοχές Εσωτερικού. Αυτό φαίνεται ξεκάθαρα παρακάτω, στο Γράφημα 1, με το μεγαλύτερο ποσοστό να επενδύεται σε Μετοχές Ελλάδας Υψηλής Κεφαλαιοποίησης. Η στρατηγική του Αμοιβαίου Κεφαλαίου φαίνεται αρκετά σταθερή με το πέρασμα του χρόνου, με μια μικρή ανακατανομή των ποσοστών στο είδος των μετοχών που επενδύονται. Με το πέρασμα του χρόνου αυξάνεται η επένδυση και σε Μετοχές Μικρής Κεφαλαιοποίησης, καθώς και σε Μετοχές Εξωτερικού. Ταυτόχρονα μειώνεται η έκθεση σε διαθέσιμα.

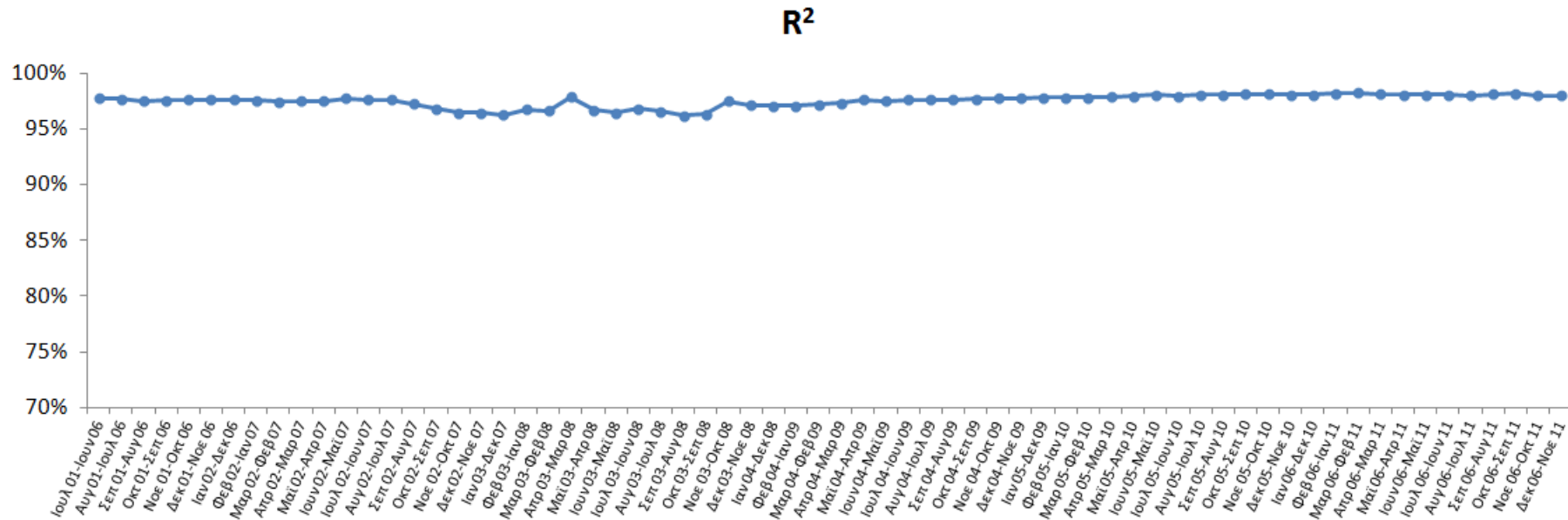
Επιπλέον παρατηρούμε και την εξέλιξη του R^2 στις παραπάνω αναλύσεις μας (Γράφημα 2) και διαπιστώνουμε ότι κυμαίνεται από 95%-100% καθόλη την περίοδο, οπότε διαπιστώνουμε ότι η επενδυτική στρατηγική του Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι σταθερή και πολύ κοντά στην πραγματικότητα. Το υψηλό υποδηλώνει R^2 ότι το επιλεγμένο μοντέλο “εξηγεί” με αποτελεσματικότητα την επενδυτική πολιτική του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

Εξέλιξη Επενδυτικής Πολιτικής “Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού”



Γράφημα 1 : Εκτίμηση μοντέλου Sharpe (Εξίσωση 1), συμπεριλαμβανομένων των περιορισμών (2) και (3) σε 66 περιόδους 60 μηνιαίων παρατηρήσεων (Rolling Basis). Εξέλιξη Επενδυτικής Στρατηγικής Αμοιβαίου Κεφαλαίου (Style), σε βάθος χρόνου (2001-2011), μέσω της μεταβολής των συντελεστών bi ανά περίοδο.

