



**-ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ-  
-ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ-  
-ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ  
ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ-**

---



**<< Ο ΘΕΣΜΟΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΕΛΕΓΧΟΣ  
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΣΕ ΕΛΛΑΔΑ & Η.Π.Α.. ΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ  
ΚΕΦΑΛΑΙΑ MAGELLAN ΤΗΣ FIDELITY ΚΑΙ ΤΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ  
ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ HSBC.>>**

---

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΔΙΑΤΡΙΒΗ: ΓΕΩΡΓΙΟΥ Π. ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ**  
**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ: Επίκουρος Καθηγητής κ. Φίλιππος Δ. Νικόλαος**

---

**ΠΕΙΡΑΙΑΣ -2007-**



# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

## **ΠΡΟΛΟΓΟΣ ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ**

### **Κεφάλαιο 1<sup>ο</sup> : Ιστορική Αναδρομή**

### **Κεφάλαιο 2<sup>ο</sup> : Ερμηνεία και Κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

- 2.1. Η Βασική Έννοια των Αμοιβαίων Κεφαλαίων
- 2.2. Κατηγοριοποίηση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων
  - 2.2.1 Διαχείρισης Διαθεσίμων ή Χρηματαγορών
  - 2.2.2 Ομολόγων ή Σταθερού Εισοδήματος (Bond Funds)
  - 2.2.3 Μετοχικά (Stock Funds)
  - 2.2.4 Μικτά (Balance Funds)
  - 2.2.5 Ειδικού Τύπου (Speciality Funds)

### **Κεφάλαιο 3<sup>ο</sup>: Οι Βασικοί Πρωταγωνιστές**

- 3.1. Ο κύριος Μέτοχος ή Μητρική Εταιρία
- 3.2. Η Ανώνυμη Εταιρία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.)
- 3.3. Ο Θεματοφύλακας
- 3.4. Τα Ελεγκτικά Όργανα
- 3.5. Το Δίκτυο Διανομής
- 3.6. Οι Χρηματιστές
- 3.7. Το Επενδυτικό Κοινό

### **Κεφάλαιο 4<sup>ο</sup>: Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

- 4.1. Πλεονεκτήματα της Επένδυσης σε Αμοιβαία Κεφάλαια
- 4.2. Πλεονεκτήματα της Επένδυσης σε Μικρά και Μεγάλα Αμοιβαία Κεφάλαια
  - 4.2.1. Πλεονεκτήματα Αμοιβαίων Κεφαλαίων μικρού μεγέθους
  - 4.2.2. Πλεονεκτήματα Αμοιβαίων Κεφαλαίων Μεγάλου Μεγέθους
- 4.3. Μειονεκτήματα της Επένδυσης σε Αμοιβαία Κεφάλαια

### **Κεφάλαιο 5<sup>ο</sup>: Διαχείριση Χαρτοφυλακίου Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

- 5.1. Επιτρεπόμενες Κατηγορίες Επενδύσεων από τη Νομοθεσία Επενδύσεις
- 5.2. Επιτρεπόμενα ποσοστά Επενδύσεων από τη Νομοθεσία Επενδύσεις.
- 5.3. Που βασίζεται η πολιτική των Επενδύσεων σε Αμοιβαία Κεφάλαια
  - 5.3.1. Στην μελέτη των στοιχείων (Technical Analysis) των εταιριών που παρουσιάζουν ενδιαφέρον για αγορά
  - 5.3.2. Στην μελέτη των δεδομένων (Fundamental Analysis)
- 5.4. Σημασία και Αδυναμίες της Τεχνικής Ανάλυσης (Technical Analysis) των στοιχείων στη διαμόρφωση της Επενδυτικής Πολιτικής
- 5.5. Η Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς
- 5.6. Χαρακτηριστικά των Επενδύσεων που συμπεριλαμβάνονται στα Χαρτοφυλάκια των Αμοιβαίων Κεφαλαίων
- 5.7 Απόδοση και Κίνδυνος Χρεογράφων Σταθερής Προσόδου
- 5.8 Χρεόγραφα Μεταβλητής Προσόδου
- 5.9 Επενδύσεις σε Αγορές Εξωτερικού και στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα (Derivatives)

## **Κεφάλαιο 6<sup>ο</sup>: Η Συγκρότηση του Χαρτοφυλακίου των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και η Αντιμετώπιση του Κινδύνου**

- 6.1. Η Συγκρότηση του Χαρτοφυλακίου των Αμοιβαίων Κεφαλαίων
- 6.2. Ορισμός Επενδυτικού Κινδύνου για Νέες Μετοχές στο Χαρτοφυλάκιο των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

## **Κεφάλαιο 7<sup>ο</sup>: Οι Κυριότερες Κατηγορίες των Κινδύνων του Χαρτοφυλακίου των Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

- 7.1. Ο Συστηματικός και ο Ειδικός Κίνδυνος
- 7.2. Εκτίμηση του Συστηματικού Κινδύνου
  - 7.2.1. Υπολογισμός των Αποδόσεων
  - 7.2.2. Το Διάστημα του Υπολογισμού των Αποδόσεων
  - 7.2.3. Επιλογή του Δείκτη της Αγοράς
  - 7.2.4. Ο Χρονικός Ορίζοντας Εκτίμησης
  - 7.2.5. Το πρόβλημα της Αδράνειας στις Συναλλαγές των Μετοχών (Thin Trading)

## **Κεφάλαιο 8<sup>ο</sup>: Τα Αμοιβαία Κεφάλαια σήμερα.**

- 8.1. Τα αμοιβαία κεφάλαια στην Ελλάδα
- 8.2. Τα αμοιβαία κεφάλαια στις Η.Π.Α.

## **Κεφάλαιο 9<sup>ο</sup>: Το A/K Fidelity Magellan**

- 9.1. Ιστορία της Fidelity
- 9.2. Το A/K της Fidelity Magellan

## **Κεφάλαιο 10: Το A/K HSBC Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού**

## **Κεφάλαιο 11<sup>ο</sup>: Μεθοδολογία και Εμπειρικά Αποτελέσματα**

- 11.1. Υπαρξη ή μη επαναληπτικότητας της διαχρονικής επίδοσης των διαχειριστών
- 11.2. Τρόποι μέτρησης της συνολικής απόδοσης ενός χαρτοφυλακίου
- 11.3. Συγχρονισμός και επιλεκτικότητα
  - 11.3.1. Το υπόδειγμα των TREYNOR – MAZUY
  - 11.3.2. Το υπόδειγμα των HEIRIKSSON – MERTON
- 11.4. Κριτική για τα μέτρα απόδοσης προσαρμοσμένα στον κίνδυνο
  - 11.4.1. Χρησιμοποίηση Προσεγγιστικής Μεταβλητής για το Χαρτοφυλάκιο της Αγοράς
  - 11.4.2. Διαχωρισμός της Ικανότητας από την Τυχη
  - 11.4.3. Μετρώντας το Επιτόκιο Μηδενικού Κινδύνου
  - 11.4.4. Εγκυρότητα του Υποδείγματος Αποτίμησης των Κεφαλαιουχικών Στοιχείων (CAPM)
  - 11.4.5. Υπάρχει Διαχρονική Συνέπεια της Επίδοσης των Διαχειριστών;
  - 11.4.6. Ποιοι Παράγοντες Διαμορφώνουν την Επίδοση;
- 11.5. Έλεγχος της διαχρονικής μεταβολής του κινδύνου και της απόδοσης των A/K
- 11.6. Συμπεράσματα



## ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ:

### Αμοιβαία Κεφάλαια - Μια Αποδοτική Μορφή Αποταμίευσης

Ο θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα έχει ιστορία αρκετών ετών. Μόλις πρόσφατα όμως, την τελευταία δεκαπενταετία περίπου, τα Αμοιβαία Κεφάλαια αυξήθηκαν σε αριθμό και προσέλκυσαν το ενδιαφέρον του ευρύτερου επενδυτικού κοινού. Οι επενδύσεις σε μερίδια Αμοιβαίων Κεφαλαίων αποτελούν τον πλέον αποτελεσματικό τρόπο, για τους περισσότερους επενδυτές, μείωσης του επενδυτικού κινδύνου. Η μείωση του επενδυτικού κινδύνου επιτυγχάνεται μέσω της διασποράς των επενδύσεων. Τα κεφάλαια των μεριδιούχων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων επενδύονται από επαγγελματίες με μεγάλη εμπειρία και ειδικές γνώσεις, έτσι ώστε να επιτυγχάνονται υψηλές αποδόσεις και να μπορούν να αποτελούν τα Αμοιβαία Κεφάλαια μια αποδοτική μορφή αποταμίευσης.

Η ταχύρρυθμη ανάπτυξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων έχει ξεπεράσει τα αναμενόμενα όρια και παράλληλα παρατηρείται μια πορεία συνεχώς ανοδική. Ακριβώς γι'αυτό το λόγο δημιουργούνται συνεχώς νέες κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων έτσι ώστε να καλύπτεται το μεγαλύτερο μέρος των αναγκών του επενδυτικού κοινού. Τέτοιες κινήσεις αποδεικνύουν το πόσο θετικά κινείται η αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων και το πόσο στηρίζεται αυτή η αγορά από τους ειδικούς αλλά και τους θεσμικούς επενδυτές.

Με την εισαγωγή της Ελλάδας στην Οικονομική Νομισματική Ένωση (ONE), έχουν αλλάξει πολλά στο χώρο των επενδύσεων. Είναι φυσικό επόμενο λοιπόν ότι έχει επηρεαστεί και η αγορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, η οποία είναι σχεδόν βέβαιο ότι έχει διευρυνθεί και θα διευρυνθεί και άλλο. Θα μπορούν να γίνουν επενδύσεις και σε χρηματοπιστωτικά προϊόντα στα οποία δεν υπήρχε η δυνατότητα μέχρι σήμερα, π.χ. Options (Δικαιώματα), Futures (Προθεσμιακά Συμβόλαια), Hedge Funds (Ειδικού τύπου Αμοιβαία Κεφάλαια), Swaps.

Στην παρούσα εργασία θα ξεκινήσουμε στο πρώτο κεφάλαιο με μια ιστορική αναδρομή για τον θεσμό των Αμοιβαίων Κεφαλαίων παγκοσμίως αναφέροντας πότε δημιουργήθηκαν τα πρώτα Α/Κ και τι ήταν αυτό που ώθησε τους ανθρώπους στη δημιουργία ενός νέου συλλογικού επενδυτικού προϊόντος.

Στο δεύτερο κεφάλαιο θα αχοληθούμε με τον ορισμό τους καθώς και με τις κατηγορίες που έχουν δημιουργηθεί και στις οποίες διακρίνονται. Η ικανότητα και η απήχηση που θα έχει κάθε προϊόν είναι συνάρτηση μιας σειράς ιδιαίτερων χαρακτηριστικών που το καθιστούν

μοναδικό. Ακόμα και το ίδιο βασικό προϊόν παράγεται σε πολλές παραλλαγές έτσι ώστε να μπορεί να ικανοποιεί τις εξειδικευμένες ανάγκες των πελατών του.

Στο τρίτο κεφάλαιο θα περιγράψουμε τη δομή τους, το ρόλο τους, τον τρόπο διαχείρισής τους, τον τρόπο λειτουργίας τους, καθώς όλη η λειτουργία των A/K διέπεται από ένα πολυσύνθετο σύστημα διαχείρισης, όπου όλοι οι οποίοι εμπλέκονται σε αυτό το σύστημα έχουν αναλάβει έναν σημαντικό ρόλο, για την σωστή και ομαλή λειτουργία του.

Στο τέταρτο κεφάλαιο θα κάνουμε μια εκτενή ανάλυση για τα πλεονεκτήματα, κυρίως, και μειονεκτήματα των αμοιβαίων κεφαλαίων. Αυτά ακριβώς τα πλεονεκτήματα είναι αιτία που σήμερα τα αμοιβαία κεφάλαια έχουν παρουσιάσει τεράστια ανάπτυξη και πολύ μεγάλη απήχηση στους επενδυτές.

Στο πέμπτο κεφάλαιο γίνεται αναφορά για το πού επενδύουν τα χρήματα οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων καθώς και στον τρόπο με τον οποίον αναλύουν και επιλέγουν τις επενδύσεις του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων. Επίσης στο ίδιο κεφάλαιο αναλύεται και η υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών και το κατά πόσο μπορούν οι διαχειριστές να επιτύχουν αποδόσεις μεγαλύτερες από αυτές του δείκτη αναφοράς.

Στο επόμενο κεφάλαιο περιγράφεται η συγκρότηση του χαρτοφυλακίου των αμοιβαίων κεφαλαίων, οι κίνδυνοι που εμπεριέχονται στο χαρτοφυλάκιο καθώς και ο τρόπος αντιμετώπισης των κινδύνων αυτών. Είναι πολύ σημαντικό η δημιουργία ενός χαρτοφυλακίου που σκοπό πέρα από υψηλές αποδόσεις θα έχει την εξάλειψη του κινδύνου, του μη συστηματικού, αφού έτσι θα προστάτευε τον ίδιο τον επενδυτή και την περιουσία του.

Στο έβδομο κεφάλαιο γίνεται ανάλυση της αγοράς των αμοιβαίων κεφαλαίων τόσο στην Ελλάδα όσο και στην αμερική, ανάλυση η οποία μας δείχνει το πόσο οι επενδυτές έχουν πιστέψει σε αυτόν τον θεσμό.

Στο όγδοο και ένατο κεφάλαιο αναλύονται τα αμοιβαία κεφάλαια της Magellan της Fidelity και το αναπτυξιακό της HSBC που κατάφεραν οι διαχειριστές τους να πετύχουν αποδόσεις πολύ μεγαλύτερες από αυτές του δείκτη αναφοράς. Επίσης γίνεται αναφορά στους δύο διαχειριστές αυτών των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, στο επενδυτικό τους στυλ και γενικά στην επενδυτική τους φιλοσοφία.

Στο δέκατο κεφάλαιο, παρουσιάζονται οι λόγοι για τους οποίους πρέπει οι διαχειριστές να αξιολογούνται

Τέλος στο ενδέκατο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα μέτρα αξιολόγησης των διαχειριστών καθώς και τα εμπειρικά αποτελέσματα της έρευνας για το αναπτυξιακό της HSBC.

# ТАНЕЦЫ И ТЕАТР





## Κεφάλαιο 1<sup>ο</sup>: Ιστορική Αναδρομή

### 1. Ιστορική Αναδρομή:

Η έννοια της κοινής περιουσίας, που αποτελεί και τον πιο απλό ορισμό των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, ξεκινάει από το μακρινό παρελθόν. Είναι πολύ πιθανό η κοινή περιουσία υπό συλλογική διαχείριση να υπήρξε σε διάφορες πρωτόγονες κοινωνίες, η ύπαρξη των οποίων δεν καταγράφεται από την ιστορία. Αυτό που είναι βέβαιο, είναι ότι η πρώτη μορφή συλλογικής περιουσίας υπό κοινή διαχείριση συναντάται στην Αθηναϊκή Συμμαχία που συγκρότησε η Αρχαία Αθήνα τον 5ο π.χ. αιώνα. Την περίοδο αυτή είναι αποδεδειγμένο ότι υπήρχε κοινή περιουσία και κανόνες διαχείρισης αυτής, έστω και για πολεμικούς λόγους. Επιπλέον υπήρχαν διαχειριστές που θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι έπαιζαν το ρόλο της σημερινής Εταιρίας Διαχείρισης και της σημερινής Επενδυτικής Επιτροπής.

Είναι ακόμη σχεδόν βέβαιο ότι αν ερευνήσουμε τον αρχαίο αυτό θεσμό θα βρούμε και αυτούς που έπαιζαν τότε το ρόλο του σημερινού θεματοφύλακα της κοινής περιουσίας. Κι αν θέλουμε να εμβαθύνουμε ακόμα περισσότερο στο ιστορικό φαινόμενο, θα ανακαλύψουμε και την έννοια της «παραβίασης του κανονισμού» που είχαν θεσπίσει οι αρχαίοι σύμμαχοι από τους Αθηναίους, οι οποίοι χρησιμοποίησαν την κοινή περιουσία προς ίδιο όφελος. Όμως, δεν υπήρχε τότε Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για να επιβάλλει κυρώσεις και ο θεσμός παρήκμασε. Άλλο ανάλογο φαινόμενο σημειώνεται στην αρχαιότητα, στην Δελφική Αμφικτιονία, όπου η κοινή περιουσία δημιουργήθηκε σε θρησκευτική βάση και τη διαχείρισή της είχαν αναλάβει οι ιερείς υπό την προστασία των γειτονικών πόλεων. Και σε αυτή την περίπτωση παραβιάστηκε ο κανονισμός και η «κοινή περιουσία» εξαφανίστηκε.

Σύμφωνα με τα παραπάνω προκύπτει ότι η έννοια της κοινής περιουσίας υπό μία διαχείριση, συναντάται σε αρκετές μορφές συνεργασίας στην αρχαία Ελλάδα. Σε κάθε μία από αυτές τις μορφές, ο θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων προοριζόταν να ικανοποιήσει συγκεκριμένες αναγκαιότητες (πολεμικές, θρησκευτικές, κ.α.). Ωστόσο, τα Αμοιβαία Κεφάλαια, με τη μορφή που σήμερα συναντάμε αποτελούν μια σχετικά πρόσφατη εξέλιξη στην ιστορία των χρηματιστηριακών αγορών. Αν και πολλοί μελετητές αναφέρουν ότι η πρώτη προσπάθεια δημιουργίας ενός οργάνου συλλογικών επενδύσεων έγινε κατά το 1822 από την αυλή του Βασιλιά της Ολλανδίας Γουλιέλμου του Δ', το πρώτο οργανωμένο Αμοιβαίο Κεφάλαιο εμφανίστηκε στις Η.Π.Α. το 1924. Η δεκαετία του 1920

στις Η.Π.Α χαρακτηρίστηκε από έντονες ανοδικές τάσεις στη χρηματιστηριακή αγορά, τάσεις που προκλήθηκαν από τους υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης της εποχής εκείνης καθώς και από την ανάπτυξη που γνώρισε το ευρύτερο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Η άνοδος της Wall Street έφερε πλήθη επενδυτών στο χρηματιστήριο. Το γεγονός αυτό δημιουργούσε νέες τάσεις ανόδου της αγοράς που με τη σειρά τους προσέλκυαν ακόμα περισσότερους επενδυτές. Η εξέλιξη αυτή προκάλεσε την ανάγκη δημιουργίας νέων επενδυτικών προϊόντων, τα οποία θα επέτρεπαν τη συμμετοχή του ευρύτερου - και ως τότε ανεκπαίδευτου - κοινού στο νέο «μαγικό κόσμο» των επενδύσεων. Τότε ήταν που η εταιρία επενδύσεων Massachusetts Investors Trust συνέθεσε ένα -πρωτόγονης μορφής - Αμοιβαίο Κεφάλαιο το οποίο είχε την πρωτοτυπία ότι οι επενδυτές (μεριδιούχοι) μπορούσαν να πουλήσουν και να αποχωρήσουν όποια στιγμή το επιθυμούσαν, μέσω σχετικά απλών διαδικασιών. Το συγκεκριμένο Αμοιβαίο Κεφάλαιο λειτουργεί μέχρι και σήμερα. Η επιτυχία του τότε νέου επενδυτικού εργαλείου της Massachusetts Investors Trust ώθησε στην δημιουργία νέων Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Ωστόσο, η έλλειψη συγκεκριμένων επενδυτικών κανόνων και κανονισμών λειτουργίας του θεσμού είχε ως αποτέλεσμα να προκληθούν αρκετά προβλήματα κατά τα πρώτα χρόνια λειτουργίας. Πιο συγκεκριμένα, τα πρώτα Αμοιβαία Κεφάλαια που δημιουργήθηκαν έθεταν περιορισμούς στην «ελεύθερη» αποχώρηση των επενδυτών.

Το υπεραισιόδοξο κλίμα της δεκαετίας του 1920 προκάλεσε στρεβλώσεις στη λειτουργία των συλλογικών επενδύσεων. Τα κλειστού τύπου (close-end) Αμοιβαία Κεφάλαια τα οποία δημιουργήθηκαν, αποτέλεσαν περισσότερο ένα κερδοσκοπικό φαινόμενο παρά κάποιο επενδυτικό μέσο. Όπως ήταν φυσικό, η κρίση του 1929 προκάλεσε τρομακτικές οικονομικές καταστροφές στο επενδυτικό κοινό, το οποίο στη συνέχεια παρέμεινε επιφυλακτικό για τα Αμοιβαία Κεφάλαια. Ο θεσμός αντιμετωπίστηκε με προκατάληψη, ενώ παράλληλα προκάλεσε την έρευνα από την Αμερικάνικη Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Securities and Exchange Commission), με αποτέλεσμα να διαπιστωθούν λάθη και παραλείψεις που είχαν διαπραχθεί τόσο πριν, όσο και μετά το ξέσπασμα της κρίσης. Η ουσιαστική όμως εξέλιξη στο χώρο προήλθε από το Αμερικάνικο Κογκρέσο το οποίο το 1940 ενέκρινε έναν νόμο που αποτέλεσε το βασικό πλαίσιο λειτουργίας του θεσμού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Ο νόμος αυτός - που ισχύει μέχρι και σήμερα - επέβαλε στις Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων την υποχρέωση για πλήρη, τακτική και συγκεκριμένου τύπου ενημέρωση των επενδυτών - πελατών τους για τα Αμοιβαία Κεφάλαια που διέθεταν, ενώ παράλληλα όριζε και τις ασφαλιστικές δικλείδες προκειμένου να αποφευχθούν καταχρήσεις των επενδυόμενων κεφαλαίων.

