

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ & ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΜΣ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ



Για βιβλιοδεξιά

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Κων/νου Παπαδόπουλου

ΘΕΜΑ:

ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ
(FUND OF FUNDS)

Μεθοδολογία κατασκευής τους και μελέτη της συμπεριφοράς
ελληνικών μετοχικών FoF στην απόδοση και στον κίνδυνο.



00152770

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	
ΑΡ. ΕΙΣ	52770
ΣΕΙΡΑ	34965
ΤΜΗΜ	332 645 ΠΑΠ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ	

ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2006

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1.	ΠΕΡΙΛΗΨΗ	4
2.	ΕΙΣΑΓΩΓΗ	4
3.	ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΤΩΝ FUND OF FUNDS.....	7
4.	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΕΠΙΛΟΓΕΣ.....	10
5.	ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	12
5.1	Τι είναι τα Αμοιβαία Κεφάλαια	12
5.2	Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια	13
5.3	Τι είναι τα Fund of Funds	15
5.4	Μετοχικά Fund of Funds.....	17
5.5	Πλεονεκτήματα FoFs'	17
5.6	Μειονεκτήματα	18
6.	ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ	20
6.1	Διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων	20
6.2	Διαχείριση FoF's.....	21
7.	ΔΙΑΣΠΟΡΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΣΤΑ FOF ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΑ	23
7.1	Τύποι στρατηγικών διαφοροποίησης και περιορισμών ετερογένειας του χαρτοφυλακίου.....	24
7.1.1	Αριθμός Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	24
7.1.2	Κριτήρια που υιοθετούνται	25
7.1.3	Περιορισμοί διαφοροποίησης	25
8.	ΤΟ ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	27
8.1	ΣΤΙΣ Η.Π.Α.	27
8.2	Το Νομικό Πλαίσιο των Funds-of-Funds στην Ελλάδα	27
8.2.1	Μεριδίουχοι Funds-of-Funds (Shareholders of Funds-of-Funds).....	28
8.2.2	Επενδυτικοί Σύμβουλοι.....	29
8.2.3	Η εταιρεία διαχείρισης (management company).....	29
8.2.4	Οι κύριοι ανάδοχοι (principal underwriters).....	29
8.2.5	Οι επίτροποι (custodians)	30

8.2.6	Οι πράκτορες συναλλαγών (<i>transfer agents</i>)	30
8.3	Προμήθειες και Ετήσια Έξοδά του	33
8.4	Φορολογικό Καθεστώς	35
9.	ΕΞΕΤΑΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ	36
9.1	<i>Simone Brands, David R. Gallagher, (2003): "Portfolio selection, diversification and fund-of-funds"</i>	36
9.2	<i>Richard Lai, (2005): "Why Funds of Funds?"</i>	37
9.3	Harry Markowitz, (1952): "Portfolio Selection"	38
9.4	<i>Edward S. O'Neal, "How many Mutual Funds constitute a diversified mutual funds portfolio?" Financial Analysts Journal, March 1997, p.p. 37-46.</i>	39
9.5	Brown S.J., Goetzmann W.N. and Liang B. (2004), "Fees on fees on funds of funds", Yale ICF working paper.	40
9.6	Γεωργίου Κ. Αϊβαλή (2004), "Funds of funds: Εμπειρική μελέτη προσομοίωσης", Πανεπιστήμιο Πειραιώς.	40
9.7	<i>Alessandro Carretta and Gianluca Mattarocci (November 2005), "Funds of Funds portfolio composition and its impact on performance: evidence from the Italian market", University of Rome "Tor Vergata"</i>	41
10.	ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΗΣ ΕΝΟΣ FUND OF FUND	43
10.1	Κατηγορία FoF	43
10.2	Επιλογή Διεθνών Οίκων	43
10.2.1	1 ^η Φάση: Επιλογή Υποψήφιων Οίκων	45
10.2.2	2 ^η Φάση: Τελική Επιλογή Οίκων για το FoF	46
10.3	Παρακολούθηση και αναδιάρθρωση του FoF χαρτοφυλακίου	49
10.4	Εναλλακτικές Στρατηγικές / Στυλ Επιλογής Α/Κ για τα FoF's	51
11.	ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΒΕΛΤΙΣΤΟΥ ΑΡΙΘΜΟΥ Α/Κ ΣΕ ΕΝΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ FoF	54
11.1	Correlation και Tracking Error	55
11.2	Ο βέλτιστος αριθμός Α/Κ από την άποψη του κινδύνου.	58
11.3	Ο βέλτιστος αριθμός Α/Κ από την άποψη της απόδοσης	59
12.	ΕΞΕΤΑΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ FUND OF FUNDS ΠΟΥ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΠΟΥΝΤΑΙ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	60
12.1	Αποδόσεις των FoFs	61

12.2	Κίνδυνος.....	65
12.2.1	<i>Standard Deviation</i>	66
12.2.2	Δείκτης αποτελεσματικότητας κατά Sharpe (<i>Sharpe Ratio 1966</i>).....	70
13.	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	74
14.	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	76

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

1. ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός της μελέτης αυτής είναι να παρουσιάσει την μεθοδολογία κατασκευής των Funds of Funds, την μετέπειτα διαχείρισή τους καθώς και τους παράγοντες που επηρεάζουν τις αποδόσεις τους λαμβάνοντας υπόψη τους διαφορετικούς κινδύνους που εμπεριέχουν.

Στο πρώτο μέρος γίνεται μία αναφορά στο τι είναι Αμοιβαία Κεφάλαια και σε ποιες κατηγορίες ανήκουν. Στη συνέχεια γίνεται περιγραφή στο τι είναι Funds of Funds και ποια η ιστορική τους διαδρομή καθώς και τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα όσον αφορά την διαχείρισή τους.

Στο δεύτερο μέρος παρουσιάζονται μία από τις βασικές μεθοδολογίες που χρησιμοποιούνται στις Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Κ.) για την κατασκευή ενός FoF, λαμβάνοντας υπόψη ποιοτικά και ποσοτικά κριτήρια, καθώς και τους παράγοντες που επηρεάζουν την μετέπειτα αναδιάρθρωση του χαρτοφυλακίου ενός FoF.

Στο τρίτο μέρος γίνεται προσδιορισμός των διαφορετικών κινδύνων που συμπεριλαμβάνονται στα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια και ακολούθως στα FoF.

Τέλος έχοντας λάβει υπόψη τους διαφορετικούς κινδύνους που εσωκλείονται στα επιμέρους αμοιβαία κεφάλαια και την μεθοδολογία επιλογής μεταξύ αυτών κάνουμε σύγκριση μεταξύ των ελληνικών μετοχικών Funds of Funds.

2. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ένας από τους συνηθισμένους διαλόγους που γίνεται αυτήν την εποχή στη ελληνική αγορά μεταξύ μικροεπενδυτών είναι ο εξής:

Επενδυτής Α: Σκέφτομαι να επενδύσω σε ομόλογα!

Επενδυτής Β: Μπα έχουν μικρές αποδόσεις σε σχέση με τον πληθωρισμό.

Επενδυτής Α: Μήπως να επενδύσω σε μετοχές;

Επενδυτής Β: Που χρόνος να τις παρακολουθείς.

Επενδυτής Α: Θα επενδύσω σε αμοιβαία κεφάλαια!

Επενδυτής Β: Ωραία τα αμοιβαία, αλλά θα πρέπει να επενδύσεις σε παραπάνω από ένα για να έχεις μια καλή διασπορά κινδύνου.

Επενδυτής Α: Τι θα μπορούσα άραγε να κάνω;

Επενδυτής Β: Να επενδύσεις σε fund of funds! Είναι η τελευταία μόδα στις επενδύσεις αυτή την εποχή.

Ελληνική αγορά

Τα funds of funds μπαίνουν γερά στο παιχνίδι του κέρδους

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Προς τα funds of funds στρέφονται οι επενδυτές

Η ΑΝΟΜΟΣ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΤΑ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΔΥΟ ΧΡΟΝΙΑ ΟΜΗΤΙΣΤΕ ΤΟΥΣ ΕΠΙΧΑΝΤΕΣ ΣΕ ΑΣΤΕΙΣ ΚΑΜΗΛΟΥ ΡΙΣΚΟΥ

Fund of Funds: Η νέα επενδυτική μόδα στον χώρο των αμοιβαίων κεφαλαίων

Εικόνα 2.1: Αποκόμματα ελληνικών εφημερίδων

Από μία τέτοια κουβέντα βρήκε την ευκαιρία ο συγγραφέας να αναλύσει μέσω αυτής της μελέτης τι είναι τα fund of funds και πιο ιδιαίτερα τα μετοχικά funds of funds.

Τι είναι τα Fund of Funds;

Με απλά λόγια και συνοπτικά συνοπτικά τα fund of funds σου προσφέρουν πολλαπλή διαχείριση, γεωγραφική διασπορά, άμεση ρευστοποίηση και απόδοση ανάλογη του ρίσκου που αναλαμβάνεις.

Στις γειτονιές των μικροεπενδυτών όπου συχνάζει και ο συγγραφέας ψάχναμε καιρό για κάποιον, κάτι που θα μας προσφέρει όλα τα παραπάνω. Το παιχνίδι όμως δεν είναι μόνο για μικρούς είναι και για μεγάλους. Κοινός στόχος όλων το κυνήγι του θησαυρού με όσο το δυνατόν λιγότερους πειρατές. Ποια είναι η καλύτερη διαδρομή για τον κρυμμένο θησαυρό; Η μελέτη αυτή έρχεται να μας δώσει την απάντηση στο

ερώτημα αυτό δείχνοντάς μας την μεθοδολογία που ακολουθείται από μία ΑΕΔΑΚ για να κατασκευάσεις ένα FoF. Στην συνέχεια κάνοντας μία ανάλυση προσομοίωσης σε ένα μετοχικό FoF εξετάζεται η σχέση απόδοσης/κινδύνου που αυτό εμπεριέχει καθώς και οι παράγοντες που την επηρεάζουν.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

3. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΤΩΝ FUND OF FUNDS

Τα Funds of Funds, μια καινή ιδέα επένδυσης στα τέλη της δεκαετίας του '60, βρήκαν νέα ζωή στη δεκαετία του '90 πρωτίστως στις Ηνωμένες Πολιτείες. Στην Ευρώπη αποτέλεσαν ενεργό επενδυτικό εργαλείο στην νέα χλιετία έχοντας συνεχή ανάπτυξη μέχρι και σήμερα το 2006. Στην Ευρωπαϊκή Ένωση βρίσκονται σε λειτουργία περίπου 1.000 Funds of Funds με συνολικό ενεργητικό πάνω από €130 δις και με ετήσιο ρυθμό αύξησης περίπου 10%.

Ο πίνακας 3.1 μας δείχνει τα δέκα μεγαλύτερα Funds-of-Funds στον κόσμο, τις εταιρείες που τα διαχειρίζονται (General Partners), τους Limited Partners, την ηλικία τους καθώς και το ενεργητικό τους.

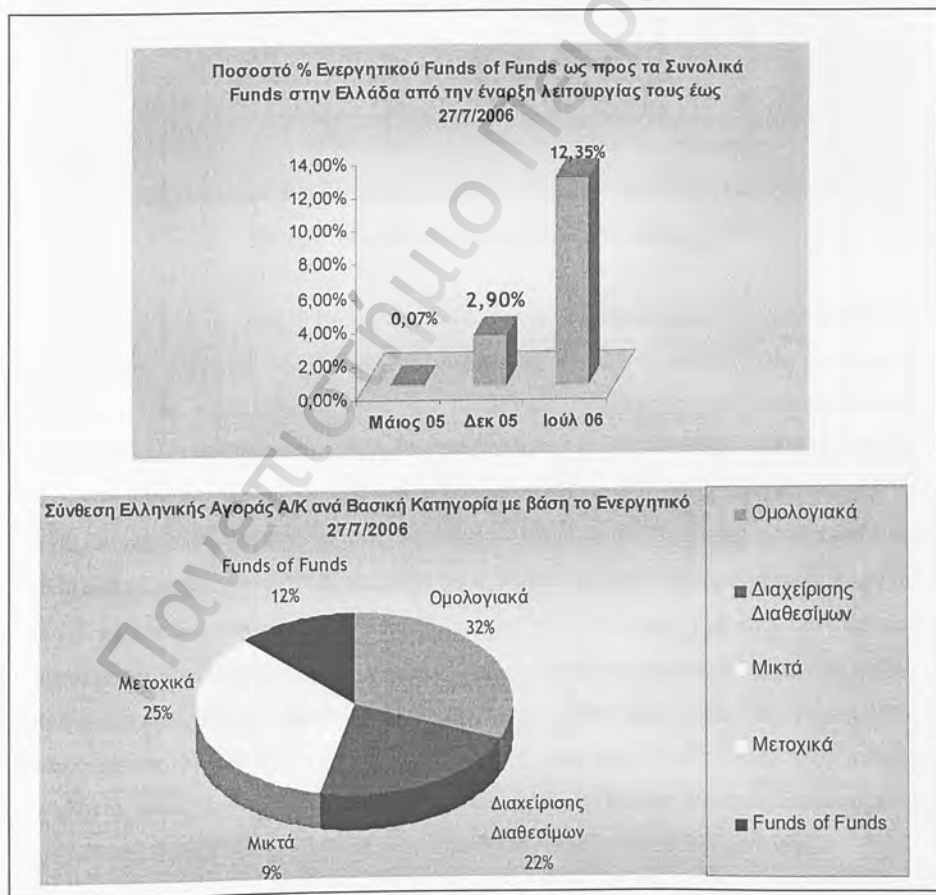
Μερικά από τα μεγαλύτερα FoFs του κόσμου						(Ιούλιος 2006)
A/A	General Partner	Fund	Nation	State	Vintage	Size (SMil.)
1	Capital Z Investments Partners	Capital Z Investment, L.P.	US	NY	1998	1.500
2	Swiss Life Private Equity Partners Ltd	Swiss Life Private Holding	SZ		1997	1.500
3	Swiss Life Private Equity Partners Ltd (πλέον ανήκει στην Alpha Associates)	SE Holding (Excellence in Eastern Emerging Equity)	SZ		1998	1.500
4	Thomas Weisel Partners LLC	Thomas Weisel Global Growth Partners	US	CA	2000	1.300
5	Lexington Capital Partners	Lexington Capital Partners II	US	MA	1999	330
6	Great Hill Equity Partners LLC	Great Hill II	US	MA	2000	330
7	Auda Securities GmbH (Main Office)	Auda Capital II L.P.	US	NY	1998	312
8	Goldman, Sachs & Co.	Goldman Sachs Private Equity Partners II L.P.	US	NY	1998	250
9	GTCR Golder Rauner LLC	Golder Thoma Cressey Rauner II	US	IL	1984	235
10	Leonard Green and Partners	Green Equity Investors III	US	CA	1999	215,7

Πίνακας 3.1: Τα 10 μεγαλύτερα FoF του κόσμου

Στην Ελλάδα θεσμοθετήθηκαν το 2004 (Νόμος 3283/2004) και ξεκίνησαν να δραστηριοποιούνται μέσα στο 2005. Σήμερα (07/06) διαθέτονται 14 Αμοιβαία Κεφάλαια (FoF) από 6 εταιρείες και το συνολικό ενεργητικό τους ξεπερνάει τα 2.200 εκ. Ευρώ.

Μέσα σε έναν μόλις χρόνο βλέπουμε (Γράφημα 3.2) ότι τα funds of funds απέκτησαν ισχυρή δύναμη στην ελληνική αγορά. Από μόλις 0,07 % που κατείχαν τον Μάιο του 2005 ως προς στα συνολικά Funds, σήμερα ένα χρόνο μετά, κατέχουν το 12,35% έχοντας πλέον πείσει ως θεσμός, την μεγαλύτερη μερίδα των επενδυτών που προτιμούν Αμοιβαία Κεφάλαια.

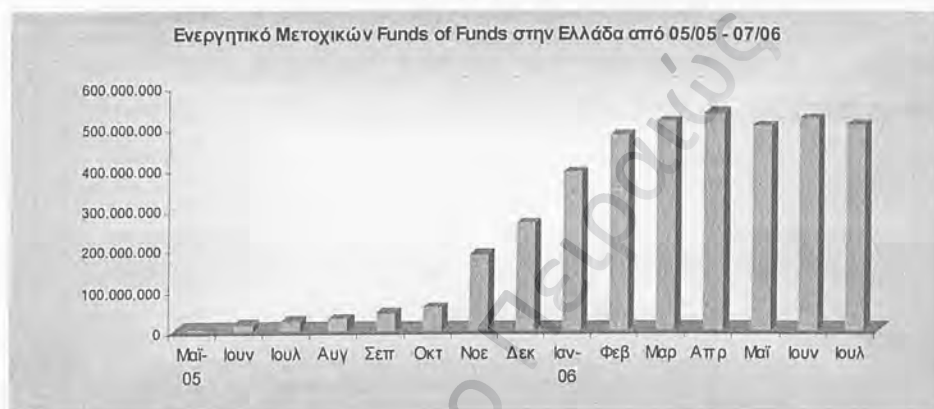
Γράφημα 3.2



Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών (www.agii.gr)

Στο παρακάτω γράφημα 3.3 μπορούμε να διακρίνουμε την μεγάλη αύξηση των κεφαλαίων σε Fund of Funds σε μηνιαία βάση από τον Νοέμβριο του 2005 μέχρι τον Ιούλιο του 2006. Αυτή η απότομη αύξηση βέβαια δεν αποτελεί αποτέλεσμα της ξαφνικής αλλαγής των προτιμήσεων και της επενδυτικής κουλτούρας των Ελλήνων επενδυτών αλλά οφείλεται κυρίως στα “ράλι” που έτρεξαν οι ελληνικές τράπεζες για την προώθηση των FoF’s στην ελληνική αγορά.

Γράφημα 3.3



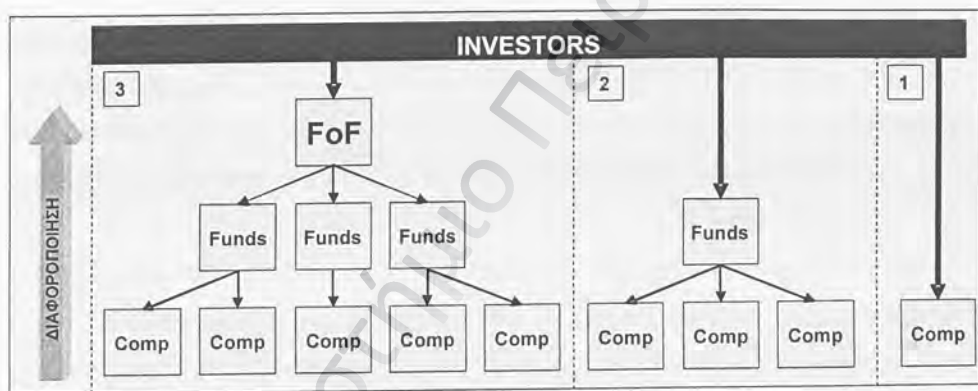
Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών (www.agii.gr)

Ο θεσμός των Fund of Funds έχει γίνει πλέον γνωστός στους Έλληνες επενδυτές. Οι μεγάλες τράπεζες καταβάλουν προσπάθειες στο να περάσουν μία επενδυτική παιδεία στους πελάτες τους ώστε να γνωρίζουν τι είναι και πως λειτουργούν τα προϊόντα που τοποθετούν τα χρήματά τους. Αυτό που είναι σίγουρο είναι ότι για να κατανοήσουν οι επενδυτές πως λειτουργούν τα Fund of Funds πρέπει πρώτα να κατανοήσουν πως λειτουργούν τα Αμοιβαία Κεφάλαια. Οι τράπεζες προσπαθούν να μετακινήσουν τους επενδυτές από την φιλοσοφία των προθεσμιακών καταθέσεων σε πιο σύγχρονα και ευέλικτα επενδυτικά προϊόντα που να μπορούν να τους προσφέρουν υψηλότερες του πληθωρισμού αποδόσεις, έχοντας βέβαια αναγνωρίσει και τον βαθμό κινδύνου που αυτοί αναλαμβάνουν. Από την άλλη όμως και το κέρδος που αποκομίζουν οι τράπεζες από την συμμετοχή των επενδυτών σε τέτοιου είδους προϊόντα όπως τα FoFs είναι αρκετά μεγαλύτερο από ότι εκείνο στις προθεσμιακές καταθέσεις (λαμβάνοντας υπόψη τις προμήθειες διαχείρισης, εξαγορών κλπ).

4. ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΕΠΙΛΟΓΕΣ

Έστω ότι υπάρχει ένας επενδυτής που αρέσκεται να τοποθετείται κυρίως σε χρηματιστηριακούς τίτλους. Οι επιλογές που μπορεί να ακολουθήσει έχουν ως εξής (Εικόνα 4.1):

- 1) Τοποθέτηση απευθείας σε χρηματιστηριακούς τίτλους.
- 2) Τοποθέτηση σε χρηματιστηριακούς τίτλους μέσω μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων.
- 3) Τοποθέτηση σε μετοχικά Fund of Funds που τοποθετούνται σε μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια που εν συνεχεία τοποθετούνται σε χρηματιστηριακούς τίτλους.



Εικόνα 4.1: Επενδυτικές Επιλογές σε Μετοχικούς Τίτλους

1) Η πρώτη επενδυτική στρατηγική είναι να επιλέγει ο ίδιος τις μετοχές που θα απαρτίζουν το χαρτοφυλάκιό του. Είναι κοινώς γνωστό ότι να με το να επενδύεις κατευθείαν σε μετοχές προσδοκείς μεν υψηλότερες αποδόσεις αλλά ο κίνδυνος που αναλαμβάνεις είναι πολύ υψηλός. Για να ακολουθήσεις μία τέτοια στρατηγική απαιτείται πολύ χρόνος και συνεχή ενημέρωση χωρίς αυτό να σημαίνει πάντα ότι θα υπάρχουν θετικά αποτελέσματα. Αν καταφέρεις να πετύχεις μια καλή διασπορά κινδύνου συνδυάζοντας πολλά περιουσιακά στοιχεία σε ένα χαρτοφυλάκιο (Harry Markowitz, 1952), μειώνεται ο συνολικός κίνδυνος σε σχέση με την επένδυση όλων των κεφαλαίων σε ένα περιουσιακό στοιχείο.