Εξέλιξη τιμών R^2 “Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού”



Γράφημα 2 : Εξέλιξη τιμών R^2 κατά την εκτίμηση μοντέλου Sharpe (Εξίσωση 1), συμπεριλαμβανομένων των περιορισμών (2) και (3) σε 66 περιόδους 60 μηνιαίων παρατηρήσεων (Rolling Basis). σε βάθος χρόνου (2001-2011)

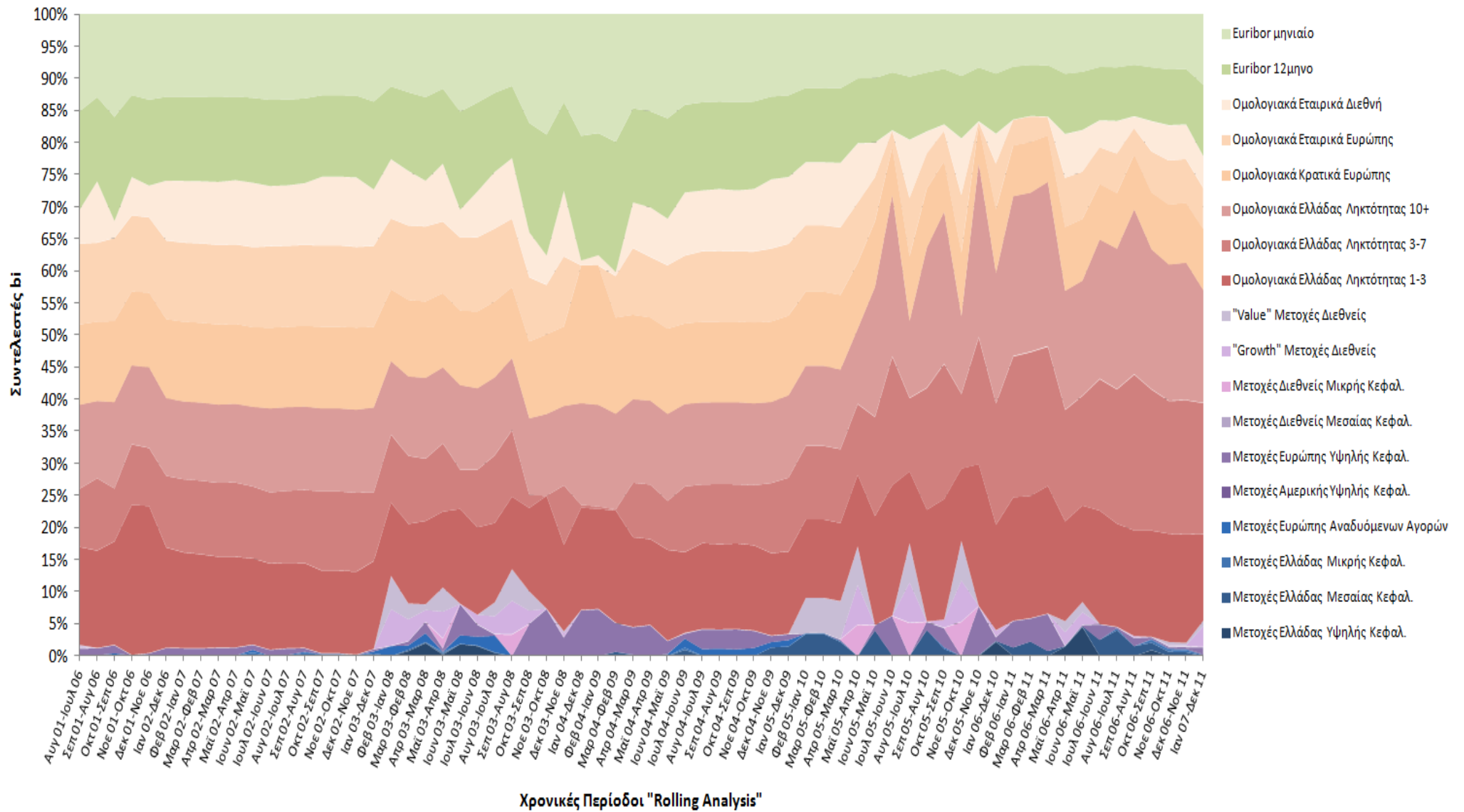
Interamerican Ομολογιακό Σταθερό Εσωτερικού