Στη δεκαετία του '50, ο θεσμός άρχισε πάλι να συγκεντρώνει το ενδιαφέρον των επενδυτών. Όμως, την πραγματική του αναγνώριση, ως μια ουσιαστική μορφή επένδυσης που παρέχει ευκαιρίες για ικανοποιητικές αποδόσεις με μικρό σχετικά κίνδυνο, τη γνώρισε κατά τη δεκαετία του 1960. Η επιτυχία αυτή βασίστηκε και στην εμφάνιση συγκεκριμένων ταλαντούχων διαχειριστών, όπως ο Fred Carr, ο οποίος πέτυχε απόδοση 117% σε χαρτοφυλάκιο μετοχών αναπτυσσόμενων εταιριών και ο Gerry Tsai, ο οποίος κατά το 1964 πέτυχε απόδοση 50% σε χαρτοφυλάκιο μετοχών μεγάλων και φημισμένων επιχειρήσεων. Οι παραπάνω επιτυχίες προκάλεσαν το ζωηρό ενδιαφέρον της επενδυτικής κοινότητας που όμως έσβησε γρήγορα από την μεγάλη ύφεση που έπληξε την Wall Street την περίοδο 1969-70. Όμως, την εποχή εκείνη, ο θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων είχε εδραιωθεί για τα καλά στη συνείδηση του αμερικάνικου κοινού και οι Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων ήταν αποφασισμένες να καινοτομήσουν. Συγκεκριμένα, οι εταιρίες αυτές αποφάσισαν να μειώσουν την εξάρτησή τους από το χρηματιστήριο και να επενδύουν σε τίτλους της χρηματαγοράς όταν τα τραπεζικά επιτόκια ήταν υψηλά. Αντίθετα, όταν τα επιτόκια μειώνονταν, οι διαχειριστές προτιμούσαν τις επενδύσεις σε κρατικά ομόλογα.

Εκείνη την περίοδο δημιουργήθηκαν τα πρώτα Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισης Διαθεσίμων (Money Market Funds). Αυτά τα νέα Αμοιβαία επένδυαν τα κεφάλαιά τους στις χρηματαγορές και επιτύγχαναν αποδόσεις σημαντικά υψηλότερες από αυτές των απλών τραπεζικών καταθέσεων. Παράλληλα επινοήθηκαν και νέοι τρόποι επένδυσης μέσω των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, οι οποίοι εκμεταλλεύονταν τις εκάστοτε επικρατούσες συνθήκες σε όλα τα είδη των αγορών.

Έτσι, καθώς κατά τα τέλη της δεκαετίας του 1970 επικρατούσε έξαρση στις αγορές των μετάλλων (και ιδίως στην αγορά χρυσού), εμφανίστηκαν Αμοιβαία Κεφάλαια που επένδυαν σε χρυσό και σε άλλα πολύτιμα μέταλλα. Στη συνέχεια, έκαναν την εμφάνιση τους τα Αμοιβαία Κεφάλαια τα οποία επένδυαν σε μετοχές και ομόλογα χρηματιστηρίων άλλων χωρών (Διεθνή Αμοιβαία Κεφάλαια), καθώς επίσης και σε συγκεκριμένους κλάδους. Στη χώρα μας τα Αμοιβαία Κεφάλαια είναι γνωστά από τις αρχές της δεκαετίας του 1970. Τα δύο πρώτα Αμοιβαία Κεφάλαια συγκροτήθηκαν το 1974 και ήταν το «ΔΗΛΟΣ» από την Εθνική Τράπεζα και το «ΕΡΜΗΣ» από την Εμπορική Τράπεζα. Να σημειωθεί ότι είχε ήδη προηγηθεί το 1970 η διαμόρφωση του πλαισίου λειτουργίας του θεσμού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στη χώρα μας με το Ν.Δ. 608/1970. Επιδίωξη της πρωτοβουλίας των δύο τραπεζών ήταν η δημιουργία δύο πόλων συγκέντρωσης ενός αξιοσημείωτου αριθμού αποταμιευτών, έτσι ώστε τα κεφάλαια τους να διοχετευτούν με έμμεσο τρόπο στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) και να τονωθεί με αυτό τον τρόπο η λειτουργία του. Τα επόμενα 15 χρόνια μετά το

1974 χαρακτηρίστηκαν από στασιμότητα σε ότι αφορά την εξέλιξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Η αναθέρμανση του κλάδου συντελέστηκε το 1989 όταν η ασφαλιστική εταιρία INTERAMERICAN, μέσω της θυγατρικής της Ανώνυμης Εταιρίας Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων INTERTRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ., διέσπασε το μέχρι τότε δυοπώλιο των τραπεζών συγκροτώντας το δικό της Αμοιβαίο Κεφάλαιο με θεματοφύλακα την Εθνική Τράπεζα. Η πρωτοβουλία αυτή της INTERAMERICAN σε συνδυασμό με την αξιοποίηση του ευρύτατου δικτύου πώλησης που διέθετε η εταιρία (λόγω της δραστηριότητας της ως ασφαλιστική εταιρία και της τράπεζας του ομίλου, INTERBANK) και την πολιτική της έντονης διαφημιστικής παρουσίας, χάρισε γρήγορα στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο της INTERTRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ. την κυριαρχία της αγοράς. Κατά τη διάρκεια του 1990 δημιουργήθηκαν έξι νέα Αμοιβαία Κεφάλαια. Τέσσερα δημιουργήθηκαν από την ALPHA Τράπεζα Πίστωσης και δύο από τις ασφαλιστικές εταιρίες Ασπίς Πρόνοια και Ευρωπαϊκή Πίστη, ενώ οι σημαντικές αποδόσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων κατά το χρόνο αυτό, έδωσαν ώθηση για εντυπωσιακή συνέχεια. Στα χρόνια που ακολούθησαν ο θεσμός γνώρισε - εκτός από κάποιες βραχυχρόνιου χαρακτήρα παλινδρομήσεις - σημαντική άνθηση, με αποτέλεσμα το πρώτο εξάμηνο του 2007 ο αριθμός των ελληνικών εταιριών που διαχειρίζονται Αμοιβαία Κεφάλαια (Α.Ε.Δ.Α.Κ), να ανέρχεται σε 23 ενώ ο αριθμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων έφτασε τα 327.

## **Κεφάλαιο 2ο: Ερμηνεία και Κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

### **2.1. Η Βασική Έννοια των Αμοιβαίων Κεφαλαίων:**

Το αμοιβαίο κεφάλαιο είναι μια μορφή εταιρείας επενδύσεων όπου ο βασικός της σκοπός είναι η συγκέντρωση των αποταμιεύσεων των επενδυτών και η τοποθέτησή τους σε χρηματιστηριακούς και άλλους τίτλους. Σύμφωνα με τον νόμο το Α/Κ ορίζεται ως ομάδα που αποτελείται από κινητές αξίες και μετρητά, της οποίας τα επί μέρους στοιχεία ανήκουν εξ αδιαιρέτου σε περισσότερα πρόσωπα. Τα βασικά χαρακτηριστικά ενός Α/Κ είναι ότι στερείται νομικής προσωπικότητας και ότι το κεφάλαιό του είναι μεταβλητό. Τα συστατικά στοιχεία ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου χωρίς τα οποία δεν θα μπορούσε να υφίσταται είναι:

- Ένας συγκεκριμένος επενδυτικός σκοπός
- Ένα ευρύ χαρτοφυλάκιο που περιλαμβάνει μετοχές, ομόλογα και άλλα αξιόγραφα καθώς και μετρητά
- Μια ομάδα ατόμων που ασκεί επαγγελματική διαχείριση του παραπάνω χαρτοφυλακίου
- Ένας συγκεκριμένος τρόπος υπολογισμού της αξίας των επενδύσεων σε καθημερινή βάση
- Ένας συγκεκριμένος τρόπος εισόδου και αποχώρησης των επενδυτών από το Αμοιβαίο Κεφάλαιο
- Ένα συγκεκριμένο νομικό πλαίσιο που θα θεσμοθετεί τα παραπάνω

### **2.2. Κατηγοριοποίηση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων:**

Το βασικό συστατικό κάθε πετυχημένου προϊόντος είναι η ικανότητά του να ικανοποιεί συγκεκριμένες αγοραστικές ανάγκες έτσι ώστε οι καταναλωτές του να αποκομίζουν συγκεκριμένα οφέλη. Η ικανότητα αυτή κάθε προϊόντος είναι συνάρτηση μιας σειράς ιδιαίτερων χαρακτηριστικών που το καθιστούν μοναδικό. Ακόμα και το ίδιο βασικό προϊόν παράγεται σε πολλές παραλλαγές έτσι ώστε να μπορεί να ικανοποιεί τις εξειδικευμένες ανάγκες των πελατών του. Αυτός ακριβώς είναι και ο λόγος που σήμερα υπάρχουν διάφορες κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Το κριτήριο για τη διάκριση των διαφόρων Αμοιβαίων Κεφαλαίων σε κατηγορίες είναι η επενδυτική πολιτική που ακολουθεί το κάθε Αμοιβαίο. Η πολιτική αυτή καθορίζει την

τοποθέτηση των κεφαλαίων σε διαφόρων ειδών κινητές αξίες, δηλαδή καθορίζει τον τρόπο με τον οποίο θα διαρθρωθεί το χαρτοφυλάκιο του κάθε Αμοιβαίου. Η ακολουθούμενη επενδυτική πολιτική είναι, με τη σειρά της, συνάρτηση των στόχων κάθε Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Οι γενικότεροι στόχοι κάθε Αμοιβαίου Κεφαλαίου περικλείονται στις ακόλουθες τρεις λέξεις κλειδιά :

□ **Εισόδημα:** Έμφαση στη δημιουργία μιας σχετικά σταθερής ροής ρευστών προς τους μεριδιούχους μέσω της καταβολής μερισμάτων

□ **Κεφαλαιακά Κέρδη:** Επικέντρωση στην αύξηση της αξίας του ενεργητικού που επιτυγχάνεται με την αύξηση της αξίας των κινητών αξιών που περιλαμβάνουν στο χαρτοφυλάκιο τους.

□ **Εισόδημα και Κεφαλαιακά Κέρδη:** Συνδυασμός των δύο πιο πάνω στόχων.

Σύμφωνα με την απόφαση της 79/1996 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς που τέθηκε σε ισχύ από τις 20 Αυγούστου 1996 καθορίζονται οι κατηγορίες των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα, όπου είναι οι παρακάτω:

### **2.2.1. Διαχείρισης Διαθεσίμων ή Χρηματαγορών:**

Πρόκειται για Αμοιβαία Κεφάλαια που επενδύουν κυρίως στην αγορά χρήματος και σε κάποιο μικρό ποσοστό σε ομόλογα. Για να χαρακτηριστεί ένα Αμοιβαίο ως διαχείρισης διαθεσίμων, θα πρέπει να επενδύει το 65% τουλάχιστον του ενεργητικού του σε προϊόντα της χρηματαγοράς και δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος. Πρόκειται για την πιο διαδεδομένη κατηγορία Αμοιβαίων Κεφαλαίων σήμερα στην Ελλάδα. Απευθύνεται κυρίως σε βραχυπρόθεσμους επενδυτές και οι αποδόσεις τους είναι συγκρίσιμες με τα αντίστοιχα τραπεζικά προϊόντα.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων θεωρούνται ως τα πιο ασφαλή Αμοιβαία - ενέχουν δηλαδή χαμηλό επενδυτικό κίνδυνο - μιας και οι επενδύσεις τους έχουν μεσο-βραχυχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα, δηλαδή τα κεφάλαια βρίσκονται κάθε φορά επενδυμένα για σχετικά περιορισμένο χρονικό διάστημα. Επιπλέον επενδύουν σε υψηλής ποιότητας χρεόγραφα, δηλαδή χρεόγραφα που εκδίδονται από οργανισμούς που παρουσιάζουν την υψηλότερη δυνατή αξιοπιστία, όπως είναι το ελληνικό δημόσιο και οι κρατικοί οργανισμοί ξένων χωρών. Τέλος, ο περιορισμένος κίνδυνος που εμφανίζουν οφείλεται και στην ικανοποιητική διαφοροποίηση που επιτυγχάνουν επενδύοντας σε πολλά και διαφορετικού εκδότη χρεόγραφα.

Αναλυτικότερα, τα Αμοιβαία Κεφάλαια διαχείρισης διαθέσιμων επενδύουν σε:

- Έντοκα γραμμάτια του ελληνικού δημοσίου
- Δραχμικές τραπεζικές καταθέσεις (προθεσμίας και όψεως)
- Καταθέσεις repos
- Καταθέσεις σε synthetic swaps (πρόκειται για μια ανταλλαγή επιτοκίων και ταυτόχρονα μία προθεσμιακή κατάθεση σε ξένο νόμισμα)
- Καταθέσεις σε ξένο νόμισμα (προθεσμίας και όψεως)
- Ομόλογα του ελληνικού δημοσίου (με ή και χωρίς τοκομερίδια)
- Ομολογίες δανείων σε ξένο νόμισμα
- Ομόλογα της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων.

Παρόλο που τα Αμοιβαία διαθέσιμων επενδύουν σε βραχυχρόνια επενδυτικά προϊόντα, οι διαχειριστές τους έχουν την ικανότητα να επιτυγχάνουν σχετικά υψηλές αποδόσεις. Όταν διαφαίνεται τάση αύξησης των μελλοντικών επιτοκίων, οι διαχειριστές περιορίζουν το μέσο χρόνο λήξης των επενδύσεων του χαρτοφυλακίου, δηλαδή τοποθετούν τα χρήματά τους σε μικρότερης χρονικής διάρκειας επενδύσεις. Με αυτό τον τρόπο οι επενδύσεις λήγουν γρηγορότερα και συνεπώς οι διαχειριστές είναι σε θέση να επενδύουν τα χρήματα σε συνεχώς υψηλότερης απόδοσης επενδύσεις. Αντίθετα, όταν τα επιτόκια κινούνται πτωτικά, οι διαχειριστές των Αμοιβαίων αυξάνουν το μέσο χρόνο λήξης των επενδύσεων του χαρτοφυλακίου τους.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια διαθέσιμων είναι κατάλληλα για επενδυτές που εναλλακτικά θα τοποθετούσαν τα χρήματά τους σε τραπεζικές καταθέσεις μιας και επενδύοντας σε αυτά έχουν την ευκαιρία - επωμιζόμενοι περιορισμένο κίνδυνο - να έχουν συνήθως υψηλότερες αποδόσεις από αυτές των τραπεζικών καταθέσεων. Επίσης, αποτελούν μια καλή τοποθέτηση χρημάτων για άτομα που προτίθενται να χρησιμοποιήσουν αυτά τα χρήματα σε σύντομο χρονικό διάστημα.

Ωστόσο τα Αμοιβαία αυτής της κατηγορίας δεν ενδείκνυνται για μακροχρόνιες τοποθετήσεις χρημάτων, αφού ουσιαστικά προσφέρουν αποδόσεις που συνήθως είναι ελαφρώς υψηλότερες του πληθωρισμού. Σαν αποτέλεσμα, η αγοραστική αξία των κεφαλαίων που επενδύονται σε αυτά, αυξάνεται οριακά ή παραμένει στάσιμη, δηλαδή τα κεφάλαια εκτίθενται στον ονομαζόμενο κίνδυνο του πληθωρισμού (inflation risk).



### **2.2.2. Ομολόγων ή Σταθερού Εισοδήματος (Bond Funds):**

Ονομάζονται Αμοιβαία Κεφάλαια σταθερού εισοδήματος διότι επενδύοντας σε ομόλογα και ομολογίες καταφέρνουν να εξασφαλίζουν μια σχετικά σταθερή ροή εισοδήματος στους κατόχους των μεριδίων. Αναλυτικότερα, τα Αμοιβαία Κεφάλαια εισοδήματος επενδύουν σε:

- ◆ Ομόλογα του ελληνικού δημοσίου (συνήθως μακράς χρονικής διάρκειας)
- ◆ Ομόλογα κρατικών οργανισμών
- ◆ Ομόλογα της τοπικής αυτοδιοίκησης
- ◆ Ομολογίες ιδιωτικών επιχειρήσεων (ελληνικών και ξένων)
- ◆ Ομολογίες εταιριών (ελληνικών και ξένων) υψηλού κινδύνου (Junk-Bonds)
- ◆ Ομόλογα κρατικών οργανισμών άλλων χωρών

Επίσης σε ένα μικρό βαθμό επενδύουν σε:

- ◆ Έντοκα γραμμάτια του ελληνικού δημοσίου και γενικότερα στην ελληνική χρηματαγορά
- ◆ Χρηματαγορές άλλων χωρών
- ◆ Μετοχές εταιριών (σε πολύ μικρό ποσοστό, που συνήθως δεν ξεπερνά το 5%)

Συνεπώς, παρατηρώντας τα επενδυτικά στοιχεία που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο των ομολογιακών Αμοιβαίων, συμπεραίνουμε ότι και αυτή η κατηγορία Αμοιβαίων εμπεριέχει επενδυτικό κίνδυνο. Το σύνολο της καθαρής αξίας του ενεργητικού τους καθώς και η καθαρή αξία των μεριδίων αυτών, μπορούν να έχουν σημαντικές διακυμάνσεις. Επομένως, όταν επενδύουμε σε τέτοιας μορφής χαρτοφυλάκια, δεν είναι σχεδόν ποτέ σίγουρες οι αποδόσεις που θα επιτύχουμε. Η διακύμανση των αποδόσεων των συγκεκριμένων Αμοιβαίων Κεφαλαίων, είναι αποτέλεσμα του ονομαζόμενου κινδύνου φερεγγυότητας (credit risk) και της διακύμανσης των επιτοκίων (interest-rate risk).

**Κίνδυνος Φερεγγυότητας (Credit Risk):** Όταν ο επενδυτής αγοράσει ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια, ουσιαστικά δανείζει τους εκδότες των ομολογιών, είτε αυτοί είναι το κράτος, είτε οι επιχειρήσεις. Άλλωστε οι ομολογίες - που αποτελούν το βασικό μέρος του χαρτοφυλακίου των Αμοιβαίων εισοδήματος - δεν είναι τίποτα περισσότερο από μια υπόσχεση του εκδότη ότι θα πραγματοποιεί τις περιοδικές πληρωμές που απαιτούνται και στη λήξη της ομολογίας θα αποπληρώσει την ονομαστική αξία (face value) της ομολογίας.

Ο κίνδυνος φερεγγυότητας μετρά την πιθανότητα αθέτησης αυτής της υπόσχεσης του

εκδότη. Όπως γίνεται αντιληπτό, η πιθανότητα αθέτησης της υποχρέωσης αυτής, ποικίλλει ανάλογα με το ποιος είναι ο εκδότης. Όσο μεγαλύτερη είναι η φερεγγυότητα του εκδότη, τόσο μικρότερος είναι και ο σχετικός κίνδυνος. Σχετικά με τον κίνδυνο φερεγγυότητας που παρουσιάζουν τα διάφορα ομόλογα και ομολογίες, μπορούμε να παρατηρήσουμε τα ακόλουθα:

**Ομόλογα και Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου:** Θεωρούνται ως οι ασφαλέστερες τοποθετήσεις χρημάτων και ουσιαστικά δεν ενσωματώνουν κανένα κίνδυνο, αφού η πιθανότητα που υπάρχει ώστε κάποια κυβέρνηση να δηλώσει αδυναμία πληρωμών στους κατόχους των ομολογιών, θεωρείται εξαιρετικά χαμηλή. Στη διεθνή επενδυτική πρακτική υπάρχει μια μεγάλη σειρά ομολόγων με εκδότες τις κυβερνήσεις διαφόρων κρατών. Στην περίπτωση αυτή, ως τα πλέον ασφαλή ομόλογα θεωρούνται αυτά του Αμερικάνικου και του Γερμανικού Δημοσίου.

**Ομόλογα Κρατικών Οργανισμών:** Τα ομόλογα αυτά εκδίδονται από οργανισμούς και επιχειρήσεις του ευρύτερου δημόσιου τομέα, αλλά όμως δεν απολαμβάνουν πάντα την πλήρη υποστήριξη της κυβέρνησης της χώρας στην οποία εκδίδονται. Στην Ελλάδα, είναι σε όλους γνωστά τα ομόλογα της ETBA και των άλλων επενδυτικών οργανισμών, των στεγαστικών τραπεζών κλπ.

**Ομόλογα Ιδιωτικών Επιχειρήσεων:** Στην περίπτωση που ένα Αμοιβαίο επιλέξει να επενδύσει σε ομόλογα μεγάλων αξιόπιστων επιχειρήσεων, είναι σχεδόν βέβαιο ότι θα λάβει ότι αναμένει από αυτή την επένδυση. Από την άλλη πλευρά, όσο μεγαλώνει ο κίνδυνος χρεοκοπίας μιας επιχείρησης, τόσο αυξάνεται και το επιτόκιο που προσφέρουν τα ομόλογα, που αυτή εκδίδει, προκειμένου να καταστούν ελκυστικότερα.

**Ομόλογα Τοπικής Αυτοδιοίκησης:** Πρόκειται για ομόλογα που εκδίδονται από δήμους. Η αδυναμία πληρωμών είναι αρκετά σπάνια και επομένως αν ένας επενδυτής τα διατηρήσει ως τη λήξη τους, μάλλον δεν θα αντιμετωπίσει κίνδυνο ζημιών. Όμως οι εταιρίες διαβάθμισης πιστωτικού κινδύνου, όλο και συχνότερα αυξάνουν το επίπεδο κινδύνου που έχουν τα «δημοτικά ομόλογα».

**Ομόλογα Εταιριών Υψηλού Κινδύνου:** Είναι τα γνωστά junk-bonds, δηλαδή ομόλογα που εκδίδονται από εταιρίες που αντιμετωπίζουν οξύ πρόβλημα επιβίωσης προκειμένου να χρηματοδοτήσουν την αναδιάρθρωση τους. Αυτές είναι πολύ πιθανό να χρεοκοπήσουν και οι «δανειστές» που αγόρασαν αυτά τα ομόλογα, υφίστανται σημαντικές ζημιές.