2) Η δεύτερη στρατηγική που μπορεί να ακολουθήσει αυτός ο επενδυτής είναι να τοποθετηθεί σε ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο που τοποθετείται σε χρηματιστηριακούς τίτλους. Σε αυτήν την περίπτωση δίνεται η επιλογή του επενδυτή να επιλέξει μεταξύ διαφόρων κατηγοριών Αμοιβαίων Κεφαλαίων όπως εξωτερικού ή εσωτερικού καθώς και άλλων κριτηρίων ανάλογα με τις προτιμήσεις του (Ανάλυση σε επόμενο κεφάλαιο). Η ευθύνη πλέον της παρακολούθησης και της διαχείρισης των κεφαλαίων περνάει σε “επαγγελματικά χέρια” προσφέροντας ένα υψηλότερο επίπεδο διαφοροποίησης. Τα αμοιβαία κεφάλαια είναι σύνθετα επενδυτικά εργαλεία που χαρακτηρίζονται από την πλήρη, ή μερική, ανεξαρτησία του διαχειριστή των επενδυμένων κεφαλαίων από τον ίδιο τον επενδυτή. Μερικά εργαλεία ή προϊόντα αναπτύσσονται για να μειώσουν το βαθύ χάσμα πληροφοριών μεταξύ των διαχειριστών και των επενδυτών, είναι όμως αδύνατο να ειπωθεί ότι οι επενδυτές γνωρίζουν τα πάντα για ένα συγκεκριμένο Αμοιβαίο Κεφάλαιο και ότι μπορούν να επιλέξουν εκείνα τα Αμοιβαία που θεωρούνται ως πιο κατάλληλα για την επίτευξη των στόχων τους. Η έλλειψη διαφάνειας που χαρακτηρίζουν τις επενδύσεις Α/Κ, και οι δυσκολίες σχετικές με την επιλογή μεταξύ αυτών, είναι μερικές από τις βασικές αιτίες που δικαιολογούν την ύπαρξη τέτοιου τύπου προϊόντων όπως τα FoF.

3) Η τρίτη επιλογή είναι να επιλέξεις την τοποθέτηση των κεφαλαίων σε Fund of Funds. Σε αυτή την περίπτωση κορυφώνεται η διαφοροποίηση των κεφαλαίων του επενδυτή καθώς αυξάνεται ο αριθμός των διαχειριστών και των αγορών που τοποθετείται το ενεργητικό του FoF.

- Μια επένδυση σε ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο “σώζει” τον επενδυτή από το πρόβλημα της παρακολούθησης των μετοχών από ένα μεγάλο αριθμό εταιριών.
- Η επένδυση σε ένα Fund of Funds προσφέρει τη μεγαλύτερη διαφοροποίηση στον ενδιαφερόμενο επενδυτή και των “σώζει” από την παρακολούθηση όλων των εξελίξεων στις διεθνείς αγορές καθώς και την παρακολούθηση των μετοχών εταιριών που τα επιμέρους Αμοιβαία του FoF συμπεριλαμβάνουν δεδομένου ότι ο διαχειριστής του ενεργητικού του FoF το κάνει για αυτόν.

5. ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

5.1 Τι είναι τα Αμοιβαία Κεφάλαια

Ας δούμε τα πράγματα από την αρχή. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια είναι μια μορφή εταιρίας επενδύσεων όπου βασικός της σκοπός είναι η συγκέντρωση κεφαλαίων και η τοποθέτησή τους σε χρηματιστηριακούς και άλλους τίτλους. Η διαχείριση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων γίνεται από τις Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ). Σκοπός της ύπαρξής τους είναι να επιτύχουν καλύτερη διασπορά των κεφαλαίων προσφέροντας άμεση ανταπόκριση στις αλλαγές των αγορών, μέσω της ενεργής διαχείρισης και της ελαχιστοποίησης του επενδυτικού κινδύνου. Ανάλογα με την κατηγορία που ανήκει το κάθε Αμοιβαίο μπορεί να επενδύει σε ομόλογα, μετοχές, βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα (όπως έντοκα γραμμάτια ελληνικού δημοσίου), κ.α. Περιληπτικά τα Αμοιβαία Κεφάλαια διακρίνονται στις εξής βασικές κατηγορίες:

Α/Κ Χρηματαγοράς

Τα money market funds επενδύουν κυρίως σε βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα τα οποία πωλούνται στην χρηματαγορά, όπως προθεσμιακές καταθέσεις, repos, κλπ. Μπορούν να επενδύουν σε μετοχές σε ποσοστό έως 10%.

Α/Κ Ομολογιών

Τα bond funds επενδύουν σε ομόλογα για μακροπρόθεσμα δάνεια τα οποία έχουν εκδοθεί από το κράτος, μεγάλες ιδιωτικές εταιρίες ή δημόσιες εταιρίες. Τουλάχιστον το 65% του ενεργητικού τους πρέπει να επενδύει σε τίτλους σταθερού εισοδήματος και έως 10% σε μετοχές.

A/K Μικτού Τύπου

Τα balanced funds επενδύουν και σε μετοχές (κοινές ή προνομιακές) και σε ομόλογα. Ο διαχειριστής έχει την δυνατότητα να επιλέξει σε ποια από τις δύο κατηγορίες θα τοποθετηθεί περισσότερο αλλά δεν θα πρέπει να υπερβαίνει το 65%.

A/K Κοινών Μετοχών

Τα stock funds επενδύουν κυρίως σε μετοχές και διαφοροποιούνται ως προς τον βαθμό κινδύνου τον οποίο αναλαμβάνουν. Το χαρτοφυλάκιο τους πρέπει να αποτελείται τουλάχιστον από 65% σε μετοχές.

A/K Διεθνή

Αυτά υπάγονται σε όλες τις παραπάνω κατηγορίες A/K (χρηματαγοράς, ομολογίων, μικτά και μετοχικά) με την μόνη διαφορά ότι επενδύουν σε ξένες χώρες.

Υπάρχουν και άλλες κατηγορίες A/K, πέρα από τις παραπάνω που θεωρούνται βασικές, όπως πολύτιμων μετάλλων, έργων τέχνης, κτηματικών ομολογίων, κλπ.

Για τον σκοπό της μελέτης (μετοχικά Fund of Funds) θα κάνουμε ιδιαίτερη αναφορά μόνο στα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια.

5.2 Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια

Κάθε Αμοιβαίο Κεφάλαιο είναι ένα επενδυτικό προϊόν του οποίου τα αξιόγραφα είναι συνάρτηση του είδους του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και της επικινδυνότητας που πρέπει να έχει. Η επένδυση σε μετοχικούς τίτλους περιλαμβάνει υψηλούς κινδύνους στο βαθμό που δεν υπάρχει ούτε εγγύηση αλλά ούτε και ασφάλεια για το επίπεδο της απόδοσης του συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου. Αυτό που όμως μπορούν να προσφέρουν τα μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια είναι ευκαιρίες υπέρ-αποδόσεων που να υπερέχουν κατά πολύ από άλλα συντηρητικά Αμοιβαία Κεφάλαια, κάτι που ελκύει πολύ μεγάλη μερίδα των επενδυτών. Τα τελευταία χρόνια, στον ελληνικό χώρο, έχει

παρατηρηθεί μία στροφή των επενδυτών στα μετοχικά Α/Κ λόγω της επιθυμίας τους να αποκομίσουν αποδόσεις με λιγότερο ρίσκο σε σχέση με την τοποθέτηση τους σε συγκεκριμένους μετοχικούς τίτλους καθώς και στην αποκόμιση καλύτερων αποδόσεων από τα υπάρχων αποταμιευτικά προϊόντα σταθερού επιτοκίου. Τα μετοχικά Α/Κ διακρίνονται σε:

Aggressive Growth Funds

Είναι τα γνωστά ως Επιθετικά Υπεραξίας και θεωρείται ως η πλέον ελκυστική κατηγορία Α/Κ που έχει ως στόχο την επίτευξη μέγιστης υπεραξίας αναλαμβάνοντας ταυτόχρονα υψηλούς επενδυτικούς κινδύνους. Στα επιθετικά Υπεραξίας χρησιμοποιούνται κερδοσκοπικές τακτικές όπως μόχλευση ή short selling.

Growth Funds

Τα Υπεραξίας Α/Κ απευθύνονται σε επενδυτές με μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα. Ενέχουν και αυτά υψηλό βαθμό κινδύνου αλλά σε αντίθεση με τα επιθετικά υπεραξίας επενδύουν σε εταιρείες που έχουν καλό όνομα στην αγορά, καλό παρελθόν και υψηλές κερδοφορίες.

Income Funds

Τα Εισοδήματος Α/Κ επενδύουν σε μετοχές που προσφέρουν το μεγαλύτερο μέρος της κερδοφορίας τους με την μορφή μερισμάτων.

Growth and Income Funds

Στα Υπεραξίας και Εισοδήματος Α/Κ υπάρχει ένας συνδυασμός των δύο παραπάνω κατηγοριών. Επενδύουν σε εταιρείες που ακολουθούν μία σταθερή μερισματική πολιτική αλλά ταυτόχρονα που προσφέρουν και κεφαλαιακά κέρδη.

Sector Funds

Τα κλαδικά Α/Κ επενδύουν σε μετοχές εταιρειών που ανήκουν σε συγκεκριμένους κλάδους όπως ενέργειας, τεχνολογίας, υγείας, κλπ.

Index Funds

Τα δεικτοποιημένα Α/Κ είναι τα λεγόμενα παθητικής διαχείρισης Α/Κ τα οποία είναι συνδεδεμένα με ένα δείκτη όπως για παράδειγμα με τον S&P 500. Μεταβολή του χαρτοφυλακίου ενός Index Fund προκύπτει ταυτόχρονα με τις αλλαγές στον S&P 500.

Αφού περιγράψαμε περιληπτικά τις κατηγορίες των μετοχικών Α/Κ στη συνέχεια ακολουθεί η περιγραφή των Fund of Funds δίνοντας έμφαση στα μετοχικά FoF.

5.3 Τι είναι τα Fund of Funds

Τα Funds of Funds είναι χαρτοφυλάκια Αμοιβαίων Κεφαλαίων που επενδύουν σε άλλα Αμοιβαία Κεφάλαια. Τα FoFs, με την μορφή ενός ενιαίου οχήματος επένδυσης, παρέχουν στους επενδυτές την ευκαιρία να συμμετέχουν σε μια ακολουθία επενδυτικών προϊόντων που προσφέρονται ακόμα και από ανταγωνιστικές επενδυτικές εταιρείες. Όπως και στην περίπτωση των κλασσικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων τα Funds of Funds μπορούν να επενδύσουν σε διάφορες επενδυτικές κατηγορίες και σε διαφορετικές γεωγραφικές περιοχές, σύμφωνα πάντα με τον χαρακτήρα του επενδυτή.

Τα Funds of Funds που υπάρχουν στο εξωτερικό κατέχουν σημαντική θέση στις επιλογές των επενδυτών και αποτελούν διέξοδο όχι μόνο για τα μεγάλα, αλλά και για τα μεσαία ή τα μικρά χαρτοφυλάκια, καθώς επιτρέπουν και στους λιγότερο «διαβασμένους» επενδυτές να καθορίσουν το ύψος του κινδύνου στον οποίο επιθυμούν να εκτεθούν με ελεγχόμενο κόστος. Για παράδειγμα, ένα μεικτό Fund of

Funds θεωρείται μετρίου επενδυτικού κινδύνου και απευθύνεται σε επενδυτές που επιθυμούν ευρεία διασποράς και ποικιλία επενδυτικών στόχων, ενώ επιδιώκουν να επωφεληθούν από την ενεργητική διαχείριση. Ένα μετοχικό είναι υψηλού επενδυτικού κινδύνου και απευθύνεται σε επενδυτές που επιθυμούν προοπτική υψηλών αποδόσεων, συμμετέχοντας σε πιο ριψοκίνδυνα αμοιβαία.

Οι κατηγορίες που διακρίνονται τα Fund of Funds μοιάζουν με αυτές των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με την μόνη διαφορά ότι δεν υπάρχουν FoF που να συνδέονται στενά με δείκτες όπως τα Index Funds. Οι κατηγορίες των FoF είναι οι εξής:

Ομολογιακά FoF

Αυτά επενδύουν κυρίως σε μερίδια Ομολογιακών Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Μπορούν να επενδύουν και σε μερίδια Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων αλλά η τοποθέτησή τους δεν μπορεί να ξεπερνάει το 10% του καθαρού ενεργητικού του FoF.

Μετοχικά FoF

Επενδύουν κυρίως σε μερίδια Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Γίνεται μεγαλύτερη αναφορά σε επόμενη παράγραφο.

Μικτά FoF

Επενδύουν σε μερίδια Ομολογιακών Αμοιβαίων Κεφαλαίων και Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Το κατ' ελάχιστο του καθαρού ενεργητικού τους σε ομολογιακά Α/Κ είναι 10% και αντίστοιχα 10% για τα μετοχικά Α/Κ. Το μέγιστο ποσοστό τοποθέτησης σε μερίδια Αμοιβαίων Κεφαλαίων κάθε κατηγορίας δεν μπορεί να υπερβαίνει το 65% του καθαρού ενεργητικού τους.

5.4 Μετοχικά Fund of Funds

Προηγουμένως αναφερθήκαμε στα μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια που επενδύουν σε μετοχικούς τίτλους. Εδώ αναφερόμαστε στα μετοχικά Funds of Funds που επενδύουν σε έναν αριθμό διαφορετικών μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Όπως και σε κάθε επενδυτικό σχέδιο, σκοπός των μετοχικών χαρτοφυλακίων Fund of Funds είναι να φροντίζουν για την κατάλληλη κατανομή και αναδιάρθρωση των κεφαλαίων σε καθημερινή βάση, τη γεωγραφική διασπορά, την ποιότητα και αξιοπιστία των επιμέρους αμοιβαίων κεφαλαίων που τα αποτελούν και να διασφαλίζουν την καλύτερη δυνατή σχέση απόδοσης/ κινδύνου, αξιοποιώντας ανά πάσα στιγμή τις ευκαιρίες που προσφέρουν οι διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές. Οι επενδυτές που προτιμούν τα μετοχικά FoFs προσβλέπουν σε υψηλές αποδόσεις αλλά είναι και διατεθειμένοι να αναλάβουν και τον αντίστοιχο επενδυτικό κίνδυνο. Βέβαια εξαρτάται και από τις κατηγορίες μετοχικών Α/Κ που υπάρχουν στο καλάθι του FoF. Αν ο διαχειριστής του FoF έχει τοποθετηθεί μόνο σε Επιθετικά Υπεραξίας Α/Κ σίγουρα ο κίνδυνος για τους επενδυτές είναι ιδιαίτερα μεγάλος αλλά και οι προσδοκίες για υψηλές αποδόσεις ιδιαίτερα αυξημένες.

5.5 Πλεονεκτήματα FoFs'

Ανατρέχοντας στον διάλογο που έλαβε μέρος στην αρχή της μελέτης μεταξύ των δύο μικροεπενδυτών, (σελίδα 3) ο επενδυτής Β παρότρυνε τον επενδυτή Α να προτιμήσει τα Funds of Funds σε σχέση με τα απλά Αμοιβαία Κεφάλαια. Ας δούμε τώρα ποια είναι τα πλεονεκτήματα με τα οποία θα μπορούσε κανείς να στηρίξει αυτήν την επιλογή.

Πολλαπλή Επαγγελματική Διαχείριση

Στα FoF υπάρχουν δύο επίπεδα επαγγελματικής διαχείρισης. Το πρώτο επίπεδο είναι αυτό των διαχειριστών του κάθε Α/Κ που απαρτίζουν το καλάθι του FoF και το δεύτερο του διαχειριστή του FoF (Γίνεται εκτενής αναφορά σε παρακάτω κεφάλαιο).

Μεγαλύτερη Διασπορά Κινδύνου

Σε συνδυασμό και με την πολλαπλή επαγγελματική διαχείριση μειώνεται περισσότερο ο κίνδυνος επένδυσης καθώς η διασπορά δεν περιορίζεται μόνο σε μετοχές και ομόλογα και άλλες αξίες συγκεκριμένων αγορών αλλά διευρύνεται σε επίπεδο Α/Κ με συμμετοχή περισσότερων αγορών και με διαφορετικά στυλ διαχειριστών. Ένας απλός επενδυτής δεν είναι πάντα σε θέση να διακρίνει ποιες μετοχές πρέπει να επιλέξει για το χαρτοφυλάκιό του (stock selection) ή να έχει και τον σωστό συγχρονισμό (market timing) τοποθέτησης στην αγορά, ενώ από την άλλη ένας πεπειραμένος διαχειριστής κεφαλαίων είναι προφανώς σε καλύτερη θέση από τον απλό επενδυτή.

Δύναμη Ενεργητικού

Το ενεργητικό ενός FoF συγκεντρώνει μεγάλο αριθμό κεφαλαίων και αποτελεί ισχυρή δύναμη τόσο στην επιρροή των αποδόσεων των Α/Κ που έχει στο καλάθι του όσο και γενικότερα στις αγορές που τοποθετείται. Με την συμμετοχή σε FoFs παρέχεται επίσης η δυνατότητα στους επενδυτές να επενδύουν σε κορυφαία (top-tier) Αμοιβαία Κεφάλαια που είναι συχνά απρόσιτο για τους μικρούς ή νέους επενδυτές.

Σημειωτέων, ότι τα Funds of Funds απολαμβάνουν όλα τα βασικά πλεονεκτήματα που έχουν τα αμοιβαία κεφάλαια όπως σε θέματα ρευστότητας, φορολογίας και διαφάνειας κα, καθώς και αυτά είναι Αμοιβαία Κεφάλαια που αντί να επενδύουν απευθείας σε αξιόγραφα και χρηματιστηριακούς τίτλους, επενδύουν μέσω των μεριδίων άλλων Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Εκεί που υπερέχουν κυρίως σε σχέση με τα απλά Α/Κ είναι σε θέματα όπως επαγγελματικής διαχείρισης και διασποράς κινδύνου.

5.6 Μειονεκτήματα

Ένα μειονέκτημα που μπορεί να καταλογιστεί στα funds of funds είναι ότι τα έξοδα διαχείρισης είναι υψηλότερα από τα Αμοιβαία Κεφάλαια καθώς οι αμοιβές

διαχείρισης πρέπει να καταβληθούν δύο φορές. Στην τελική τιμή ενός μεριδίου FoF που παρακολουθεί ο επενδυτής έχουν αφαιρεθεί τα έξοδα των διαχειριστών των Α/Κ που απαρτίζουν το FoF καθώς και τα έξοδα διαχείρισης του FoF manager. Συνεπώς, όσο μεγαλύτερα τα έξοδα διαχείρισης τόσο μικρότερες οι αποδόσεις που απολαμβάνουν οι επενδυτές. Σχετικά με τα έξοδα διαχείρισης των FoFs έχει γίνει μεγάλος θόρυβος με το πόσο αυτά επιβαρύνουν των επενδυτή και το κατά πόσο αντισταθμίζουν την διασπορά κινδύνου που τα FoFs προσφέρουν. Στο συγκεκριμένο θέμα υπάρχει μεγάλη διάσταση απόψεων, από την άλλη όμως θα μπορούσε να πει κανείς ότι για να υπάρχει τόσο μεγάλη ζήτηση στο εξωτερικό στα FoF (στην Ελλάδα επειδή μόλις έχουν κλείσει χρόνο δεν μπορεί κανείς εύκολα να συγκρίνει) σημαίνει ότι τα οφέλη που αποκομούν από την τοποθέτηση σε FoFs ξεπερνούν κατά πολύ τα έξοδα που τα επιβαρύνουν. Βέβαια υπάρχουν και μερικά funds of funds που καταφέρνουν να λύσουν το πρόβλημα της διπλής αμοιβής των διαχειριστών με το να επενδύουν σε Αμοιβαία Κεφάλαια που ανήκουν στην ίδια οικογένεια (π.χ. που ανήκουν στην ίδια Α.Ε.Δ.Α.Κ.) .

Στην συνέχεια ακολουθεί μία αναλυτικότερη περιγραφή των δύο βασικών πλεονεκτημάτων που υπερέχουν τα FoFs', αυτά της επαγγελματικής διαχείρισης και της διασποράς κινδύνου, σε σχέση με τα απλά αμοιβαία κεφάλαια.

6. ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ

Η γρήγορη ανάπτυξη που σημειώθηκε τα τελευταία έτη μπορεί να εξηγηθεί αν λάβει κανείς υπόψη την υψηλή καινοτομία στον χώρο της οικονομίας που χαρακτηρίζει τις ευρωπαϊκές αγορές. Με την δημιουργία συνεχώς νέων επενδυτικών προϊόντων προσπαθούν να δημιουργήσουν προσδοκίες για επίτευξη υψηλότερων αποδόσεων. Πολλά όμως από αυτά τα προϊόντα είναι αρκετά πιο σύνθετα σε σύγκριση με κάποια άλλα και οι επενδυτές συνήθως δυσκολεύονται να αξιολογήσουν ακόμα και να κατανοήσουν το προφίλ κινδύνου που εσωκλείουν τέτοιου είδους προϊόντα όπως στην περίπτωση μας τα αμοιβαία κεφάλαια και ειδικότερα τα FoF. Έτσι, η δυνατότητα της “εξουσιοδότησης” της επιλογής των κατάλληλων επενδυτικών λύσεων καθώς και της διαχείρισης αυτών είναι μια εναλλακτική λύση που χρησιμοποιείται συχνά από λιανικούς και θεσμικούς επενδυτές.

6.1 Διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια διαχωρίζονται σε δύο κατηγορίες όσον αναφορά τη διαχείρισή τους. Υπάρχουν τα ενεργής και της παθητικής διαχείρισης.

Ενεργή Διαχείριση. Μέσω της ενεργής διαχείρισης ο διαχειριστής προσπαθεί να παρέχει άμεση ανταπόκριση στις αλλαγές των αγορών αυξομειώνοντας ή ακόμα και αλλάζοντας τις τοποθετήσεις του Αμοιβαίου. Στόχος των διαχειριστών είναι να προσφέρουν καλύτερες αποδόσεις από τις αγοραίες χωρίς το επιπλέον κόστος της ενεργής διαχείρισης που μεταφέρουν στους επενδυτές να ξεπερνάει τις επιπλέον αποδόσεις που δημιουργούν. Για να το πετύχουν αυτό είναι υποχρεωμένοι να κάνουν συνεχώς αναλύσεις για την ανεύρεση και την αξιοποίηση κατάλληλων επενδυτικών ευκαιριών.

Παθητική Διαχείριση. Στα παθητικής διαχείρισης Α/Κ οι τοποθετήσεις τους είναι «κλειδωμένες». Η τοποθέτηση ενός Α/Κ παθητικής διαχείρισης είναι σχεδόν ταυτόσημη με έναν δείκτη αναφοράς. Αλλαγές στο χαρτοφυλάκιο του Α/Κ γίνονται μόνο με τυχόν αλλαγές στον δείκτη αναφοράς. Μία κρίση στις αγορές που

τοποθετείται το Αμοιβαίο παθητικής διαχείρισης έχει ως συνέπεια να μην μπορεί να την αποφύγει, αλλά από την άλλη έχει “καθαρότερες” αποδόσεις στην τιμή των μεριδίων καθώς δεν συμπεριλαμβάνουν έξοδα ενεργής διαχείρισης. Τα παθητικά χαρτοφυλάκια απευθύνονται κυρίως σε επενδυτές μεσαίου επενδυτικού ρίσκου, που δεν εμπιστεύονται την ικανότητα των διαχειριστών να προσφέρουν υψηλότερες αποδόσεις σε σχέση με έναν δείκτη αναφοράς και επομένως δεν είναι και διατεθειμένοι να “πληρώνουν” και το κόστος της ενεργής διαχείρισης.