Εκτιμούμε το Rolling Style Μοντέλο για το Ομολογιακό Αμοιβαίο Κεφάλαιο της ανάλυσης με το μεγαλύτερο ενεργητικό, “Interamerican Ομολογιακό Σταθερό Εσωτερικού”. Χρησιμοποιούμε 66 σετ από 60 μηνιαίες παρατηρήσεις, που σημαίνει ότι κάθε περίοδος έχει 58 τιμές ίδιες με την προηγούμενη, και έτσι σταδιακά παρατηρούμε τη μεταβολή στην επενδυτική πολιτική του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, που προσδιορίζεται από την μεταβολή των συντελεστών b_i .

Όπως υποδηλώνει και το όνομα του Α/Κ, επενδύει κυρίως σε Ομόλογα Εσωτερικού. Αυτό φαίνεται ξεκάθαρα παρακάτω, στο Γράφημα 3, όμως η στρατηγική του Αμοιβαίου Κεφαλαίου δεν φαίνεται αρκετά σταθερή με το πέρασμα του χρόνου. Παρουσιάζονται ανακατανομές στα ποσοστά των ομολόγων με κύριο κριτήριο την ληκτότητά τους, καθώς και στην έκθεση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε ομόλογα εξωτερικού. Παρουσιάζονται γενικά έντονες διακυμάνσεις και αλλαγές στις επενδύσεις και ανά περιόδους παρατηρούμε έκθεση σε μετοχικούς τίτλους και άλλοτε όχι. Συγκρίνοντας την αρχική επενδυτική πολιτική και την τελική, περνώντας αρκετές διακυμάνσεις, τελικά αυξάνονται οι Ομολογιακοί Τίτλοι Ελλάδας και μειώνονται οι Ομολογιακοί Τίτλοι Ευρώπης. Επίσης και τα διαθέσιμα ακολουθούν μειωτικό ρυθμό.

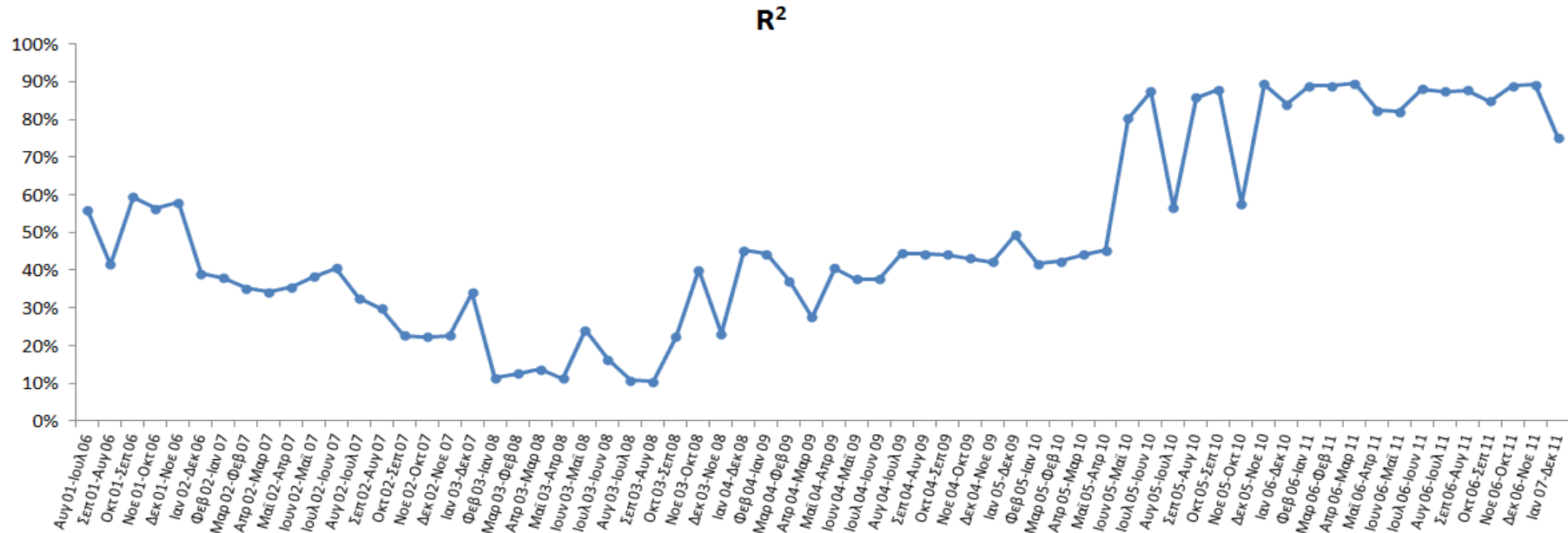
Επιπλέον παρατηρούμε και την εξέλιξη του R^2 στις παραπάνω αναλύσεις μας (Γράφημα 4) και διαπιστώνουμε ότι έχει τεράστια διακύμανση κατά τη χρονική διάρκεια της μελέτης. Κυμαίνεται από 10%-90% καθόλη την περίοδο, οπότε διαπιστώνουμε ότι η επενδυτική στρατηγική του Αμοιβαίου Κεφαλαίου δεν ήταν καθόλου σταθερή και ανά περιόδους διαφοροποιούνταν αρκετά με αξιόγραφα που δεν μπορεί να “ερμηνεύσει” το μοντέλο, συνεπώς σε αρκετές χρονικές περιόδους είναι δεδομένο ότι η επενδυτική πολιτική που εξάγουμε ως αποτέλεσμα της ανάλυσης απέχει πολύ από την πραγματικότητα.