Για την εκτίμηση του κινδύνου φερεγγυότητας που ενέχουν οι διάφορες ομολογίες, οι διαχειριστές των Αμοιβαίων Κεφαλαίων βασίζονται στην ανάλυση και την αξιολόγηση που γίνεται από ιδιωτικές εταιρίες διαβάθμισης του κινδύνου όπως η Standard & Poor, η Moody, κ. α. Για παράδειγμα, η Standard & Poor αξιολογεί και ταξινομεί τις ομολογίες που εκδίδονται χαρακτηρίζοντας με AAA τις ομολογίες που παρουσιάζουν το μικρότερο κίνδυνο και συνεχίζουν με AA, A, **BBB, BB, B, CCC, CC, C**, κλπ

**Μεταβολή του Ύψους των Επιτοκίων (Interest-Rate Risk):** Εκτός από τον πιστωτικό κίνδυνο, οι αποδόσεις των Αμοιβαίων εισοδήματος μεταβάλλονται καθώς μεταβάλλεται το ύψος των επιτοκίων. Για παράδειγμα, υψηλότερα επιτόκια υποδηλώνουν ότι οι εκδότες των νέων ομολογιών θα δανειστούν με επιτόκια υψηλότερα από τα υπάρχοντα ομόλογα. Συνεπώς οι κάτοχοι παλαιών ομολόγων - τα οποία θα έχουν συγκριτικά των νέων χαμηλότερα επιτόκια - θα προσφέρουν προς πώληση τα ομόλογα που κατέχουν με σκοπό την επένδυση των κεφαλαίων τους στα νέα - υψηλότερου επιτοκίου - ομόλογα. Το αποτέλεσμα αυτών των ενεργειών από πολλούς επενδυτές θα οδηγήσει σε μείωση της τιμής των ομολόγων παλαιότερων εκδόσεων. Αντιστρόφως, όταν τα επιτόκια μειώνονται, οι τιμές των ομολόγων αυξάνονται και μαζί αυξάνεται και το σύνολο του καθαρού ενεργητικού και η καθαρή αξία των μεριδίων των ομολογιακών Αμοιβαίων. Η διάρκεια των ομολογιών, αποτελεί μια διάσταση που επιδεινώνει ή αμβλύνει τις επιδράσεις των μεταβολών των επιτοκίων στην αξία των ομολόγων, ανάλογα με το αν είναι μεγαλύτερη ή μικρότερη αντίστοιχα. Όσο μεγαλύτερη είναι η διάρκεια μέχρι τη λήξη μιας ομολογίας, τόσο πιο έντονη θα είναι η μεταβολή της αξίας της, όταν μεταβληθούν τα επιτόκια και αντίστροφα.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια εισοδήματος είναι κατάλληλα για επενδυτές που επιθυμούν να έχουν κάποιο σταθερό εισόδημα. Από τη στιγμή που το μεγαλύτερο μέρος του χαρτοφυλακίου τους αποτελείται από ομόλογα που δίνουν τόκους, οι μεριδιούχοι των συγκεκριμένων Αμοιβαίων μπορούν να λαμβάνουν - ακόμα και σε μηνιαία βάση - μέρος από το Αμοιβαίο. Άρα, τους δίνεται η δυνατότητα αγοράζοντας μερίδια ομολογιακών Αμοιβαίων να εισπράττουν ένα σταθερό εισόδημα που θα τους καλύπτει ένα μέρος ή όλα τα έξοδα διαβίωσης.

Παράλληλα, αποτελούν μια καλή τοποθέτηση χρημάτων για τα άτομα που σχετικά σύντομα (π.χ. εντός τριών ετών) θα χρειαστούν τα κεφάλαια που σήμερα διαθέτουν προς επένδυση. Παρόλο που οι αποδόσεις των ομολογιακών Αμοιβαίων δεν είναι σε καμία περίπτωση εξασφαλισμένες από κάθε κίνδυνο, η διακύμανση των αποδόσεών τους, είναι σαφώς μικρότερη από αυτή των μετοχικών Αμοιβαίων. Ακόμη, λόγω της μεγαλύτερης σταθερότητας που παρουσιάζουν οι αποδόσεις των Αμοιβαίων σταθερού εισοδήματος έναντι

των μετοχικών, χρησιμοποιούνται για μια συνδυασμένη επένδυση μαζί με μερίδια μετοχικών, ώστε να περιοριστεί η μεταβλητότητα των αποδόσεων του ευρύτερου χαρτοφυλακίου που σχηματίζει ο επενδυτής.

### **2.2.3. Μετοχικά (Stock Funds):**

Για να χαρακτηριστεί ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο ως μετοχικό θα πρέπει τουλάχιστον το 65% του ενεργητικού του, κατά μέσο όρο τριμήνου, να είναι επενδυμένο σε μετοχές διαφόρων εταιριών, συνήθως εισηγμένων σε χρηματιστηριακές αγορές. Τα μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια απευθύνονται κυρίως σε επενδυτές που επιθυμούν υψηλότερες αποδόσεις από αυτές των ομολογιακών Αμοιβαίων και παράλληλα να είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν ένα σημαντικό υψηλότερο κίνδυνο. Η καθαρή αξία του ενεργητικού και των μεριδίων των μετοχικών Αμοιβαίων, παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα από όλες τις άλλες κατηγορίες Αμοιβαίων. Ο λόγος είναι ότι σε καθημερινή βάση οι μετοχές διαπραγματεύονται στα χρηματιστήρια αξιών και ανάλογα με την ζήτηση και την προσφορά οι τιμές τους διαμορφώνονται σε ένα συγκεκριμένο επίπεδο που τις περισσότερες φορές διαφέρει από αυτό της προηγούμενης μέρας. Άρα και η καθαρή αξία των μεριδίων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, μεταβάλλεται επηρεαζόμενη από τις μεταβολές στις τιμές των μετοχών.

Αξίζει να αναφέρουμε ότι υπάρχουν διεθνώς πολλοί τύποι Α/Κ μετοχών, οι οποίοι διαφοροποιούνται ανάλογα με τον βαθμό κινδύνου που αναλαμβάνουν.

Οι τύποι αυτοί είναι οι εξής

- Επιθετικά υπεραξίας.
- Υπεραξίας ή αναπτυξιακά
- Εισοδήματος.
- Υπεραξίας και Εισοδήματος.
- Κλαδικά.
- Δεικτοποιημένα( INDEX FUNDS).

### **2.2.4. Μικτά (Balance Funds):**

Τα συγκεκριμένα Αμοιβαία Κεφάλαια έχουν μεγάλη ευελιξία στις επενδύσεις. Στόχος τους είναι η εξασφάλιση ενός ικανοποιητικού εισοδήματος για τους μεριδιούχους, ενώ η πραγματοποίηση κεφαλαιακών κερδών δεν παραβλέπεται εντελώς. Προκειμένου να

καταφέρουν τα παραπάνω, επενδύουν τόσο σε ομόλογα όσο και σε μετοχές. Αναλυτικότερα, επενδύουν σε:

- Μετοχές εταιριών (κοινές και προνομιούχες)
- Ομόλογα (διαφόρων εκδοτών και χρονικής διάρκειας)
- Ομολογίες (με ή και χωρίς δυνατότητα μετατροπής σε προνομιούχες μετοχές)
- Χρηματαγορές (Ελλάδας και εξωτερικού)

Από την ποικιλία των επενδυτικών στοιχείων που περιλαμβάνονται στην κατηγορία αυτή, γίνεται αντιληπτό ότι αυτά επιτυγχάνουν ικανοποιητική διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου τους, η οποία ελαχιστοποιεί τον κίνδυνο. Συνήθως, οι αποδόσεις των μικτών Αμοιβαίων παρουσιάζουν μικρότερες διακυμάνσεις από αυτές των μετοχικών αλλά μεγαλύτερες από αυτές των ομολογιών. Είναι κατάλληλα για μεσοπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα (2 με 3 έτη) και για άτομα που επιθυμούν να εισπράττουν από τις επενδύσεις τους κάποιο εισόδημα χωρίς σημαντικές διακυμάνσεις. Στην Ελλάδα τα μικτά Αμοιβαία είναι τα παλαιότερα (το πρώτο ξεκίνησε το 1972) και σήμερα αποτελούν ένα σημαντικό κομμάτι της ελληνικής αγοράς των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

#### **2.2.5. Ειδικού Τύπου (Speciality Funds):**

Σε αυτή την κατηγορία περιλαμβάνονται αρκετά εξειδικευμένα Αμοιβαία Κεφάλαια. Πιο συγκεκριμένα, είναι τα Option-income Funds των οποίων τα χαρτοφυλάκια περιλαμβάνουν επενδύσεις σε Options. Επίσης, είναι αυτά των Χρηματιστηριακών Δεικτών (Index Funds), τα οποία αντιγράφουν σε μεγάλο βαθμό τη διάρθρωση του χρηματιστηριακού δείκτη και τέλος είναι τα Fund-of-Funds των οποίων τα κεφάλαια επενδύονται σε μερίδια άλλων Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Τελειώνοντας θα πρέπει να αναφέρουμε ότι τα πρώτα Αμοιβαία Κεφάλαια έκαναν την εμφάνισή τους στην Ελληνική αγορά στα τέλη του 1972, ο επενδυτικός αυτός θεσμός γνώρισε ουσιαστική ανάπτυξη κατά την δεκαετία του 1990, με μια μόνο κατηγορία Αμοιβαίων Κεφαλαίων, αυτή των Μικτών. Στη συνέχεια εντός του 1990 σχηματίστηκαν τα Μετοχικά και τα Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια, ενώ το 1991 προστέθηκαν τα Διεθνή και τα Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχειρίσεως Διαθεσίμων. Με την εμφάνιση των Ομολογιακών, αλλά κυρίως των Αμοιβαίων Κεφαλαίων Διαχειρίσεως Διαθεσίμων ξεκίνησε και η ποσοτική εξάπλωση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Το 2005 καταργήθηκε η κατηγορία των Διεθνών Αμοιβαίων Κεφαλαίων και τα Αμοιβαία Κεφάλαια πλέον χαρακτηρίζονται ως Εσωτερικού ή Εξωτερικού. Παράλληλα, στα πλαίσια του νέου νόμου που ψηφίστηκε εντός του 2004,

επιτρέπεται η δημιουργία Αμοιβαίων Κεφαλαίων Αναπαραγωγής Χρηματιστηριακού Δείκτη (Index Funds) και Αμοιβαίων Κεφαλαίων που επενδύουν σε μερίδια άλλων Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Funds of Funds).

## Κεφάλαιο 3: Οι Βασικοί Πρωταγωνιστές

### 3.1. Ο κύριος Μέτοχος ή Μητρική Εταιρία:

Σύμφωνα με το νόμο περί Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και Αμοιβαίων Κεφαλαίων, το 40% του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρίας Διαχείρισης (ΑΕΔΑΚ), πρέπει να ανήκει σε ανώνυμη εταιρία (μητρική) με ελάχιστο καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο 1,5 εκ. ευρώ, ενώ παράλληλα δεν επιτρέπεται σε φυσικό ή νομικό πρόσωπο να κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 50% του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρίας Διαχείρισης. Οι περιορισμοί αυτοί δημιουργούνται προκειμένου να μπορέσουν ορισμένες μεγάλες εταιρίες (συνήθως τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρίες) να ιδρύσουν Αμοιβαία Κεφάλαια, από τη στιγμή που ήδη διαθέτουν, λόγω της φύσης των εργασιών τους, υψηλά κεφάλαια, φήμη και πελατεία και το απαραίτητο δίκτυο υποκαταστημάτων.

Επομένως, όταν μια μεγάλη τράπεζα ή ασφαλιστική εταιρία ή οποιαδήποτε άλλη ανώνυμη εταιρία, πληρεί τις προϋποθέσεις του νόμου, αναλαμβάνει την πρωτοβουλία και συστήνει την Εταιρία Διαχείρισης προσλαμβάνοντας τα βασικά στελέχη που απαρτίζουν τη διοίκησή της. Στη συνέχεια εισφέρει την αρχική περιουσία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου για τον σχηματισμό του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και λαμβάνει μερίδια που αντιπροσωπεύουν τη συμμετοχή της στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο, όπως ακριβώς συμβαίνει και με οποιονδήποτε άλλο μεριδιούχο. Οπότε τα πρώτα μερίδια του Αμοιβαίου Κεφαλαίου αγοράζονται από τον ιδρυτή-κύριο μέτοχο της Εταιρίας Διαχείρισης, ενώ στη συνέχεια δεν υπάρχει καμία ανάμειξη του κύριου μετόχου όσον αφορά τη λειτουργία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου για την οποία αποκλειστικά υπεύθυνη είναι η Εταιρία Διαχείρισης. Το όφελος του μετόχου-ιδρυτή της Εταιρίας Διαχείρισης απορρέει: α) από τη συμμετοχή του στο μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρίας Διαχείρισης και κατά συνέπεια από το μέρισμα που απολαμβάνει από τα κέρδη που πραγματοποιεί αυτή από τη διαχείριση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου (εάν πραγματοποιεί κέρδη), β) από τα έσοδα (μερίσματα και τυχόν κεφαλαιακά κέρδη) από την κατοχή των μεριδίων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

Συνήθως, την πρωτοβουλία για την ίδρυση Εταιριών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων αναλαμβάνουν τράπεζες καθώς και ασφαλιστικές εταιρίες, όπως προαναφέρθηκε, προκειμένου να ξεφύγουν από τις καθιερωμένες μορφές επένδυσης και να προσφέρουν μεγαλύτερη ποικιλία χρηματοπιστωτικών προϊόντων στους απαιτητικούς και μη επενδυτές.

### **3.2. Η Ανώνυμη Εταιρία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.):**

Ο αποκλειστικός σκοπός της Εταιρίας Διαχείρισης είναι η ορθολογική διαχείριση ενός ή περισσότερων Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Ακριβώς γι' αυτό το σκοπό, απασχολεί το κατάλληλο ειδικευμένο προσωπικό και διαθέτει τον απαραίτητο εξοπλισμό που απαιτείται για την διαχείριση του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Με λίγα λόγια η ΑΕΔΑΚ είναι μια εταιρία παροχής επενδυτικών συμβουλών η οποία δεν διατηρεί καμία οικονομική κυριότητα επί των διαχειριζόμενων κεφαλαίων, τα οποία ανήκουν ολοκληρωτικά στους μεριδιούχους. Τα καθήκοντα, οι αρμοδιότητες και οι υποχρεώσεις της ΑΕΔΑΚ όπως αυτά ορίζονται από το νόμο και τον κανονισμό λειτουργίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι τα εξής:

α) Συγκροτεί το Αμοιβαίο Κεφάλαιο, δηλαδή: - υποβάλλει την αίτηση συγκρότησης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, υποβάλλει τον κανονισμό λειτουργίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, καταθέτει αναλυτικό πίνακα με το είδος, την ποσότητα και την αξία των στοιχείων του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, επιλέγει τον θεματοφύλακα μεταξύ μιας από τις τράπεζες που λειτουργούν στην Ελλάδα.

β) Διαχειρίζεται το Αμοιβαίο Κεφάλαιο σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου και τηρεί τους λογαριασμούς διαχείρισής του.

γ) Ευθύνεται για την παρακολούθηση της τήρησης των υποχρεώσεων του θεματοφύλακα και για οποιαδήποτε αμέλεια όσον αφορά τη διαχείριση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

δ) Δημοσιεύει μέσω του τύπου ή διανέμει απ' ευθείας στους μεριδιούχους εντός τριάντα ημερών από το τέλος κάθε τριμήνου αναλυτική κατάσταση του χαρτοφυλακίου του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, καθώς και αναλυτική κατάσταση με τη σύνθεση του ενεργητικού του.

ε) Είναι υποχρεωμένη να υποβάλλει στα αρμόδια όργανα του νόμου οποιαδήποτε πληροφορία ζητήσουν σχετικά με τη διαχείριση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

στ) Εκπροσωπεί δικαστικώς και εξωδίκως τους συνδικαιούχους του Αμοιβαίου Κεφαλαίου όσον αφορά τις σχέσεις τους που απορρέουν από τη διαχείριση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και τα δικαιώματά τους επί του ενεργητικού του.

ζ) Έχει τη δυνατότητα να συνάπτει συμφωνίες με τρίτους με σκοπό την πώληση μεριδίων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου στο επενδυτικό κοινό.

η) Συνάπτει δάνεια από τράπεζες για λογαριασμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου έως ποσού ίσου με το 10% του καθαρού ενεργητικού του αποκλειστικά και μόνο για την ικανοποίηση αιτήσεων εξαγοράς μεριδίων και προς αποφυγή ρευστοποίησης τίτλων.



θ) Αν η Εταιρία Διαχείρισης επιθυμεί την παραίτησή της από την Διαχείριση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, υποβάλλει αίτηση στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και προβάλλει με αυτήν τη νέα Εταιρία Διαχείρισης.

Όσον αφορά την αμοιβή της Εταιρίας Διαχείρισης για τις υπηρεσίες διαχείρισης του χαρτοφυλακίου, αυτή συνίσταται σε ένα ποσοστό της τάξης του 1%-1,5% ετησίως επί του μέσου ημερήσιου ύψους του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και η καταβολή του ποσού αυτού πραγματοποιείται ανά μήνα ή τρίμηνο. Όσο αυξάνει η τρέχουσα αξία του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, τόσο υψηλότερη θα είναι και η αμοιβή της ΑΕΔΑΚ ως ποσοστού επί του μέσου ύψους του ενεργητικού (είτε ημερησίου είτε του μηνιαίου), αλλά τόσο περισσότερες θα είναι λογικά και οι πωλήσεις μεριδίων άρα και οι προμήθειες διάθεσης. Το ύψος της αμοιβής καθορίζεται από την ίδια την εταιρία διαχείρισης. Ορισμένες ΑΕΔΑΚ ορίζουν διάφορα ποσοστά για διαφορετικά ύψη ενεργητικού, λόγω των οικονομικών κλίμακας τις οποίες απολαμβάνουν όταν το ενεργητικό αυξάνεται πέρα από ένα ορισμένο ύψος.

Ένα άλλο έσοδο της ΑΕΔΑΚ προέρχεται από την διάθεση των μεριδίων στους μεριδιούχους καθώς επίσης και από την εξαγορά μεριδίων. Η προμήθεια διάθεσης αποτελεί ένα ποσοστό επί της καθαρής τιμής του μεριδίου, το οποίο κυμαίνεται από 0% έως 5% σύμφωνα με τους εγκεκριμένους κανονισμούς. Η εξαγορά μεριδίων επιβαρύνεται με προμήθεια σύμφωνα με το άρθρο 11 του Κανονισμού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Η ΑΕΔΑΚ δύναται να αναστείλει την αποδοχή αιτήσεων εξαγοράς μεριδίων σε περιπτώσεις ανωτέρας βίας και περιπτώσεις όπως:

- α) Η μη λειτουργία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών,
- β) Η αναστολή πράξεων συναλλάγματος στο Fixing της Τράπεζας της Ελλάδος,
- γ) Μαζικές εξαγορές σημαντικού ύψους.

Επιπλέον, η Εταιρία Διαχείρισης έχει να αντιμετωπίσει τις λειτουργικές δαπάνες, οι οποίες είναι:

- Οι αμοιβές των χρηματιστών καθώς και όλες οι χρηματιστηριακές και τραπεζικές δαπάνες, για λογαριασμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου
- Οι δαπάνες αγοροπωλησίας κινητών αξιών στο εξωτερικό, οι δαπάνες συμβούλων για επενδύσεις στο εξωτερικό, οι δαπάνες μεταφοράς κεφαλαίων προς και από το εξωτερικό για λογαριασμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου
- Τα τηλεγραφικά, τηλεφωνικά, τυλετυπικά, καθώς και όλα τα άλλα έξοδα που αφορούν την καθημερινή ενημέρωση της Εταιρίας, σχετικά με τις χρηματιστηριακές τιμές των τίτλων που περιλαμβάνονται στο ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

(π.χ. REUTERS)

- Τα έξοδα εκτύπωσης και δημοσίευσης στον Τύπο, των εξαμηνιαίων και ετήσιων εκθέσεων καθώς και τα έξοδα κάθε άλλης δημοσίευσης
- Οι δαπάνες αλληλογραφίας με τους μεριδιούχους
- Οι πάσης φύσεως προς τρίτους αμοιβές, καθώς και κάθε άλλη δαπάνη που πραγματοποιείται για λογαριασμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου ή των μεριδιούχων.
- Τα έξοδα ελέγχου της διαχείρισης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου από τους Ορκωτούς Ελεγκτές

### **3.3. Ο Θεματοφύλακας:**

Η Εταιρία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων, επενδύει την κοινή περιουσία σε τίτλους. Οι τίτλοι αυτοί φυλάσσονται για λόγους εξασφάλισης εμπιστοσύνης των μεριδιούχων σε μια αναγνωρισμένη τράπεζα, η οποία εκτελεί χρέη θεματοφύλακα. Ο θεματοφύλακας, εκτός από τη φύλαξη των τίτλων, προσφέρει και τις ακόλουθες υπηρεσίες:

- Μεσολαβεί στην εκτέλεση των εντολών αγοράς και πώλησης χρεογράφων ή μετοχών, κατόπιν συνεννόησης με την Εταιρία Διαχείρισης.
- Συνυπογράφει τις τριμηνιαίες λογιστικές καταστάσεις του Αμοιβαίου Κεφαλαίου
- Ευθύνεται για κάθε αμέλεια σχετικά με την εκπλήρωση των υποχρεώσεών του
- Εκτελεί καθήκοντα ταμίας, δηλαδή: καταβάλλει την προμήθεια στην Εταιρία Διαχείρισης για τις εργασίες της, βεβαιώνει την καταβολή του αντίτιμου της αξίας των εκδιδόμενων τίτλων κατά την διάθεση των μεριδίων, καταβάλλει μέσα στη νόμιμη προθεσμία το ποσό που αντιπροσωπεύει τα μερίδια που εξαγοράζονται κι ακυρώνει τους τίτλους που εξαγοράζονται ή μεταβιβάζονται
- Στην περίπτωση που ο θεματοφύλακας παραιτηθεί από την ιδιότητά του, πρέπει να ειδοποιήσει την Εταιρία Διαχείρισης τρεις μήνες πριν και να συνεχίσει τα καθήκοντα του, μέχρι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς να διορίσει νέο θεματοφύλακα, τον οποίο θα έχει προτείνει η ίδια η ΑΕΔΑΚ. Μετά τον διορισμό του νέου θεματοφύλακα, ο προηγούμενος, παραδίδει τους τίτλους του Αμοιβαίου Κεφαλαίου στο νέο θεματοφύλακα. Σε ότι αφορά τα χρεόγραφα του εξωτερικού, υπάρχει η δυνατότητα φύλαξής τους σε τράπεζα του εξωτερικού.