6.2 Διαχείριση FoF's

Πολλοί όμως είναι αυτοί οι επενδυτές που επιλέγουν επενδυτικά προϊόντα με διαχειριστές όπως τα FoF και αυτό γιατί πιστεύουν ότι οι διαχειριστές έχουν τις κατάλληλες δεξιότητες και πληροφορίες που αυτοί πιθανώς δεν έχουν. Αυτή η υπηρεσία “εξουσιοδότησης” για την βέλτιστη αναδιάρθρωση των χαρτοφυλακίων πληρώνεται από τους επενδυτές, οι οποίοι προσδοκούν σε υψηλότερες αποδόσεις αγοράζοντας αυτόν τον τύπο συμβουλευτικής υπηρεσίας.

Ένα fund of funds μπορεί να έχει ένα και μοναδικό διαχειριστή ή μια ομάδα ανθρώπων που να το παρακολουθούν με τον επικεφαλής της ομάδας να παίρνει και τις τελικές αποφάσεις για την διαχείριση του FoF.

Τα funds of funds προσφέρουν πολλαπλή ενεργή διαχείριση στον επενδυτή καθώς υπάρχουν δύο επίπεδα διαχείρισης.

1^ο Επίπεδο Διαχείρισης: Το πρώτο έχει να κάνει με την ξεχωριστή διαχείριση του κάθε A/K που ανήκει στο καλάθι ενός FoF και αυτό αφορά την επιλογή των μετοχικών τίτλων, ομολογιών ή άλλων αξιόγραφων και γίνεται από τον διαχειριστή του κάθε A/K.

2^ο Επίπεδο Διαχείρισης: Το δεύτερο επίπεδο διαχείρισης έχει να κάνει με τον διαχειριστή του FoF που έχει να επιλέξει ανάμεσα σε ποια A/K θα πρέπει να προσθέσει στο καλάθι του FoF για να πετύχει την βέλτιστη απόδοση. Όπως έχουμε ήδη αναφέρει σε προηγούμενη παράγραφο η διπλή διαχείριση που προσφέρεται από

ένα FoF, αυτή των A/K και αυτή του FoF, αυξάνει τα έξοδα του FoF με αποτέλεσμα να επηρεάζει αρνητικά την απόδοση που καταλήγει στον μεριδιούχο και κατά συνέπεια στην αποδοτικότητα του FoF. Από την άλλη όμως τα κύρια οφέλη που αποκομίζουν οι επενδυτές από την ενεργή διαχείριση του FoF είναι πρώτον η δύο επιπέδων επαγγελματική διαχείριση που προσφέρεται, δεύτερον η ευελιξία του διαχειριστή του FoF να μετακινείται εύκολα μεταξύ των αγορών και τρίτον η βελτιωμένη διαφοροποίηση που προσφέρει.

Η δυσκολία που έχουν οι επενδυτές να παρακολουθήσουν σε βάθος παραπάνω από μία αγορές καλύπτεται πλέον από την λειτουργία ενός FoF. Σε ένα από τα πολλά σχετικά άρθρα που έχουν γραφτεί έλεγε:

“Δεν υπάρχουν παντογνώστες, δεν υπάρχουν προφήτες. Κι αν υπάρχουν, τότε δεν εργάζονται. Στην προσπάθειά τους οι επενδυτές να εκμεταλλευτούν όλα τα πλεονεκτήματα της διασποράς του χαρτοφυλακίου τους, αλλά και τις δυνατότητες που προσφέρουν οι διεθνείς αγορές επιλέγουν ως επενδυτική επιλογή τα περιβόητα μετοχικά Fund of Funds.”

www.economics.gr

Η αρνητική πλευρά της ενεργής διαχείρισης θα ήταν ο διαχειριστής του FoF να αυξήσει τον αριθμό αμοιβαίων κεφαλαίων παθητικής διαχείρισης που συμπεριλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιό του με αποτέλεσμα να το οδηγήσει σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο που να μιμείται ένα δείκτη FoF με παθητικής διαχείρισης αμοιβαία κεφάλαια. Σε αυτήν την περίπτωση τα οφέλη της διαφοροποίησης χάνονται γιατί ο επενδυτής θα μπορούσε κάλλιστα να τοποθετηθεί σε αυτόν τον δείκτη και να μην επιβαρύνεται από έξοδα διαχείρισης ενός ενεργά διαχειριζόμενου (actively managed) χαρτοφυλακίου που ουσιαστικά μιμείται τις τοποθετήσεις μετοχών και τα σταθμά ενός δείκτη.

7. ΔΙΑΣΠΟΡΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΣΤΑ FoF ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΑ

Η προσέγγιση των FoF's πάτησε πάνω στις αρχές που παρουσιάζονται στην εργασία του Markowitz για τα οφέλη της διαφοροποίησης και αντιπροσωπεύει μια εφαρμογή των θεωρητικών αποτελεσμάτων για τη σχέση μεταξύ του μεγέθους και της διασποράς ενός χαρτοφυλακίου. Μέχρι τώρα πολλές μελέτες έχουν εξετάσει την επίδραση της διαφοροποίησης που υπάρχει σε ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών ή ομολόγων. Πιο πρόσφατα, μερικοί μελετητές παρουσίασαν μελέτες για τον αντίκτυπο της διαφοροποίησης μεταξύ των διαφορετικών αμοιβαίων κεφαλαίων. Τα υψηλότερα οφέλη σχετικά με τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου θα μπορούσαν να εξηγηθούν ως επίδραση της μείωσης του μη συστηματικού κινδύνου που χαρακτηρίζει ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο και αυτά συσχετίζονται άμεσα με τα Fund of Funds καθώς επενδύουν σε ενεργής διαχείρισης Α/Κ.

Ένα FoF προσφέρει την ευκαιρία να διαφοροποιηθούν τα κεφάλαια των επενδυτών σε διαφορετικούς διαχειριστές χαρτοφυλακίων, με διαφορετικά στυλ επένδυσης που επιλέγουν αξιόγραφα εξετάζοντας τις διαφορετικές γεωγραφικές περιοχές ή τους διαφορετικούς βιομηχανικούς τομείς. Το κύριο πλεονέκτημα σε ένα FoF πρέπει να προσδιοριστεί στη δυνατότητα να αυξηθεί η ικανότητα επιλογής χρησιμοποιώντας μια προσέγγιση με πολλούς διαχειριστές.

Απ' την αντίπερα όχθη, αυτός ο τύπος προϊόντων αντιπροσωπεύει μια ευκαιρία επένδυσης με έναν υψηλό βαθμό κινδύνου (ιδιαίτερα στα μετοχικά FoF), επειδή η τελική σύνθεση ενός χαρτοφυλακίου είναι το αποτέλεσμα των επιλογών που πραγματοποιούνται από τους διαφορετικούς διαχειριστές που έχουν διαφορετικούς στόχους και στρατηγικές.

Στην πραγματικότητα, οι επενδυτές μπορούν να επιλέξουν το διαχειριστή του FoF (επιλέγοντας μεταξύ αντίστοιχων ανταγωνιστικών προϊόντων σε άλλες Α.Ε.Δ.Α.Κ) αλλά δεν μπορούν να ελέγξουν τις επιλογές του σχετικά με το επίπεδο και τα κριτήρια διαφοροποίησης που υιοθετεί στην επιλογή των αμοιβαίων κεφαλαίων. Επιπλέον, ο διαχειριστής ενός FoF καθορίζει μεν τη σύνθεση του

χαρτοφυλακίου του επιλέγοντας τα αμοιβαία κεφάλαια που θα συμπεριλάβει στο χαρτοφυλάκιο του αλλά δεν μπορεί να ελέγξει τις επενδύσεις που γίνονται από τους μεμονωμένους διαχειριστές των Α/Κ, με αποτέλεσμα να υπάρχει η πιθανότητα οι αναμενόμενες στρατηγικές αυτών καθώς και οι αποδόσεις των διαχειριστών των Α/Κ να μην αποκρίνονται πάντα στις προσδοκίες του διαχειριστή του FoF.

7.1 Τύποι στρατηγικών διαφοροποίησης και περιορισμών ετερογένειας του χαρτοφυλακίου

Τα κύρια χαρακτηριστικά που μπορούν να προσδιοριστούν για την διαφοροποίηση ενός Fund of Funds χαρτοφυλακίου είναι:

- (i) ο αριθμός των Α/Κ που περιλαμβάνεται στο χαρτοφυλάκιο του,
- (ii) τα κριτήρια που υιοθετούνται για την επιλογή των Α/Κ, και
- (iii) οι περιορισμοί επιλογής που υπόκεινται οι διαχειριστές.

7.1.1 Αριθμός Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων που πρέπει να συμπεριληφθούν σε ένα χαρτοφυλάκιο FoF πρέπει να λάβει υπόψη ποια είναι τα οφέλη που θα προκύψουν από την εισαγωγή ενός ακόμα Α/Κ (πιο αναλυτικά στο κεφάλαιο 11). Όταν ένα χαρτοφυλάκιο FoF είναι πολύ καλά διαφοροποιημένο, τα οφέλη που θα προκύψουν με την εισαγωγή ενός ακόμα Α/Κ θα είναι πολύ χαμηλότερα. Άρα, το ερώτημα είναι αν το νέο Α/Κ θα προσφέρει περαιτέρω διαφοροποίηση κινδύνου ή απλά περισσότερα κόστη διαχείρισης (trading costs): ένας υψηλός αριθμός Α/Κ καθορίζει μια σταθερότητα υψηλών αποδόσεων απόδοσης αλλά προκαλεί επίσης υψηλότερες δαπάνες συναλλαγών που οδηγούν σε χαμηλότερα καθαρά κέρδη για τον επενδυτή. Η εμπειρική ανάλυση έχει δείξει ότι τα μεγαλύτερα οφέλη λαμβάνονται από τα χαρτοφυλάκια που επενδύουν σε δέκα ή είκοσι αμοιβαία κεφάλαια (βλέπουμε ότι υπάρχει συσχέτιση με τα χαρτοφυλάκια που επενδύουν απευθείας σε αξιόγραφα) ενώ σε ορισμένες αγορές, ο αριθμός των Α/Κ που συνιστάται είναι σημαντικά χαμηλότερος.

Η μείωση των οφελών σχετικά με τη διαφοροποίηση θα μπορούσε να εξηγηθεί αναλύοντας τις ανεπάρκειες των χαρτοφυλακίων με μεγάλο αριθμό αμοιβαίων κεφαλαίων: μια υψηλότερη κατάρτιση του πλούτου σε διαφορετικούς διαχειριστές του αυξάνει την πιθανότητα του διπλασιασμού κάποιον αξιογράφων (αγορά ιδίων αξιογράφων από διαφορετικούς διαχειριστές) καθώς το ποιο πιθανό είναι οι στρατηγικές που υιοθετούνται από τους διαφορετικούς διαχειριστές να μην είναι συντονισμένες μεταξύ τους. Ο αριθμός των A/K που πρέπει να συμπεριληφθούν σε ένα υποθετικό χαρτοφυλάκιο εξαρτάται κυρίως από το προφίλ κινδύνου του διαχειριστή του FoF, από την τομεακή και γεωγραφική ειδίκευση και από τη συνδιακύμανση μεταξύ των διαφορετικών τομέων και των γεωγραφικών περιοχών.

7.1.2 Κριτήρια που υιοθετούνται

Οι αποδόσεις των FoF's επηρεάζονται σημαντικά από τα κριτήρια που υιοθετούνται για να χτιστεί το χαρτοφυλάκιο. Οι επενδυτές θα επιλέξουν εκείνο το FoF που θα εμπεριέχει μία σχέση Απόδοσης – Κινδύνου που να ταιριάζει με τις προτιμήσεις τους. Τα κριτήρια που υιοθετούνται για να χτιστεί ένα FoF χαρτοφυλάκιο θα μπορούσαν να ταξινομηθούν σε τέσσερις κύριες στρατηγικές: η “αφελής” προσέγγιση (naive approach), η προσέγγιση ύφους ή αλλιώς στυλ των διαχειριστών (style approach), η ανάλυση των προηγούμενων αποδόσεων (past performance analysis) και τέλος ο συνδυασμός του στυλ των διαχειριστών με την ανάλυση των προηγούμενων αποδόσεων. Στο κεφάλαιο Μεθοδολογία κατασκευής ενός Fund of Funds γίνεται αναλυτική περιγραφή των κριτηρίων που υιοθετούνται για την επιλογή των αμοιβαίων κεφαλαίων για το καλάθι ενός FoF.

7.1.3 Περιορισμοί διαφοροποίησης

Όπως ήδη έχουμε αναφέρει μέχρι τώρα ένας διαχειριστής FoF μπορεί να τοποθετήσει μέρος του ενεργητικού μεταξύ χιλιάδων αμοιβαίων κεφαλαίων, και οπουδήποτε στον κόσμο (εξαρτάται βέβαια και από τον τύπο του FoF). Υπάρχουν όμως ορισμένα FoF που επενδύουν μόνο σε μια περιορισμένη ομάδα αμοιβαίων

κεφαλαίων που προσφέρονται μόνο από την ίδια εταιρεία (πχ επενδυτικά προϊόντα της ίδιας Α.Ε.Δ.Α.Κ.). Αυτοί οι τύποι FoF χτίζονται εξετάζοντας ένα μικρότερο σύνολο ευκαιριών επένδυσης, και προσφέρουν μόνο μερική διαφοροποίηση, η οποία δεν εξετάζει την ευκαιρία της διαφοροποίησης σε περίπτωση κρίσης. Αυτό που μπορεί να προσφέρει αυτή η στρατηγική με τον περιορισμό τοποθέτησης μόνο σε Α/Κ της ίδιας οικογένειας είναι να απολαμβάνουν οι επενδυτές καθαρότερες αποδόσεις και αυτό θα είναι συνέπεια των χαμηλότερων εξόδων διαχείρισης που επιβαρύνουν τις τιμές των μεριδίων των FoF (εξαρτάται βέβαια από την πολιτική της κάθε εταιρίας).

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

8. ΤΟ ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Σε κάθε χώρα που δραστηριοποιούνται τα Αμοιβαία Κεφάλαια ισχύει διαφορετικό νομικό πλαίσιο, λίγο πολύ όμως οι βασικές λειτουργίες είναι ίδιες. Εκεί που εμφανίζονται κάποιες διαφορές είναι σε ορισμένους περιορισμούς που θέτει η κάθε χώρα καθώς και στις σταθμίσεις των ενεργητικών που ορίζονται για διάφορες κατηγορίες Α/Κ.

8.1 ΣΤΙΣ Η.Π.Α.

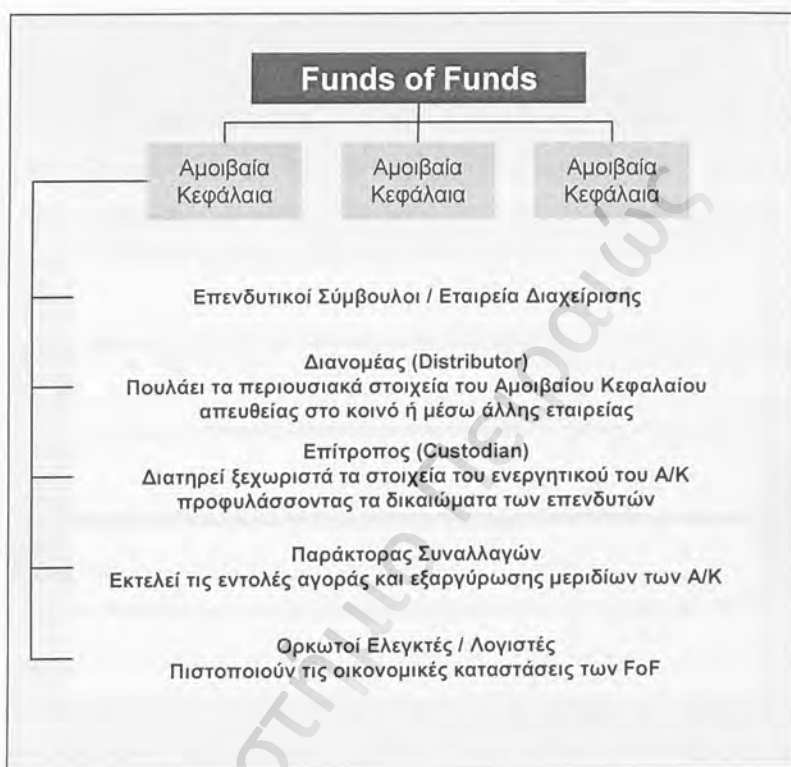
Τα Αμοιβαία Κεφάλαια στις Η.Π.Α. ορίζονται ως εταιρείες, οι οποίες επενδύουν σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο αξιόγραφων. Σαν οικονομική οντότητα, λοιπόν, κάθε αμοιβαίο υπόκειται σε ένα πλαίσιο αυστηρών νομοθετικών ρυθμίσεων και ομοσπονδιακών νόμων. Πιο συγκεκριμένα, η Επιτροπή Αξιογράφων και Συναλλαγών των Η.Π.Α. (U.S. Securities & Exchange Commission – SEC) ρυθμίζει τα Α/Κ σύμφωνα με την Πράξη των Επενδυτικών Εταιρειών του 1940 (Investment Company Act of 1940). Η πράξη του 1940 επιβάλλει περιορισμούς όχι μόνο πάνω στα Α/Κ, αλλά και πάνω στους επενδυτικούς συμβούλους, τους κύριους ανάδοχους-προμηθευτές, τους διοικητές και τους υπαλλήλους των Α/Κ. Η Πράξη του 1940 ρυθμίζει επίσης άλλους δύο τύπους επενδυτικών εταιρειών- τα Α/Κ καθορισμένου αριθμού μεριδίων (closed-end funds) και των Σταθερών Χαρτοφυλακίων Ομολογιών (Unit Investment trusts).

8.2 Το Νομικό Πλαίσιο των Funds-of-Funds στην Ελλάδα

Για την Ελληνική Αγορά, ο θεσμός των Funds-of-Funds αποτελεί μια νέα εισαγόμενη τάση όπου δίνει στις εταιρείες διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων -Α.Ε.Δ.Α.Κ.) τη δυνατότητα να προσφέρουν νέα επενδυτικά προϊόντα στο επενδυτικό κοινό και

παράλληλα στους επενδυτές να επιτυγχάνουν καλύτερη διασπορά του κινδύνου του χαρτοφυλακίου τους.

Το διάγραμμα που ακολουθεί παρουσιάζει τη δομή ενός τυπικού Fund-of-Fund:



Εικόνα 9.1: Δομή ενός Fund of Fund που κατασκευάστηκε στην Ελλάδα

Σύμφωνα με το νομικό πλαίσιο αυτά που ισχύουν για τα Fund of Funds έχουν ως εξής:

8.2.1 Μεριδιούχοι Funds-of-Funds (Shareholders of Funds-of-Funds)

Οι μεριδιούχοι Funds-of-Funds είναι ουσιαστικά οι μέτοχοι των προϊόντων αυτών, οι οποίοι έχουν επενδύσει κεφάλαια στα Funds-of-Funds.

8.2.2 Επενδυτικοί Σύμβουλοι

Ο επενδυτικός σύμβουλος είναι υπεύθυνος για την επιλογή επενδύσεων χαρτοφυλακίου σύμφωνα με τους στόχους και τις στρατηγικές που αναφέρονται στο ενημερωτικό φυλλάδιο του αμοιβαίου. Ο επενδυτικός σύμβουλος είναι υπεύθυνος να δίνει εντολές πράξεων στους χρηματιστές και να επιβλέπει την ορθή εκτέλεσή τους.

Ένα γραπτό συμβόλαιο μεταξύ του επενδυτικού συμβούλου και του αμοιβαίου κεφαλαίου οριοθετεί τις υπηρεσίες που οφείλει ο πρώτος να παρέχει. Τα περισσότερα από αυτά τα συμβόλαια προσδιορίζουν μία ετήσια προμήθεια για τον σύμβουλο ως ποσοστό του καθαρού ενεργητικού του αμοιβαίου.

Ο επενδυτικός σύμβουλος υπόκειται σε πολυάριθμους νομικούς περιορισμούς, ειδικά σε ότι αφορά τις συναλλαγές μεταξύ του ίδιου και του αμοιβαίου που συμβουλευεί..

8.2.3 Η εταιρεία διαχείρισης (management company)

Οι υπηρεσίες διαχείρισης παρέχονται από κάποιο συνεργάτη του αμοιβαίου όπως ο επενδυτικός σύμβουλος ή κάποιος τρίτος συνεργάτης. Οι υπηρεσίες αυτές περιλαμβάνουν την επίβλεψη της απόδοσης των άλλων συνεργαζόμενων με το αμοιβαίο εταιρειών και την εξασφάλιση ότι όλες οι εργασίες ακολουθούν τον νομικό πλαίσιο. Στην ουσία ο διαχειριστής είναι υπεύθυνος για την πληρωμή των λειτουργικών εξόδων, για την παροχή λογιστικών υπηρεσιών και μπορεί, ακόμα, να ετοιμάσει ενημερωτικές εκθέσεις για τη SEC, την εφορεία ή τους μετόχους.

8.2.4 Οι κύριοι ανάδοχοι (principal underwriters)

Τα περισσότερα αμοιβαία κεφάλαια προσφέρουν συνεχώς νέες μετοχές στο κοινό σε μία τιμή βασισμένη στην παρούσα αξία του ενεργητικού του αμοιβαίου συν οποιεσδήποτε προμήθειες επί των πωλήσεων. Τα αμοιβαία κεφάλαια, συνήθως, διανέμουν τις μετοχές μέσω ορισμένων κύριων αναδόχων. Οι κύριοι ανάδοχοι υπόκεινται σε νομικές ρυθμίσεις ως χρηματιστές-αντιπρόσωποι και ελέγχονται βάσει

των κανόνων της Εθνικής Ένωσης Αντιπροσώπων Αξιόγραφων (National Association of Securities Dealers) που αφορούν στις τακτικές πωλήσεων αμοιβαίων κεφαλαίων.

8.2.5 Οι επίτροποι (custodians)

Τα αμοιβαία κεφάλαια υποχρεούνται από το νόμο να προστατεύουν τα αξιόγραφα του χαρτοφυλακίου τους τοποθετώντας τα στην εποπτεία ενός επίτροπου. Σχεδόν όλα τα αμοιβαία χρησιμοποιούν κατάλληλους τραπεζικούς επίτροπους. Η SEC απαιτεί από τους επίτροπους να φυλάσσουν τα αξιόγραφα χαρτοφυλακίων ξεχωριστά από τα υπόλοιπα στοιχεία του ενεργητικού της τράπεζάς τους.