Εξέλιξη Επενδυτικής Πολιτικής “Interamerican Ομολογιακό Εσωτερικού”



Γράφημα 3 : Εκτίμηση μοντέλου Sharpe (Εξίσωση 1), συμπεριλαμβανομένων των περιορισμών (2) και (3) σε 66 περιόδους 60 μηνιαίων παρατηρήσεων (Rolling Basis). Εξέλιξη Επενδυτικής Στρατηγικής Αμοιβαίου Κεφαλαίου (Style), σε βάθος χρόνου (2001-2011), μέσω της μεταβολής των συντελεστών bi ανά περίοδο.

Εξέλιξη τιμών R^2 “ Interamerican Ομολογιακό Εσωτερικού”



Γράφημα 4 : Εξέλιξη τιμών R^2 κατά την εκτίμηση μοντέλου Sharpe (Εξίσωση 1), συμπεριλαμβανομένων των περιορισμών (2) και (3) σε 66 περιόδους 60 μηνιαίων παρατηρήσεων (Rolling Basis), σε βάθος χρόνου (2001-2011)

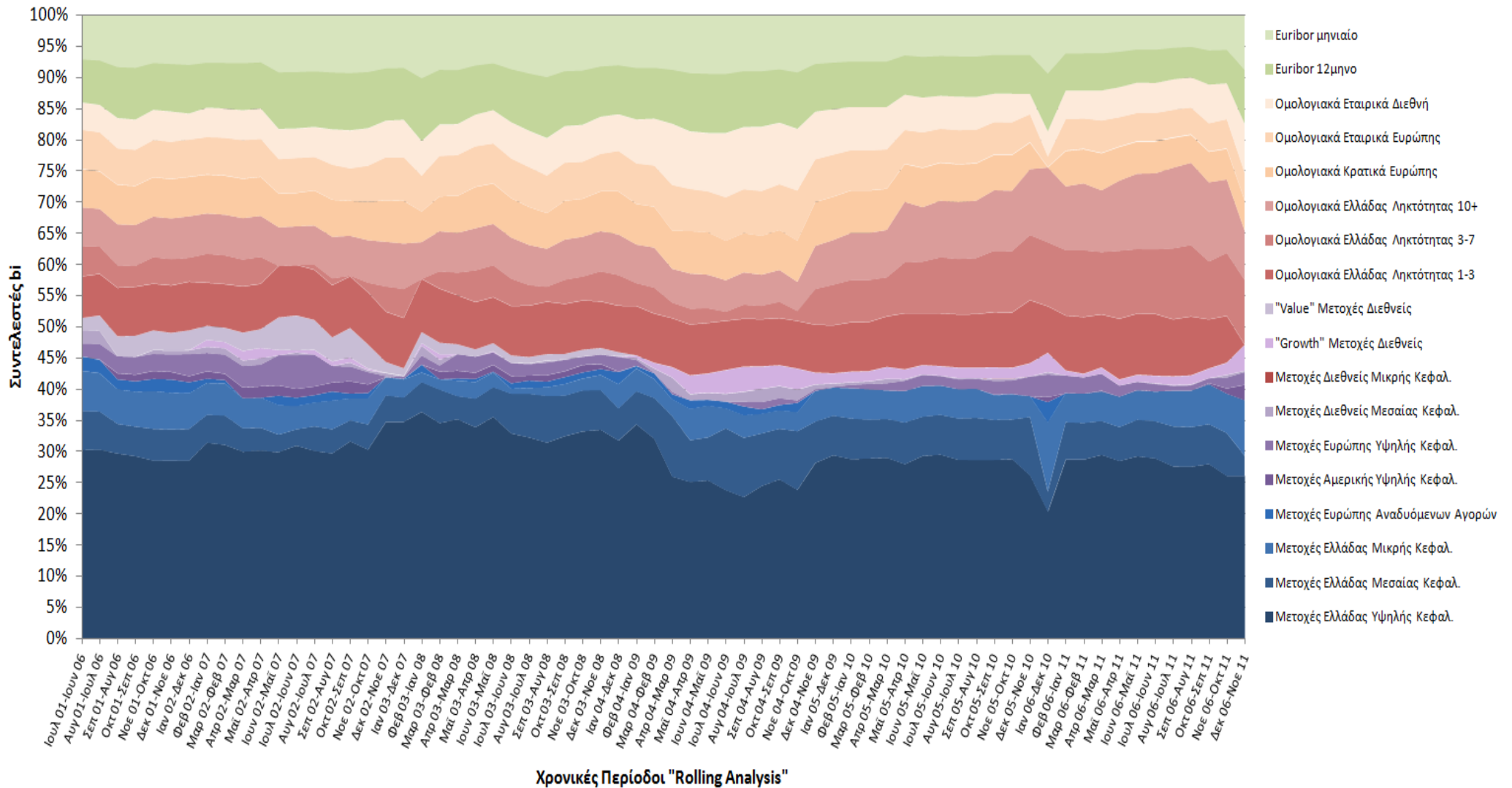
Δήλος Μικτό Εσωτερικού

Εκτιμούμε το Rolling Style Μοντέλο για το Μικτό Αμοιβαίο Κεφάλαιο της ανάλυσης με το μεγαλύτερο ενεργητικό, “Δήλος Μικτό