Εκτός από τα καθήκοντά του, ο θεματοφύλακας λαμβάνει και αυτός αμοιβές, καθώς και προμήθειες, οι οποίες συνοψίζονται ως εξής:

**1) Αμοιβή Θεματοφυλακής:** Εκφράζεται ως ένα ποσοστό ετησίως επί των ημερησίων αποτιμήσεων του καθαρού ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Το ποσοστό κυμαίνεται από 0,02% έως 0,4%.

**2) Αμοιβή Φύλαξης:** Πρόκειται για την αμοιβή της τράπεζας η οποία - ασκώντας καθήκοντα θεματοφύλακα - φυλάσσει τις κινητές αξίες του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Η αμοιβή αυτή ανέρχεται στο 0,05% με 0,3% ετησίως επί των ημερησίων αποτιμήσεων του καθαρού ενεργητικού.

**3) Προμήθεια Μεσολάβησης επί Αγορών και Πωλήσεων :** Είναι η προμήθεια που εισπράττεται από το θεματοφύλακα για τη διαμεσολάβησή του στην αγοραπωλησία των κινητών αξιών. Μπορεί να φτάσει μέχρι το 0,3% επί της τρέχουσας αξίας των αγοραπωλησιών χρεογράφων και μετοχών.

**4) Προμήθεια Είσπραξης:** Η προμήθεια αυτή αποτελεί ένα ποσοστό (0,1% έως 0,6%) επί της αξίας των εισπραττόμενων μερισμάτων των μετοχών και ένα ποσοστό (0,05% έως 0,03%) επί της αξίας των εισπραττόμενων μεριδίων.

Εκτός από την προμήθεια είσπραξης, προκειμένου για τα εισπραττόμενα μερίσματα των μετοχών, όλες οι υπόλοιπες αμοιβές-προμήθειες του θεματοφύλακα είναι συνήθως πληρωτέες ανά μήνα ή τρίμηνο.

### **3.4. Τα Ελεγκτικά Όργανα:**

Τα όργανα που ασκούν άμεσα εποπτεία και έλεγχο των δραστηριοτήτων μιας ΑΕΔΑΚ και συνεπώς και των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, είναι το Σώμα Ορκωτών Ελεγκτών και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Ο σκοπός του ελέγχου είναι η εξέταση της τήρησης των νόμων και των κανονισμών προκειμένου να προστατεύονται οι μεριδιούχοι των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Το Σώμα Ορκωτών Ελεγκτών (Σ.Ο.Ε.) είναι αρμόδιο για τον έλεγχο της τήρησης των λογιστικών αρχών της νομοθεσίας και του κανονισμού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Παράλληλα, εξετάζει αν οι εκθέσεις (τριμηνιαίες, εξαμηνιαίες, εννεαμηνιαίες και ετήσιες) παρέχουν την πραγματική εικόνα του ενεργητικού. Τα πορίσματα από αυτούς τους ελέγχους τίθενται στη διάθεση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η οποία έχει και την άμεση αρμοδιότητα για τον έλεγχο των ΑΕΔΑΚ.

Ο έλεγχος της λειτουργίας των Αμοιβαίων Κεφαλαίων από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, έχει διαρκή χαρακτήρα. Αρχικά, όλες οι ΑΕΔΑΚ έχουν την υποχρέωση να κοινοποιούν στην Επιτροπή τα δημοσιεύματα και τα στοιχεία που αφορούν τα Αμοιβαία Κεφάλαια που διαχειρίζονται. Ακόμη, η νομοθεσία παρέχει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς το δικαίωμα παρέμβασης κάθε φορά που αυτή θα κρίνει σκόπιμο. Η παρέμβαση μπορεί να λάβει τη μορφή αίτησης παροχής πληροφοριών ή επιβολής μέτρων ή κυρώσεων. Εξάλλου ο Ν. 1969/91 παρέχει στην Επιτροπή το δικαίωμα να ανακαλέσει την άδεια σύστασης ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου, όταν αυτό δεν ανταποκρίνεται πλέον στις νόμιμες προϋποθέσεις. Εκτός των παραπάνω, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι αρμόδια για: Την χορήγηση της άδειας σύστασης ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου Οποιαδήποτε ενέργεια αντικατάστασης της ΑΕΔΑΚ ή του θεματοφύλακα Την έγκριση τροποποίησης του καταστατικού ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου Τον έλεγχο της τήρησης των κανόνων δεοντολογίας από τα στελέχη Την ανακοίνωση των αποτελεσμάτων των ελέγχων

Τέλος, στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχουν τη δυνατότητα να αποτανθούν οι επενδυτές υποβάλλοντας παράπονα και καταγγελίες.

### **3.5. Το Δίκτυο Διανομής:**

Η προσφορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην ελληνική αγορά αναλαμβάνεται, κατά το μεγαλύτερο μέρος, από τη μητρική εταιρία. Οι εταιρίες είναι συνήθως τραπεζικοί οίκοι – της Ελλάδας και του εξωτερικού - καθώς και ασφαλιστικές εταιρίες.

Συνεπώς η διάθεση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων γίνεται μέσω των υποκαταστημάτων και των αντιπροσώπων που τα τελευταία χρόνια είναι γνωστοί ως χρηματοοικονομικοί σύμβουλοι. Τις περισσότερες φορές όμως, οι ΑΕΔΑΚ αναθέτουν σε κάποια μεγάλη τράπεζα την διάθεση μεριδίων Αμοιβαίων Κεφαλαίων έτσι ώστε να είναι μεγαλύτερη η ασφάλεια.

### **3.6. Οι Χρηματιστές:**

Οι χρηματιστές λαμβάνουν από τον θεματοφύλακα τις εντολές αγοράς και πώλησης χρεογράφων<sup>13</sup>, κατόπιν συνεννόησης του με την Εταιρία Διαχείρισης, και τις εκτελούν. Η Εταιρία Διαχείρισης, λόγω των τεράστιων κεφαλαίων που διαχειρίζεται και λόγω της συχνότητας που εκτελεί χρηματιστηριακές πράξεις, απολαμβάνει όλα τα πλεονεκτήματα που

απολαμβάνει κάθε μεγάλος πελάτης των χρηματιστηριακών γραφείων, όπως άμεση, τακτική και έγκυρη ενημέρωση. Οι χρηματιστές αντιμετωπίζουν την Εταιρία Διαχείρισης όπως οποιονδήποτε άλλο μεγάλο πελάτη και εισπράττουν την ανάλογη προμήθεια επί των αγοραπωλησιών, όπως ορίζει ο νόμος.

### **3.7. Το Επενδυτικό Κοινό:**

Οι επενδυτές, είναι αυτοί που εισφέρουν τις αποταμιεύσεις τους για τη δημιουργία και ανάπτυξη του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και έχουν ίση συμμετοχή στα κέρδη και στις ζημιές. Οι μεριδιούχοι που εκπροσωπούν το 10% των μεριδίων σε κυκλοφορία, έχουν εκ του νόμου το δικαίωμα να αιτήσουν τη σύγκληση της συνέλευσης των μεριδιούχων υποβάλλοντας σχετική αίτηση στην ΑΕΔΑΚ, η οποία είναι υποχρεωμένη να συγκαλέσει την συνέλευση εντός τριάντα ημερών από την ημερομηνία υποβολής της αίτησης. Σκοπός της συνέλευσης των μεριδιούχων μπορεί να είναι η παροχή πληροφοριών εκ μέρους της ΑΕΔΑΚ σχετικά με οποιοδήποτε θέμα που συνδέεται με την διαχείριση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Σε περίπτωση που η αξία του συνολικού καθαρού ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου μειωθεί εντός ενός έτους περισσότερο από το 60%, κάτι που με τα σημερινά δεδομένα θεωρείται απίθανο, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να συγκαλέσει την συνέλευση των μεριδιούχων με σκοπό αυτή να αποφασίσει τη διάλυση ή μη του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

Οι μεριδιούχοι που είναι μόνιμοι κάτοικοι του εξωτερικού, εφόσον εισήγαγαν συνάλλαγμα με σκοπό την αγορά μεριδίων Αμοιβαίων Κεφαλαίων, μπορούν να εξάγουν το ποσό του συναλλάγματος που χρησιμοποιήθηκε για την αγορά μεριδίων καθώς επίσης και τα τυχόν μερίσματα και κεφαλαιακά κέρδη που απέκτησαν από την επένδυσή τους

## **Κεφάλαιο 4ο: Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

### **4.1. Πλεονεκτήματα της Επένδυσης σε Αμοιβαία Κεφάλαια:**

Η επένδυση σε μερίδια Αμοιβαίων Κεφαλαίων, παρουσιάζει τα ακόλουθα πλεονεκτήματα:

- **Ανταγωνιστικές αποδόσεις των επενδυόμενων κεφαλαίων :** Τα Αμοιβαία Κεφάλαια αποτελούν ένα μέσο για την επίτευξη ικανοποιητικών αποδόσεων με την ταυτόχρονη πραγματοποίηση ευρύτερων οικονομικών στόχων. Αν ο υποψήφιος μεριδιούχος είναι διατεθειμένος να αναλάβει τους κινδύνους που ενέχει η τοποθέτηση κεφαλαίων σε μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια, θα έχει ως αποτέλεσμα ικανοποιητικές πραγματικές αποδόσεις. Αν όμως ο επενδυτής επιθυμεί να έχει τακτικές απολαβές από την επένδυσή του, ώστε να μπορεί να ικανοποιήσει τις τρέχουσες ανάγκες του, μπορεί να πετύχει κάτι τέτοιο - επιτυγχάνοντας και πάλι ικανοποιητικές αποδόσεις - μέσα από την τοποθέτηση των χρημάτων του σε σταθερού εισοδήματος και μικτού τύπου Αμοιβαία Κεφάλαια. Οι αποδόσεις αυτές θα είναι ανταγωνιστικές των ομολόγων και των λοιπών παραδοσιακών τραπεζικών προϊόντων.
- **Επαγγελματική διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων:** Η διαχείριση των χρημάτων του μεριδιούχου ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου, από ομάδες επαγγελματιών με μεγάλη εμπειρία και υψηλό επίπεδο γνώσεων, είναι ίσως το σημαντικότερο πλεονέκτημα που προσφέρουν τα Αμοιβαία Κεφάλαια, κυρίως για τα άτομα που δεν έχουν τις γνώσεις ή και το χρόνο να ασχοληθούν με την επένδυση των κεφαλαίων τους. Κάθε Αμοιβαίο Κεφάλαιο διαθέτει ένα διαχειριστή ή μια ολόκληρη ομάδα διαχειριστών και αναλυτών. Αυτοί έχουν ως κύρια αποστολή, όσα ο μεριδιούχος δεν έχει την ικανότητα, το χρόνο ή τη διάθεση να κάνει από μόνος του: την παρακολούθηση των αγορών, την ανάλυση των οικονομικών εξελίξεων, την έρευνα και ανάλυση εταιριών, την αναζήτηση ευκαιριών στις αγορές ομολόγων και τη λήψη αποφάσεων για τις κινητές αξίες που θα αγοραστούν ή θα πωληθούν. Μέρος της δουλειάς των διαχειριστών και αναλυτών, είναι η ανάλυση των χρηματοοικονομικών δεδομένων των επιχειρήσεων και των επιχειρηματικών κλάδων της οικονομίας, οι συναντήσεις με τα στελέχη των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εταιριών, οι επαφές

με άλλους αναλυτές χρηματαγορών και η παρακολούθηση σεμιναρίων με στόχο την πληρέστερη ενημέρωσή τους για την πορεία και τις εξελίξεις της αγοράς. Σήμερα, η πλειοψηφία των στελεχών των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στη χώρα μας, διαθέτουν ευρύ πεδίο γνώσεων. Παράλληλα, μέσω της εμπειρίας τους στην αγορά, έχουν αποκτήσει επαρκείς γνώσεις αναφορικά με τις ιδιομορφίες που παρουσιάζουν τόσο η ελληνική όσο και οι ξένες αγορές.

- Δεν απαιτούνται μεγάλα κεφάλαια για επένδυση. Ένα εύλογο ερώτημα του κάθε υποψήφιου επενδυτή αφορά το ποιο είναι το κατώτερο όριο χρημάτων που επιτρέπεται να επενδύσει σε Αμοιβαία Κεφάλαια. Σήμερα στην Ελλάδα, τα περισσότερα Αμοιβαία Κεφάλαια έχουν ως κατώτερο όριο τις 250.000 με 500.000 δρχ. Το ποσό αυτό είναι σημαντικά χαμηλότερο από τα χρήματα που θα έπρεπε να διαθέσει ένα άτομο προκειμένου να αναλάβει την επένδυσή τους κάποιος επενδυτικός σύμβουλος. Επιπλέον, ο συνεχώς αυξανόμενος ανταγωνισμός μεταξύ των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, οδηγεί στη συνεχή προσφορά νέων υπηρεσιών. Έτσι παρέχεται η δυνατότητα στους επενδυτές να ακολουθούν προγράμματα συνεχούς επένδυσης. Σύμφωνα με αυτά τα προγράμματα, σε τακτά χρονικά διαστήματα (εβδομαδιαία, δεκαπενθήμερα, μηνιαία) οι επενδυτές συμφωνούν να τοποθετούν ένα συγκεκριμένο ποσό χρημάτων ανάλογα με τις δυνατότητές τους. Σε αυτές τις περιπτώσεις, δεν ισχύει ούτε το προηγούμενο ελάχιστο όριο επένδυσης των 250.000 δραχμών και δίνεται η δυνατότητα στους επενδυτές-αποταμιευτές, ανάλογα με τους πόρους τους και τις ανάγκες τους να διαμορφώσουν το δικό τους - ευέλικτο πρόγραμμα επένδυσης.
- Ποικίλοι τρόποι αγοράς μεριδίων: Ένα χαρακτηριστικό κάθε προϊόντος, που σε μεγάλο βαθμό καθορίζει την επιτυχία αυτού, είναι το δίκτυο διανομής του και γενικότερα η ευκολία με την οποία μπορούν να το αποκτήσουν οι πελάτες. Ο βασικός αυτός κανόνας ισχύει και για τα επενδυτικά προϊόντα, άρα και για τα Αμοιβαία Κεφάλαια. Σε σύγκριση δε με άλλα μεμονωμένα επενδυτικά στοιχεία (μετοχές, ομόλογα), σήμερα τα Αμοιβαία Κεφάλαια διαθέτουν ευρύτερο δίκτυο πώλησης. Η διάθεση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων γίνεται μέσω των ΑΕΔΑΚ, μέσω των τραπεζών και των υποκαταστημάτων τους, καθώς και μέσω των ασφαλιστικών εταιριών (ασφαλιστών και των χρηματοοικονομικών συμβούλων). Επομένως ο υποψήφιος επενδυτής μπορεί ευκολότερα να αγοράσει μερίδια Αμοιβαίων Κεφαλαίων απ'ότι για παράδειγμα μετοχές (όπου πρέπει να αποτανθεί σε κάποια από τις χρηματιστηριακές εταιρίες) ή ομόλογα.

- Ωστόσο θα πρέπει να γίνουν ακόμα πολλά βήματα προς την κατεύθυνση της διευκόλυνσης του πελάτη. Πολλά από αυτά έχουν ήδη γίνει στο εξωτερικό ενώ άλλα βρίσκονται στα πρώτα τους βήματα σε παγκόσμιο επίπεδο. Κάτι που δεν εφαρμόζεται ακόμα στη χώρα μας - σε αντίθεση με τις Η.Π.Α. και κάποιες Ευρωπαϊκές χώρες - είναι η διάθεση εξαγορά μεριδίων τηλεφωνικά. Επίσης, στα πρώτα στάδια, παγκοσμίως βρίσκεται η διάθεση των μεριδίων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων μέσω του δικτύου Internet. Σε κάθε περίπτωση, αυτό που προέχει είναι η ύπαρξη ενός ισχυρού νομικού πλαισίου που θα εξασφαλίζει τον επενδυτή.
  
- Λογικές προμήθειες και έξοδα: Τα έξοδα που βαρύνουν κάθε Αμοιβαίο Κεφάλαιο, ποικίλλουν τόσο μεταξύ ΑΕΔΑΚ όσο και μεταξύ Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην ίδια ΑΕΔΑΚ. Ο έντονος ανταγωνισμός που υπάρχει τα τελευταία - τέσσερα κυρίως - χρόνια στον κλάδο, έχει μειώσει σημαντικά τα επίπεδα των προμηθειών. Σήμερα, τα ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια χρεώνουν, σε σύγκριση με άλλα κράτη, χαμηλές προμήθειες, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι προσφέρουν υπηρεσίες χαμηλότερης ποιότητας. Όμως, αυτό που πρέπει να κατανοήσει ο μεριδιούχος είναι ότι κάθε έξοδο που υφίσταται, μειώνει την καθαρή απόδοση της επένδυσης του. Γι'αυτό θα πρέπει να αποφεύγει τις πολύ συχνές αγορές και ρευστοποιήσεις μεριδίων. Άλλωστε τα Αμοιβαία Κεφάλαια δεν αποτελούν βραχυχρόνια μορφή επένδυσης αλλά μεσο-μακροχρόνια με επενδυτικό ορίζοντα τουλάχιστον ένα έτος.
  
- Μείωση του επενδυτικού κινδύνου μέσω της διασποράς των επενδύσεων: Αυτό που κάνουν οι διαχειριστές των Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι να επενδύουν τα χρήματα που τους εμπιστεύονται οι μεριδιούχοι σε διάφορες κινητές αξίες (μετοχές, ομόλογα, έντοκα, κλπ.) επιτυγχάνοντας με αυτό τον τρόπο μεγάλη διασπορά. Δημιουργούν δηλαδή ένα χαρτοφυλάκιο επενδυτικών στοιχείων. Μέσα από την επένδυση σε διάφορα επενδυτικά στοιχεία ο επενδυτικός κίνδυνος που αντιμετωπίζει ο μεριδιούχος μειώνεται. Αυτό συμβαίνει, διότι η άσχημη για παράδειγμα πορεία ενός ή περισσότερων επενδυτικών στοιχείων (π.χ. η μετοχή μιας εταιρίας που βρίσκεται στο χαρτοφυλάκιο ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου) θα αντισταθμιστεί από τη θετική πορεία κάποιων άλλων επενδυτικών στοιχείων, που επίσης περιλαμβάνονται στο συγκεκριμένο χαρτοφυλάκιο.



- Θα πρέπει να τονιστεί ότι μέσα από τα Αμοιβαία Κεφάλαια, παρέχεται η δυνατότητα στο μεριδιούχο, ακόμα και με ένα πολύ χαμηλό ποσό χρημάτων, να συμμετάσχει σε χαρτοφυλάκιο με ικανοποιητική διασπορά. Διασπορά των επενδύμενων κεφαλαίων επιτυγχάνεται από τα Αμοιβαία Κεφάλαια κάθε τύπου, ακόμα και από αυτά των οποίων ο ονομασία προδηλώνει μια πιο περιορισμένη διασπορά των επενδύσεων. Έτσι ακόμα και σε ένα κλαδικό αναπτυξιακό Αμοιβαίο Κεφάλαιο, επιτυγχάνεται κάποια διαφοροποίηση. Σίγουρα, τα Αμοιβαία Κεφάλαια που τοποθετούν τα χρήματα των μεριδιούχων σε περισσότερους από έναν κλάδους, επιτυγχάνουν καλύτερη διασπορά (π.χ. το χαρτοφυλάκιο του «ΔΕΛΦΟΙ» μικτό Αμοιβαίο Κεφάλαιο στις 1/1/1997 περιελάμβανε - εκτός των άλλων -34 μετοχές εταιριών του ελληνικού χρηματιστηρίου, από 12 κλάδους). Ωστόσο, και τα κλαδικά Αμοιβαία Κεφάλαια, από τη στιγμή που επενδύουν σε ένα μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου, εξαλείφουν κατά ένα μέρος τον ειδικό κίνδυνο (π.χ. στις 1/1/1997 το 78% του χαρτοφυλακίου του «ΑΤΕ Κλωστοϋφαντουργικό & Ένδυσης-Υπόδησης» είναι επενδυμένο σε 15 μετοχές εταιριών του κλάδου της κλωστοϋφαντουργίας). Σαφώς όμως επηρεάζονται από την πορεία του κλάδου και το σημείο του κύκλου ζωής στο οποίο βρίσκεται αυτός.
- Ευρύ πεδίο επενδυτικών επιλογών: Ένα ακόμη βασικό πλεονέκτημα που προσφέρουν σήμερα τα Αμοιβαία Κεφάλαια είναι ότι, λόγω της πολύ μεγάλης ποικιλίας τους, μπορούν να καλύψουν πολλές επενδυτικές ανάγκες. Κάθε υποψήφιος επενδυτής, μπορεί σήμερα να διαλέξει κάποιο από τα 261 Αμοιβαία Κεφάλαια που υπάρχουν στην ελληνική αγορά. Αν σε αυτό το ευρύ πεδίο επιλογών συνυπολογίσουμε και τη δυνατότητα των επενδυτών να δημιουργήσουν χαρτοφυλάκια Αμοιβαίων Κεφαλαίων, καταλαβαίνουμε ότι τα Αμοιβαία σήμερα μπορούν να ικανοποιήσουν τις επιθυμίες και ανάγκες και του πιο απαιτητικού επενδυτή.
- Δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης των μεριδίων: Το γεγονός ότι ο επενδυτής δεν δεσμεύει τα χρήματά του για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και μπορεί οποιαδήποτε στιγμή να ρευστοποιήσει τα μερίδιά του, αποτελεί ένα σημαντικό πλεονέκτημα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Βέβαια στην περίπτωση ρευστοποίησης, καταβάλλεται προμήθεια εξαγοράς, αλλά αυτό είναι ένα κόστος που είναι γνωστό εκ των προτέρων.