8.2.6 Οι πράκτορες συναλλαγών (transfer agents)

Ένας πράκτορας συναλλαγών προσλαμβάνεται από το αμοιβαίο με σκοπό την τήρηση αρχείων συναλλαγών και λοιπών σχετιζόμενων με τις συναλλαγές λειτουργιών. Ο πράκτορας συναλλαγών διατηρεί αρχεία των λογαριασμών των πελατών του αμοιβαίου, υπολογίζει και διανέμει τα μερίσματα, ετοιμάζει και ταχυδρομεί καταστάσεις λογαριασμών πελατών, δηλώσεις φορολογίας εισοδήματος και άλλες ειδοποιήσεις που αφορούν στους μετόχους. Ορισμένοι πράκτορες συναλλαγών ετοιμάζουν και ταχυδρομούν επιστολές πιστοποίησης συναλλαγών και ισοζυγίου λογαριασμών και διατηρούν τμήματα εξυπηρέτησης πελατών που ανταποκρίνονται στις ερωτήσεις των πελατών τους.

Το Νομικό Πλαίσιο των Funds-of-Funds για τις εταιρείες που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα ορίζεται από το άρθρο 23 του νόμου 3283/2004, καθώς ο νόμος 1969/1991 που στηρίχθηκε στην κοινοτική οδηγία 85/611 για τους ΟΣΕΚΑ (Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων Κινητών Αξιών), απαγόρευε ρητά τη δημιουργία funds-of-Funds. Η δημιουργία μορφών επενδύσεων όπως τα funds-of-funds επιτράπη με την οδηγία 108/2001 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου, οπότε και εισήχθη ο θεσμός των funds-of-funds.

Η Νομοπαρασκευαστική Επιτροπή του Υπουργείου Οικονομικών το 2001, για την εφαρμογή και ενσωμάτωση της Κοινοτικής Οδηγίας 108/2001 κατάθεσε σχέδιο νόμου για διαβούλευση. Σχετικά με τη λειτουργία των funds-of-funds, η κοινοτική οδηγία επέτρεπε την επένδυση σε μερίδια ΟΣΕΚΑ ή άλλων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων, οι οποίοι είναι εγκεκριμένοι από την εθνική νομοθεσία, ανεξάρτητα με τη χώρα προέλευσής τους. Για τα funds-of-funds άλλων χωρών, ορίστηκαν οι παρακάτω προϋποθέσεις ως ισοδύναμες της ελληνικής νομοθεσίας για την αναγνώρισή τους:

- α) Οι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων χωρών του εξωτερικού, θα πρέπει να έχουν συσταθεί με βάση νομοθετική ρύθμιση και να ελέγχονται από εποπτικές αρχές, τις οποίες η Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς θεωρεί ισοδύναμες με εκείνη.
- β) Το επίπεδο ασφάλειας των υποκείμενων τίτλων να είναι ισοδύναμο με εκείνο των επενδυτών σε ΟΣΕΚΑ.
- γ) Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στον ακριβή καθορισμό των στοιχείων του ενεργητικού, τις δανειοδοτικές και δανειοληπτικές πράξεις καθώς και τις ακάλυπτες πράξεις κινητών αξιών, για την εναρμόνιση του ελληνικού νομοθετικού πλαισίου με την κοινοτική οδηγία.
- δ) Οι δραστηριότητες των συγκεκριμένων ΟΣΕΚΑ θα περιγράφονται σε ετήσιες και εξαμηνιαίες εκθέσεις την Α.Ε.Δ.Α.Κ..
- ε) Ένας ΟΣΕΚΑ δεν θα μπορεί να επενδύει ποσοστό μεγαλύτερο του 10% του καθαρού ενεργητικού του σε μερίδια άλλων ΟΣΕΚΑ ή άλλων οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων, ενώ για τα κράτη μέλη το ποσοστό αυτό μπορεί να φτάσει και το 20%. Με τον τρόπο αυτό επιτυγχάνεται η καλύτερη διασπορά του κινδύνου για τους επενδυτές και παράλληλα αποθαρρύνεται η δημιουργία Cascading funds, ώστε να είναι δυνατός ο έλεγχος των επενδύσεων.
- στ) Τα Funds-of-Funds επενδύουν σε Αμοιβαία Κεφάλαια της ίδιας Α.Ε.Δ.Α.Κ ή άλλης Α.Ε.Δ.Α.Κ., η οποία συνδέεται με την αρχική εταιρεία σε

πλαίσιο κοινής διαχείρισης ή κοινού ελέγχου ή άμεσης ή έμμεσης συμμετοχής, ενώ για τα μερίδια αυτά δεν λογίζονται βάσει του νόμου προμήθειες διαχείρισης ή άλλου είδους έξοδα.

ζ) Τα Funds-of-Funds δύνανται να επενδύσουν μέχρι ποσοστό 25% της αξίας του μεριδίου ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

Ένα Fund-of-Funds ορίζεται από τον ανωτέρω νόμο ως ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο, το οποίο σύμφωνα με τον κανονισμό έχει ως επενδυτική πολιτική να επενδύσει σε μερίδια Αμοιβαίων Κεφαλαίων ή άλλων Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων. Το Αμοιβαίο αυτό Κεφάλαιο επιτρέπεται να επενδύει στα εν λόγω μερίδια Αμοιβαίων Κεφαλαίων ή άλλων Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων μέχρι ποσοστού 25% του συνολικού ενεργητικού τους, ανά Αμοιβαίο Κεφάλαιο ή άλλο Οργανισμό Συλλογικών Επενδύσεων. Βάσει του νόμου, το άθροισμα των επενδύσεων του ως άνω αμοιβαίου κεφαλαίου σε μερίδια οργανισμού συλλογικών επενδύσεων που δεν εμπίπτουν στο ορισμό που δίνει ο Ο.Σ.Ε.Κ.Α. στην παράγραφο 2 του ίδιου νόμου, να μην ξεπερνά το 30% του καθαρού ενεργητικού, με τον τρόπο αυτό επιτυγχάνεται η προφύλαξη των επενδυτών από την επένδυση σε κάθε είδους Hedge Fund. Γενικότερα Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων εκτός ΟΣΕΚΑ θεωρούνται τα γερμανικά “spezialfonds”, τα Βρετανικά “Investment Trusts”, τα Αμοιβαία Κεφάλαια Ακινήτων (Real Estate Investment Trusts-REITs) και τα Γαλλικά Αποταμειωτικά Αμοιβαία Κεφάλαια.

Όταν το Αμοιβαίο Κεφάλαιο επενδύει σε μερίδια άλλων Αμοιβαίων Κεφαλαίων, ή άλλων Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων, που τελούν υπό διαχείριση, απευθείας ή με ανάθεση, της ίδιας της Α.Ε.Δ.Α.Κ. του ή άλλης εταιρείας συνδεδεμένης με την Α.Ε.Δ.Α.Κ. του στο πλαίσιο κοινής διαχείρισης ή κοινού ελέγχου ή λόγω σημαντικής άμεσης ή έμμεσης συμμετοχής, τότε η Α.Ε.Δ.Α.Κ. ή η συνδεδεμένη με αυτήν εταιρεία δεν μπορεί να καταλογίσει έξοδα συμμετοχής ή εξαγοράς για τις ως άνω επενδύσεις του Αμοιβαίου Κεφαλαίου στα άλλα Αμοιβαία Κεφάλαια ή τους άλλους οργανισμούς επενδύσεων.

8.3 Προμήθειες και Ετήσια Έξοδά του

Επιπλέον, το ενημερωτικό δελτίο ενός fund of fund θα πρέπει να περιλαμβάνει το ύψος των προμηθειών (τις μεγαλύτερες προμήθειες) διαχείρισης, με το οποίο θα επιβαρύνονται οι επενδυτές, καθώς και όλα τα Αμοιβαία Κεφάλαια στα οποία επενδύει, ενώ σε κάθε περίπτωση θα πρέπει να αναφέρει και τις διαχειριστικές προμήθειες που βαρύνουν τόσο το ίδιο το fund-of-fund, όσο και τα υποκείμενα Αμοιβαία Κεφάλαια στα οποία επενδύει. Τα είδη προμηθειών που μπορεί να έχει ένα FoF έχουν ως εξής:

- **Μέγιστη Χρέωση Διάθεσης (Maximum Sales Charge Imposed on Purchases):** αυτό είναι το μέγιστο ποσοστό προμήθειας που μπορεί να επιβληθεί κατά την αγορά μετοχών του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η προμήθεια αυτή αποζημιώνει τον επαγγελματία διαχειριστή για τις υπηρεσίες του. Βάσει νόμου, το ποσοστό αυτό δεν μπορεί να υπερβεί το 8,5 % , αν και οι περισσότερες οικογένειες αμοιβαίων κεφαλαίων χρεώνουν λιγότερο από το μέγιστο όριο.
- **Μέγιστη Χρέωση Εξαγοράς (Maximum Deferred Sales Charge) :** αυτό είναι το μέγιστο ποσοστό προμήθειας που μπορεί να επιβληθεί κατά την εξαγορά των μετοχών του Α/Κ και αποτελεί και αυτό έναν εναλλακτικό τρόπο αποζημίωσης του διαχειριστή για τις υπηρεσίες του. Ένας συνήθης τύπος χρέωσης εξαγοράς είναι η “εξαρτημένη χρέωση εξαγοράς” η οποία τυπικά εφαρμόζεται το πρώτο έτος της ιδιοκτησίας και φθίνει ετησίως μέχρι να εξαλειφθεί.
- **Προμήθεια εξαγοράς (Redemption Fee) :** όπως και η χρέωση εξαγοράς, αυτή η προμήθεια χρεώνεται κατά την εξαργύρωση των μετοχών του αμοιβαίου. Σε αντίθεση, όμως, με τη χρέωση εξαγοράς, η προμήθεια εξαγοράς πληρώνεται απευθείας στο Α/Κ. Καλύπτει κόστη που σχετίζονται με την εξαγορά μετοχών και δεν αφορούν την πράξη άμεσα. Η προμήθεια εξαγοράς εκφράζεται ως ένα ποσό σε δολάρια ή ως ποσοστό επί της τιμής εξαγοράς.

- **Προμήθεια ανταλλαγής (Exchange Fee):** αυτή η προμήθεια μπορεί να χρεωθεί όταν ένας επενδυτής μεταφέρει χρήματα από ένα Α/Κ σε κάποιο άλλο της ίδιας οικογένειας.
- **Προμήθεια Τήρησης Λογαριασμού (Account Maintenance Fee):** η προμήθεια αυτή χρεώνεται από ορισμένα Α/Κ για την τήρηση π.χ. λογαριασμών χαμηλών διαθεσίμων.

Κάποια ετήσια **λειτουργικά έξοδα** που επιβαρύνουν το Αμοιβαίο Κεφαλαίο - αντανακλούν τα φυσιολογικά λειτουργικά έξοδα του Α/Κ. Σε αντίθεση με έξοδα συναλλαγών, τα λειτουργικά έξοδα δεν χρεώνονται κατευθείαν στον επενδυτή, αλλά αφαιρούνται από το ενεργητικό του Α/Κ πριν την διανομή κερδών στους μετόχους. Τα ετήσια λειτουργικά έξοδα έχουν ως εξής:

- **Προμήθεια διαχείρισης (Management Fees):** Η προμήθεια αυτή χρεώνεται από τον επενδυτικό σύμβουλο του κάθε Α/Κ για τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου των αξιόγραφων του Α/Κ συν την προμήθεια διαχείρισης από τον επενδυτικό σύμβουλο του FoF για την διαχείριση του FoF και την παροχή σχετιζόμενων με τη διαχείριση υπηρεσιών.
- **Λοιπά έξοδα (Other expenses):** τα έξοδα αυτά περιλαμβάνουν, για παράδειγμα, προμήθειες που πληρώνονται στον πράκτορα συναλλαγών για την παροχή υπηρεσιών στους μετόχους, όπως η δωρεάν τηλεφωνική επικοινωνία, η παροχή υπηρεσιών μέσω Η/Υ, η παροχή υπηρεσιών μέσω Internet, η τήρηση αρχείων, η εκτύπωση και ταχυδρομική αποστολή τους.
- **Ολικά ετήσια λειτουργικά έξοδα Α/Κ (Total Annual Fund Operating Expenses):** το ποσοστό αυτό εκφράζει τα ετήσια λειτουργικά έξοδα του Α/Κ ως ποσοστό του μέσου ετήσιου καθαρού ενεργητικού.

8.4 Φορολογικό Καθεστώς

Στην αγορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων ο ανταγωνισμός είναι πολύ μεγάλος. Οι Έλληνες επενδυτές μπορούν πλέον να έχουν απευθείας πρόσβαση σε Α/Κ ξένων οίκων όπου το φορολογικό καθεστώς μπορεί να είναι πολύ πιο ευνοϊκό.

Το φορολογικό καθεστώς που ισχύει για τα Funds of Funds στη χώρα μας είναι το ίδιο με αυτό των Αμοιβαίων Κεφαλαίων σύμφωνα με τα προβλεπόμενα από τα άρθρα 12 και 54 του ν.2238/1994 που ενεργούν κατά περίπτωση.

Στην Ελλάδα οι Α.Ε Διαχειρίσεως υποχρεούνται σε καταβολή φόρου τρία τοις χιλίοις (3 ‰) ετησίως, στο όνομα και για λογαριασμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, ο οποίος υπολογίζεται:

α) επί του εξαμηνιαίου μέσου όρου ολόκληρου του καθαρού ενεργητικού του Α/Κ και

β) επί του ημερησίου μέσου όρου των ποσών βάσης που αφορούν σε πράξεις επί παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Ο υψηλός φόρος που παρακρατείται στα μερίδια των ελληνικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων έχει και άμεσο αντίκτυπο στην απόδοση που λαμβάνει ο επενδυτής. Ως συνέπεια πολλοί από τους “γνώστες” επενδυτές να προτιμούν την συμμετοχή σε Α/Κ οίκων εξωτερικού. Ο υψηλός φόρος δεν βοηθάει την ανάπτυξη των ελληνικών επενδυτικών προϊόντων ως συνέπεια να αρχίζει να παρατηρείται το φαινόμενο ελληνικές Α.Ε.Δ.Α.Κ να αρχίζουν να μεταφέρουν τις έδρες τους στο εξωτερικό όπου η φορολογία είναι σημαντικά χαμηλότερη. Με αυτό τον τρόπο οι επενδυτές θα αποκομίζουν καθαρότερες αποδόσεις αλλά από την άλλη το ελληνικό κράτος θα χάνει πολλούς φόρους με την μεταφορά κεφαλαίων στο εξωτερικό. Σε ένα Fund of Funds όπου η απόδοση του μεριδίου επιβαρύνεται ήδη αρκετά από την διπλή διαχείριση, ο υψηλός φόρος δυσχαιρένει ακόμα περισσότερο την κατάσταση με αποτέλεσμα οι επενδυτές να καλούνται να βρουν εναλλακτικές επενδυτικές λύσεις όσον αφορά τα Fund of Funds.

9. ΕΞΕΤΑΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

9.1 *Simone Brands, David R. Gallagher, (2003): “Portfolio selection, diversification and fund-of-funds”*

Η μελέτη των Brands και Gallagher εξέτασε τις ιδιότητες απόδοσης και διαφοροποίησης των FoF χαρτοφυλακίων χρησιμοποιώντας για δείγμα προς εξέταση ενεργής διαχείρισης Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια που έχουν κατασκευαστεί στην Αυστραλία. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι, κατά μέσον όρο, αυξάνοντας τον αριθμό των Αμοιβαίων Κεφαλαίων σε ένα FoF χαρτοφυλάκιο οδηγεί σε μείωση της μεταβλητότητας ενώ η μέση απόδοση στην γραμμή του χρόνου παρέμεινε σταθερή. Χρησιμοποιώντας το Sharpe Ratio προσπάθησαν να εξετάσουν τον συνολικό κίνδυνο του FoF σε σχέση με την απόδοση του και τα αποτελέσματα που προέκυψαν έδειξαν μία βελτίωση της σχέσης αυτής καθώς αυξανόταν ο αριθμός των Α/Κ στο χαρτοφυλάκιο του FoF.

Αυτό που συνέχεια προσπάθησαν να εντοπίσουν είναι να προσδιορίσουν τον κατάλληλο αριθμό Αμοιβαίων Κεφαλαίων που πρέπει να συμπεριλαμβάνει το καλάθι ενός Ενεργής Διαχείρισης Μετοχικού FoF ώστε να επιτυγχάνεται η βέλτιστη διαφοροποίηση και ταυτόχρονα οι επενδυτές να εισπράττουν τα μέγιστα οφέλη. Χρησιμοποιώντας Αυστραλιανά Μετοχικά Α/Κ κατέληξαν στο ότι τα μέγιστα οφέλη προκύπτουν όταν το χαρτοφυλακίου FoF περιλαμβάνει περίπου 6 περίπου ενεργής διαχείρισης Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια. Από την άλλη, αν ένας επενδυτής επιλέξει από μόνος του να κατασκευάσει ένα χαρτοφυλάκιο με 6 Αμοιβαία Κεφάλαια δεν θα αποκομίσει το ίδιο όφελος με ένα σχεδιασμένο FoF γιατί θα επιβαρύνεται με το κόστος αναζήτησης, παρακολούθησης και αναδιάρθρωσης του χαρτοφυλακίου καθώς και με τα έξοδα των πολλαπλών διαχειριστών.

9.2 Richard Lai, (2005): “Why Funds of Funds?”

Στη μελέτη του αυτή ο Richard Lai, καθηγητής του Harvard εξετάζει τη συμπεριφορά των Private Equity Funds-of-Funds και επιχειρεί να δώσει εξηγήσεις για ποιους λόγους οι LPs (Limited Partners) μπορεί να χρησιμοποιούν τα FOFs, οι λόγοι, οι οποίοι διαπιστώθηκαν είναι οι εξής:

- Μολονότι οι τα Funds-of-Funds δεν προσφέρουν γενικότερα υπερ-αποδόσεις στους μεριδιούχους τους, οι αποδόσεις για τους Limited Partners είναι αρκετά ικανοποιητικές.
- Τα Funds-of-Funds επιτρέπουν στους μικρούς Limited Partners να επενδύουν σε πολλά Αμοιβαία Κεφάλαια, ωστόσο, όπως διαπιστώνεται η επενδύσεις των μικρών Limited Partners δε συμβάλλει ιδιαίτερα στην καλύτερη διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων τους αλλά είναι ένας τρόπος για τη μείωση του κόστους διαχείρισης.
- Τα Funds-of-Funds επιτρέπουν στους μεγάλους Limited Partners να επενδύουν τα τεράστια ποσά τους με μακροπρόθεσμες διάρκειες και με ικανοποιητική διασπορά κινδύνου. Εντούτοις, ο μηχανισμός αυτός είναι ατελής επειδή οι LPs μπορεί είτε να χρησιμοποιήσουν πολλά FOFs, με προβλήματα συντονισμού κινδύνου μεταξύ αυτών των FOFs, είτε να χρησιμοποιήσει λίγα FOFs και να διακινδυνεύσει περισσότερο.
- Τα Funds-of-Funds χρησιμοποιούνται από LPs με ασθενείς μηχανισμούς δομής διακυβέρνησης.
- Επίσης, φαίνονται κάποια στοιχεία που δείχνουν ότι οι LPs χρησιμοποιούν τα Funds-of-Funds για την «εξερεύνηση» επενδύσεων σε νέες αγορές, ωστόσο για την υπόθεση αυτή δεν υπάρχουν στοιχεία που να αποδεικνύουν το γεγονός αυτό.

- Τέλος, οι επενδύσεις σε Funds-of-Funds πολλές φορές οφείλονται σε ανόδους των οικονομικών κύκλων.

9.3 Harry Markowitz, (1952): “Portfolio Selection”

Ο Harry Markowitz το 1952 εισήγαγε τη «Σύγχρονη Θεωρία Χαρτοφυλακίου» (“Modern Portfolio Theory). Η μελέτη αυτή του Markowitz στηρίχθηκε σε μια πολύ απλή ιδέα, ότι η διασπορά ενός χαρτοφυλακίου μπορεί να προσφέρει την ίδια συνολική απόδοση στους επενδυτές με πολύ χαμηλότερο ρίσκο. Με άλλα λόγια: συνδυάζοντας πολλά περιουσιακά στοιχεία σε ένα χαρτοφυλάκιο, επιτυγχάνεται διασπορά του κινδύνου και μειώνεται ο συνολικός κίνδυνος σε σχέση με την επένδυση όλων των κεφαλαίων σε ένα περιουσιακό στοιχείο.

Ο Markowitz απέδειξε ότι η απόδοση ενός χαρτοφυλακίου με πολλά περιουσιακά είναι ο σταθμικός μέσος όρος των αποδόσεων των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων. Επιπρόσθετα, ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου των περιουσιακών στοιχείων είναι υπολογίζεται ως το standard deviation των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου, μπορεί να είναι μικρότερος από το σταθμικό κίνδυνο των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων. Το standard deviation ενός χαρτοφυλακίου με περιουσιακά στοιχεία είναι :

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_{j=1}^N x_j^2 \sigma_j^2 + \sum_{j=1}^N \sum_{\substack{k=1 \\ k \neq j}}^N x_j x_k \sigma_{jk}}$$

σ_p : standard deviation των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου

x_j : αναλογία των περιουσιακών στοιχείων j στο χαρτοφυλάκιο

x_k : αναλογία των περιουσιακών στοιχείων k στο χαρτοφυλάκιο

σ_j : standard deviation των αποδόσεων των περιουσιακών στοιχείων j

σ_{jk} : συνδιακύμανση μεταξύ των αποδόσεων των περιουσιακών στοιχείων j κ' k

Το μοντέλο αυτό αποδεικνύει ότι κίνδυνος του χαρτοφυλακίου εξαρτάται από τις διακυμάνσεις των αποδόσεων των περιουσιακών στοιχείων και τις συνδιακυμάνσεις μεταξύ των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων. Ο Markowitz απέδειξε ότι ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου μπορεί να μειωθεί χωρίς να μειωθούν οι αποδόσεις του χαρτοφυλακίου, εάν οι συνδιακυμάνσεις των αποδόσεων των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων του χαρτοφυλακίου είναι μικρότερες από τη μονάδα. Όσο μικρότερες είναι λοιπόν οι συνδιακυμάνσεις των αποδόσεων των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων, τόσο περισσότερο μειώνεται ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου.

9.4 Edward S. O'Neal, "How many Mutual Funds constitute a diversified mutual funds portfolio?" *Financial Analysts Journal*, March 1997, p.p. 37-46.

Ο Edward O'Neil στη μελέτη του αυτή απάντησε στο ερώτημα σχετικά με το πώς ένας επενδυτής μπορεί να επιτύχει καλύτερη διαφοροποίηση στο χαρτοφυλάκιο του, αν έχει περισσότερα του ενός Αμοιβαία Κεφάλαια. Για να απαντήσει στο ερώτημά του αυτό χρησιμοποίησε τη μέθοδο simulation analysis, με τις εξής υποθέσεις: α) ότι τα Αμοιβαία Κεφάλαια που έχει στο χαρτοφυλάκιο του ένας επενδυτής καλύπτουν τις ανάγκες του (σχέση απόδοσης-κινδύνου) και ότι διακρατά τα Αμοιβαία Κεφάλαια καθ' όλη την εξεταζόμενη διάρκεια.