Εσωτερικού”. Χρησιμοποιούμε 66 σετ από 60 μηνιαίες παρατηρήσεις, που σημαίνει ότι κάθε περίοδος έχει 58 τιμές ίδιες με την προηγούμενη, και έτσι σταδιακά παρατηρούμε τη μεταβολή στην επενδυτική πολιτική του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, που προσδιορίζεται από την μεταβολή των συντελεστών b_i .

Ένα Μικτό Αμοιβαίο Κεφάλαιο επενδύει ταυτόχρονα σε μετοχικούς και σε ομολογιακούς τίτλους. Αυτό φαίνεται ξεκάθαρα παρακάτω, Γράφημα 5, με το μεγαλύτερο ποσοστό να επενδύεται σε Μετοχές Ελλάδας Υψηλής Κεφαλαιοποίησης. Η στρατηγική του Αμοιβαίου Κεφαλαίου φαίνεται αρκετά σταθερή με το πέρασμα του χρόνου, με μια μικρή ανακατανομή των ποσοστών στο είδος των μετοχών και των ομολόγων που επενδύονται. Με το πέρασμα του χρόνου αυξάνεται η επένδυση και σε ομόλογα Ελλάδας, μειώνονται οι μετοχές εξωτερικού και η έκθεση σε διαθέσιμα.