- Εύκολη παρακολούθηση της επένδυσης : Μια από τις βασικές απαιτήσεις των επενδυτών είναι να γνωρίζουν κάθε στιγμή την πορεία των επενδύσεών τους. Η παρακολούθηση της πορείας των επενδύσεων σε Αμοιβαία Κεφάλαια είναι αρκετά απλή. Δεν απαιτούνται ειδικές γνώσεις ή ιδιαίτερη προσπάθεια. Η καθαρή αξία των μεριδίων δημοσιεύεται καθημερινά σε όλες τις πολιτικές ή οικονομικές εφημερίδες, αυξάνοντας έτσι τη διαφάνεια του θεσμού. Παράλληλα οι ΑΕΔΑΚ αποστέλλουν, σε τακτά χρονικά διαστήματα, ειδικά ενημερωτικά δελτία, τα οποία είναι απλοποιημένα και εύκολα να διαβαστούν. Επιπρόσθετα, ειδικοί υπάλληλοι της κάθε ΑΕΔΑΚ είναι - ή θα πρέπει να είναι -στη διάθεση των μεριδιούχων για περαιτέρω εξηγήσεις.
- Είσπραξη ετήσιου μερίσματος με δυνατότητα επανεπένδυσης: Τα έσοδα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων προέρχονται από τα μερίσματα των μετοχών που έχουν στο χαρτοφυλάκιό τους καθώς και από τους τόκους που πληρώνουν τα ομόλογα, έντοκα και τα λοιπά χρεόγραφα που εμπεριέχονται σε αυτό. Από τα έσοδα αυτά προκύπτει και η λεγόμενη μερισματική απόδοση (dividend yield) των επενδύσεων. Εκτός των μερισμάτων και των τόκων, μια άλλη πηγή εσόδων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι η πώληση των μετοχών που έχουν στο χαρτοφυλάκιό τους. Όταν ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο πουλά μετοχές σε υψηλότερη τιμή από την τιμή κτήσης, επιτυγχάνει κεφαλαιακά κέρδη. Από τα έσοδα αυτά η ΑΕΔΑΚ αποφασίζει κάθε χρόνο να διανείμει ένα ποσοστό ως μέρισμα. Το ποσοστό που θα διανείμει ως μέρισμα εξαρτάται από τη μερισματική πολιτική της εταιρίας, η οποία με την σειρά της επηρεάζεται από μια σειρά παραγόντων, όπως οι στόχοι του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, οι εκτιμήσεις της ΑΕΔΑΚ, για την οικονομική κατάσταση και τις χρηματιστηριακές διακυμάνσεις, το ύψος της επιθυμητής ρευστότητας, κ.α. Το μέρισμα που δίνεται αφαιρείται από το ενεργητικό προκειμένου να υπολογιστεί η καθαρή αξία του ενεργητικού και η καθαρή τιμή του μεριδίου. Οι μεριδιούχοι έχουν την επιλογή, είτε να εισπράξουν το μέρισμα είτε να το επανεπενδύσουν σε μερίδια του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.
- Πλήρης διαφάνεια στις συναλλαγές και ασφάλεια από κινδύνους πτώχευσης: Τα Αμοιβαία Κεφάλαια θεωρούνται από τις πλέον ασφαλείς επενδύσεις. Αυτό οφείλεται στη φύση του θεσμού, στην ολοκληρωμένη νομοθεσία που διέπει τη λειτουργία του και στην ύπαρξη των μητρικών εταιριών των ΑΕΔΑΚ, οι οποίες εξασφαλίζουν την ομαλή λειτουργία του και την απόλυτη φερεγγυότητά του.

Το θεσμικό πλαίσιο καθορίζεται τόσο από την Ευρωπαϊκή νομοθεσία όσο και από τις σχετικές νομοθετικές ρυθμίσεις της χώρας μας. Σε ευρωπαϊκό επίπεδο υπάρχει η Οδηγία 85/611/ΕΟΚ, ΕΕ L 375/31.12.85 που καθορίζει την ελεύθερη κυκλοφορία των μεριδίων των Ο.Σ.Ε.Κ.Α. (Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων και Αξιών) και η τροποποίηση αυτής με τη διάταξη SYN 453, ΕΕ C 59/2.3.1993. Το εθνικό νομικό πλαίσιο περιλαμβάνει το Ν. 1969/91 και τη συμπλήρωση αυτού με το Προεδρικό Διάταγμα 433/93 που σκοπό είχε την - εκτός των άλλων - συμμόρφωση με τις κοινοτικές οδηγίες.

- Ευέλικτοι τρόποι απόκτησης και χρησιμοποίησης των μεριδίων: Οι υποψήφιοι επενδυτές μπορούν να αποκτήσουν μερίδια Αμοιβαίων Κεφαλαίων ακόμα και μέσω ανταλλαγής αξιογράφων (χρεογράφων ή και μετοχών) εφόσον η ΑΕΔΑΚ αποδεχτεί κάτι τέτοιο. Επίσης, βάση της ισχύουσας νομοθεσίας, οι μεριδιούχοι Αμοιβαίων Κεφαλαίων μπορούν να συνάψουν δάνεια με ενεχυρίαση των μεριδίων τους.
- Ευκολία στη διαχείριση αρχείων: Ο μεριδιούχος δεν χρειάζεται πολλά και πολύπλοκα αρχεία και φακέλους. Ένα απλό αρχείο με τα παραστατικά αγοράς και τις ενημερωτικές εκθέσεις, είναι αρκετό προκειμένου να έχει ανά πάσα στιγμή μια ολοκληρωμένη εικόνα των επενδύσεών του. Επιπλέον, επειδή τα μερίδια αποτελούν ονομαστικούς τίτλους, η απώλεια των μεριδίων δεν αποτελεί και απώλεια των κεφαλαίων, αλλά απαιτείται νομική διαδικασία προκειμένου να μπορέσει ο μεριδιούχος να εισπράξει τα χρήματά του.

#### **4.2. Πλεονεκτήματα της Επένδυσης σε Μικρά και Μεγάλα Αμοιβαία Κεφάλαια:**

Το κριτήριο για το χαρακτηρισμό ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου ως μικρού ή μεγάλου μεγέθους, είναι η συνολική αξία του ενεργητικού του. Βάσει των δεδομένων που ισχύουν σήμερα στην ελληνική αγορά, ο διαχωρισμός μεταξύ μικρών και μεγάλων Αμοιβαίων Κεφαλαίων θα μπορούσε να οριστεί στα 6 εκατ ευρώ. Δηλαδή, ως μικρού μεγέθους θεωρούνται τα Αμοιβαία Κεφάλαια των οποίων το ενεργητικό είναι κάτω των 6 εκατ ευρώ, ενώ ως μεγάλου μεγέθους, αυτά που η αξία του ενεργητικού τους υπερβαίνει τα 6 εκατ ευρώ.

#### **4.2.1. Πλεονεκτήματα Αμοιβαίων Κεφαλαίων μικρού μεγέθους:**

Τα πλεονεκτήματα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων μικρού μεγέθους συγκριτικά με τα μεγάλα είναι τα ακόλουθα:

- Αποφυγή Περιττής Διαφοροποίησης: Τα μεγάλα Αμοιβαία Κεφάλαια είναι πιο πιθανό να έχουν στο χαρτοφυλάκιό τους πολλές διαφορετικές μετοχές (ακόμα και πάνω από 80 μετοχές διαφορετικών εταιριών). Η διαφοροποίηση αυτή είναι μάλλον υπέρ το δέον αφού- σύμφωνα με τη θεωρία του χαρτοφυλακίου - ακόμα και με 10-12 προσεκτικά επιλεγμένες μετοχές, επιτυγχάνεται ικανοποιητική διαφοροποίηση, ενώ η προσθήκη παραπάνω μετοχών - διαφορετικού εκδότη - έχει πολύ μικρή επίδραση στην προσπάθεια για εξάλειψη του μη συστηματικού κινδύνου.
- Επίτευξη Αποδόσεων Διαφορετικού από αυτών της Αγοράς: Ένα μεγάλο Αμοιβαίο Κεφάλαιο που στο χαρτοφυλάκιό του περιέχει μετοχές πολλών εταιριών είναι δύσκολο να επιτυγχάνει πολύ διαφορετικές αποδόσεις από αυτές της αγοράς. Δηλαδή, οι μεταβολές του ενεργητικού του είναι ανάλογες των μεταβολών του γενικού χρηματιστηριακού δείκτη, εφόσον έχει σχηματίσει ένα χαρτοφυλάκιο που προσεγγίζει αυτό της αγοράς.

#### **4.2.2. Πλεονεκτήματα Αμοιβαίων Κεφαλαίων Μεγάλου Μεγέθους:**

Σε αντίθεση με τους παραπάνω παράγοντες που ενισχύουν την άποψη για επένδυση σε μικρά Αμοιβαία Κεφάλαια, τα μεγάλα Αμοιβαία Κεφάλαια παρουσιάζουν τα ακόλουθα θετικά χαρακτηριστικά:

- Χαμηλός Δείκτης Εξόδων: Με περισσότερα κεφάλαια προς διαχείριση, τα μεγαλύτερα Αμοιβαία Κεφάλαια επιτυγχάνουν οικονομίες κλίμακας σε μια σειρά από έξοδα που βαρύνουν τα Αμοιβαία. Μικρότερος δείκτης εξόδων σημαίνει πως λιγότερα έξοδα επιβαρύνουν κάθε μερίδιο. Άρα η καθαρή τιμή του μεριδίου είναι υψηλότερη - με δεδομένους όλους τους άλλους παράγοντες - και συνεπώς η απόδοση που απολαμβάνει ο μεριδιούχος υψηλότερη.
- Ικανότητα Προσέλκυσης και Απασχόλησης Καλύτερων Διαχειριστών: Τα μεγάλα Αμοιβαία Κεφάλαια έχουν τη δυνατότητα να αμείβουν καλύτερα τα στελέχη τους και

γι'αυτό είναι λογικό να προσελκύουν και να διατηρούν τους καλύτερους αναλυτές και διαχειριστές που υπάρχουν στην αγορά. Όσο καλύτερα είναι τα στελέχη ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου, τόσο μεγαλύτερες πιθανότητες - με σταθερούς τους υπόλοιπους παράγοντες - έχει το Αμοιβαίο Κεφάλαιο να επιτυγχάνει ικανοποιητικές αποδόσεις.

- Συγκεκριμένες Κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων αποδίδουν καλύτερα με Μεγάλα Χαρτοφυλάκια : Από τη σύγκριση ιστορικών στοιχείων - στις Η.Π.Α.- ως προς τις αποδόσεις Αμοιβαίων Κεφαλαίων προέκυψε το συμπέρασμα ότι τα Αμοιβαία «Διαχείρισης Διαθεσίμων» και τα «Ομολογιακά» επιτυγχάνουν καλύτερες αποδόσεις όταν διαχειρίζονται μεγάλα χαρτοφυλάκια απ'ότι μικρά.

#### **4.3. Μειονεκτήματα της Επένδυσης σε Αμοιβαία Κεφάλαια:**

Ο συνετός επενδυτής θα πρέπει να γνωρίζει ότι πάντα για κάθε επενδυτικό προϊόν που υπάρχει στην αγορά υπάρχουν μια σειρά από άλλα ανταγωνιστικά προϊόντα τα οποία ενδέχεται να ικανοποιούν καλύτερα τις συγκεκριμένες ανάγκες του. Υπάρχουν λοιπόν αρκετές περιπτώσεις όπου τα Αμοιβαία Κεφάλαια δεν ενδείκνυνται ως μορφή επένδυσης. Τέτοιες περιπτώσεις είναι οι ακόλουθες:

- ✓ Άτομα πεπειραμένα στην επιλογή μετοχών και τη δημιουργία χαρτοφυλακίων: Δεν μπορεί να παραβλεφθεί το γεγονός ότι υπάρχουν αρκετά άτομα τα οποία διαθέτουν και τις γνώσεις και την εμπειρία που χρειάζονται, προκειμένου να δημιουργήσουν οι ίδιοι το δικό τους χαρτοφυλάκιο. Συνεπώς, δεν χρειάζεται να αποτανθούν σε κάποιο Αμοιβαίο Κεφάλαιο όπου ουσιαστικά αποκτούν μερίδιο σε ένα χαρτοφυλάκιο που έχει δημιουργήσει κάποιος άλλος και επιπλέον επιβαρύνονται με μια σειρά εξόδων. Ακόμη, πέρα από γνώσεις και εμπειρία, θα πρέπει να υπάρχει και η απαραίτητη θέληση για ενασχόληση με τη συγκρότηση και παρακολούθηση ενός χαρτοφυλακίου, καθώς και ο απαραίτητος χρόνος για κάτι τέτοιο.
- ✓ Επιθυμία επένδυσης μόνο σε ομόλογα και καταθέσεις: Δεν είναι λίγα τα άτομα που στη σύγχρονη χρηματοοικονομική επιστήμη θα χαρακτηρίζονταν ως risk avoiders, δηλαδή άτομα που αποστρέφονται τον κίνδυνο και δεν είναι διατεθειμένα να αναλάβουν κανένα κίνδυνο, όποια και να είναι η αναμενόμενη απόδοση. Τα άτομα αυτά τοποθετούν τα κεφάλαιά τους αποκλειστικά σε ομόλογα, ομολογίες, έντοκα γραμμάτια του δημοσίου, τραπεζικούς λογαριασμούς, κ.α. Δηλαδή επενδύουν σε επενδυτικά προϊόντα που έχουν μια συγκεκριμένη και γνωστή εκ των προτέρων

ονομαστική απόδοση και συνεπώς είναι απαλλαγμένη του επενδυτικού κινδύνου. Όπως γίνεται αντιληπτό, γι'αυτά τα άτομα, τα Αμοιβαία Κεφάλαια δεν ενδείκνυνται ως μορφή επένδυσης.

- ✓ Εξειδικευμένες οικονομικές ανάγκες: Κάθε Αμοιβαίο Κεφάλαιο χαρακτηρίζεται από το σκοπό του και την επενδυτική πολιτική που ακολουθεί. Τα δύο αυτά χαρακτηριστικά, προσδίδουν στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο την ικανότητα να ικανοποιεί συγκεκριμένες χρηματοοικονομικές ανάγκες και επιθυμίες των μεριδιούχων. Άλλωστε η μεγάλη ποικιλία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων οφείλεται στο ότι επιτυγχάνουν συγκεκριμένους επενδυτικούς στόχους. Ωστόσο, δεν αποκλείεται η περίπτωση ύπαρξης ατόμων που έχουν συγκεκριμένες - εξειδικευμένες οικονομικές ανάγκες οι οποίες δεν μπορούν να καλυφθούν από τα Αμοιβαία Κεφάλαια που κυκλοφορούν στην επενδυτική αγορά. Παράλληλα, τα Αμοιβαία Κεφάλαια, παρά την πολύ καλή διαφοροποίηση και διασπορά του κινδύνου που επιτυγχάνουν, δεν θα πρέπει να θεωρηθούν σε καμία περίπτωση ως επενδυτικά προϊόντα χωρίς κίνδυνο και ακόμη, αγοράζοντας μερίδια Αμοιβαίων Κεφαλαίων, θέτουμε τα χρήματά μας στη διάθεση ειδικών στελεχών, οι οποίοι θα τα επενδύσουν με βάση τα δικά τους κριτήρια και αρχές.

## **Κεφάλαιο 5<sup>ο</sup>: Διαχείριση Χαρτοφυλακίου Αμοιβαίων**

### **Κεφαλαίων**

Με την συγκέντρωση του αρχικού κεφαλαίου της κοινής περιουσίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, αρχίζει η καθ' αυτό διαχείριση, δηλαδή οι αγορές και πωλήσεις χρεογράφων, η πραγματοποίηση εσόδων, κερδών ή ζημιών από τη ρευστοποίηση τίτλων, η επανεπένδυση των κερδών και γενικά η κυκλοφορία του χαρτοφυλακίου αξιών, ανάλογα με τις επικρατούσες συνθήκες της αγοράς για την αποδοτικότερη διαχείριση του. Σύμφωνα με το νόμο 1969/1991 και τον κανονισμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, οι αγορές και πωλήσεις αξιών πραγματοποιούνται από την Εταιρία Διαχείρισης με εντολές της προς το Θεματοφύλακα. Οι εντολές αυτές ελέγχονται από πλευράς νομιμότητας και εκτελούνται στο βαθμό που είναι σύμφωνες με το νόμο. Με γνώμονα το συμφέρον των μεριδιούχων, ο νομοθέτης δεν αφήνει στην απόλυτη ευχέρεια του διαχειριστή να επενδύει τα διαθέσιμα κεφάλαια του Αμοιβαίου Κεφαλαίου όπως κρίνει σκόπιμο, αλλά καθορίζει το είδος αλλά και τα ποσοστά στα οποία υποχρεωτικά θα κινηθεί

#### **5.1. Επιτρεπόμενες Κατηγορίες Επενδύσεων από τη Νομοθεσία Επενδύσεις:**

α) Σε κινητές αξίες εισηγμένες στην κύρια αγορά Χρηματιστηρίου Αξιών κράτους μέλους της Ε.Ο.Κ.

β) Σε κινητές αξίες εισηγμένες στην παράλληλη αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών καθώς και σε κοινοτικό χρηματιστήριο με όρους εισαγωγής αντίστοιχους με εκείνους του Χρηματιστηρίου Αθηνών ή σε άλλη αγορά κράτους μέλους που ορίζεται με απόφαση του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας.

γ) Σε τίτλους μεριδίων Ελληνικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

δ) Σε τίτλους μεριδίων κοινοτικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων μη εισηγμένους σε χρηματιστηριακή αγορά, που πληρούν τις προϋποθέσεις της οδηγίας 85/611 της Ε.Ο.Κ.

ε) Σε νεοεκδιδόμενες κινητές αξίες.

στ) Σε κινητές αξίες που είναι εισηγμένες στην κύρια αγορά χρηματιστηρίου, κράτους μη μέλους της Ε.Ο.Κ. μέχρι ποσού 20% της αξίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου .

ζ) Σε άλλες κινητές αξίες μέχρι ποσού που κατά την τοποθέτηση, δεν υπερβαίνει ποσοστό 10% της καθαρής αξίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, έπειτα από ειδική άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

η) Σε μετρητά και τραπεζικές καταθέσεις.

## **5.2. Επιτρεπόμενα ποσοστά Επενδύσεων από τη Νομοθεσία Επενδύσεις:**

Εκτός από τον περιορισμό που θέτει ο νόμος για τις κατηγορίες των επενδύσεων, υπάρχουν και περιορισμοί στα ποσοστά της κάθε κατηγορίας που πρέπει να έχει υπ' όψιν ο διαχειριστής, έτσι ώστε κατηγορίες και ποσοστά να δίνουν τον άριστο συνδυασμό για την επίτευξη του σκοπού της διασποράς. Τα ποσοστά είναι:

α) Μέχρι 10% της καθαρής αξίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη.

β) Μέχρι 40% της καθαρής αξίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε κινητές αξίες εκδοτών, σε καθένα από τις οποίες έχει επενδύσει ποσοστό μεγαλύτερο του πέντε τοις εκατό (5%) της καθαρής αξίας του.

γ) Μέχρι 50% της καθαρής αξίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη, όταν οι κινητές αξίες έχουν εκδοθεί από κράτος μέλος της Ε.Ο.Κ. ή από οργανισμό τοπικής αυτοδιοίκησης κράτους μέλους ή από δημόσιο διεθνή οργανισμό, στον οποίο συμμετέχει κράτος μέλος της Ε.Ο.Κ., καθώς και όταν οι κινητές αξίες τελούν υπό την εγγύηση των παραπάνω εκδοτών.

δ) Οι επενδύσεις σε μετοχές μιας εταιρίας επιτρέπονται μόνο μέχρι το 10% των μετοχών της τελευταίας. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια της ίδιας Εταιρίας Διαχείρισης, επιτρέπεται να επενδύουν συνολικά σε ποσοστό 30% των ιδίων κεφαλαίων, της ίδιας Εταιρίας.

ε) Επίσης επιτρέπεται σε κάθε Αμοιβαίο Κεφάλαιο να επενδύει μέχρι 10% των:

-Μετοχών της εταιρίας χωρίς δικαίωμα ψήφου.

-Του συνόλου των ανεξόφλητων ομολογιών του ίδιου εκδότη (κατά τον χρόνο κτήσης) του συνόλου των κυκλοφορούντων (κατά τον χρόνο κτήσης) μεριδίων.

-Μετοχών ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρίας.

-Μετοχών εταιριών συμβούλων επενδύσεων.

-Μετοχών Α.Ε. Αποθετηρίων Τίτλων



### **5.3. Που βασίζεται η πολιτική των Επενδύσεων σε Αμοιβαία Κεφάλαια:**

Οι περιορισμοί που θέτει ο νομοθέτης οριοθετούν, όπως προαναφέρθηκε, τα πλαίσια μέσα στα οποία πρέπει να κινείται ο διαχειριστής προκειμένου να επιτυγχάνεται η διασπορά εκείνη που ελαχιστοποιεί τον κίνδυνο απωλειών στο χαρτοφυλάκιο. Αυτά, σε ότι αφορά το υποχρεωτικό πλαίσιο στο οποίο πρέπει να κινηθεί ο διαχειριστής. Η πολιτική όμως που θα ακολουθηθεί και θα διαμορφώνεται κάθε φορά για την αποτελεσματικότερη διαχείριση, είναι αρκετά δύσκολο έργο και πρέπει να δίνεται σε αυτό ιδιαίτερη σημασία. Συνεπώς, η πολιτική των επενδύσεων πρέπει να βασίζεται σε δύο κυρίως άξονες:

#### **5.3.1. Στην μελέτη των στοιχείων (Technical Analysis) των εταιριών που παρουσιάζουν ενδιαφέρον για αγορά:**

=> Μελέτη των κλάδων στους οποίους θα γίνουν επενδύσεις των κεφαλαίων του μεριδιούχου.