Το μοντέλο που χρησιμοποίησε είχε τρεις μεταβλητές, το αντικείμενο των Α/Κ, εάν δηλαδή είναι αναπτυξιακά ή μικτά, το χρονικό διάστημα διακράτησής τους και τον αριθμό των Α/Κ στο χαρτοφυλάκιο.

Ο O'Neil ισχυρίστηκε ότι οι επενδυτές συνήθως χρησιμοποιούν τα Αμοιβαία Κεφάλαια σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα κυρίως για την κάλυψη των αναγκών τους (συνταξιοδότηση, εκπαίδευση, κ.λπ.) και την επίτευξη των μακροπρόθεσμων στόχων τους. Για τους επενδυτές αυτούς, ο συνολικός κίνδυνος που μετριέται με την τυπική απόκλιση (standard deviation) είναι λιγότερο σημαντικός από την μεταβολή του πλούτου τους στο τέλος της περιόδου. Στην μελέτη του λοιπόν υπολόγισε τον κίνδυνο με έναν εναλλακτικό τρόπο υπολογισμού του κινδύνου, που είχε προτείνει ο Radcliffe

(1994), τον Terminal Wealth Standard Deviation, δηλαδή τον συνολικό κίνδυνο στο τέλος του χρόνου διακράτησης, για κάθε επενδυτή.

9.5 Brown S.J., Goetzmann W.N. and Liang B. (2004), “Fees on fees on funds of funds”, Yale ICF working paper.

Στην μελέτη τους αυτή οι ερευνητές μελέτησαν τις αποδόσεις των Fund of Hedge Funds και τη συσχέτιση αυτών με τις διάφορες αμοιβές και τα έξοδα των επενδύσεων σε αυτά, αναλύοντας τη δομή και τη λειτουργία των αμοιβών αυτών (αμοιβές και έξοδα διαχείρισης και αμοιβές κινήτρων).

Μολονότι ο θεσμός των Hedge Funds τα τελευταία χρόνια σε παγκόσμιο επίπεδο αναπτύσσεται ραγδαία, η μορφή αυτή επένδυσης είναι απρόσιτη για τους ιδιώτες επενδυτές αλλά ακόμα και για τους θεσμικούς επενδυτές, κυρίως λόγω των πολύ υψηλών αμοιβών διαχείρισης και το ιδιαίτερο καθεστώς προμηθειών τους αλλά και το πολύ υψηλό κατώτατο όριο επένδυση που έχουν, το γεγονός, ότι πολλά Hedge Funds είναι κλειστού τύπου και δεν μπορούν να επενδυθούν νέα κεφάλαια, ενώ και τα τελευταία τρία χρόνια παρά την άνοδο των διεθνών αγορών και τις υψηλές αποδόσεις των άλλων μορφών επενδύσεων, οι αποδόσεις των Hedge Funds είναι σχετικά μικρές.

Ένας άλλος λόγος για τον οποίο τα Hedge Funds δεν αποτελούν ιδιαίτερα αρεστή μορφή επένδυσης στο ευρύ επενδυτικό κοινό (Θεσμικούς επενδυτές και Ιδιώτες) είναι το γεγονός ότι δεν υποχρεούνται να εκδίδουν πληροφορίες σχετικά με τη θέση τους, τη διάρθρωση των επενδυσμένων κεφαλαίων αλλά και με τις στρατηγικές που χρησιμοποιούν οι διαχειριστές.

9.6 Γεωργίου Κ. Αϊβαλή (2004), “Funds of funds: Εμπειρική μελέτη προσομοίωσης”, Πανεπιστήμιο Πειραιώς.

Σε αυτήν την εργασία παρουσιάζεται η επίδραση της διαφοροποίησης στο πλαίσιο των μέσων αποδόσεων και τυπικών αποκλίσεων, της κύρτωσης και της

ασυμμετρίας, σε Fund of Funds χαρτοφυλάκια που προσομοιώθηκαν χρησιμοποιώντας ένα δείγμα μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων. Τα αποτελέσματα από την προσομοίωση έδειξαν ότι η αύξηση του αριθμού των αμοιβαίων κεφαλαίων οδηγεί σε μείωση του κινδύνου, ενώ οι μέσες μηνιαίες αποδόσεις παρέμειναν σταθερές.

Η μελέτη αυτή έδειξε ότι η κατασκευή ενός Fund of Funds βασισμένο στα Αμοιβαία Κεφάλαια με τις καλύτερες παρελθούσες αποδόσεις επιτυγχάνει τις υψηλότερες αποδόσεις και την καλύτερη επίδοση από άποψη κινδύνου σε σχέση με τις υπόλοιπες στρατηγικές που ακολουθήθηκαν.

Σε όλες τις στρατηγικές που χρησιμοποίησε για την κατασκευή των Fund of Funds η μεγαλύτερη ωφέλεια από την διαφοροποίηση προέκυπτε όταν περιλαμβάνονταν από 4 έως 8 Αμοιβαία Κεφάλαια.

9.7 *Alessandro Carretta and Gianluca Mattarocci (November 2005), "Funds of Funds portfolio composition and its impact on performance: evidence from the Italian market", University of Rome "Tor Vergata"*

Η μελέτη αυτή αναλύει την ιταλική αγορά FoF και αξιολογεί εάν η απόδοση που πραγματοποιείται επηρεάζεται είτε από τη στρατηγική διαφοροποίησης είτε από τον αριθμό των αμοιβαίων κεφαλαίων που περιλαμβάνεται στο χαρτοφυλάκιο. Η ανάλυση καταδεικνύει ότι οι καλύτεροι διαχειριστές FoF είναι εκείνοι που ενδιαφέρονται λιγότερο σε γεωγραφική ή κλαδική διαφοροποίηση. Επίσης κάνει αναφορά στις σημαντικές διαφορές που υπάρχουν στα κριτήρια επιλογής και στους περιορισμούς που εφαρμόζονται για την επιλογή των κεφαλαίων.

Σύμφωνα με την μελέτη για την αξιολόγηση των χαρακτηριστικών των αμοιβαίων κεφαλαίων και την τελική επιλογή αυτών που θα συμπεριλαμβάνονται σε ένα FoF πρέπει να λαμβάνεται κυρίως υπόψη η σχέση απόδοσης κινδύνου που αυτά εκφράζουν. Η συνηθισμένη διαφοροποίηση που λαμβάνει υπόψη γεωγραφικά ή κλαδικά χαρακτηριστικά δεν φαίνεται να είναι χρήσιμη να προσδιορίσει τις καλύτερες ευκαιρίες επένδυσης.

Οι σχετικές πτυχές στην επιλογή FoFs είναι ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων που περιλαμβάνεται στο χαρτοφυλάκιο, της στρατηγικής επιλογής που υιοθετείται καθώς και των περιορισμών που υπάρχουν για την επιλογή των αμοιβαίων κεφαλαίων. Τα καλύτερα αποτελέσματα σύμφωνα με την μελέτη επιτυγχάνονται από τα FoFs που δεν έχουν πολύ μεγάλο αριθμό A/K στο χαρτοφυλάκιο τους και από αυτά που δεν είναι υποχρεωμένα να επενδύσουν στα A/K που εκδίδονται από τις ίδια εταιρεία επένδυσης κεφαλαίων με αυτήν του FoF.

Η μελέτη έδειξε ότι τα κριτήρια που χρησιμοποιούνται για την κατασκευή χαρτοφυλακίων είναι ένας πολύ σημαντικός παράγοντας που εμπεριέχει σοβαρές επιπτώσεις στα αποτελέσματα που επιτυγχάνονται από τους διαχειριστές των FoF και η εμπειρική ανάλυση καθιστά σαφές ότι όσο περισσότεροι πόροι επενδύονται για την επιλογή των A/K τόσο υψηλότερα αποτελέσματα επιτυγχάνουν.

10. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΗΣ ΕΝΟΣ FUND OF FUND

Όπως αναφέραμε σε προηγούμενη ενότητα η ΑΕΔΑΚ είναι αυτή που σχεδιάζει και διαχειρίζεται τα Αμοιβαία Κεφάλαια. Η διαδικασία που πρέπει να ακολουθηθεί για την κατασκευή ενός Fund of Funds δίνεται από τις απαντήσεις των παρακάτω ερωτημάτων:

- α) Σε ποια κατηγορία θα ανήκει το FoF (ομολογιακό, μετοχικό, μικτό);
- β) Από ποιους Διεθνείς Οίκους θα επιλεγθούν Α/Κ για το καλάθι του FoF;
- γ) Πως και κάθε πότε θα γίνεται παρακολούθηση και αναδιάρθρωση στο χαρτοφυλάκιο του FoF;

10.1 Κατηγορία FoF

Το πρώτο πράγμα που έχει να κάνει η ΑΕΔΑΚ που θα κατασκευάσει ένα FoF είναι να προσδιορίσει την κατηγορία που θέλει να ανήκει. Κάνοντας ανάλυση των διεθνών οικονομικών εξελίξεων και των αναγκών της αγοράς στην οποία θέλει να διαθέσει εντοπίζει το μερίδιο των επενδυτών που θέλει να προσελκύσει και αποφασίζει την κατηγορία του FoF που θα πρέπει να κατασκευάσει. Απώτερος στόχος της τελικής επιλογής είναι να ανταποκρίνεται όχι μόνο στις ανάγκες αυτές αλλά να αποτελεί ταυτόχρονα και κομμάτι της εταιρικής της στρατηγικής.

10.2 Επιλογή Διεθνών Οίκων

Για την εξαγωγή των Διεθνών Οίκων που θα απευθυνθεί η εκάστοτε ΑΕΔΑΚ για την εύρεση των Α/Κ που θα απαρτίζουν το καλάθι του FoF λαμβάνονται υπόψη τα χαρακτηριστικά του κάθε οίκου καθώς και κάποια ποιοτικά και ποσοτικά κριτήρια.

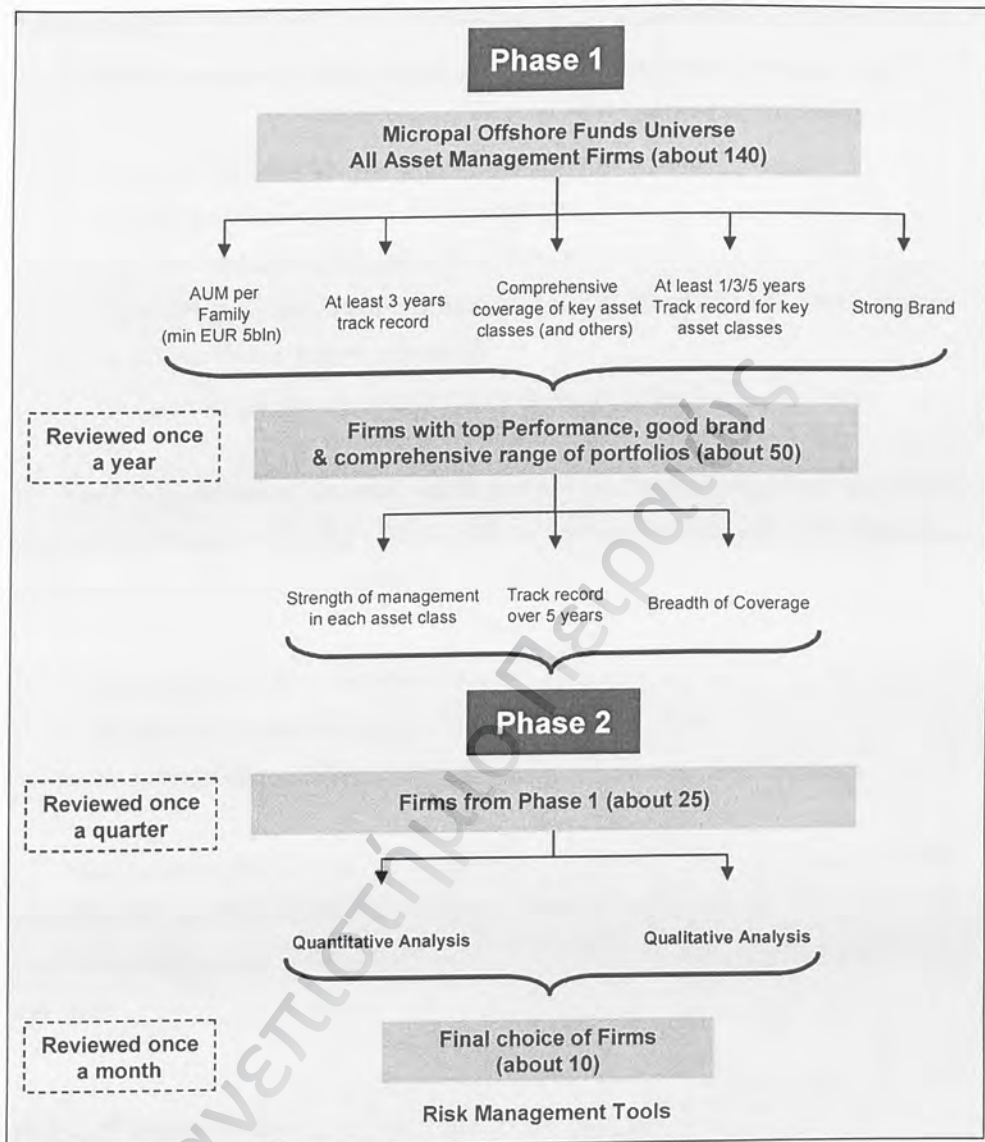
α) Χαρακτηριστικά Οίκων: Αναλόγως την γεωγραφική διασπορά που θέλεις να έχει το χαρτοφυλάκιο Α/Κ του FoF μπορείς να επιλέξεις μεταξύ διαφορετικών διεθνών οίκων. Αν και συνήθως ο κάθε οίκος διαθέτει εκατοντάδες αμοιβαία που επενδύουν παγκοσμίως γνωρίζεις ότι κάποιοι οίκοι διακρίνονται για κάποιες

συγκεκριμένες αγορές. Για παράδειγμα αν θέλεις το FoF να επενδύει σε αγορές της Ασίας γνωρίζεις ότι η Invesco που είναι ένας παγκοσμίως αναγνωρισμένος οίκος έχει μεγάλη γνώση της Ασιατικής αγοράς ή για παράδειγμα η Legg Mason που ασχολείται κυρίως στις αγορές των ΗΠΑ κλπ. Ένα άλλο χαρακτηριστικό που λαμβάνεται υπόψη είναι τα αξιόγραφα ή αλλιώς του τίτλους που θέλεις να επενδύουν. Αν για παράδειγμα θέλεις το FoF που πας να κατασκευάσεις να επενδύει σε A/K που επενδύουν σε εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης σε συγκεκριμένες αγορές θα πρέπει να απευθυνθείς σε συγκεκριμένους διεθνείς οίκους που να έχουν τέτοιου είδους αμοιβαία.

β) Ποιοτικά κριτήρια: Ως ποιοτικά κριτήρια για την επιλογή ενός Διεθνούς Οίκου θεωρούνται η δομή, το μέγεθος και η σταθερότητα του οργανισμού. Να απασχολεί έμπειρους διαχειριστές με ικανότητα σε αυτό που κάνουν. Να υπάρχει συνέπεια στην επενδυτική τους φιλοσοφία και να μην ενεργούν ερασιτεχνικά. Τέλος αν έχουν πιστοποιήσεις από διεθνείς οίκους αξιολόγησης όπως S&P και Morningstar θεωρούνται βασικό ποιοτικό στοιχείο για την επιλογή ενός οίκου.

γ) Ποσοτικά κριτήρια: Ως ποσοτικά κριτήρια θεωρούνται η ιστορικότητα των αποδόσεων, το ύψος των διαχειριζομένων κεφαλαίων καθώς και το αν υπάρχει μια σταθερότητα στην αύξηση των καθαρών εισροών των υπό διαχείριση κεφαλαίων.

Η επιλογή των κατάλληλων Διεθνών Οίκων αποτελεί και το πιο σημαντικό σημείο για την κατασκευή ενός FoF. Για τον λόγο αυτό γίνεται σε δύο φάσεις (Εικόνα 10.1). Στην πρώτη φάση γίνεται επιλογή μέσα από το σύνολο των διεθνών οίκων (περίπου 140 μεγάλοι οίκοι σήμερα) σε παγκόσμιο επίπεδο αυτών που καλύπτουν κάποια βασικά χαρακτηριστικά και που θεωρούνται ως κατάλληλοι υποψήφιοι για την επιλογή των A/K τους στο καλάθι του FoF. Στην δεύτερη φάση γίνεται η τελική επιλογή των A/K που θα προστεθούν στο καλάθι του FoF.



Εικόνα 11.1: Διαδικασία επιλογής Διεθνών Οίκων

10.2.1 1^η Φάση: Επιλογή Υποψήφιων Οίκων

Στην πρώτη φάση η επιλογή των υποψήφιων οίκων περνάει μέσα από δύο επίπεδα. Στο πρώτο ξεχωρίζεις αυτούς που καλύπτουν τα βασικά χαρακτηριστικά και στο δεύτερο εξετάζοντας τους πιο αναλυτικά καταλήγεις σε αυτούς που πιστεύεις ότι

καλύπτουν τις προϋποθέσεις για την τελική επιλογή των A/K που ακολουθεί στην δεύτερη φάση.

Ως βασικά χαρακτηριστικά για την επιλογή στο πρώτο επίπεδο θεωρούνται:

- Να έχουν ισχυρό σήμα και αναγνωρισμένο στην αγορά
- Να έχουν αρκετά Assets Under Management
- Να έχουν τουλάχιστον 3 χρόνια ιστορικότητα
- Να καλύπτουν τουλάχιστον τα key asset classes (π.χ αν το FoF είναι μετοχικό τα A/K να είναι και αυτά μετοχικά)
- Να έχουν μικρό φορολογική συντελεστή για τους θεσμικούς επενδυτές

Αφού ξεχωρίσουν οι οίκοι που καλύπτουν τα βασικά χαρακτηριστικά (ας πούμε γύρω στους 50 από τους 140) γίνεται μετά σε δεύτερο επίπεδο ένα «φιλτράρισμα» εξετάζοντας τους πιο προσεκτικά ως προς:

- Την διαχείριση του κάθε asset class
- Να έχουν τουλάχιστον 5 χρόνια ιστορικότητα
- Να υπάρχει εύρος κάλυψης των Key assets

Αφού ολοκληρώσεις όλα τα παραπάνω καταλήγεις με τους οίκους που θα χρησιμοποιείς και θα εναλλάσσεις (ας πούμε περίπου 25) για την επιλογή των A/K που θα περιέχονται στο καλάθι του FoF. Εδώ τελειώνει και η πρώτη φάση επιλογής των οίκων.

10.2.2 2^η Φάση: Τελική Επιλογή Οίκων για το FoF

Στην δεύτερη φάση πρέπει να επιλέξεις μέσα από τους 25 οίκους που έχεις καταλήξει στην πρώτη φάση που θα χρησιμοποιήσεις τελικά για το καλάθι του FoF. Για την τελική επιλογή πρέπει να γίνει πιο προσεκτική ποιοτική και ποσοτική ανάλυση.

ΠΟΣΟΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ: Στην ποσοτική ανάλυση θα πρέπει να ληφθούν υπόψη τρία βασικά κριτήρια όπως οι παρελθούσες αποδόσεις, τα έξοδα του κάθε A/K καθώς και το ύψος των ενεργητικών τους:

1) Αποδόσεις του A/K

Λαμβάνονται υπόψη οι αποδόσεις του Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε σχέση με το benchmark σε 1/3/5 έτη ιστορικότητας.

2) Total Expense Ratio (TER)

Λαμβάνεται υπόψη το TER του κάθε A/K. Ο δείκτης αυτός μετράει τα συνολικά έξοδα που συνδέονται με την διαχείριση και λειτουργία ενός A/K. Το TER μετριέται ως ποσοστό και ισούται με το συνολικό κόστος του αμοιβαίου δια το ενεργητικό του. Όσο πιο μικρό είναι το TER του κάθε A/K τόσο πιο μικρό θα είναι και το κόστος συμμετοχής του κάθε επενδυτή στο FoF (ή μεγαλύτερο το περιθώριο κέρδους του κατασκευαστή του FoF).

3) AUM

Λαμβάνεται υπόψη το ύψος των κεφαλαίων που διαχειρίζονται οι Funds Managers καθώς και τις κατηγορίες στις οποίες αυτά ανήκουν (μετοχές, ομόλογα, υψηλής-χαμηλής κεφαλαιοποίησης, κλπ).

ΠΟΙΟΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ: Στη ποιοτική ανάλυση θα πρέπει να ληφθούν υπόψη ως βασικά κριτήρια:

1) Η επενδυτική φιλοσοφία και το στυλ του διαχειριστή

Δίνεται ιδιαίτερο ενδιαφέρον στο στυλ επένδυσης και διαχείρισης κεφαλαίων των διαχειριστών των A/K καθώς επηρεάζει σημαντικά τις αποδόσεις που στο τέλος θα απορροφήσει το FoF. Ο διαχειριστής θα πρέπει να είναι ικανός να καθορίσει το "καλύτερο" ύψος επένδυσης, προβλέποντας ποιο ύψος ταιριάζει καλύτερα στο τρέχον επενδυτικό περιβάλλον. (Γίνεται μεγαλύτερη αναφορά σε επόμενο κεφάλαιο).

2) Η ερευνητική ικανότητα

Ο διαχειριστής θα πρέπει να έχει την ικανότητα να εντοπίζει πιθανά προβλήματα ή θετικές εξελίξεις σε εταιρίες που έχει επιλέξει στο χαρτοφυλάκιο του.

3) Η εμπειρία των διαχειριστών καθώς και τα κίνητρα που έχουν

Οι διαχειριστές να έχουν τουλάχιστον προϋπηρεσία πέντε ετών σε Αμοιβαία Κεφάλαια σε διεθνής αναγνωρισμένες οίκους. Να υπάρχει μία πολιτική παροχής κινήτρων στους διαχειριστές από τον οίκο που εργάζονται ώστε να προσφέρουν μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα και αποφυγή προσωπικών κερδοσκοπικών ενεργειών.

4) Η δομή του κάθε οργανισμού, η διαδικασία λήψης αποφάσεων και διαχείρισης κινδύνου

5) Η βάση πελατών

Δίνεται ιδιαίτερη σημασία στην βάση πελατών που έχει οργανισμός καθώς και στη στρατηγική διανομής (τα κανάλια πώλησης των Α/Κ). Για παράδειγμα:

- σε ποιες χώρες πουλάνε τα Α/Κ; στην Γερμανία ή στο Κουρδιστάν;
- σε ποιες τράπεζες; στην Eurobank ή στον συνεταιρισμό Κρήτης;

6) Η ταχύτητα και η αξιοπιστία από το Back Office του Οργανισμού

7) Η ελαστικότητα σχετικά με την τοποθέτηση

Να μπορείς για παράδειγμα και απογευματινές ώρες να αλλάζεις την τοποθέτηση του FoF στο συγκεκριμένο Α/Κ

8) Η συνεχής ενημέρωση του “ιδιοκτήτη” του FoF

Να γίνεται συνεχής ενημέρωση της εταιρίας που έχει κατασκευάσει το FoF από τους διαχειριστές των Αμοιβαίων που το απαρτίζουν. Αυτές θα πρέπει να περιέχουν πληροφορίες σχετικά με την πορεία του Α/Κ καθώς και τις αιτίες που πιθανόν να οδηγήσουν σε αναδιάρθρωση του χαρτοφυλακίου του.