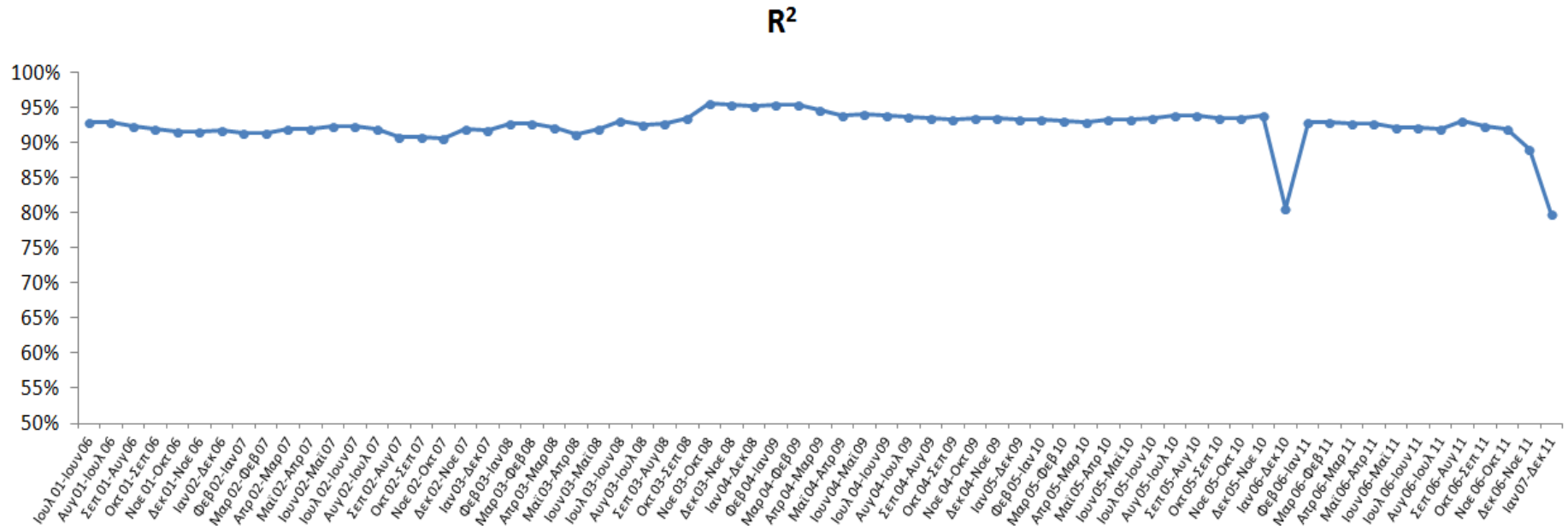
Παρακάτω παρατηρούμε την εξέλιξη του R^2 των παραπάνω αναλύσεων και διαπιστώνουμε ότι κυμαίνεται από 80%-95%, οπότε διαπιστώνουμε ότι η επενδυτική στρατηγική του A/ K είναι αρκετά σταθερή και πολύ κοντά στην πραγματικότητα, ερμηνεύεται με ικανοποιητικό τρόπο από το επιλεγμένο μοντέλο (Γράφημα 6).

Εξέλιξη Επενδυτικής Πολιτικής “Δήλος Μικτό Εσωτερικού”



Γράφημα 5 : Εκτίμηση μοντέλου Sharpe (Εξίσωση 1), συμπεριλαμβανομένων των περιορισμών (2) και (3) σε 66 περιόδους 60 μηνιαίων παρατηρήσεων (Rolling Basis). Εξέλιξη Επενδυτικής Στρατηγικής Αμοιβαίου Κεφαλαίου (Style), σε βάθος χρόνου (2001-2011), μέσω της μεταβολής των συντελεστών bi ανά περίοδο.

Εξέλιξη τιμών R^2 “ Δήλος Μικτό Εσωτερικού”



Γράφημα 6 : Εξέλιξη τιμών R^2 κατά την εκτίμηση μοντέλου Sharpe (Εξίσωση 1), συμπεριλαμβανομένων των περιορισμών (2) και (3) σε 66 περιόδους 60 μηνιαίων παρατηρήσεων (Rolling Basis), σε βάθος χρόνου (2001-2011)

5.5 Κυριότερα Συμπεράσματα

Συνοψίζοντας όλη την παραπάνω ανάλυση σχετικά με το επενδυτικό προφίλ των υπό μελέτη Αμοιβαίων Κεφαλαίων, εφαρμόζοντας το μοντέλο του Sharpe:

$$R_i = [b_{i1}F_1 + b_{i2}F_2 + \dots + b_{in}F_n + e_i]$$

όπου :

$$0 < b_i < 1$$

$$\sum_{i=(1 \text{ to } n)} b_i = 1$$

καταλήγουμε στα παρακάτω συμπεράσματα:

α) Οι διαχειριστές των Α/Κ στο μεγαλύτερο ποσοστό λένε την αλήθεια για τις επενδυτικές στρατηγικές αυτών:

β) Τήρηση επενδυτικών ορίων

Όλα τα Αμοιβαία Κεφάλαια της ανάλυσης τηρούν τα επενδυτικά όρια που υποχρεούνται βάσει της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, κάτι που αναμενόταν γιατί διαφορετικά υπάρχουν κυρώσεις μέσω επιβολής προστίμου.