=> Μελέτη των συγκεκριμένων εταιριών μέσα στον κλάδο. => Τεχνική ανάλυση και μελέτη των δεδομένων των εταιριών αυτών. => Μελέτη και αξιολόγηση στοιχείων άλλων οργανισμών που είναι διαθέσιμα για τις προς επιλογή εταιρίες.

=> Μελέτη και αξιολόγηση εξελισσόμενων ή μελλοντικών προγραμμάτων νέων επενδύσεων και εκσυγχρονισμού των επιχειρήσεων που παρουσιάζουν ενδιαφέρον για αγορά.

=> Μελέτη των ξένων χρηματιστηριακών αγορών σε συνεργασία με συμβούλους και επενδυτικούς οργανισμούς του εξωτερικού, όταν πρόκειται για επενδύσεις σε ξένους τίτλους.

=> Μελέτη των συναλλαγματικών δεδομένων και προοπτικών προκειμένου να γίνουν οι καταλληλότερες επιλογές.

=> Μελέτη της πιο κατάλληλης διασποράς των επενδύσεων για εξουδετέρωση ή ελαχιστοποίηση του κινδύνου σε περιόδους πτώσης των τιμών.

### **5.3.2. Στην μελέτη των δεδομένων (Fundamental Analysis):**

Ο δεύτερος σημαντικός άξονας στον οποίο βασίζεται η διαμόρφωση της επενδυτικής πολιτικής είναι η μελέτη και ανάλυση των δεδομένων, δηλαδή των πραγματικών στοιχείων και κυρίως όχι της ίδιας της μετοχής, αλλά της επιχείρησης ως μονάδας. Προέκταση της ανάλυσης των δεδομένων της μονάδας είναι η μελέτη των στοιχείων του κλάδου και κατ' επέκταση των στοιχείων και δεδομένων ολόκληρης της αγοράς. Το έργο της ανάλυσης των δεδομένων είναι αρκετά δύσκολο, επίπονο αλλά και επικίνδυνο, υπό την έννοια ότι με τα διαθέσιμα κάθε φορά στοιχεία δεν φτάνει κανείς πάντα στην αλήθεια και έτσι τα συμπεράσματα της μελέτης μπορεί να μην είναι αξιόπιστα. Ο κίνδυνος παρουσιάζεται ιδιαίτερα στις περιπτώσεις εκείνες που οι επιχειρήσεις, είτε λόγω της καθυστέρησης της εφαρμογής σύγχρονης οργάνωσης δεν δίνουν στη δημοσιότητα τα κατάλληλα στοιχεία και έτσι η μελέτη να έχει ανακρίβειες, είτε επιμελώς δεν παρουσιάζουν την πραγματική εικόνα, οπότε υπάρχουν πάλι σφάλματα στα δεδομένα. Τα τελευταία χρόνια βέβαια, έχουν γίνει αρκετά σημαντικά βήματα με την εναρμόνιση της ελληνικής νομοθεσίας στην κοινοτική, που προβλέπει και επιβάλλει κανόνες που αποβλέπουν στην όσο γίνεται σωστότερη ενημέρωση του επενδυτικού κοινού με περισσότερα στοιχεία δραστηριότητας των επιχειρήσεων.

### **5.4. Σημασία και Αδυναμίες της Τεχνικής Ανάλυσης (Technical Analysis) των στοιχείων στη διαμόρφωση της Επενδυτικής Πολιτικής:**

Η τεχνική ανάλυση έχει αποδειχτεί στην πράξη ως πολύ καλός σύμβουλος επενδύσεων, στο μέτρο βέβαια που και τα δεδομένα (fundamentals) βρίσκονται σε κατάσταση έτσι ώστε να μην διαταράσσεται το «ήρεμο» επενδυτικό κλίμα. Η συμβολή των στοιχείων της τεχνικής ανάλυσης στην διαμόρφωση της επενδυτικής πολιτικής, συνίσταται στην στήριξη μιας θετικής ή αρνητικής απόφασης σε πραγματικά στοιχεία (στατιστικά) που με μαθηματικούς υπολογισμούς επαληθεύονται και επαναλαμβάνονται και στο μέλλον. Με άλλα λόγια η τεχνική ανάλυση με τους πίνακες, τα διαγράμματα, τις καμπύλες, προσπαθεί στηριζόμενη στο παρελθόν, να προδιαγράψει μια πορεία της μετοχής για παράδειγμα, για το μέλλον. Στη συνέχεια προσπαθεί να βρει τα σημεία ανόδου ή καθόδου της τιμής της μετοχής και με τον τρόπο αυτό να στηρίξει την πολιτική των επενδύσεων. Το πόσο σημαντική είναι η επίδραση της τεχνικής ανάλυσης στις επενδυτικές αποφάσεις, μπορεί κανείς να το διαπιστώσει αν παρακολουθήσει συζητήσεις των ειδικών γύρω από το θέμα.

Οι γνώμες επικεντρώνονται γύρω από τα σημεία που έδειξε η τεχνική ανάλυση και έτσι αρχίζει να διαδίδεται η προοπτική ανόδου ή καθόδου της μετοχής και σιγά δημιουργείται το κατάλληλο ψυχολογικό κλίμα στην χρηματιστηριακή αγορά. Ολοένα και περισσότερο διαδίδεται και επικρατεί στη χρηματιστηριακή αγορά, ότι η μέθοδος της τεχνικής ανάλυσης αποτελεί ένα από τα απαραίτητα στοιχεία προκειμένου να καθοριστεί η επενδυτική πολιτική σε ένα οργανωμένο χαρτοφυλάκιο. Έτσι παρατηρείται σύγκληση απόψεων και σύγκριση δεδομένων κοινής βάσης με αποτέλεσμα τη δημιουργία ενός «συνολικού» επενδυτικού κλίματος που ομαλοποιεί την αγορά και αποφεύγονται, ως επί το πλείστον, απότομες διακυμάνσεις των τιμών που δημιουργούν προβλήματα στην αγορά. Παρ' όλη τη θετική της σημασία, η τεχνική ανάλυση έχει και αδυναμίες που πρέπει και αυτές να λαμβάνονται υπόψη κατά τη λήψη των αποφάσεων. Οι αδυναμίες συνίστανται στο ότι, κατ' αρχήν, οι ενδείξεις της τάσης στην τιμή μιας μετοχής δεν είναι το μόνο στοιχείο που πρέπει να ληφθεί υπόψη. Η τυφλή αποδοχή της τάσης δεν είναι πάντα προς την σωστή επενδυτική κατεύθυνση, διότι μπορεί να οδηγήσει τον επενδυτή σε τόσο συχνές αγοραπωλησίες που τελικά να είναι επιζήμιες. Εξάλλου, ο μακροχρόνιος στόχος που θέτει αρχικά ένα συγκροτημένο χαρτοφυλάκιο «αντέχει» σε βραχυχρόνιους κλυδωνισμούς και δεν κινδυνεύει από αυτούς αν κρατήσει σταθερή την αρχική επενδυτική του πορεία.

Αν θελήσουμε να συγκρίνουμε τις δύο μεθόδους ανάλυσης (Technical & Fundamental Analysis) από πλευράς μεγαλύτερης προσφοράς στην διαμόρφωση της επενδυτικής πολιτικής σε ένα συγκροτημένο χαρτοφυλάκιο, θα δούμε ότι η ανάλυση δεδομένων βρίσκεται στην πρώτη θέση, διότι οι στόχοι του χαρτοφυλακίου αυτού είναι μακροπρόθεσμοι και δημιουργώντας ο διαχειριστής το χαρτοφυλάκιο, αποβλέπει στην διάρκειά του και όχι σε πρόσκαιρες αποδόσεις.

## **5.5. Η Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς:**

Ένα θέμα που αποτελεί αντικείμενο εκτενών συζητήσεων μεταξύ ακαδημαϊκών και χρηματοοικονομικών στελεχών είναι η Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς. Αυτή η θεωρία αναφέρει ότι σε μια δεδομένη χρονική στιγμή, οι τιμές των χρεογράφων αντικατοπτρίζουν πλήρως όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες. «Αποτελεσματική» είναι μια αγορά, όπου υπάρχουν μεγάλοι αριθμοί λογικών παραγόντων μεγιστοποίησης του κέρδους, οι οποίοι ανταγωνίζονται ενεργώς μεταξύ τους και προσπαθούν να προβλέψουν τις μελλοντικές αγοραίες αξίες μεμονωμένων χρεογράφων.

Είναι μια αγορά, όπου οι τρέχουσες πληροφορίες είναι διαθέσιμες σε όλους. Σε μια αποτελεσματική αγορά, ο ανταγωνισμός δημιουργεί μια κατάσταση, όπου οι τιμές των χρεογράφων αντικατοπτρίζουν πληροφορίες, οι οποίες πηγάζουν τόσο από γεγονότα που ήδη έχουν λάβει χώρα, όσο και από γεγονότα που αναμένεται να λάβουν χώρα. Σύμφωνα με την ΕΜΗ, η τρέχουσα τιμή μιας μετοχής αποτυπώνει ανά πάσα χρονική στιγμή κάθε πληροφορία που κατέχουν οι επενδυτές. Καθώς νέες πληροφορίες γνωστοποιούνται, η ανισορροπία του συστήματος επαναφέρεται και λειτουργεί ο μηχανισμός αλλαγής της τιμής της μετοχής, ώστε η νέα πληροφορία να αντανακλάται πλήρως στην τιμή της μετοχής (Fama, 1965). Σύμφωνα με τη θεωρία της ΕΜΗ, υπάρχουν τρεις μορφές αποτελεσματικής αγοράς: η εσωτερική πληροφόρηση (strong-form), η μέτριας έντασης (semi-strong) και η ήπια μορφή (weak-form).

Η μορφή της εσωτερικής πληροφόρησης της ΕΜΗ υποστηρίζει ότι όλες οι διαθέσιμες πληροφορίες ενσωματώνονται άμεσα στην τιμή της μετοχής. Εάν αυτό αληθεύει, όλες οι έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί για την πρόβλεψη των τιμών είναι απλώς μια σπατάλη χρόνου, ακόμα και στην περίπτωση που οι επενδυτές έχουν πρόσβαση σε εσωτερική πληροφόρηση. Η μορφή της μέτριας έντασης της ΕΜΗ υποστηρίζει ότι όλες οι πληροφορίες που δημοσιοποιούνται αντανακλώνται άμεσα στην τιμή της μετοχής, αλλά οι επενδυτές που κατέχουν εσωτερική πληροφόρηση μπορούν να αποκομίσουν κέρδη από τη χρήση αυτών των πληροφοριών.

Η ήπια μορφή της ΕΜΗ υποστηρίζει ότι κάθε πληροφορία που προέρχεται από τις παρελθοντικές τιμές της μετοχής αντανακλάται στην τιμή της (Fama, 1991, Haugen, 1997). Οι παρελθοντικές τιμές είναι δημοσιοποιημένη πληροφορία η οποία συνεπάγεται ότι η ήπια μορφή είναι μια εξειδίκευση της μορφής της μέτριας έντασης, η οποία είναι μια εξειδίκευση της μορφής της εσωτερικής πληροφόρησης της ΕΜΗ. Σύμφωνα με την ήπια μορφή η τιμή της μετοχής δεν μπορεί να προβλεφθεί βασιζόμενη μόνο στις παρελθοντικές τιμές λόγω της τυχαίας πορείας των τιμών των μετοχών. Αυτό σημαίνει ότι οι μελλοντικές αλλαγές των τιμών δεν μπορούν να προβλεφθούν με τη χρήση πληροφοριών από τις παρελθοντικές τιμές.

Με άλλα λόγια, σε μια αποτελεσματική αγορά, η πραγματική τιμή ενός χρεογράφου θα αποτελεί οποιαδήποτε στιγμή μια καλή εκτίμηση της εσωτερικής του αξία. Οι επιπτώσεις της θεωρίας της αποτελεσματικής αγοράς είναι πραγματικά βαθιές. Τα περισσότερα άτομα που αγοράζουν και πωλούν χρεόγραφα, το κάνουν θεωρώντας, ότι τα χρεόγραφα που αγοράζουν έχουν μεγαλύτερη αξία από αυτή που πληρώνουν, ενώ τα χρεόγραφα που πωλούν έχουν μικρότερη αξία από την αξία πώλησης.

Αλλά εάν οι αγορές είναι αποτελεσματικές και οι τρέχουσες τιμές αντικατοπτρίζουν πλήρως όλες τις πληροφορίες, τότε η αγοραπωλησία χρεογράφων σε μια προσπάθεια

υπέρβασης της απόδοσης της αγοράς θα είναι μάλλον θέμα τύχης παρά ικανότητας! Από την άλλη πλευρά, ας υποθέσουμε για χάρη της συζήτησης, ότι όλοι οι επενδυτές είναι «τρωκτικά» και οι αγορές συστηματικά τιμολογούν λανθασμένα τις μετοχές. Μια τέτοια αγορά θα ήταν αναμφισβήτητα εύκολη υπόθεση για έναν έξυπνο επενδυτή με πραγματικές αναλυτικές ικανότητες! Υπάρχουν χιλιάδες έμπειρων αναλυτών που ψάχνουν υπέρ ή υποτιμημένα χρεόγραφα. Οι πιθανότητες δημιουργίας πρόσθετων κερδών εξανεμίζονται, όταν αυτοί οι έμπειροι επενδυτές εξαλείφουν τις διαφορές μεταξύ τιμής και αξίας

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να αναφέρουμε την σημαντική απόδοση που πέτυχε τόσο το A/K Magellan Fidelity με διαχειριστή τον Peter Lynch όσο και το A/K της HSBC Αναπτυξιακό με διαχειριστή τον Ιωάννη Βεζανή. Οι οποίοι σε αντίθεση με EMH κατάφεραν όχι μόνο να χτυπήσουν την αγορά, αλλά το κατάφεραν και για συνεχή έτη. Οι συγκεκριμένοι διαχειριστές χαρακτηρίζονταν λοιπόν όχι μόνο από επιλεκτικότητα αλλά και από επαναληπτικότητα.

Στο μέν πρώτο η απόδοση ήταν κατά μέσο όρο 29% για 13 χρόνια, ξεπερνώντας κατά μέσο όρο 13.4% τον δείκτη S&P 500 ετησίως. Έτσι αν κάποιος έβαζε 10.000\$ το 1977 στο συγκεκριμένο A/K θα έπαιρνε 300.000\$ το 1990. Έτσι τα κεφάλαια του A/K από \$ 20 mil που ήταν το 1977 εκτοξεύτηκαν το 1990 στο \$ 14 Bil. Πολλές συζητήσεις έχουν γίνει και πολλά άρθρα έχουν γραφτεί για αυτήν την αξιοσημείωτη απόδοση που πέτυχε ο συγκεκριμένος διαχειριστής, για το αν ήταν θέμα τύχης ή αν ήταν θέμα γνώσεων, επενδυτικής φιλοσοφίας που ακολουθούσε και φυσικά διαίσθησης. Η διάρκεια όμως των υπεραποδόσεων μας δείχνει πως επρόκειτο για έναν διαχειριστή με εκπληκτικό μυαλό, που ανέλυε τις επιχειρήσεις και γνώριζε που επένδυε. Σίγουρα πίσω του υπήρχαν αναλυτές με ισχυρή τεχνική υποστήριξη, αλλά δεν περιοριζόταν από επενδυτικές υποδείξεις, απαγορεύσεις και περιορισμούς. Το μόνο που κοιτούσε ήταν να επενδύει όπου υπήρχαν ευκαιρίες. Συνδύαζε απόλυτα στις επενδυτικές του αποφάσεις την κοινή λογική με την διαίσθηση και επέλεγε να επενδύσει σε επιχειρήσεις με μεγάλα κέρδη και φυσικά με προοπτικές. Αξίζει να σημειωθεί πως αυτήν την τρομερή απόδοση την πέτυχε όταν τα κεφάλαια που διαχειριζόνταν ήταν \$ 14 Bil. Τρομερό μέγεθος για A/K που τι καθιστά πάρα πολύ δύσκολο να το διαχειρίζεται κάποιος και φυσικά να το κάνει να είναι και κερδοφόρο. Φυσικά κανένας άλλος δεν θα μπορούσε να διαχειριστεί ένα τόσο μεγάλο A/K με τόσο μεγάλη επιτυχία όπως τα κατάφερε ο Peter Lynch...Αυτό ίσως γιατί η βασική του φιλοσοφία ήταν επένδυε σε αυτό που γνωρίζεις'' .....

Το μέν δεύτερο αποδείχτηκε το καλύτερο Μετοχικό A/K της περιόδου 1994-2004 τόσο σε όρους απλής απόδοσης, όσο και σε όρους απόδοσης προσαρμοσμένης στον κίνδυνο, το

οποίο προσέφερε στους μεριδιούχους του συνολική απόδοση της τάξης του 730,22% ξεπερνώντας τον Γενικό Δείκτη κατά 550% !!!.

Εντυπωσιακό είναι το γεγονός ότι και στην διάρκεια της πτώσης ο Ιωάννης Βεζανής, διαχειριστής του συγκεκριμένου αμοιβαίου, προστάτευσε αποτελεσματικά τους μεριδιούχους του όπως φαίνεται και στο πίνακα, όπου ελέγχεται και η διαχρονική συνέπεια (ικανότητα) των διαχειριστών σε ανοδική και καθοδική αγορά.

<b>Αμοιβαίο Κεφάλαιο</b>	<b>1994 - 2004</b>	<b>1994 -1999</b>	<b>2000 - 2004</b>
HSBC (Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ.)	730,22%	1373,72%	-39,36%
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ.)	308,31%	754,71%	-48,07%
ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	261,76%	712,70%	-52,76%
INTERAMERICAN Δυναμικό Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	254,09%	653,44%	-49,29%
ALPHA TRUST (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	239,68%	996,90%	-66,55%
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	207,51%	599,35%	-53,58%
ALPHA Blue Chips Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	191,85%	423,07%	-40,52%
Γενικός Δείκτης Χρηματιστηρίου των Αθηνών	180,48%	474,87%	-45,61%
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	176,34%	557,48%	-55,18%
ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	154,07%	457,25%	-50,82%
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχών Εσωτερικού	138,10%	475,93%	-56,21%
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	131,59%	372,26%	-46,34%
Α/Κ ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	60,49%	279,83%	-54,01%
ΑΣΠΙΣ Α/Κ (Μετοχών Εσωτ.)	-11,30%	320,02%	-77,57%
Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών/Datastream			

Ο συγκεκριμένος διαχειριστής χαρακτηρίζεται όχι μόνο από επιλεκτικότητα αλλά και από επαναληπτικότητα.

## **5.6. Χαρακτηριστικά των Επενδύσεων που συμπεριλαμβάνονται στα**

### **Χαρτοφυλάκια των Αμοιβαίων Κεφαλαίων:**

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια πραγματοποιούν αγοραπωλησίες σε χρεόγραφα τα οποία διακινούνται στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου.

1) Χρεόγραφα: Τα χρεόγραφα είναι εμπορικά έγγραφα τα οποία εκδίδονται από όλους εκείνους οι οποίοι επιθυμούν να αντλήσουν χρήματα, κατά κανόνα από το ευρύ επενδυτικό κοινό. Οι κύριοι εκδότες είναι: α) Το κράτος, β) Οι τράπεζες, γ) Οι δημόσιες και ιδιωτικές εταιρίες. Για τους επενδυτές ένα χρεόγραφο μπορεί να θεωρηθεί ότι αποτελείται από μια σειρά μελλοντικών ταμειακών ροών, όπως φαίνεται από το παρακάτω σχήμα :

$$\frac{T_0 \quad T_1 \quad T_2 \quad T_3 \quad \dots \quad T_n}{X_0 \quad X_1 \quad X_2 \quad X_3 \quad \dots \quad X_n}$$

-   +   +   +   ...   +

Με  $T_0$  εννοούμε το χρονικό σημείο στο οποίο πραγματοποιείται η επένδυση ή αγοράζεται το χρεόγραφο. Το  $X_0$  αντιπροσωπεύει τα χρήματα που πρέπει να καταβληθούν από τον επενδυτή για την αγορά ενός χρεογράφου. Το αρνητικό πρόσημο συμβολίζει το γεγονός ότι ο επενδυτής καταβάλλει χρήματα (μια χρηματική ροή). Τα  $T_1... T_n$  αποτελούν τα διάφορα χρονικά σημεία στα οποία καταβάλλονται τα χρήματα από τον εκδότη του χρεογράφου στους κατόχους του. Το  $T_n$  είναι η τελευταία χρονική περίοδος στη ζωή (διάρκεια) του χρεογράφου. Τα διάφορα  $X_1.. X_n$  αντιπροσωπεύουν τα έσοδα (χρηματικές εισροές) των κατόχων των χρεογράφων. Τα χρεόγραφα διακρίνονται σε χρεόγραφα σταθερής προσόδου (ή εισοδήματος) και μεταβλητής προσόδου.

- ο Χρεόγραφα Σταθερής Προσόδου: Οι εκδότες υποχρεούνται να καταβάλλουν σταθερά χρηματικά ποσά σε τακτά χρονικά διαστήματα, ανεξάρτητα της οικονομικής κατάστασης του οργανισμού.
- ο Χρεόγραφα Μεταβλητής Προσόδου: Στην περίπτωση αυτή τα αναμενόμενα έσοδα από την κατοχή χρεογράφων δεν είναι σταθερά διαχρονικά αλλά μεταβάλλονται ανάλογα με τα κέρδη του οργανισμού και τη μερισματική-επενδυτική του πολιτική.