9) Το marketing support

10) Το Νομικό Πλαίσιο

Θα πρέπει να καλύπτεται η δομή του Α/Κ από το ελληνικό νομικό πλαίσιο.

Αφού ολοκληρωθεί η ανάλυση των ποσοτικών και ποιοτικών κριτηρίων αποφασίζεται και η τελική επιλογή των διεθνών οίκων που θα χρησιμοποιηθούν για το καλάθι του FoF.

10.3 Παρακολούθηση και αναδιάρθρωση του FoF χαρτοφυλακίου

Η όλη διαδικασία της επιλογής των οίκων δεν είναι “one time shop”. Για να προσφέρεις την βέλτιστη δυνατή διαχείριση στο FoF (κάτι που πληρώνεται παραπάνω από τους επενδυτές στην τιμή του μεριδίου) θα πρέπει σε τακτά χρονικά διαστήματα να κάνεις έλεγχο και αναθεώρηση των οίκων που έχεις επιλέξει. Μερικά παραδείγματα που μπορεί να οδηγήσουν στην αφαίρεση ενός Α/Κ από το καλάθι του FoF είναι:

Αλλαγή στην δομή του Ξένου Οίκου όπου το Α/Κ ανήκει. Έστω ότι αλλάζει ο manager του οίκου ή γίνεται επανασχεδιασμός της οργανωτικής δομής με αποτέλεσμα να αλλάζει τον βασικό τρόπο λειτουργίας των Α/Κ.

Αποχώρηση ανθρώπων. Έστω ότι ένα από τα βασικά μέλη της ομάδας που διαχειρίζεται το χαρτοφυλάκιο του Α/Κ αποχωρεί.

Lack of Asset Allocation. Ο διαχειριστής του Α/Κ μπορεί να αρχίσει να ξοδεύει περισσότερο χρόνο στην διαφήμιση και στην προώθηση του Α/Κ και λιγότερο στην διαχείριση του χαρτοφυλακίου του.

Αλλαγή στο στυλ του διαχειριστή. Για παράδειγμα μπορεί ένας πετυχημένος διαχειριστής σε εταιρίες μικρής κεφαλοποίησης να αποκτήσει ξαφνικά πολλά κεφάλαια στο ενεργητικό του για διαχείριση και να αρχίσει να τοποθετείται σε εταιρίες υψηλής κεφαλαιοποίησης που είναι έξω από τον τομέα αρμοδιότητάς του.

Προσδοκίες. Τα αποτελέσματα του διαχειριστή του Α/Κ σχετικά με την απόδοση ή και τον κίνδυνο να μην αντικατροπίζουν τις αρχικές προσδοκίες του διαχειριστή του FoF.

Τα παραπάνω παραδείγματα είναι μερικά από τα βασικά που θα πρέπει να διατηρούν τους διαχειριστές των FoF σε συνεχή επαγρύπνηση κάνοντας διαρκείς ελέγχους στα Α/Κ που συμμετέχουν. Η περιοδικότητα παρακολούθησης αυτών (Εικόνα 11.1) θα πρέπει κατελάχιστον να είναι:

α) Στους οίκους που κατέχουν τα αμοιβαία του FoF θα πρέπει τουλάχιστον μία φορά το μήνα να παρακολουθούνται τα ποσοτικά και ποιοτικά κριτήρια.

β) Στους οίκους που έχουν διαλεχτεί ως εναλλακτικές επιλογές για αντικατάσταση ενός αμοιβαίου θα πρέπει να παρακολουθούνται μία φορά το τρίμηνο

γ) και το σύνολο των οίκων σε παγκόσμιο επίπεδο θα πρέπει να επανεξετάζονται σε ετήσια βάση.

Ακαδημαϊκές μελέτες έχουν δείξει ότι πάνω από το 90% της μεταβλητότητας στην απόδοση μπορεί να αποδοθεί στην επιλογή των αξιογράφων. Άρα για να έχεις καλό asset allocation θα πρέπει να έχεις και καλό funds allocation (Εικόνα 11.2).

Η σημασία του Asset Allocation στις συνολικές Αποδόσεις των χαρτοφυλακίων



Εικόνα 11.2: Η σημασία του asset allocation

Πηγή: Financial Analysts Journal, BGP, Brinson, Singer & Beebower, June 1991

10.4 Εναλλακτικές Στρατηγικές / Στυλ Επιλογής Α/Κ για τα FoF's

Μερικοί διαχειριστές FoF πολλές φορές χρησιμοποιούν εναλλακτικές στρατηγικές αυστηρά συνδεδεμένες με συγκεκριμένα κριτήρια για την επιλογή των Α/Κ. Αυτές θα μπορούσαν να κατηγοριοποιηθούν σε τρεις κύριες στρατηγικές: η “αφελής” προσέγγιση (**naive approach**), η ανάλυση των προηγούμενων αποδόσεων (**past performance analysis**) και η προσέγγιση ύφους ή αλλιώς στυλ των διαχειριστών (**style approach**).

1) Η “αφελής” προσέγγιση (**naive approach**), υποθέτει ότι όλες οι διαφορετικές ευκαιρίες επένδυσης έχουν την ίδια τάση και η επιλογή επένδυσης δεν παρέχει πρόσθετες αποδόσεις. Οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων που υιοθετούν τέτοιου είδους στρατηγική δεν αναλύουν τις διαφορετικές ευκαιρίες επένδυσης και ενδιαφέρονται μόνο για την επιλογή του σωστού αριθμού Α/Κ που θα πρέπει να συμπεριλάβουν στο χαρτοφυλάκιο. Αυτή η προσέγγιση θα μπορούσε να είναι αποδεκτή εάν ο διαχειριστής του FoF υποθέτει ότι τα αποτελέσματα που επιτυγχάνονται από τους διαχειριστές των Α/Κ είναι ανεξάρτητα από τις ικανότητές τους και έτσι μια τυχαία επιλογή αντιπροσωπεύει την καλύτερη λύση για να ελαχιστοποιήσει τον αντίκτυπο των απρόβλεπτων γεγονότων που θα μπορούσαν να προκαλέσουν μια αρνητική απόδοση στα αμοιβαία κεφάλαια που διαχειρίζονται.

2) Η επιλογή των Α/Κ λαμβάνοντας υπόψη την ανάλυση των προηγούμενων αποδόσεων (**past performance analysis**) έχει χρησιμοποιηθεί από πολλούς διαχειριστές FoF. Με αυτή την προσέγγιση αναλύουν τις ιστορικές αποδόσεις των διαχειριστών των υποψήφιων Α/Κ σε σχέση με τον κίνδυνο που λαμβάνουν και προσπαθούν να εντοπίσουν του καλύτερους διαχειριστές όσον αφορά την ενεργή διαχείριση των Α/Κ.

3) Με την προσέγγιση συγκεκριμένου ύφους ή στυλ (**style approach**), η επιλογή των αμοιβαίων κεφαλαίων από τον FoF manager βασίζεται στο στυλ που υιοθετείται από το διαχειριστή του κάθε Α/Κ. Οι εμπειρικές μελέτες έχουν δείξει ότι οι διαχειριστές που υιοθετούν το ίδιο στυλ επένδυσης επιτυγχάνουν αποτελέσματα που συσχετίζονται ιδιαίτερα μεταξύ τους. Όταν ο διαχειριστής ενός FoF εξετάζει το στυλ

ενός διαχειριστή έχει να επιλέξει μεταξύ τεσσάρων κατηγοριών: growth, value, income και core.

Οι growth διαχειριστές, όπως το όνομα υπονοεί, ψάχνουν για τα ανερχόμενα αστέρια. Ενδιαφέρονται για την τοποθέτηση των κεφαλαίων του A/K που διαχειρίζονται σε επιχειρήσεις που έχουν υψηλές δυνατότητες για κερδοσκοπική ανάπτυξη. Οι growth διαχειριστές είναι πρόθυμοι να στοιχηματίσουν σε νέες επιχειρήσεις που είναι υποσχόμενες να γίνουν ηγέτες στη βιομηχανία τους.

Οι value διαχειριστές ψάχνουν για αξιόγραφα που η αγορά έχει αγνοήσει. Για παράδειγμα, η χαμηλή αξία μιας μετοχής δεν σημαίνει φτηνή μετοχή, αλλά υποτιμημένη σχετικά με την αξία της επιχείρησης. Αυτές είναι μετοχές που η αγορά έχει αγνοήσει ενώ κυνηγούσε κάποιες άλλες γοητευτικές επενδύσεις. Φυσικά, χρησιμοποιώντας αυτή τη προσέγγιση θα πρέπει ο διαχειριστής να έχει μελετήσει τόσο προσεκτικά την μετοχή που να πιστεύει ότι η χαμηλή τιμή της οφείλεται κυρίως στην παραμέληση ή απροσεξία της αγοράς, έχοντας παράλληλα προσδοκίες ότι στο μέλλον η αγορά θα αναγνωρίσει την αξία της επιχείρησης και ότι θα ανέβει η τιμή της μετοχής στην αξία που πραγματικά την αντικατοπτρίζει.

Οι διαχειριστές income (εισοδήματος) χρησιμοποιούν την απλούστερη όλων των φιλοσοφιών καθώς και την πιο συντηρητική στρατηγική. Ως βασικό τους κίνητρο είναι το εισόδημα και στοχεύουν σε εταιρείες που πληρώνουν υψηλά και σταθερά μερίσματα.

Τέλος υπάρχει το core στυλ ή αλλιώς στυλ αδιαφορίας. Οι διαχειριστές που το επιλέγουν, στην προσπάθειά τους να επιτύχουν καλύτερα από όλους τους άλλους στην αγορά, αδιαφορούν να υιοθετήσουν κάποιο συγκεκριμένο ύφος ή στυλ διαχείρισης. Οι συγκεκριμένοι διαχειριστές στηρίζονται σε έναν αριθμό ταλαντούχων αναλυτών που προσπαθούν διαρκώς να επιλέξουν εκείνα τα μεμονωμένα αξιόγραφα που θεωρούν ότι θα αποδώσουν καλύτερα από τον μέσο όρο της αγοράς, χωρίς να παίζει κανένα ρόλο αν τα επιλεγμένα αξιόγραφα είναι χαρακτηρισμένα ως value, growth, κλπ.

Gore Vidal, US author, BT Financial Group

Τα Α/Κ που έχουν ένα συγκεκριμένο στυλ διαχείρισης συμπεριφέρονται συχνά διαφορετικά κατά τη διάρκεια ενός οικονομικού κύκλου. Παραδείγματος χάριν, οι διαχειριστές growth απέδωσαν γενικά καλύτερα από ότι οι value διαχειριστές την περίοδο 1996 έως το 2000, εντούτοις, από τότε, οι value διαχειριστές έχουν πάει τρομερά καλύτερα από ότι οι growth. Επιλέγοντας διαχειριστές που κατέχουν διαφορετικό στυλ (growth, value, income και core) προσφέρει στον διαχειριστή του FoF μεγαλύτερη διαφοροποίηση σε όλη τη διάρκεια του οικονομικού κύκλου.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ FOF

Η έννοια της διαφοροποίησης χαρτοφυλακίων είναι ένα βασικό ζήτημα για τους επενδυτές, αλλά δεν είναι τόσο απλό όπως κάποιος μπορεί να σκεφτεί. Έχοντας κάνει μεγάλη διαφοροποίηση σε ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών μειώνει τις πιθανότητες των υπεραποδόσεων σχεδόν στο μηδέν. Από τη άλλη, με λίγη διαφοροποίηση, ο επενδυτής θα αναλάβει περιττούς κινδύνους για τους οποίους πιθανόν δεν θα υπάρξει καμία ανταμοιβή. Ο βέλτιστος βαθμός διαφοροποίησης στην περίπτωση των Fund of Funds βρίσκεται κάπου μεταξύ της μικρής και της μεγάλης διαφοροποίησης.

Ο βέλτιστος βαθμός διαφοροποίησης χαρτοφυλακίων είναι ένα σημαντικό ζήτημα για τους επενδυτές. Για τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια, η συνήθης απάντηση (μετά από πολλές εμπειρικές μελέτες) είναι ότι με 20 μετοχικούς τίτλους, ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου είναι πολύ κοντά στον κίνδυνο αγοράς. Η προσθήκη περισσότερων μετοχών δεν ενισχύει ουσιαστικά τη διαφοροποίηση ενός χαρτοφυλακίου. Στην πράξη όμως, οι περισσότεροι διαχειριστές χαρτοφυλακίων, ειδικά εκείνοι που ασχολούνται πολύ με την σύγκριση του χαρτοφυλακίου τους με ένα συγκεκριμένο benchmark, τείνουν να συμπεριλάβουν πολλές περισσότερες μετοχές από τις 20 στα χαρτοφυλάκιά τους.

Όπως στα χαρτοφυλάκια χρηματιστηριακών τίτλων έτσι και στα χαρτοφυλάκια Fund of Funds όταν υπάρχει περιορισμένος αριθμός αμοιβαίων κεφαλαίων, τότε υπάρχει και ουσιαστικός κίνδυνος μειωμένης απόδοσης εφόσον ένα από τα αμοιβαία που έχουν επιλεγεί έχει σοβαρό πρόβλημα απόδοσης. Από την άλλη, εάν ο αριθμός των αμοιβαίων είναι πολύ μεγάλος, υπάρχει κίνδυνος της υπερ-διαφοροποίησης που οδηγεί σε μια αναμενόμενη απόδοση που συμφωνεί στην καλύτερη περίπτωση με την απόδοση της αγοράς.

Στο ζήτημα της βέλτιστης διαφοροποίησης των χαρτοφυλακίων fund-of-funds δεν έχει δοθεί πολλή προσοχή από την οικονομική βιβλιογραφία. Το 1997, ο Edward S.O'Neal υποστήριξε ότι τα οφέλη διαφοροποίησης από την ύπαρξη πολλαπλών αμοιβαίων κεφαλαίων σε ένα και μόνο χαρτοφυλάκιο έχουν πραγματική ισχύ.

Σύμφωνα με τον O'Neal, ο κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου που περιέχει μόνο τέσσερα επιθετικά υπεραξίας αμοιβαία κεφάλαια είναι μόνο μισός από τον κίνδυνο χαρτοφυλακίου με μόνο ένα επιθετικό αμοιβαίο κεφάλαιο. Η εμπειρική μελέτη του Γεωργίου Αϊβαλή το 2004 στο Πανεπιστήμιο Πειραιώς έδειξε ότι σε όλες τις στρατηγικές που χρησιμοποίησε για την κατασκευή των Fund of Funds η μεγαλύτερη ωφέλεια από την διαφοροποίηση προέκυπτε όταν περιλαμβάνονταν από 4 έως 8 Αμοιβαία Κεφάλαια. Ο David Louton, το 2005, κατέληξε στο συμπέρασμα ότι χρειάζονται από πέντε έως έξι αμοιβαία κεφάλαια για να μειωθεί η τυπική απόκλιση ενός FoF χαρτοφυλακίου, ανεξάρτητα από το στόχο των αμοιβαίων κεφαλαίων.

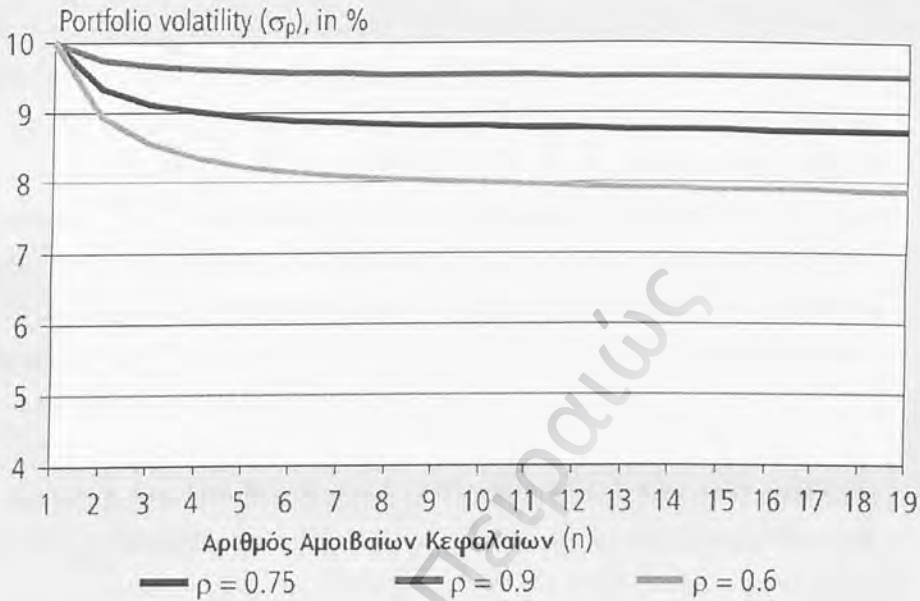
11.1 Correlation και Tracking Error

Οι παράγοντες που θα μπορούσαν να θεωρηθούν ως οι πιο σημαντικοί για τον προσδιορισμό του βέλτιστου αριθμού των αμοιβαίων κεφαλαίων σε ένα χαρτοφυλάκιο FoF έχουν ως εξής:

α) Όσο υψηλότερος είναι ο συσχετισμός μεταξύ των μεμονωμένων αμοιβαίων κεφαλαίων, τόσο λιγότερα αμοιβαία κεφάλαια θα πρέπει να περιληφθούν στο χαρτοφυλάκιο FoF

Εάν ο συσχετισμός (correlation) μεταξύ των μεμονωμένων αμοιβαίων κεφαλαίων του FoF είναι υψηλός, η μεταβλητότητα του χαρτοφυλακίου και το tracking error (σφάλμα παρακολούθησης) θα μειωθούν μόνο λίγο όταν ο αριθμός των Α/Κ αυξηθεί (Εικόνα 12.1), και τα οφέλη της διαφοροποίησης στο FoF χαρτοφυλάκιο θα είναι προφανώς περιορισμένα.

Η μεταβλητότητα των FoF χαρτοφυλακίων εξαρτάται από τον αριθμό των Α/Κ και την συσχέτισή τους



Εικόνα 12.1: Μεταβλητότητα των Α/Κ σε ένα FoF χαρτοφυλάκιο

Το **tracking error** (σφάλμα παρακολούθησης) είναι η διαφορά μεταξύ της συμπεριφοράς της απόδοσης ενός πραγματικού χαρτοφυλακίου (actual portfolio) και της συμπεριφοράς της απόδοσης ενός τεκμαρτού χαρτοφυλακίου (benchmark portfolio). Η ύπαρξη σφάλματος παρακολούθησης σημαίνει ότι η επιλεγείσα μέθοδος κάλυψης του κινδύνου δεν ήταν τόσο αποτελεσματική όσο ήταν η πρόθεση των σχεδιαστών της. Βασικά, μας δείχνει την απόδοση των πραγματικών χαρτοφυλακίων έναντι ενός benchmark ή ενός επιτοκίου απαλλαγμένου κινδύνου.

Ως σφάλμα παρακολούθησης, είναι η τετραγωνική ρίζα ενός χαρτοφυλακίου σχετικού κινδύνου που μπορεί να εκφραστεί με τον μαθηματικό τύπο:

$$TE = \frac{w'(a) * V * w(a)}{\sqrt{w'(a) * V * w(a)}}$$

Όπου: TE=Tracking Error,

$w(a)$ = active weights,

V =variance-covariance matrix of asset classes,

Εάν από την άλλη, ο συσχετισμός μεταξύ των μεμονωμένων αμοιβαίων του FoF είναι χαμηλός, η αύξηση του αριθμού τους μπορεί να μειώσει το tracking error του FoF χαρτοφυλακίου σημαντικά. Εντούτοις, η αύξηση του αριθμού των A/K στο FoF χαρτοφυλάκιο δεν θα πρέπει να είναι και πολύ μεγάλη, δεδομένου ότι από έναν ορισμένο αριθμό αμοιβαίων κεφαλαίων και μετά, η περαιτέρω διαφοροποίηση στα A/K θα μειώσει τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου μόνο οριακά, και η μεγάλη διαφοροποίηση μπορεί να διακινδυνεύσει τις πιθανότητες επίτευξης υπεραποδόσεων με το να τις σύρει κοντά στο δείκτη αγοράς.

Έστω ότι υπάρχουν n A/K στο χαρτοφυλάκιο fund-of-funds (όλα έχουν ίση στάθμιση $1/n$ στο FoF χαρτοφυλάκιο), και για την απλοποίηση, οι μεταβλητότητες των A/K υποτίθεται ότι είναι $\sigma = 10\%$ και ότι όλοι οι συντελεστές συσχέτισης μεταξύ των A/K υποτίθεται ότι είναι ρ , η μεταβλητότητα του χαρτοφυλακίου θα είναι:

$$\sigma_p = \frac{1}{n} \sqrt{n(1 + \rho(n-1))}$$

β) Όσο χαμηλότερο είναι το μέσο tracking error των αμοιβαίων κεφαλαίων σε παγκόσμιο επίπεδο, τόσο λιγότερα αμοιβαία κεφάλαια θα πρέπει να περιληφθούν σε ένα χαρτοφυλάκιο FoF για να επιτύχει σημαντικές υπεραποδόσεις.

Ένα σημαντικό outperformance (ή άλφα) ενός χαρτοφυλακίου FoF απαιτεί τα αμοιβαία κεφάλαια που συμπεριλαμβάνει να έχουν και αυτά υψηλό άλφα. Εκτός και αν το **information ratio** τους είναι εξαιρετικά υψηλό, τέτοια A/K θα είχαν ένα υψηλό tracking error. Παρόλη τη σημαντική πτώση στη μεταβλητότητα των μετοχών και στις σταθερού εισοδήματος επενδύσεις από το 2003 και μετά, τα tracking errors των αμοιβαίων κεφαλαίων έχουν μειωθεί σημαντικά (το μέσο tracking error των

αμερικάνικων μετοχικών offshore A/K έχει μειωθεί από 5,5% το 2000-2002 σε 2,5% το 2003-2005) και πλέον σήμερα υπάρχουν πολύ λίγα διαθέσιμα A/K με υψηλό tracking error από ότι παλιότερα. Κατά συνέπεια, στο σημερινό περιβάλλον με τα χαμηλά tracking errors, οι επενδυτές θα πρέπει να διατηρούν πιο «μικρά» χαρτοφυλάκια σε αριθμό A/K εάν έχουν ως βασικό στόχο το outperformance.

11.2 Ο βέλτιστος αριθμός A/K από την άποψη του κινδύνου...