γ) Σύγκριση αποτελεσμάτων ανάλυσης και επενδυτικής πολιτικής Α/Κ

Σε αρκετά Αμοιβαία Κεφάλαια παρατηρήθηκαν αποκλίσεις του επενδυτικού προφίλ που προέκυψε από την ανάλυση σε σχέση με την επενδυτική πολιτική και τον Δείκτη Αναφοράς. Αυτό οφείλεται σε επενδυτικές επιλογές και επιμέρους επιλογές αξιογράφων του Διαχειριστή που δεν συνάδουν με την επενδυτική επιλογή του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Μια άλλη αιτιολογία θα μπορούσε να είναι η αλλαγή του Δείκτη Αναφοράς του Α/Κ, με απόφαση της Διοίκησης της εταιρίας, με σκοπό το πιο αποδοτικό επενδυτικό μίγμα. Αποτέλεσμα αυτού είναι οι συντελεστές των δεικτών που προκύπτουν από την πορεία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε βάθος χρόνου μέσα από την

εκτίμηση του μοντέλου να απέχουν από αυτό που αναμένεται από τις επενδύσεις που περιγράφονται στο Ενημερωτικό του Δελτίο.

Μετοχικά A/K

Ακολουθούν βασική επένδυση κατηγορίας: μετοχές , αποκλίσεις σε λίγα Αμοιβαία Κεφάλαια

ΟμολογιακάA/K

Ακολουθούν βασική επένδυση κατηγορίας : ομόλογα, αποκλίσεις σε αρκετά Αμοιβαία Κεφάλαια κυρίως στα Ομολογιακά A/K Εξωτερικού

Μικτά A/K :

Ακολουθούν βασική επένδυση κατηγορίας:μετοχές και ομόλογα, αποκλίσεις σε αρκετά Αμοιβαία Κεφάλαια από τους Δείκτες Αναφοράς

δ) Ερμηνία R^2

Στα **Μετοχικά και Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια** τα R^2 ήταν αρκετά ως πολύ **υψηλά**, που υποδεικνύει ότι το επιλεγμένο μοντέλο είχε τη δυνατότητα να ερμηνεύσει με αποτελεσματικό τρόπο τις επενδυτικές στρατηγικές των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Σε αντίθεση με αυτό, τα **Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια** παρουσίασαν **μεγάλη διακύμανση** στα R^2 , με αρκετά να είναι ιδιαίτερος **χαμηλά**, γεγονός που δείχνει ότι η επενδυτική στρατηγική των περισσότερων Ομολογιακών Αμοιβαίων Κεφαλαίων δεν μπορούσε πάντα να “ερμηνευτεί” από το μοντέλο, παρόλο που οι επιλεγμένοι δείκτες ήταν αντιπροσωπευτικοί και πολύ κοντά στους πραγματικούς Δείκτες Αναφοράς. Το “ανεξήγητο” κομμάτι της απόδοσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων οφείλεται στο “Selection”, όπου στη βιβλιογραφία ερμηνεύεται ως η επιμέρους επιλογή συγκεκριμένων αξιογράφων ή η εναλλαγή αυτών ή ο συνδυασμός και των 2.

ε) Rolling Style Analysis

Για μεγαλύτερη ανάλυση πάνω στο μοντέλο του Sharpe χρησιμοποιούμε το **Rolling Style Μοντέλο**, αξιοποιώντας τα αποτελέσματά του που περιγράφουν την εξέλιξη της επενδυτικής στρατηγικής των Αμοιβαίων Κεφαλαίων σε επιμέρους υποπεριόδους του χρονικού διαστήματος της μελέτης.