2) Αγορά Χρήματος: Είναι η αγορά στην οποία διακινούνται χρεόγραφα βραχυχρόνιας διάρκειας. Τα βασικά χαρακτηριστικά αυτών των χρεογράφων είναι:

- ο Η διάρκεια (συνήθως μέχρι ένα χρόνο).
- ο Ο χαμηλός κίνδυνος αθέτησης των υποχρεώσεων του εκδότη των χρεογράφων.
- ο Ο υψηλός βαθμός ρευστοποίησής τους.

Τα περισσότερα χρεόγραφα που διακινούνται στην αγορά χρήματος θεωρούνται ότι είναι(περίπου) ισοδύναμα με το χρήμα.

Οι κύριοι εκδότες τέτοιων χρεογράφων είναι το Δημόσιο, οι Τράπεζες, οι μεγάλες Ασφαλιστικές Εταιρίες και οι μεγάλες Βιομηχανικές και Εμπορικές Εταιρίες.

Τα πιο σημαντικά χρεόγραφα που διακινούνται στην ελληνική αγορά χρήματος είναι τα Έντοκα Γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου, τα διάφορα ομόλογα των Τραπεζών και τα διαπραγματεύσιμα πιστοποιητικά καταθέσεων. Θα μπορούσαμε επίσης να αναφέρουμε και τις συμφωνίες επαναγοράς (repurchase agreement). Τέτοιου είδους βραχυπρόθεσμες συναλλαγές είναι γνωστές ως «τερο» και συνίστανται σε πώληση ενός χρεογράφου (κρατικά χρεόγραφα για παράδειγμα) με τη συμφωνία ότι ο πωλητής θα το επαναγοράσει από τον αγοραστή μετά από ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα σε μια προκαθορισμένη τιμή.

3) Αγορά Κεφαλαίου: Στην αγορά αυτή διακινούνται χρεόγραφα μακροχρόνιας διάρκειας. Κατά κανόνα η διάρκεια ζωής των χρεογράφων είναι μεγαλύτερη του έτους. Τα βασικά

χαρακτηριστικά των χρεογράφων που διακινούνται στην Κεφαλαιαγορά είναι:

- ο Ο υψηλότερος κίνδυνος αθέτησης των υποχρεώσεων των εκδοτών.
- ο Η σημαντική διακύμανση των τιμών των χρεογράφων.
- ο Η μεγάλη διάρκεια ζωής. Τα πιο γνωστά χρεόγραφα είναι: α) Κοινές Μετοχές, β) Προνομιούχες Μετοχές, γ) Ομολογίες Σταθερού Εισοδήματος, δ) Ομολογίες Μετατρέψιμες σε Μετοχές, ε) Ομολογίες Κυμαινόμενου Επιτοκίου.

4) Τίτλοι Σταθερού Εισοδήματος: Παρακάτω περιγράφονται οι πιο σημαντικοί τίτλοι σταθερού εισοδήματος. Να σημειωθεί ότι με τον όρο ομολογία εννοούμε χρεόγραφο μακροχρόνιας διάρκειας ενώ με τον όρο ομόλογα εννοούμε χρεόγραφο βραχυχρόνιας διάρκειας.

- Έντοκα Γραμμάτια δημοσίου:
- Ομόλογα τον Ελληνικού Δημοσίου
- Ομολογίες Ιδιωτικών Εταιριών Ομολογίες με κυμαινόμενο επιτόκιο
- Ομολογιακά δάνεια μετατρέψιμα σε μετοχές

### **5.7. Απόδοση και Κίνδυνος Χρεογράφων Σταθερής Προσόδου:**

Εξ 'ορισμού οι εκδότες όλων των χρεογράφων σταθερού εισοδήματος υπόσχονται να καταβάλλουν συγκεκριμένα ποσά σε τακτά χρονικά διαστήματα. Οπότε έχουμε όλα τα απαραίτητα στοιχεία για να προσδιορίσουμε το βαθμό απόδοσης από κάθε χρεόγραφο σταθερής προσόδου. Ως βαθμό απόδοσης εννοούμε το επιτόκιο που αφορά στο συγκεκριμένο χρεόγραφο. Περαιτέρω με επιτόκιο εννοούμε το ποσοστό αύξησης του κεφαλαίου που έχει επενδυθεί σε ένα χρεόγραφο (ή γενικά επενδυτικό έργο) στην αρχή μιας χρονικής περιόδου. Όταν ο βαθμός απόδοσης ή απλά η απόδοση μιας επένδυσης είναι  $X\%$  τότε θα εννοούμε ότι από τις καθαρές ταμειακές εισροές της επένδυσης θα : 1) επανακτήσουμε το κεφάλαιό μας και 2) θα επιτύχουμε απόδοση (ή τόκο) ίση με  $X\%$  στο κεφάλαιο που είναι επενδυμένο στην αρχή κάθε περιόδου, για όλες τις χρονικές περιόδους της επένδυσης.

✓ Βασικά χαρακτηριστικά χρεογράφων σταθερής προσόδου:

Οι επενδυτές επηρεάζονται κατά κανόνα από τα ακόλουθα χαρακτηριστικά: α) Την ρευστότητα της επένδυσης, β) Την διάρκεια ζωής της επένδυσης, γ) Την απόδοση, δ) Τον κίνδυνο.



Με τον όρο ρευστότητα εννοούμε την ευκολία με την οποία μπορούμε να πωλήσουμε ένα χρεόγραφο λαμβάνοντας απ' αυτό ένα ποσό χρημάτων ίσο με την δίκαιη τιμή του χρεογράφου. Λέγοντας δίκαιη τιμή εννοούμε την παρούσα αξία των εσόδων (τόκοι και κεφάλαιο) προεξοφλούντων με επιτόκιο ίσο με αυτό που απαιτεί η αγορά. Η ρευστότητα εξαρτάται από την εμπορευσιμότητα του χρεογράφου. Η εμπορευσιμότητα με τη σειρά της εξαρτάται από την αποτελεσματικότητα της δευτερογενούς αγοράς και ιδιαίτερα του Χρηματιστηρίου Αξιών.

Όσο πιο αποτελεσματική, ελεύθερη και οργανωμένη είναι η δευτερογενής αγορά, τόσο πιο εύκολη είναι η πώληση του χρεογράφου σε τιμή λογική ή δίκαιη. Η ρευστότητα σχετίζεται αντίστροφα με την απόδοση. Κατά κανόνα οι επενδύσεις με μικρότερο βαθμό ρευστότητας έχουν μεγαλύτερη αναμενόμενη απόδοση. Αντίστροφα, επενδύσεις (χρεόγραφα) με μεγάλο βαθμό ρευστότητας έχουν μικρότερη απόδοση. Με τον όρο κίνδυνο εννοούμε ότι υπάρχει πιθανότητα η απολογιστική απόδοση να είναι διαφορετική από την αναμενόμενη. Αυτό μπορεί να συμβεί όταν: α) ο εκδότης του χρεογράφου δεν είναι σε θέση να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του και β) η τιμή του χρεογράφου σε κάποια χρονική περίοδο, πριν τη λήξη, μειωθεί.

Αναφορικά με τον πρώτο παράγοντα (αθέτησης οικονομικών υποχρεώσεων) η πιθανότητα πραγματοποίησης αυτού του συμβάντος για τα κρατικά χρεόγραφα είναι σχεδόν ασήμαντη. Το ίδιο ισχύει και για χρεόγραφα σταθερού εισοδήματος που εκδίδονται από μεγάλες εταιρίες όπως Τράπεζες, Εμπορικές, και Βιομηχανικές Εταιρίες.

Ο δεύτερος παράγοντας είναι σημαντικός και επηρεάζει τις τιμές όλων των χρεογράφων, ιδιαίτερα αυτών με μεγάλη διάρκεια ζωής. Αυτός ο κίνδυνος είναι γνωστός ως κίνδυνος από τη μεταβολή των επιτοκίων. Θα πρέπει όμως να τονίσουμε ότι ο κίνδυνος από την μεταβολή των επιτοκίων κατά τη διάρκεια της ζωής του χρεογράφου δεν επηρεάζει εκείνους τους επενδυτές που έχουν αποφασίσει να κρατήσουν τα χρεόγραφα μέχρι τη λήξη τους. Και τέλος υπάρχει και ο κίνδυνος από τη μείωση της πραγματικής αξίας της επένδυσης, ο οποίος υπάρχει σε όλες τις χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές οι οποίες δεν λειτουργούν ελεύθερα. Ιδιαίτερα σημαντικός είναι ο κίνδυνος αυτός σε αγορές οι οποίες επηρεάζονται από κυβερνητικές παρεμβάσεις που διαμορφώνουν χαμηλά ονομαστικά επιτόκια. Τα χαμηλά ονομαστικά επιτόκια σε συνδυασμό με υψηλούς ρυθμούς πληθωρισμού οδηγούν σε αρνητικά πραγματικά επιτόκια.

## **5.8. Χρεόγραφα Μεταβλητής Προσόδου:**

Το Χαρτοφυλάκιο των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, εκτός από τα χρεόγραφα σταθερής προσόδου τα οποία περιέχει, επενδύει και σε χρεόγραφα μεταβλητής προσόδου. Ένα από αυτά τα χρεόγραφα είναι οι κοινές μετοχές. Η κοινή μετοχή είναι ένα εμπορικό έγγραφο, ο κάτοχος του οποίου αποκτά το δικαίωμα της συμμετοχής στα κεφάλαια και στα κέρδη της αντίστοιχης ανώνυμης εταιρίας. Ο κάτοχος ενός αριθμού κοινών μετοχών, είναι ουσιαστικά συνιδιοκτήτης της εταιρίας. Το ποσοστό συμμετοχής του στην ανώνυμη εταιρία προσδιορίζεται από τη σχέση: Αριθμός μετοχών του μετόχου / συνολικός αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία, της ανώνυμης εταιρίας.

Οι επενδυτές που αγοράζουν κοινές μετοχές πιστεύουν ότι θα έχουν ικανοποιητικά οφέλη, τόσο από τα μελλοντικά μερίσματα, όσο και από τη μελλοντική αύξηση των τιμών τους. Θα πρέπει όμως να σημειώσουμε ότι και τα δύο αυτά συστατικά της συνολικής απόδοσης από την κατοχή των τίτλων είναι αβέβαια, δηλαδή ενέχουν κίνδυνο. Με τον όρο κίνδυνο εννοούμε ότι η απόδοση που θα έχουμε πράγματι στο τέλος μιας χρονικής περιόδου, μπορεί να είναι διαφορετική από αυτήν που αναμέναμε.

Ιδιαίτερα μας ενδιαφέρει η πιθανότητα που υπάρχει, να έχουμε απόδοση μικρότερη από αυτήν που αναμέναμε όταν αγοράσαμε τους τίτλους. Παράλληλα, θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών, δημιουργούν ζημίες για μερικούς επενδυτές, ενώ για άλλους κέρδη. Γενικά η τοποθέτηση χρημάτων σε μετοχές μπορεί να αποφέρει σημαντικά κέρδη, ενώ δεν αποκλείεται να σημειωθούν σοβαρές ζημίες.

Ο καλύτερος τρόπος σταθεροποίησης των εσόδων από μετοχές είναι η τοποθέτηση των χρημάτων σε μετοχές από διαφορετικούς κλάδους, κάτι το οποίο τα Αμοιβαία Κεφάλαια και οι Εταιρίες Επενδύσεων πραγματοποιούν σε μια προσπάθεια μείωσης του κινδύνου. Επιπλέον, στα πλαίσια των χρεογράφων μεταβλητής προσόδου, υπάρχουν εκτός από τις κοινές μετοχές, οι προνομιούχες μετοχές.

Τα πιο συνηθισμένα προνόμια των μετοχών αυτών είναι : α) Προβάδισμα στο μέρισμα: Με άλλα λόγια, οι κάτοχοι προνομιούχων μετοχών έχουν το δικαίωμα είσπραξης πρώτου μερίσματος προ του κοινού μερίσματος. Το ποσό αυτό προσδιορίζεται ως ποσοστό επί της ονομαστικής αξίας της μετοχής. Αν τα κέρδη μιας ή περισσότερων χρήσεων δεν είναι αρκετά για την καταβολή του σταθερού μερίσματος στους κατόχους προνομιούχων μετοχών, τα οφειλόμενα μερίσματα θα δοθούν σε άλλες χρήσεις προ του κοινού μερίσματος, β) Προβάδισμα στο προϊόν εκκαθάρισης επιχείρησης, σε περίπτωση διάλυσης.

Ακόμη, οι κάτοχοι προνομιούχων μετοχών, δεν έχουν το δικαίωμα της ψήφου για τη λήψη αποφάσεων που αφορούν την επιχείρηση.

### **5.9. Επενδύσεις σε Αγορές Εξωτερικού και στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα (Derivatives):**

Όπως έχουμε αναφέρει σε προηγούμενο κεφάλαιο, οι Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων μπορούν να επενδύσουν ένα ποσοστό του ενεργητικού τους, σε τίτλους του εξωτερικού. Οι τίτλοι που διακινούνται σε ξένα χρηματιστήρια, έχουν τα ίδια βασικά χαρακτηριστικά με αυτούς που διακινούνται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Η διαφορά έγκειται στο ότι σε μερικές ξένες αγορές κεφαλαίου, υπάρχει μεγαλύτερη ποικιλία χρεογράφων. Υπάρχουν χρηματοοικονομικά μέσα (financial instruments) τα οποία δεν είναι ακόμη διαθέσιμα στην ελληνική αγορά. Μερικά από αυτά, είναι τα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα (Derivatives).

Τα προϊόντα αυτά αποτελούν εναλλακτικούς τρόπους συμμετοχής στις αγορές συναλλάγματος, επιτοκίων, μετάλλων και πρώτων υλών, επιτρέποντας στους χρήστες τους να καλύπτονται από τους κινδύνους που προέρχονται από τις απότομες διακυμάνσεις των τιμών στην τρέχουσα αγορά. Οι βασικοί παράγοντες που επηρεάζουν την τιμή των Derivatives είναι η τρέχουσα τιμή του αγαθού που αντιπροσωπεύουν (spot) και η διάρκεια ισχύος τους.

Τα Derivatives, έχουν γνωρίσει μεγάλη άνθηση παγκοσμίως, διότι παρέχουν εναλλακτικούς τρόπους αντιμετώπισης των κινδύνων, που απορρέουν από απρόβλεπτες μεταβολές των τιμών, επιτρέποντας στους χρήστες τους μεγάλη ευελιξία, πράγμα που τα έχει καθιερώσει διεθνώς ως τα μοναδικά χρηματοοικονομικά εργαλεία που συνδυάζουν την κάλυψη και την ευελιξία με το μεγαλύτερο δυνατό όφελος. Η Τράπεζα της Ελλάδος, τον Μάιο του 1993, επέτρεψε τη χρήση αυτών των προϊόντων στην ελληνική αγορά, δίνοντας επίσης τη δυνατότητα σε όσους επιθυμούν, να συμμετάσχουν και στις διεθνείς αγορές των Derivatives. Υπάρχουν τέσσερις κύριες κατηγορίες Derivatives, οι οποίες περιγράφονται συνοπτικά παρακάτω:

- ο Επενδύσεις σε Options: Option είναι το δικαίωμα, αλλά όχι η υποχρέωση, που έχει ο αγοραστής αυτού να αγοράσει ή να πουλήσει ένα αγαθό σε μία συγκεκριμένη τιμή (strike price). Αυτό το δικαίωμα ισχύει για ένα χρονικό διάστημα, το οποίο καθορίζεται με την αγορά του Option. Για το δικαίωμα αυτό, ο αγοραστής του Option πληρώνει στον πωλητή ένα premium, δηλαδή ένα ποσοστό της συνολικής αξίας του αγαθού για το οποίο ισχύει το Option

Υπάρχουν δύο κατηγορίες Options, τα Call Options και τα Put Options. Call Option είναι το δικαίωμα αγοράς αγαθού. Put Option είναι το δικαίωμα πώλησης αγαθού.

Όταν αναμένεται άνοδος των τιμών, οι επενδυτές αγοράζουν Put Options. Έτσι λοιπόν τα Call Options διασφαλίζουν συμμετοχή και κάλυψη σε περίπτωση ανόδου των τιμών και τα Put Options διασφαλίζουν συμμετοχή και κάλυψη σε περίπτωση πτώσεως των τιμών. Τα Options υπάρχουν στις κυριότερες αγορές συναλλάγματος, επιτοκίων, μετοχών, πρώτων υλών, μετάλλων, κλπ. Όταν ένα Option φτάσει στη λήξη του, παρέχεται στον αγοραστή η δυνατότητα να το εξάσκησε, δηλαδή να αγοράσει (call) ή να πουλήσει (put) το αγαθό, μόνο εάν η τιμή εξάσκησης του Option είναι συμφέρουσα γι' αυτόν. Σε περίπτωση που η τιμή δεν είναι συμφέρουσα, δεν το εξασκεί και το Option λήγει.

Τα Option χωρίζονται σε δύο κατηγορίες ως προς τον τρόπο εξάσκησης: α) Options Ευρωπαϊκού Τύπου, που επιτρέπουν στον αγοραστή να τα εξασκήσει μόνο κατά τη λήξη τους και β) Options Αμερικάνικου Τύπου, που επιτρέπουν στον αγοραστή να τα εξασκήσει καθ' όλη τη διάρκειά τους. Υπάρχουν τρεις βασικοί παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν την τιμή των Options: 1) Η διάρκεια. Όσο μεγαλύτερη είναι αυτή, τόσο ακριβότερο είναι το premium των Options, 2) Η διαφορά μεταξύ τρέχουσας τιμής (spot) και τιμής εξάσκησης (strike price), 3) Η διακύμανση των τιμών κατά το παρελθόν. Όσο πιο απότομη ήταν αυτή, τόσο ακριβότερο είναι το premium των Options.

Το κυριότερο πλεονέκτημα των Options, είναι η ευελιξία που παρέχουν στον αγοραστή τους. Ο τελευταίος, δεν είναι υποχρεωμένος να τα εξασκήσει, παρά μόνο στην περίπτωση που η τρέχουσα τιμή (spot) είναι συμφέρουσα γι' αυτόν. Επίσης, ο αγοραστής γνωρίζει εκ των προτέρων τη μέγιστη ζημιά που μπορεί να έχει, σε περίπτωση που η αγορά κινηθεί αντίθετα από τις εκτιμήσεις του και αυτή ισούται με το premium που πλήρωσε για να αποκτήσει το δικαίωμα (Option).

ο Επενδύσεις σε Futures: Future είναι η συμφωνία ανάμεσα σε δύο πλευρές, όπου η μία (αγοραστής) συμφωνεί να αγοράσει συγκεκριμένη ποσότητα ενός αγαθού σε συγκεκριμένη τιμή, η οποία ισχύει για ένα διάστημα, το οποίο καθορίζεται εκ των προτέρων από το Χρηματιστήριο. Η δεύτερη πλευρά (πωλητής) συμφωνεί να παραδώσει την ίδια συγκεκριμένη ποσότητα του αγαθού στον αγοραστή, στην τιμή που έχει συμφωνηθεί για το ίδιο χρονικό διάστημα. Τα Futures διαπραγματεύονται σε Χρηματιστήρια, τα οποία ειδικεύονται σε τέτοιου είδους συναλλαγές.

Οι κυριότερες αγορές που καλύπτουν τα Futures είναι οι εξής:

- Ισοτιμίες νομισμάτων
- Επιτόκια στα κυριότερα νομίσματα
- Χρηματιστηριακοί δείκτες

- Πρώτες ύλες

Οι διάρκειες που καλύπτουν τα Futures είναι συγκεκριμένες, ανάλογα με το προϊόν που καλύπτει το Future Συμβόλαιο και καθορίζονται από το Χρηματιστήριο στο οποίο διαπραγματεύονται. Προς το παρόν, σε κανένα Χρηματιστήριο Futures δεν διαπραγματεύεται η δραχμή. Η ελάχιστη καταβολή που απαιτεί το Χρηματιστήριο, προκειμένου να προβεί κάποιος σε αγορά ή πώληση Futures, είναι το margin. Συνήθως αντιπροσωπεύει ένα 5-10% της συνολικής αξίας του Future. Η αγορά και πώληση των Futures γίνεται μέσω ειδικευμένων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, που έχουν τη δυνατότητα διενέργειας τέτοιων πράξεων.

Τα Futures διαπραγματεύονται σε Χρηματιστήρια του εξωτερικού, γι' αυτό και απαιτείται συνάλλαγμα. Επειδή όμως η διενέργεια αυτού του είδους πράξεων έχει απελευθερωθεί από τον Μάιο του 1993, ο ενδιαφερόμενος μπορεί, δίνοντας δραχμές, να αγοράσει συνάλλαγμα, με το οποίο θα προβεί στη διενέργεια πράξεων Futures. Τα περισσότερα Futures (98%) κλείνονται με αντισταθμιστική πράξη. Έτσι λοιπόν ο κάτοχος του Future, λίγο πριν τη λήξη του συμβολαίου, δίνει μια εντολή ρευστοποίησης, η οποία του επιτρέπει να κλείσει τη θέση.

Το κέρδος του είναι η διαφορά μεταξύ της τιμής αγοράς και της τιμής πώλησης. Δεν είναι απαραίτητο βέβαια να περιμένει μέχρι τη λήξη του συμβολαίου για να κλείσει τη θέση του. Μπορεί να το κάνει όποτε θεωρήσει ότι οι τιμές είναι συμφέρουσες. Στην περίπτωση που ο αγοραστής θέλει να παραλάβει τη θέση του ή ο πωλητής να παραδώσει το Future, ακολουθείται η διαδικασία που ορίζει το συγκεκριμένο Χρηματιστήριο και αφορά στις παραλαβές και παραδόσεις των Futures.