Σύμφωνα με το άρθρο του Eric Tazé-Bernard (INVESCO Multimangement) ο κίνδυνος μειώνεται με το μέσο αριθμό A/K που υπάρχουν στο χαρτοφυλάκιο. Παρατήρησε ότι η μείωση του κινδύνου είναι πολύ σημαντική όταν προστίθεται ένα δεύτερο αμοιβαίο κεφάλαιο σε χαρτοφυλάκιο που έχει μόνο ένα A/K, και ακόμα μεγαλύτερη διαφορά φαίνεται όταν ο αριθμός των A/K στο χαρτοφυλάκιο αυξάνεται από δύο σε τρία. Τα οφέλη της πρόσθετης διαφοροποίησης αρχίζουν να μειώνονται όταν τα A/K στο χαρτοφυλάκιο του FoF αρχίζουν να ξεπερνάν τα έξι (6), και για ένα χαρτοφυλάκιο που αποτελείται από δέκα A/K ή περισσότερα, γίνονται σχεδόν αμελητέα. Κατά συνέπεια από την προοπτική του κινδύνου, σύμφωνα με την θεωρία, ο "βέλτιστος" αριθμός αμοιβαίων κεφαλαίων είναι κάπου μεταξύ τριών (3) ως ελάχιστο και δέκα (10) ως μέγιστο.

Στην περίπτωση των ευρωπαϊκών μετοχικών FoF μια καλή διαφοροποίηση θα μπορούσε να είναι από τέσσερα (4) έως (6) A/K καθώς η έννοια του στυλ διαχειριστών δεν έχει ακόμα υιοθετηθεί στην ευρωπαϊκή αγορά, και η διαφοροποίηση μεταξύ των A/K είναι περιορισμένη δεδομένου ότι οι περισσότεροι διαχειριστές A/K έχουν εφαρμόσει σχεδόν παρόμοιες στρατηγικές επένδυσης τα τελευταία χρόνια. Στην αντίπερα όχθη στις ΗΠΑ έξι A/K θα φαινόταν πιο κατάλληλα για την περίπτωση των FoF, καθώς εκεί προσφέρουν έναν πολύ διαφοροποιημένο κόσμο.

11.3 Ο βέλτιστος αριθμός Α/Κ από την άποψη της απόδοσης

Υπάρχει το ερώτημα στο κατά πόσο η διαφοροποίηση μεταξύ των Α/Κ, που παρέχει μεν τα αναμενόμενα οφέλη σχετικά με την μείωση του κινδύνου, παρακωλύει την δυνατότητα μεγαλύτερων αποδόσεων ενός χαρτοφυλακίου Α/Κ; Η απάντησή μας είναι ένα σαφές όχι. Τα αποτελέσματα από την προσομείωση στην εργασία του κ. Αϊβαλή (διπλωματική εργασία, 2004) έδειξαν ότι η αύξηση του αριθμού των Α/Κ σε ένα FoF δεν αλλάζει τις μέσες μηνιαίες αποδόσεις έστω και αν οδηγεί σε μείωση του κινδύνου.

Διάφορες πρόσφατες μελέτες (η πιο πρόσφατη από Kristof Agache και τον Knut Huys) έχουν δείξει ότι τα τελευταία χρόνια, τα Global και European μετοχικά Fund of Funds έχουν προσφέρει καλύτερες αποδόσεις από ότι τα Α/Κ από μόνα τους που χρησιμοποιήθηκαν στο χαρτοφυλάκιό τους.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

12.ΕΞΕΤΑΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ FUND OF FUNDS ΠΟΥ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΠΟΥΝΤΑΙ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Για την καλύτερη ανάλυση και πιο αποτελεσματική αξιολόγηση ενός Fund of Fund χρειάζονται τουλάχιστον τριών έως πέντε ετών δεδομένα. Η δυσκολία που αντιμετώπισε ο συγγραφέας, κάτι που πιθανώς να αντιμετωπίσουν και πολύ άλλοι προσπαθώντας να μελετήσουν τα Fund of Funds, είναι να αντλήσουν δεδομένα, όχι για τις αποδόσεις των επιμέρους Α/Κ που απαρτίζουν ένα FoF, αλλά για την στάθμιση που έχει το FoF σε αυτά τα Α/Κ σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Η κάθε ΑΕΔΑΚ που κατασκευάζει ένα FoF είναι υποχρεωμένη να δημοσιεύει την λίστα των Α/Κ που αυτό συμπεριλαμβάνει. Οι ακριβείς όμως κινήσεις και το στυλ των διαχειριστών σχετικά με το πότε, που και τι μέρος του χαρτοφυλακίου ενός FoF έγινε τοποθέτηση σε ένα Α/Κ δεν δημοσιεύεται πουθενά και αυτό είναι λογικό για λόγους ανταγωνισμού.

Η μεγάλη διασπορά που παρατηρείται στα χαρτοφυλάκια των Funds of Funds καθιστά δύσκολο έως αδύνατο να βρεις δύο FoF που να δραστηριοποιούνται ακριβώς στις ίδιες αγορές. Για παράδειγμα ένα FoF «Ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού» της Citibank μπορεί να επενδύει 70% σε Α/Κ στην Γαλλία, 20% στην Γερμανία, 5% στην Ιταλία και 5% στη Ισπανία. Ένα FoF με την ίδια ονομασία «Ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού» της Alpha Bank μπορεί να επενδύει 80% σε Α/Κ στην Γερμανία, 10% στην Γαλλία και 10% στην Ιταλία. Με άλλα λόγια μπορεί τα δύο FoF να έχουν την ίδια ονομασία για τον επενδυτή που πρέπει να επιλέξει, αλλά ουσιαστικά της Citibank να επηρεάζεται περισσότερο από την αγορά της Γαλλίας και της Alpha Bank περισσότερο από την αγορά της Γερμανίας. Βέβαια θα μπορούσαν τα Αμοιβαία Κεφάλαια που έχει επιλέξει η Alpha Bank για το καλάθι του FoF από στην Γερμανία να τοποθετούνται κατά πλείστον σε μετοχικούς τίτλους γαλλικών εταιρειών κάτι που καθιστά ακόμα πιο δύσκολο στο να προσεγγίσεις την ακριβή διάρθρωση του χαρτοφυλακίου ενός FoF. Σύμφωνα και με την μελέτη των Alessandro Carretta and Gianluca Mattarocci (από εξέταση βιβλιογραφίας) είναι αποτελεσματικότερο να αξιολογείς ένα Fund of Funds όχι με βάση την γεωγραφική ή κλαδική του διασπορά αλλά με βάση τις αποδόσεις του και τον κίνδυνο που αναλαμβάνει.

12.1 Αποδόσεις των FoFs

Όπως έχουμε ήδη αναφέρει μέχρι τώρα, η απόδοση ενός Fund of Funds εξαρτάται εξολοκλήρου από τα αμοιβαία κεφάλαια στα οποία τοποθετείται. Τα Αμοιβαία κεφάλαια υπόκεινται στην μεταβλητότητα των αγορών που αυτά δραστηριοποιούνται και, ανάλογα με τους τύπους Α/Κ που επιλέγονται σε ένα FoF, το FoF απολαμβάνει τις αποδόσεις καθώς και τους κινδύνους των αγορών των συγκεκριμένων Α/Κ.

Επειδή όπως έχουμε πει τα Fund of Funds άρχισαν να δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα από τον Μάιο του 2005 και μετά, έχει ως συνέπεια την έλλειψη του απαραίτητου αριθμού παρατηρήσεων για την ανάλυση και την εξαγωγή πιο αξιόπιστων συμπερασμάτων.

Για τον σκοπό της μελέτης έγινε επιλογή μόνο των Μετοχικών FoFs χρησιμοποιώντας 182 παρατηρήσεις αποδόσεων. Τα FoFs που χρησιμοποιήθηκαν είναι:

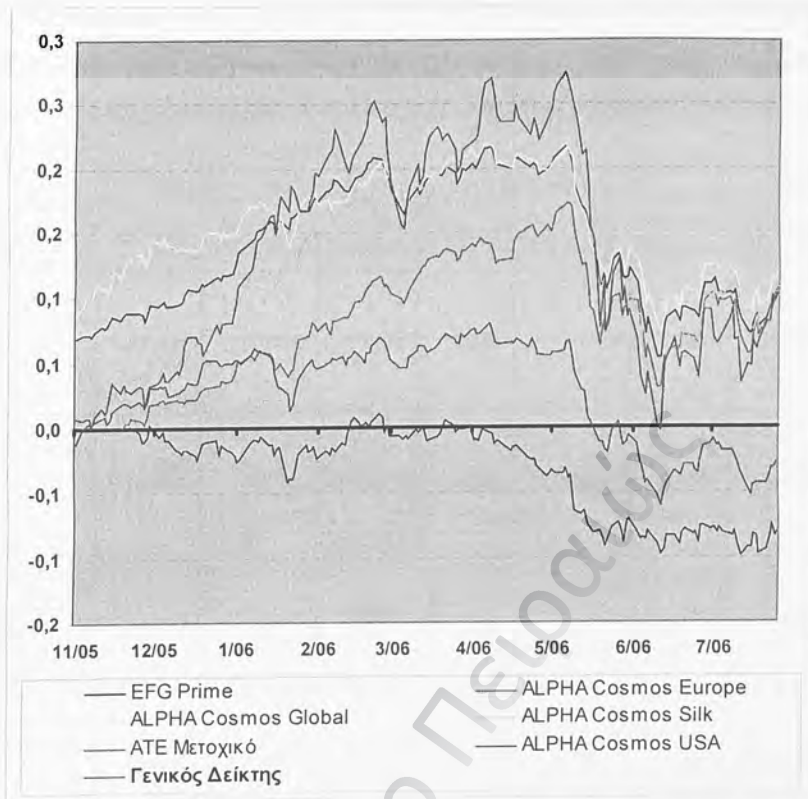
A/A	ΗΜ/ΝΙΑ ΕΝΑΡΞΗΣ	ΟΝΟΜΑΣΙΑ FUND OF FUNDS
1	25/5/2005	EUROBANK Prime Υπεραξίας Fund of Funds Μετοχικό
2	27/9/2005	ATE Μετοχικό Global Fund of Funds
3	4/11/2005	ALPHA Fund of Funds Cosmos Stars Europe Μετοχικό Εξωτερικού
4	26/10/2005	ALPHA Fund of Funds Cosmos Stars Silk Route Asia Μετοχικό Εξωτερικού
5	30/5/2005	ALPHA Fund of Funds Cosmos Stars Global Μετοχικό Εξωτερικού
6	4/11/2005	ALPHA Fund of Funds Cosmos Stars USA Μετοχικό Εξωτερικού

Έστω ότι υπάρχει μία εταιρία επενδύσεων broker που συνεργάζεται με το σύνολο των ελληνικών τραπεζών και έχει το δικαίωμα να πουλάει σε επενδυτές τα παραπάνω Αμοιβαία Κεφάλαια (FoFs). Ο απλός επενδυτής που θα προσέλθει στην συγκεκριμένη εταιρία και θα είναι διατεθειμένος να αναλάβει τον κίνδυνο τοποθέτησης σε μετοχικά FoF εξωτερικού θα έχει να επιλέξει μεταξύ των παραπάνω έξι αμοιβαίων τα οποία θα του παρουσιαστούν ως αμοιβαία ίδιας κατηγορίας.

Λαμβάνοντας υπόψη τις δυσκολίες που προαναφέραμε για τον προσδιορισμό της διάρθρωσης των χαρτοφυλακίων FoF καθίσταται επίσης δύσκολο να προσδιορίσουμε ένα μοναδικό benchmark ως μέτρο σύγκρισης και για τα έξι μετοχικά Funds of Funds. Λόγω του ότι τα εξεταζόμενα FoF είναι μετοχικού τύπου που προσδοκούν υψηλές αποδόσεις έχοντας υψηλό βαθμό κινδύνου θα χρησιμοποιήσουμε ως benchmark των Γενικό Δείκτη.

Γνωρίζουμε ότι τα αποτελέσματα που θα προκύψουν σε σχέση με τον Γενικό Δείκτη δεν θα είναι αντιπροσωπευτικά. Μπορεί όμως να θεωρηθεί ο Γ.Δ. ως το κοντινότερο μέτρο σύγκρισης για επενδύσεις υψηλού κινδύνου καθώς η κατηγορία του Έλληνα επενδυτή που τοποθετείται απευθείας σε χρηματιστηριακούς τίτλους θα είναι κατά πλείστον και η ίδια που θα τοποθετείται και σε μετοχικά FoF αναλαμβάνοντας επίσης μεγάλο (όχι βέβαια όσο του Γ.Δ) βαθμό κινδύνου.

Με την βοήθεια του προγράμματος E-views φτιάξαμε το παρακάτω γράφημα (εικόνα 12.1) που απεικονίζει την πορεία των αποδόσεων για τα έξι (6) ελληνικά μετοχικά FoF από τις 4/11/2005 έως 28/7/2006 μαζί με το Γενικό Δείκτη. Ο λόγος που χρησιμοποιήσαμε ως αρχική ημερομηνία τις 4/11/2005 για την μελέτη των αποδόσεων είναι γιατί τα δύο από τα έξι εξεταζόμενα FoFs ξεκίνησαν εκείνη την ημερομηνία.



Εικόνα 12.1: Αποδόσεις των ελληνικών Μετοχικών FoFs και του Γ.Δ (182 παρατηρήσεις από 4/11/05 έως 28/7/06).

Παρατηρώντας την εικόνα 12.1 μπορούμε εύκολα να διακρίνουμε την μεγάλη διαφορά που υπάρχει μεταξύ των αποδόσεων στα FoFs αλλά και από την άλλη την παράλληλη κίνηση που ακολουθούν μεταξύ τους καθώς επίσης και με τον Γενικό Δείκτη.

Μερικά στοιχεία που ξεχωρίζουν στην παραπάνω εικόνα είναι πρώτον η ομοιότητα που παρουσιάζει η πορεία των αποδόσεων του Γενικού Δείκτη με το FoF ALPHA cosmos silk καθώς και η μεγάλη διαφορά του FoF ATE μετοχικού με τα άλλα Funds of Funds.

Στον παρακάτω πίνακα (πίνακας 12.2) μας δίνονται στοιχεία για τα 6 FoF όπως αποτυπώνονται (κλείσει) στις 28/7/2006 σχετικά με το ενεργητικό, τα μερίδια, τις καθαρές τιμές τους, καθώς και τις αντίστοιχες μεταβολές τους από τις 4/11/2006.

Α/Α	Funds of Funds Μετοχικά	ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΑ σε χιλ.			ΜΕΡΙΔΙΑ σε χιλ			ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	
		28/7/06	Δ% από 4/11/2005	Μερίδιο Αγοράς	28/7/06	Δ% από 4/11/2005	Μερίδιο Αγοράς	28/7/06	Δ% από 4/11/2005
1	ALPHA Fund of Funds Cosmos Stars Europe Μετοχικό Εξωτερικού	27.601	1280%	5,43%	2.494	1147%	1,98%	11,069	10,69%
2	ALPHA Fund of Funds Cosmos Stars Silk Route Asia Μετοχικό Εξωτερικού	76.056	3702%	14,97%	6.885	3342%	5,46%	11,046	10,57%
3	ALPHA Fund of Funds Cosmos Stars Global Μετοχικό Εξωτερικού	24.458	36%	4,81%	2.185	32%	1,73%	11,192	3,05%
4	ALPHA Fund of Funds Cosmos Stars USA Μετοχικό Εξωτερικού	8.942	347%	1,76%	976	388%	0,77%	9,1649	-8,35%
5	EUROBANK Prime Υπεραξίας Fund of Funds Μετοχικό	350.053	994%	68,89%	107.950	935%	85,55%	3,2427	3,35%
6	ATE Μετοχικό Global Fund of Funds	4.932	-0,42%	0,97%	1.263	-0,17%	1,00%	3,905	-1,22%
ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ								11,14%	

Πίνακας 12.2: Ενεργητικά, μερίδια, καθαρές τιμές των FoFs
Πηγή: Agii

Το πρώτο πράγμα που μπορεί εύκολα κανείς να παρατηρήσει από τον παραπάνω πίνακα, χωρίς να έχει ιδιαίτερες οικονομικές γνώσεις, είναι η μεγάλη διαφορά των αποδόσεων που προκύπτει μεταξύ των 6 διαφορετικών μετοχικών FoFs εξωτερικού για την ίδια χρονική περίοδο.

Αυτό που πραγματικά εντυπωσιάζει είναι πως δύο FoF, ίδιας κατηγορίας αλλά διαφορετικής τράπεζας το ALPHA Fund of Funds Cosmos Stars Global Μετοχικό Εξωτερικού και το ATE Μετοχικό Global Fund of Funds που τοποθετούνται σε μετοχικά A/K και που ακολούθως επενδύουν σε μετοχικούς τίτλους στην παγκόσμια αγορά, έχουν τόσο μεγάλη διάσταση αποδόσεων (διαφορά 4,57%). Εδώ εύκολα μπορεί κανείς να παρατηρήσει τον σημαντικό ρόλο που παίζει η ικανότητα του διαχειριστή του κάθε FoF στην διαχείριση του καλαθιού με τα αμοιβαία του. Το συμπέρασμα που μπορεί να εξαχθεί, είναι ότι ο διαχειριστής της ALPHA σε σχέση με αυτόν της ΑΓΡΟΤΙΚΗΣ είχε πιθανώς πιο προσεκτική αρχική επιλογή, καθώς και εν συνεχεία παρακολούθηση, των A/K που υπάρχουν στο καλάθι του. Θα μπορούσε να θεωρηθεί ως ένα τρανταχτό παράδειγμα για το πόσο σημαντικό είναι το Funds allocation και το πόσο πολύ σχετίζεται με τις αποδόσεις.

12.2 Κίνδυνος

Από τότε που ο Markowitz (1952) έγραψε την θεωρία διαχείρισης χαρτοφυλακίου πολλές μελέτες έχουν γίνει πάνω στο συγκεκριμένο θέμα που να εξετάζουν την σχέση μεταξύ απόδοσης και κινδύνου ανάλογα με τον αριθμό των μετοχών που έχει ένα χαρτοφυλάκιο και ακολούθως τα οφέλη διαφοροποίησης από αυτό (Elton and Gruber, 1977; Evans and Archer, 1968; Statman, 1987). Η δημοσιευμένη βιβλιογραφία έχει από τότε εξετάσει τις ιδιότητες διαφοροποίησης των FoF χαρτοφυλακίων. Ο κίνδυνος των επενδύσεων μετριέται με τη χρήση του στατιστικού μέτρου της διακύμανσης των αποδόσεων τόσο σε ακαδημαϊκό επίπεδο όσο και στην αγορά.

Η διακύμανση ως μέτρο κινδύνου δεν αντικατοπτρίζει απαραίτητα τις πραγματικές επιθυμίες των επενδυτών. Οι επενδυτές πάντοτε επιθυμούν μεγαλύτερες αποδόσεις από τον μέσο όρο και σε καμία περίπτωση χαμηλότερες ή απώλειες, αλλά επιλέγουν επενδύσεις όπου θα τους αποφέρουν αποδόσεις μεγαλύτερες του μέσου (κέρδη). Επομένως η έννοια του κινδύνου για την επιλογή του κατάλληλου χαρτοφυλακίου έχει πολύ σημαντικό ρόλο στην τελική επιλογή των επενδυτών. Στην περίπτωση των Fund of Funds ο κίνδυνος που λαμβάνεται είναι υπόθεση τόσο του διαχειριστή του FoF όσο και των διαχειριστών των A/K που αυτό εσωκλείει.

12.2.1 Standard Deviation

Ο όρος τυπική απόκλιση παρουσιάστηκε στη στατιστική από τον Karl Pearson (On the dissection of asymmetrical frequency curves, 1894). Η τυπική απόκλιση που συμβολίζεται ως σ ή $\text{std}(X)$, είναι η θετική τετραγωνική ρίζα της διακύμανσης. Αποτελεί ένα μέτρο της διασποράς ή μεταβλητότητας μιας τυχαίας οικονομικής μεταβλητής. Μετράει την έκταση στην οποία οι αποδόσεις μιας τυχαίας μεταβλητής αποκλίνουν από τη μέση τιμή τους. Μας δείχνει πόσο μακριά από τη μέση αξία (τιμή) του δείγματος, είναι ένας τυπικός αριθμός του δείγματος. Μια χαμηλή τυπική απόκλιση δηλώνει χαμηλή μεταβλητότητα και φανερώνει ότι αυτός ο τυπικός αριθμός είναι κοντά στον μέσο και αντίστροφα. Για παράδειγμα τα σετ $\{0,5,9,14\}$ και $\{5,6,8,9\}$ έχουν το καθένα μέσο 7 αλλά το δεύτερο σετ έχει πολύ μικρότερη τυπική απόκλιση.

Η τυπική απόκλιση αντιπροσωπεύει τον συνολικό ή αλλιώς επενδυτικό κίνδυνο (συστηματικός κίνδυνος + μη συστηματικός κίνδυνος) και είναι κατάλληλη ως μέτρο κινδύνου όταν τα χαρτοφυλάκια τα οποία εξετάζουμε δεν είναι καλά διαφοροποιημένα. Η τυπική απόκλιση βασίζεται στην υπόθεση της κανονικής κατανομής που σημαίνει ότι υπάρχουν ίσες διακυμάνσεις για κάθε πλευρά από τον μέσο της. Η υπόθεση αυτή συνήθως δεν ικανοποιείται στις χρηματιστηριακές αγορές, οι οποίες δείχνουν μια γενική μακροπρόθεσμη ανοδική τάση.

Η απάντηση στην ερώτηση “Πόσο μεταβλητή είναι η επένδυσή μου σε απόλυτους όρους;”, δίνεται χρησιμοποιώντας την τυπική απόκλιση. Η τυπική απόκλιση μιας επένδυσης δίνεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\sigma(R_{it}) = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^T (R_{it} - E(R_{it}))^2}{T}}$$

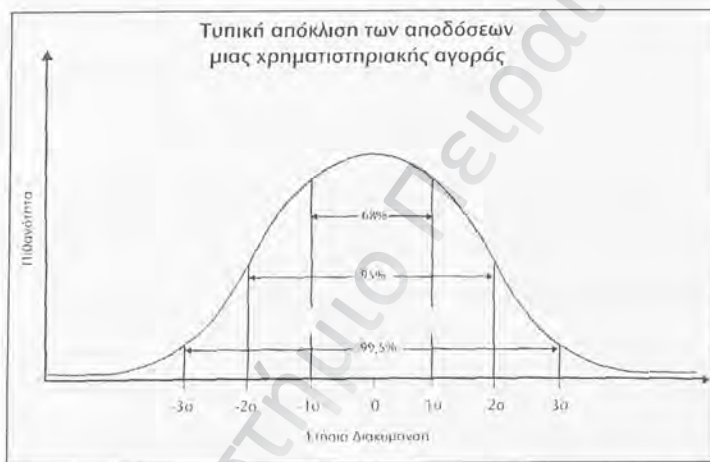
όπου:

R_{it} η απόδοση της μετοχής (αμοιβαίου) μέσα σε μια χρονική περίοδο

$E(R_{it})$ η μέση απόδοση της μετοχής(αμοιβαίου) για την εξεταζόμενη χρονική περίοδο

T ο αριθμός των περιόδων

Η τυπική απόκλιση έχει νόημα μόνο όταν συγκρίνεται με τη μέση της τιμή. Σύμφωνα με τις ιδιότητες της κανονικής κατανομής το 68% των αξιών είναι το πολύ $+1$ τυπική απόκλιση μακριά από τον μέσο, το 95% είναι το πολύ $+2$ τυπικές αποκλίσεις μακριά από τον μέσο και το 99,5% των αξιών βρίσκεται $+3$ τυπικές αποκλίσεις από τον μέσο. Αυτό είναι γνωστό ως ο κανόνας “68-95-99.5”. Αυτό ερμηνεύεται ως εξής: Έστω $\sigma = 40\%$ και μέσος = 0. Μια επένδυση αξίας 1000€ στον δείκτη S & P 500 θα βρίσκεται με πιθανότητα 68%, στο εύρος των τιμών 600 & 1400 ($+1$ τυπική απόκλιση) και με πιθανότητα 95% στο εύρος 200 & 1800 ($+2$ τυπική απόκλιση).