Δειγματοληπτικά μελετάμε τα αμοιβαία κεφάλαια με το μεγαλύτερο ενεργητικό στην κάθε κατηγορία και καταλήγουμε στο ότι τα **Μετοχικά και Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια** έχουν πιο **σταθερή επενδυτική στρατηγική**, ενώ τα **Ομολογιακά** έχουν **μεγαλύτερες διαφοροποιήσεις στην επενδυτική πολιτική σε βάθος χρόνου**. Βέβαια και στις 3 κατηγορίες υπάρχουν αναπροσαρμογές στα ποσοστά επένδυσης των επιμέρους κατηγοριών και η έκθεση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων σε αυτές μεταβάλλεται έστω και λίγο σε βάθος χρόνου.

στ) Χρησιμότητα Style Analysis

Το **Style Analysis** είναι ένα πολύ **χρήσιμο εργαλείο** για του διαχειριστές, τους επενδυτές και τους αναλυτές. Οι μεν πρώτοι έχουν τη δυνατότητα με τα αποτελέσματα της ανάλυσης αυτής να μελετούν τις αντιδράσεις της απόδοσης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου στις μεταβολές των επενδυτικών στρατηγικών. Σημαντικό εργαλείο ώστε σε συνδυασμό με τις εκάστωτε συνθήκες της αγοράς να επιλέγουν το πιο αποδοτικό μίγμα επενδύσεων, καθώς και να προβλέπουν τις πιο αποτελεσματικές επενδυτικές επιλογές, βάσει των ιστορικών αποδόσεων. Οι επενδυτές και οι αναλυτές από την άλλη έχουν τη δυνατότητα να ελέγχουν τις επενδυτικές επιλογές των διαχειριστών και κατά πόσο επενδύουν εκεί που περιγράφουν στους Κανονισμούς των Αμοιβαίων Κεφαλαίων που διαχειρίζονται.

Βιβλιογραφία

Agarwal, V., & Naik, N. Y. (2000). Generalised Style Analysis of Hedge Funds. *Journal of Asset Management* .

Atkinson, S. M., & Choi, Y. K. (1999). Investment Style of Portfolio Management : Excel Applications.

Ben Dor, A., & Jagannathan, R. (2002). Understanding Mutual Fund and Hedge Fund. *NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH* .

Grieves, R., & Sigleton, C. (2007). New Zealand Unit Trusts: Asset Allocation, Style Analysis and Return Attribution.

Hardy, S. Style Analysis: A Ten-Year Retrospective and Commentary. Στο *The Handbook of Equity Style Management*.

Karatepe, Y., & Gokgoz, F. (2006). Style Analysis of Turkish Equity Mutual Funds . *EuroJournals Publishing* .

Lobosco, A., & DiBartolomeo, D. (1997). Approximating the Confidence Intervals for Sharpe Style Weights. *Financial Analysts Journal* .

Lori, L., & Riepe, M. (1996). The Role of Returns - Based Style Analysis : Understanding, Implementing and Interpreting the Technique.

Otten, R., & Bams, D. (n.d.). Statistical Tests for Return-Based Style Analysis.

Sharpe, W. F. (1992). Asset Allocation: Management Style and Performance Measurement. *Journal of Portfolio Portfolio Management* .

Ιστοσελίδες

Ένωση Θεσμικών Επενδυτών <http://www.ethe.org.gr/>

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς <http://www.hcmc.gr/pages/index.asp>

Morningstar <http://www.morningstar.com/>

Solver-Excel <http://www.solver.com/index.html>

MathWorks <http://www.mathworks.com/>

Alpha Asset Management A.E.Δ.A.K. <http://www.alphamutual.gr/>

Eurobank EFG A.E.Δ.A.K. <http://www.eurobankam.gr/>

Εθνική Asset Management A.E.Δ.A.K. <http://www.nbgam.gr/scripts/gr/index.asp>

Amundi Asset Management <http://www.amundi.com/>

ING Investement Management <http://www.ingim.gr/ingim/>

ATE Αμοιβαία Α.Ε.Δ.Α.Κ. <http://www.ate-mfunds.gr/Company.asp>

HSBC Α.Ε.Δ.Α.Κ. <http://www.hsbc.gr/1/2/>

Alpha Trust Α.Ε.Δ.Α.Κ. <http://www.alphatrust.gr/>

T Funds Α.Ε.Δ.Α.Κ. <http://www.tfunds.gr/>

MARFIN Asset Management <http://www.marfinaedak.gr/>

Allianz http://www.allianz.com.gr/index.aspx?a_id=43

Βάση Δεδομένων

Bloomberg