Διάγραμμα 12.3: Τυπική Απόκλιση

Ανάλογα με τις ανάγκες και τον σκοπό του κάθε επενδυτή ο επενδυτικός κίνδυνος μπορεί να κατηγοριοποιηθεί σε απόλυτο και σχετικό. Οι θεσμικοί επενδυτές (θεσμικού επενδυτές μπορούν να χαρακτηριστούν και οι διαχειριστές των FoFs) στη φάση απόφασης της στρατηγικής κατανομής των κεφαλαίων τους (δηλαδή του ποσοστού του ενεργητικού του FoF που θα κατανεμηθεί σε A/K και σε ποια) ενδιαφέρονται για το συνολικό, απόλυτο ύψος του επενδυτικού κινδύνου του χαρτοφυλακίου τους. Ο απόλυτος κίνδυνος δείχνει το εύρος της απόκλισης με βάση τη συνολική αξία του χαρτοφυλακίου. Παρομοίως πολλοί μικροεπενδυτές ενδιαφέρονται για την πιθανότητα απώλειας του συνολικού τους κεφαλαίου.

Από την άλλη πλευρά στη θεσμική διαχείριση κατά τη διαδικασία επιλογής συγκεκριμένων περιουσιακών στοιχείων (funds selection), το ενδιαφέρον εστιάζεται στην πιθανότητα υπεραπόδοσης ή υποαπόδοσης του χαρτοφυλακίου τους σε σχέση με κάποιον δείκτη αναφοράς (στην Ελλάδα για παράδειγμα για τις μετοχές, χρησιμοποιείται ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών, ενώ για τα Α/Κ δεν υπάρχει κάποιος συγκεκριμένος). Ο σχετικός κίνδυνος (relative risk or tracking error) δείχνει το εύρος των αποκλίσεων της αξίας του χαρτοφυλακίου σε σχέση με τον δείκτη αναφοράς.

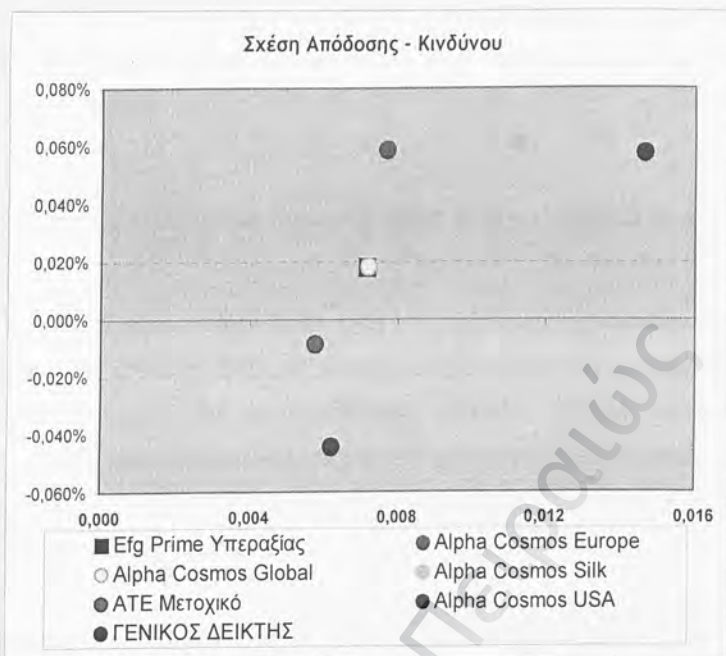
Τα **πλεονεκτήματα** της τυπικής απόκλισης είναι:

- 1) ότι χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό κάθε τύπου χαρτοφυλακίου, με κάθε τύπο χρεογράφου (fund, ομολόγου, μετοχής κ.τ.λ.) και
- 2) η άμεση σύγκριση των εναλλακτικών επενδύσεων.

Τα **μειονεκτήματα** δε αυτού του μέτρου κινδύνου είναι τα παρακάτω:

- 1) δεν έχουμε ποσοτικοποίηση της συμπεριφοράς του επενδυτικού κινδύνου, μετράει μόνο τη μεταβλητότητα των αποδόσεων μιας επένδυσης.
- 2) δεν έχουμε πληροφορίες αναφορικά με τη μέση τιμή των αποδόσεων παρ' όλο που στηρίζομαστε σε αυτήν για τον υπολογισμό της τυπικής απόκλισης.
- 3) είναι ανεπαρκής σε ασύμμετρα μοντέλα κινδύνων λόγω του γεγονότος ότι η τυπική απόκλιση προϋποθέτει κανονική κατανομή δηλ. ίση απόσταση των αποδόσεων πάνω και κάτω από τον μέσο οπότε μετράει συμμετρικά μοντέλα κινδύνων.
- 4) πολλές φορές θεωρείται ως μέτρο αβεβαιότητας επειδή δεν μας δίνει πάντα τα αναμενόμενα αποτελέσματα.

Χρησιμοποιώντας τον Γενικό Γείκτη ως benchmark στα επιλεγμένα Funds of Funds φτιάξαμε με την βοήθεια του excel την σχέση απόδοσης / κινδύνου λαμβάνοντας υπόψη 182 παρατηρήσεις.



Διάγραμμα 12.3: Σχέση Απόδοσης Κινδύνου των FoFs και του Γ.Δ.

Σύμφωνα με το παραπάνω διάγραμμα υπάρχει μεγάλη απόκλιση στο συνολικό, απόλυτο ύψος του επενδυτικού κινδύνου μεταξύ των χαρτοφυλακίων των διαχειριστών. Τα FoFs Cosmos Silk και Cosmos Europe της ALPHA bank ενώ έδειξαν παρόμοιες μέσες αποδόσεις σε σχέση με αυτήν του Γενικού Δείκτη κατείχαν σημαντικά χαμηλότερο βαθμό κινδύνου από αυτόν. Μάλιστα το ALPHA Cosmos Europe, που είχε και την χαμηλότερη μεταβλητότητα μετά τον Γενικό Δείκτη και μετά το ALPHA Cosmos Silk, απέχει πολύ όσον αφορά την μέση απόδοση από τα αμέσως επόμενα EFG Prime και ALPHA Cosmos Global, παρόλο που έχουν σχεδόν

τον ίδιο βαθμό κινδύνου. Τα FoFs ATE Μετοχικό και ALPHA Cosmos USA που έχουν τοποθετηθεί σε A/K χαμηλότερης μεταβλητότητας δείχνουν να έχουν υποαποδώσει θεωρώντας ως benchmark όχι μόνο τον Γενικό Δείκτη αλλά και τα άλλα Funds of Funds.

12.2.2 Δείκτης αποτελεσματικότητας κατά Sharpe (Sharpe Ratio 1966)

Ο δείκτης Sharpe αποτελεί ένα από τα πιο συχνά χρησιμοποιούμενα μέτρα προσαρμοσμένα στον κίνδυνο. Ο Sharpe αμφισβήτησε την χρησιμοποίηση δύο ξεχωριστών εκτιμητών της προσδοκώμενης επίδοσης, δηλαδή τον αναμενόμενο βαθμό απόδοσης και τον αναμενόμενο κίνδυνο και πρότεινε ένα δείκτη ο οποίος είναι σχεδιασμένος να μετράει την επιπλέον του χωρίς κίνδυνο απόδοση μιας επένδυσης, ανά μονάδα συνολικού κινδύνου.

Ο δείκτης αποτελεσματικότητας κατά Sharpe εκφράζεται με τον λόγο:

$$S = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p}$$

όπου:

r_p η πραγματοποιηθείσα απόδοση της επένδυσης

r_f το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο

σ_p η τυπική απόκλιση της επένδυσης

Με άλλα λόγια, ο δείκτης Sharpe κατατάσσει τις επενδύσεις βάσει του ύψους της πραγματοποιηθείσας απόδοσης μείον το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο ανά μονάδα συνολικού κινδύνου. Συνεπώς, κατά την κατάταξη που επιχειρείται βάσει του δείκτη Sharpe, δεν γίνεται διάκριση εάν η αποτελεσματικότητα οφείλεται στις διακυμάνσεις της αγοράς και στην ικανότητα των διαχειριστών να επιλέγουν κατάλληλα αμοιβαία κεφάλαια ή στον βαθμό διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου. Ο λόγος του δείκτη Sharpe είναι καθαρός αριθμός δεδομένου ότι ο αριθμητής και παρονομαστής του λόγου εκφράζονται σε ποσοστό.

Ιδιότητες του δείκτη Sharpe

Ο δείκτης Sharpe υπολογίζεται εύκολα για κάθε εταιρία επενδύσεων βάσει των αποδόσεών της. Κατά τον υπολογισμό του δεν ανακύπτουν οικονομετρικά προβλήματα που να δημιουργούν ερωτήματα αξιοπιστίας του. Ένα χαρτοφυλάκιο FoF με υψηλότερο συντελεστή Sharpe είναι αποτελεσματικότερο από ένα άλλο με χαμηλότερο συντελεστή. Δεδομένου ότι εκφράζεται με την υπερβάλλουσα απόδοση ανά μονάδα συνολικού κινδύνου, ο δείκτης Sharpe εξαρτάται από τις διακυμάνσεις της αγοράς. Η αξιολόγηση όμως του δείκτη δεν είναι ασφαλής όταν οι αποδόσεις των αμοιβαίων στις οποίες βασίζεται ο υπολογισμός του δεν καλύπτουν την ίδια περίοδο.

Το κριτήριο του Sharpe είναι κατάλληλο για την αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας των εταιριών επενδύσεων στις οποίες καταφεύγει ο διαχειριστής του FoF για να αγοράσει μερίδια ενός αμοιβαίου κεφάλαιου ως κύρια επένδυσή του, διότι ο κίνδυνος που διατρέχει εκφράζεται με την συνολική μεταβλητότητα των ποσοστών αποδόσεώς του. Αντίθετα, όταν ο διαχειριστής του FoF αγοράζει μερίδια ενός A/K για να τα συμπεριλάβει σε δεδομένο διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, ο κίνδυνος της επενδύσεως αυτής εξαρτάται από την ένταση και την κατεύθυνση της συσχέτισεως των αποδόσεων του εν λόγω αμοιβαίου με εκείνες των λοιπών αμοιβαίων του FoF χαρτοφυλακίου. Στη δεύτερη αυτή περίπτωση είναι λογικό ως μέτρο κινδύνου αγοράς μεριδίων συγκεκριμένου αμοιβαίου να θεωρείται η συνδιακύμανση των προσδοκώμενων ποσοστών αποδόσεως του συνόλου των λοιπών αμοιβαίων που συνθέτουν το διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο.

Εφαρμογή του Sharpe και αποτελέσματα

Οι εμπειρικές μελέτες καθώς και η εξεταζόμενη βιβλιογραφία έχουν χρησιμοποιήσει τον δείκτη Sharpe για την αξιολόγηση αμοιβαίων κεφαλαίων αλλά όχι και για τον Γενικό Δείκτη. Έχοντας ως παραδοχή τον Γενικό Δείκτη σαν ένα καλά διαφοροποιημένο μετοχικό χαρτοφυλάκιο όπου μπορεί να υπογιστεί η τυπική του απόκλιση εφαρμόζουμε σε αυτόν τον δείκτη Sharpe για την αξιολόγηση και σύγκριση του με τα εξεταζόμενα μετοχικά fund of funds.

Χρησιμοποιώντας τον δείκτη Sharpe, ως μέτρο υπολογισμού της επιπλέον απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου, προέκυψαν τα παρακάτω αποτελέσματα.

SHARPE RATIO ----- Από 4/11/2005 Έως 28/7/2006						
Fund of Funds	Αποδόσεις	Ιεράρχηση	Προσ/νη Απόδοση ΕΓΕΔ	Τυπική Απόκλιση	Sharpe Ratio	Ιεράρχηση Αποδόσεων Πρ.κινδύνου
ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ	11,14%	1	2,60%	0,014650999	5,831684214	3
ALPHA Fund of Funds Cosmos Stars Silk Route Asia Μετοχικό Εξωτερικού	11,02%	2	2,60%	0,01124	7,494661922	2
ALPHA Fund of Funds Cosmos Stars Europe Μετοχικό Εξωτερικού	10,61%	3	2,60%	0,007673	10,44441548	1
EUROBANK Prime Υπεραξίας Fund of Funds Μετοχικό	3,06%	4	2,60%	0,007152	0,648769575	4
ALPHA Fund of Funds Cosmos Stars Global Μετοχικό Εξωτερικού	3,03%	5	2,60%	0,007201	0,60269407	5
ATE Μετοχικό Global Fund of Funds	-1,60%	6	2,60%	0,005766	-7,277141866	6

Σύμφωνα με τον δείκτη Sharpe παρατηρούμε ότι η σειρά κατάταξης άλλαξε μεταξύ της πρώτης και της τρίτης θέσης. Στην πρώτη θέση, από την τρίτη, έρχεται το ALPHA FoFs Cosmos Stars Europe Μετοχικό Εξωτερικού και στην τρίτη πάει ο Γενικός Δείκτης από την πρώτη. Τα υπόλοιπα FoFs παρέμειναν στην ίδια σειρά κατάταξης. Αυτό σημαίνει για το Cosmos Stars Europe ότι έχει το αποτελεσματικότερο χαρτοφυλάκιο από τα άλλα FoFs καθώς και από τον Γενικό Δείκτη, διότι έχει την μεγαλύτερη απόδοση ανά μονάδα κινδύνου.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

13. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στη σχετικά «άγνωστη» αγορά των Funds of Funds έχουν «ανοιχτεί» μεγάλες ελληνικές ΑΕΔΑΚ, θέλοντας να προλάβουν τις εξελίξεις προκειμένου να καλύψουν τις ανάγκες του επενδυτικού κοινού. Το στοιχείο που έχει δώσει ώθηση στη συγκεκριμένη κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων είναι το γεγονός ότι μπορούν και εξασφαλίζουν, ακόμη και στους μικρούς παίκτες της αγοράς, μεγάλη διασπορά και ευελιξία, επιτρέποντάς τους να αυξομειώνουν το «προφίλ» του χαρτοφυλακίου τους σε συνάρτηση με την κυρίαρχη τάση της αγοράς. Αυτό επιτυγχάνεται μέσα από την κύρια λειτουργία των συγκεκριμένων αμοιβαίων, που δεν είναι άλλη από την επένδυση σε μερίδια άλλων αμοιβαίων.

Τα Funds of Funds, ενώ αποτελούν μια προσιτή επιλογή για τον ιδιώτη επενδυτή που επιθυμεί να παρακολουθεί την κυρίαρχη τάση με όσο το δυνατόν πιο ελεγχόμενη έκθεση σε κινδύνους, είναι μια αρκετά δύσκολη υπόθεση για τον διαχειριστή τους. Θα πρέπει να δημιουργήσει κριτήρια αξιολόγησης ώστε να στρέψει το διαθέσιμο ενεργητικό στα «σωστά» αμοιβαία. Τέτοια κριτήρια μπορεί να είναι οι ιστορικές αποδόσεις ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, ο χρόνος παραμονής του διαχειριστή του στη θέση αυτή, η συμπεριφορά του αμοιβαίου σε περιόδους κρίσης κ.ο.κ. Η χρήση μεθοδολογίας που θα λαμβάνει υπόψη όλα εκείνα τα απαραίτητα κριτήρια για την επιλογή των κατάλληλων αμοιβαίων που θα συμπεριληφθούν σε ένα καλάθι FoFs αποτελεί και το σημείο επιτυχίας για την επένδυση σε ένα FoFs. Μεταξύ των κριτηρίων πρωτεύοντα ρόλο παίζει η επιλογή των διαχειριστών μέσα από τους μεγαλύτερους επενδυτικούς οίκους στον κόσμο καθώς και η μετέπειτα παρακολούθησή τους. Με την σωστή επιλογή των διαχειριστών εκμεταλλεύεσαι πλήρως την δύο επιπέδων επαγγελματική διαχείριση που θεωρείται ως το βασικό πλεονέκτημα των Funds of Funds.

Ο βέλτιστος βαθμός διαφοροποίησης στην περίπτωση των Fund of Funds βρίσκεται κάπου μεταξύ της μικρής και της μεγάλης διαφοροποίησης. Σύμφωνα με τις εμπειρικές μελέτες (David Louton, Edward S.O'Neal, Αϊβαλή) ως πιο κατάλληλα διαφοροποιημένο FoF είναι αυτό που συμπεριλαμβάνει στο χαρτοφυλάκιο του κοντά στα 6 αμοιβαία κεφάλαια.

Τα Funds of Funds, που στο εξωτερικό κατέχουν σημαντική θέση στις επιλογές των επενδυτών, αποτελούν διέξοδο όχι μόνο για τα μεγάλα, αλλά και για τα μεσαία ή τα μικρά χαρτοφυλάκια, καθώς επιτρέπουν και στους λιγότερο «διαβασμένους» επενδυτές να καθορίσουν το ύψος του κινδύνου στον οποίο επιθυμούν να εκτεθούν με ελεγχόμενο κόστος. Για παράδειγμα, ένα μεικτό Fund of Funds θεωρείται μετρίου επενδυτικού κινδύνου και απευθύνεται σε επενδυτές που επιθυμούν ευρεία διασπορά και ποικιλία επενδυτικών στόχων, ενώ επιδιώκουν να επωφεληθούν από την ενεργητική διαχείριση. Ένα μετοχικό είναι υψηλού επενδυτικού κινδύνου και απευθύνεται σε επενδυτές που επιθυμούν προοπτική υψηλών αποδόσεων, συμμετέχοντας σε πιο ριγοκίνδυνα αμοιβαία.

Η προσπάθεια των ελληνικών Α.Ε.Δ.Α.Κ. να προωθήσουν τα Funds of Funds στην ελληνική αγορά ήταν αρκετά επιτυχής, καθώς μέσα σε σύντομο χρονικό διάστημα απέσπασαν μεγάλο μερίδιο των συνολικών αμοιβαίων κεφαλαίων. Δυστυχώς όμως για κάποιους επενδυτές που επέλεξαν αυτήν την κατηγορία προϊόντων τα πράγματα δεν πήγαν και τόσο καλά. Οι διαφορές στις αποδόσεις μεταξύ ομοειδών προϊόντων όπως στα 6 εξεταζόμενα μετοχικά FoFs ήταν αρκετά μεγάλη. Σε μια τόσο μικρή περίοδο που δραστηριοποιούνται τα FoFs στην Ελλάδα αυτό που έπαιξε βασικό ρόλο στην μεγάλη διάσταση των αποδόσεών τους ήταν το αρχικό Funds allocation.

Η επένδυση σε μετοχικά Fund of Funds σίγουρα εμπεριέχει και υψηλό βαθμό κινδύνου. Η διπλή όμως επαγγελματική διαχείριση, καθώς και η μεγάλη διαφοροποίηση, καταφέρνουν να αυξήσουν το βαθμό απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου που λαμβάνει ο κάθε επενδυτής. Συγκρίνοντας τα 6 ελληνικά μετοχικά FoFs με τον Γενικό Δείκτη έδειξε ότι ορισμένα FoFs επιτυγχάνουν ακόμα και παρόμοιες αποδόσεις σε σχέση με τον Γενικό Δείκτη με πολύ χαμηλότερο βαθμό κινδύνου.

14. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- 1) Brands S., Gallagher D. (2005), "**Portfolio Selection, Diversification and Funds-of-Funds: A Note**", Accounting and Finance, Vol. 45(2), p.p. 185-197.
- 2) Brands S., Gallagher D. (2004), "**Examining the Risk and Return Properties of Funds-of-Funds**", JASSA, Autumn 2004.
- 3) Brown S.J., Goetzmann W.N. and Liang B. (2004), "**Fees on fees on funds of funds**", Yale ICF working paper.
- 4) Connelly T.J. (1997), "**Multi-fund diversification issues**", Journal of Financial Planning, n°8, pp. 34-37.
- 5) Edward S. O'Neal, "**How many Mutual Funds constitute a diversified mutual funds portfolio?**" Financial Analysts Journal, March-April 1997, p.p. 37-46.
- 6) Elton E. J., Gruber M. J., Padberg M. W., "**Simple Criteria for Optimal Portfolio Selection**" Journal of Finance, Vol. 31, No. 5 (Dec., 1976), pp. 1341-1357.
- 7) Farrel M. and Gregoriou Gr. (2000), "**Fund of Funds: When more definitely means less**", Canadian Business Economics, February 2000.
- 8) Park J. and Staum J. (1998), "**Fund-of-Funds Diversification: How much is enough?**" Journal of Alternative Investments, p.p. 39-42.
- 9) Lai R. (2006), "**Why Funds of Funds?**" Yale ICF working paper. February 2006.
- 10) Liang B. (2002), "**Hedge funds, funds of funds and commodity trading advisor**", CWRU working paper.
- 11) Markowitz H. (1952), "**Portfolio Selection**", Journal of Finance, vol. 7, Issue 1, p.p. 77-91.
- 12) Moultrup J. (1998), "**The Multiple-Equity Fund Portfolio Investment Strategy, Part I**", Journal of Financial Planning, n° 8, art. 11.
- 13) Sharpe, W. (1972), "**Diversification and Portfolio Risk**", Financial Analysts Journal, 28: 74-80.
- 14) Sharpe W.F. (1981), "**Decentralized investment management**", Journal of Finance, vol. 36, n° 2, pp. 217-234

- 15) Sharpe W.F. (1994), "**The Sharpe ratio**", The Journal of Portfolio Management, vol. 21, n. 1 pp. 49-58
- 16) Sharpe W.F. (1998), "**Morningstar risk adjusted rating**", Financial Analyst Journal, vol. 7-8 , pp. 21-33
- 17) Statman M. "**How many stocks make a diversified portfolio?**" Journal of Financial and Quantitative Analysis, p.p. 353-363.
- 18) Wermers R. (2000), "**Mutual fund performance: an empirical decomposition into stock picking talent, style, transaction costs and expenses**", Journal of Finance, vol. 55, n° 4, pp. 1655-1695

Πανεπιστήμιο Πειραιώς