Τα Futures κυρίως χρησιμοποιούνται από τους παραγωγούς και καταναλωτές πρώτων υλών, εφόσον τους παρέχεται η δυνατότητα, μέσω των Futures, να κλείσουν τη μελλοντική τιμή του αγαθού που θα χρησιμοποιήσουν, καθώς και από Εταιρίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων και επενδυτές που βρίσκουν έναν εύκολο τρόπο συμμετοχής στις διακυμάνσεις των τιμών των νομισμάτων, επιτοκίων, κλπ., διεθνώς. Οι κυριότεροι παράγοντες που επηρεάζουν την τιμή των Futures είναι: 1) Η τρέχουσα τιμή του αγαθού (spot), 2) Το επιτόκιο του νομίσματος στο οποίο διαπραγματεύονται τα Futures. Ακόμη, το κυριότερο πλεονέκτημα των Futures είναι η ευελιξία που παρέχεται στους χρήστες αυτών για συμμετοχή στις μεγαλύτερες αγορές με το μικρότερο δυνατό κόστος, καθώς και η κάλυψη από τους κινδύνους που απορρέουν από τις διακυμάνσεις των τιμών.

ο Επενδύσεις σε Interest Rate Swaps: Υπάρχουν πολλά είδη Swaps (ανταλλαγών), αλλά αυτά που χρησιμοποιούνται περισσότερο είναι τα Swap Επιτοκίων (Interest Rate Swaps). Interest Rate Swaps είναι ένα είδος συμφωνίας για ανταλλαγή μιας σειράς πληρωμών

σταθερού επιτοκίου έναντι μιας άλλης, κυμαινόμενου επιτοκίου, που εφαρμόζονται σε προκαθορισμένες χρονικές περιόδους και προκαθορισμένο υποθετικό κεφάλαιο.

Η κυριότερη χρήση των Interest Rate Swaps, είναι η μετατροπή ενός δανείου με κυμαινόμενο επιτόκιο, σε ένα δάνειο με σταθερό επιτόκιο ή και το αντίστροφο, επιτρέποντας στους χρήστες να επωφεληθούν από μία άνοδο ή πτώση των επιτοκίων αντιστοίχως. Τα Interest Rate Swaps, καλύπτουν συνήθως διάρκεια δύο έως δέκα ετών. Για να τιμολογηθούν τα Interest Rate Swaps, κατ' αρχήν ορίζεται η τιμή του σταθερού επιτοκίου που θα ισχύει για τις περιοδικές πληρωμές. Κατόπιν, ορίζεται το κυμαινόμενο επιτόκιο αναφοράς, καθώς και ένα spread το οποίο θα προστίθεται στο ύψος του κυμαινόμενου επιτοκίου.

Σε όλες τις περιόδους εκτοκισμού των Interest Rate Swaps, γίνεται ο συμψηφισμός των επιτοκίων και η πλευρά που πληρώνει το υψηλότερο επιτόκιο, καταβάλλει στην άλλη τη διαφορά μεταξύ των δύο επιτοκίων. Οι κυριότεροι παράγοντες που επηρεάζουν τα Interest Rate Swaps είναι: 1) Η πιστοληπτική ικανότητα της ενδιαφερόμενης εταιρίας, 2) Η διάρκεια των Swaps και η καμπύλη των επιτοκίων.

Τέλος, το κυριότερο πλεονέκτημα των Interest Rate Swaps, είναι η ευελιξία που παρέχουν στους χρήστες αυτών, για να εκμεταλλευτούν καλύτερα την πορεία των επιτοκίων και να προσαρμόσουν τα δάνεια τους ή τις επενδύσεις τους.

Συμπερασματικά, η ραγδαία ανάπτυξη των Derivatives, είναι βέβαιο ότι θα συμπαρασύρει και την ελληνική αγορά σε ένα σύντομο χρονικό διάστημα και φυσικά την αγορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων η οποία προκειμένου να συμβαδίσει με τα νέα δεδομένα, πρέπει να προσαρμοστεί στις νέες ρυθμίσεις που θα επέλθουν με την δημιουργία του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών (ADEX).

## Κεφάλαιο 6: Η Συγκρότηση του Χαρτοφυλακίου των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και η Αντιμετώπιση του Κινδύνου:

### 6.1 Η Συγκρότηση του Χαρτοφυλακίου των Αμοιβαίων Κεφαλαίων:

Μέχρι τη δεκαετία του '50 οι ασχολούμενοι με επενδύσεις σε χρεόγραφα συμφωνούσαν ότι η πιο ορθή τακτική συγκρότησης χαρτοφυλακίου, ήταν εκείνη που συμπεριλάμβανε επενδύσεις με την υψηλότερη προσδοκώμενη απόδοση. Η τακτική εκείνη αγνοούσε τη διάσταση του κινδύνου και ο μοναδικός αντικειμενικός σκοπός των επενδύσεων ήταν η μεγιστοποίηση των αναμενόμενων κερδών.

Στις αρχές της δεκαετίας του '50 ο H.Markowitz σε μία από τις πλέον λαμπρές και πρωτότυπες συνεισφορές στο χώρο της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης, παρουσίασε ένα πλήρες υπόδειγμα κατασκευής αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων αποτελούμενων από διάφορες μετοχές. Στο υπόδειγμα αυτό οι επενδυτές λαμβάνουν υπόψη ταυτόχρονα και την αναμενόμενη απόδοση και τον κίνδυνο των μετοχών. Μεθοδολογικά, το υπόδειγμα που χρησιμοποιείται και σήμερα, συνίσταται από τις παρακάτω ενέργειες:

1. Ανάλυση των προοπτικών των υπό εξέταση μετοχών
2. Κατασκευή όλων των πιθανών χαρτοφυλακίων
3. Επιλογή των πιο αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων
4. Επιλογή του μοναδικού χαρτοφυλακίου που θεωρείται ως το άριστο για έναν επενδυτή από άποψη απόδοσης και κινδύνου.

Σύμφωνα με τον H.Markowitz, ένα χαρτοφυλάκιο θεωρείται αποδοτικό όταν δεν υπάρχει κανένα άλλο το οποίο: α) με δεδομένη προσδοκώμενη απόδοση να έχει μικρότερο κίνδυνο και β) με δεδομένο κίνδυνο να έχει μεγαλύτερη προσδοκώμενη απόδοση. Μετέπειτα συνεισφορές από άλλους και ιδιαίτερα από τον W.Sharpe κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η προσδοκώμενη απόδοση από αποδοτικά χαρτοφυλάκια είναι συνάρτηση: i) της απόδοσης από τα χωρίς κίνδυνο κρατικά χρεόγραφα και ii) μιας επιπλέον απόδοσης εξαιτίας του κινδύνου.

Αλγεβρικά η σχέση έχει ως εξής:

$$K_x = i + \left( \frac{R_m - i}{\sigma_m} \right) \sigma_x$$

όπου:

$K_X$  : είναι η αναμενόμενη απόδοση από το χαρτοφυλάκιο.

$r_f$  : είναι το χωρίς κίνδυνο επιτόκιο.

$R_m$  : είναι η αναμενόμενη απόδοση από το χαρτοφυλάκιο της αγοράς.

$\sigma_m$  : είναι ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

$\sigma_X$  : είναι ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου X.

$$\frac{R_m - r_f}{\sigma_m}$$

Ο όρος  $\frac{R_m - r_f}{\sigma_m}$  αντιπροσωπεύει την επιπλέον απόδοση που αναμένει (απαιτεί) η αγορά για κάθε μια μονάδα επιπλέον κινδύνου που αναλαμβάνουν οι επενδυτές. Το  $\sigma_X$  είναι ο συνολικός κίνδυνος του χαρτοφυλακίου και συνεπώς το γινόμενο  $\left(\frac{R_m - r_f}{\sigma_m}\right) \sigma_X$  αντιπροσωπεύει την επιπρόσθετη απόδοση, πάνω από την απόδοση από τα χωρίς κίνδυνο κρατικά χρεόγραφα, που θέλουν οι επενδυτές για να αποζημιωθούν για τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν.

1) Τοποθέτηση των κεφαλαίων σε χωρίς κίνδυνο χρεόγραφα . Αυτό μπορεί να γίνει με τη συγκρότηση χαρτοφυλακίων αποτελούμενων από χωρίς κίνδυνο χρεόγραφα. Ο επενδυτής μπορεί να κατασκευάσει μόνος του τέτοιου είδους χαρτοφυλάκια ή εναλλακτικά να αγοράσει μερίδια Αμοιβαίων Κεφαλαίων σταθερού εισοδήματος.

2) Τοποθέτηση των κεφαλαίων σε μετοχές. Θεωρητικά, αυτό το σημείο αντιπροσωπεύει επένδυση σε μετοχές όλων των εταιριών που έχουν εισαχθεί στο Χρηματιστήριο Αξιών.

3) χαρτοφυλάκιο της αγοράς (Market Portfolio). Έχει αποδειχτεί πειραματικά ότι ένα χαρτοφυλάκιο αποτελούμενο από 15-20 μετοχές, τυχαία επιλεγμένες, έχει περίπου τον ίδιο κίνδυνο με αυτόν που έχει το χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Στην περίπτωση αυτή, ο επενδυτής μπορεί να επιλέξει μετοχές Εταιριών Επενδύσεων ή μερίδια Αμοιβαίων Κεφαλαίων ή άλλες επενδύσεις, τα χαρακτηριστικά των οποίων είναι περίπου όμοια με αυτά του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Οι επενδυτές που προτιμούν τέτοιου είδους επενδύσεις, είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν κινδύνους, με την ελπίδα ότι η απόδοση του χαρτοφυλακίου τους θα είναι μεγαλύτερη από αυτή που αναμένεται από τις χωρίς κίνδυνο επενδύσεις.

4) Τοποθέτηση των διαθέσιμων κεφαλαίων σε χωρίς κίνδυνο χρεόγραφα και σε χαρτοφυλάκια αποτελούμενα από μετοχές. Στην κατηγορία αυτή ανήκουν οι επενδυτές που



αναμένουν αποδόσεις μεγαλύτερες από αυτές που υπόσχονται τα χωρίς κίνδυνο χρεόγραφα, αλλά μικρότερες από αυτές που αναμένονται από χαρτοφυλάκια που αποτελούνται μόνο από μετοχές. Οι επενδυτές στην περίπτωση αυτή, μπορούν να επιλέξουν Αμοιβαία Κεφάλαια, τα χαρτοφυλάκια των οποίων αποτελούνται από χωρίς κίνδυνο χρεόγραφα και από μετοχές

Το παραπάνω υπόδειγμα είναι γνωστό ως Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (Capital Market Pricing Model). Η γραμμική σχέση μεταξύ απόδοσης και κινδύνου είναι γνωστή ως Γραμμή Κεφαλαιαγοράς (Capital Market Line). Ένα απλό, αλλά βασικό συμπέρασμα της σύγχρονης θεωρίας του χαρτοφυλακίου, είναι ότι η επένδυση σε χαρτοφυλάκια έχει δύο διαστάσεις: α) απόδοση και β) κίνδυνο.

## **6.2 Ορισμός Επενδυτικού Κινδύνου για Νέες Μετοχές στο Χαρτοφυλάκιο των Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

Μια άλλη εξαιρετικά ενδιαφέρουσα συνεισφορά στο χώρο των επενδύσεων, πάντα στο πλαίσιο των αρχών του χαρτοφυλακίου, αφορά στο νόημα και στη μέτρηση του κινδύνου που αναλαμβάνουν οι επενδυτές, όταν προσθέτουν στα χαρτοφυλάκια τους νέες μετοχές. Η σχέση μεταξύ απόδοσης και κινδύνου για οποιαδήποτε μεμονωμένη μετοχή ή οποιοδήποτε περιουσιακό (επενδυτικό) στοιχείο, είναι:

$$K_j = i + \left( \frac{R_m - i}{\sigma_m} \right) \sigma_j P_{jm}$$

Όπου

$K_j$ : είναι η αναμενόμενη απόδοση από τη μετοχή  $j$ .

$i$ : είναι το χωρίς κίνδυνο επιτόκιο.

$R_m$ : είναι η αναμενόμενη απόδοση από το χαρτοφυλάκιο της αγοράς,

$\sigma_j$  είναι ο συνολικός κίνδυνος της μετοχής,

$P_{jm}$  είναι ο συντελεστής συσχέτισης μεταξύ της μετοχής  $j$  και του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

$\sigma_m$ : είναι ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

Ο συντελεστής συσχέτισης δείχνει το βαθμό στον οποίο δύο μετοχές, ή γενικά δύο

επενδυτικά στοιχεία, κινούνται στην ίδια κατεύθυνση. Με άλλα λόγια ο συντελεστής συσχέτισης μετρά το βαθμό στον οποίο δύο μετοχές τείνουν να έχουν υψηλές ή χαμηλές αποδόσεις, την ίδια χρονική στιγμή. Η τιμή του συντελεστή συσχέτισης κυμαίνεται από 1 μέχρι -1. Αν ο συντελεστής συσχέτισης είναι ίσος με τη μονάδα, τότε θα έχουμε επιλέξει μετοχές οι οποίες σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο θα έχουν καλές ή κακές επιδόσεις. Αν ο συντελεστής συσχέτισης είναι ίσος με το -1 τότε θα έχουμε επιλέξει δύο μετοχές οι επιδόσεις των οποίων σε μια χρονική περίοδο θα έχουν διαφορετικές κατευθύνσεις. Πιο συγκεκριμένα, όταν μια μετοχή έχει υψηλά κέρδη, η άλλη θα έχει χαμηλά κέρδη και αντίστροφα. Τέλος, όταν ο συντελεστής είναι ίσος με το μηδέν, τότε δεν υπάρχει συσχέτιση μεταξύ των δύο μετοχών. Στην πράξη, οι τιμές του συντελεστή συσχέτισης τείνουν να είναι μικρότερες της μονάδας και ίσες ή μεγαλύτερες του μηδενός.

Γενικά, όσο πιο χαμηλή είναι η τιμή του συντελεστή συσχέτισης μεταξύ μετοχών, τόσο πιο μικρός είναι ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου που αποτελείται από τις μετοχές αυτές. Επανερχόμενοι στη σχέση μεταξύ απόδοσης και κινδύνου για επενδυτικά στοιχεία, παρατηρούμε ότι η αναμενόμενη απόδοση συσχετίζεται όχι με το συνολικό κίνδυνο της μετοχής  $\sigma$  , αλλά με τον όρο  $\sigma_j P_{jm}$ . Μόνο αν η τιμή του συντελεστή συσχέτισης είναι ίση με τη μονάδα, τότε θα πρέπει να μας ενδιαφέρει ο συνολικός κίνδυνος της μετοχής. Αν η τιμή του συντελεστή συσχέτισης είναι μικρότερη της μονάδας, η αναμενόμενη απόδοση συσχετίζεται μόνο με το μέρος του κινδύνου κατά του οποίου αυξάνεται ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου της αγοράς με την προσθήκη  $\sigma'$  αυτό, της συγκεκριμένης μετοχής. Αυτό το μέρος του κινδύνου είναι γνωστό ως συστηματικός κίνδυνος. Το υπόλοιπο μέρος, αυτό δηλαδή που εξαλείφεται στο πλαίσιο του χαρτοφυλακίου, είναι γνωστό ως ειδικός κίνδυνος. Οι δύο αυτές κατηγορίες κινδύνου, αναλύονται στο κεφάλαιο που ακολουθεί. Συνεπώς, ο συντελεστής συσχέτισης αποτελεί ένα από τα βασικότερα εργαλεία για την συγκρότηση του χαρτοφυλακίου των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και κυρίως για τα χαρτοφυλάκια που περιλαμβάνουν μετοχές, έτσι ώστε να πραγματοποιείται μια υψηλή απόδοση με μικρό κίνδυνο για το χαρτοφυλάκιο.

## Κεφάλαιο 7ο: Οι Κυριότερες Κατηγορίες των Κινδύνων του Χαρτοφυλακίου των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

### 7.1. Ο Συστηματικός και ο Ειδικός Κίνδυνος:

Οι γνωστότερες κατηγορίες κινδύνων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι ο συστηματικός και ο ειδικός κίνδυνος. Οι έννοιες αυτές θα γίνουν πιο κατανοητές, όταν η

σχέση  $K_j = i + \left(\frac{R_m - i}{\sigma_m}\right) \sigma_j P_{j m}$  γραφτεί ως ακολούθως

$$K_j = i + (R_m - i) B_j$$

Ο συντελεστής  $B_j$  αντιπροσωπεύει τον συστηματικό κίνδυνο της μετοχής  $j$  (systematic risk). Είναι ένας δείκτης ευαισθησίας του κινδύνου της μετοχής σε σχέση με τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Πιο απλά, θα μπορούσαμε να ορίσουμε τον συντελεστή  $B$  ως ένα μέτρο ευαισθησίας της τιμής της μετοχής σε μεταβολές του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Ο συνολικός κίνδυνος μιας μετοχής (οι διακυμάνσεις στην τιμή μιας μετοχής) διασπάται σε δύο μέρη: α) στον συστηματικό κίνδυνο ή κίνδυνο της αγοράς και β) στο μη συστηματικό ή ειδικό κίνδυνο (specific risk).

Ο συστηματικός κίνδυνος οφείλεται σε όλους εκείνους τους πολιτικούς και οικονομικούς παράγοντες που επηρεάζουν συνολικά όλες τις μετοχές. Τέτοιοι παράγοντες είναι η νομισματική πολιτική, η φορολογική πολιτική, η συναλλαγματική πολιτική, ο πληθωρισμός, οι διεθνείς οικονομικές και πολιτικές καταστάσεις κλπ. Αυτός ο κίνδυνος δεν μπορεί να εξαλειφθεί και αποτελεί εκείνο το μέρος του κινδύνου που αναλαμβάνουν οι επενδυτές όταν αγοράζουν μετοχές. Το υπόλοιπο μέρος του συνολικού κινδύνου, ο ειδικός κίνδυνος, οφείλεται σε παράγοντες που επηρεάζουν ειδικά μια εταιρία όπως το αποτελεσματικό marketing, οι καλές εργασιακές σχέσεις, οι τεχνολογικές καινοτομίες κλπ. Αυτός ο κίνδυνος μπορεί να εξαλειφθεί και ως εκ τούτου δεν πρέπει να μας ενδιαφέρει στα πλαίσια αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων.

Αυτό ισχύει επειδή απροσδόκητα δυσάρεστα νέα για την εταιρία  $A$  αντισταθμίζονται

από απροσδόκητα ευχάριστα νέα για την εταιρία Β, ή η εταιρία Γ έχει παράγει ένα επιτυχημένο προϊόν, ενώ οι προσπάθειες της εταιρίας Δ για ένα νέο προϊόν έχουν καταλήξει σε αποτυχία, ή μερικά από τα προϊόντα της εταιρίας Ε έχουν θεωρηθεί ότι προξενούν βλάβες στην υγεία των ανθρώπων, ενώ η εταιρία Ζ μόλις έχει συμβληθεί με σημαντικό ξένο οίκο για την πώληση των προϊόντων της σε μεγάλες αγορές του εξωτερικού. Αυτά τα γεγονότα είναι ειδικά, αφορούν τις εταιρίες και δεν είναι συσχετισμένα με τις πιθανές γενικές κατευθύνσεις της οικονομίας. Η επίδραση τέτοιων γεγονότων εξουδετερώνεται στα πλαίσια συγκρότησης ενός χαρτοφυλακίου που συμπεριλαμβάνει μετοχές τέτοιων εταιριών και συνεπώς ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου μειώνεται

Σε μια καλά οργανωμένη αγορά κεφαλαίου, πρέπει να μας ενδιαφέρει μόνο ο συστηματικός κίνδυνος των μετοχών, επειδή μόνο αυτό το μέρος του συνολικού κινδύνου παραμένει, όταν η μετοχή συμπεριληφθεί σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο. Το υπόλοιπο μέρος θα εξαλειφθεί στα πλαίσια του χαρτοφυλακίου. Από τη σχέση (2) της παρ.6.2 παρατηρούμε ότι η αναμενόμενη απόδοση συνδέεται γραμμικά και θετικά με το συστηματικό κίνδυνο της μετοχής. Αυτό θεωρείται λογικό με την έννοια ότι οι επενδυτές δεν θα αναλάβουν επενδύσεις με κίνδυνο, εκτός αναμένουν κάποια αμοιβή με τη μορφή επιπρόσθετης απόδοσης. Για παράδειγμα, αν η απόδοση από ετήσια κρατικά ομόλογα είναι 24% είναι αυτονόητο ότι για να προτιμηθεί μια μετοχή πρέπει η αναμενόμενη απόδοση της να είναι μεγαλύτερη από 24%. Η επιπλέον απόδοση, πάνω από την χωρίς κίνδυνο απόδοση, μπορεί να προσδιοριστεί αν γνωρίζουμε την τιμή του Βήτα .

Το σημείο Β αντιπροσωπεύει το Βήτα της αγοράς, η τιμή του οποίου εξ ορισμού είναι ίση με τη μονάδα. Ο κίνδυνος μιας μετοχής είναι συνάρτηση του μεγέθους του συντελεστή Βήτα. Για παράδειγμα, μια μετοχή με Βήτα ίσο με 2 θα μεταβληθεί κατά μέσον όρο κατά 20% σε μια μεταβολή της αγοράς κατά 10%. Γενικά οι μετοχές με συντελεστή Βήτα μεγαλύτερο από τη μονάδα, θεωρούνται ως επιθετικές. Οι μετοχές με συντελεστή Βήτα, μεγαλύτερο από το συντελεστή της αγοράς που είναι 1, αναμένεται ότι θα αποφέρουν υψηλές αποδόσεις όταν η αγορά χαρακτηρίζεται από συνεχή άνοδο των τιμών. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι σε καταστάσεις όπου η αγορά χαρακτηρίζεται από τάση πτώσης των τιμών, οι μετοχές με Βήτα μεγαλύτερο της μονάδας θα έχουν αποδόσεις σημαντικά μικρότερες από αυτές του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Συνεχίζοντας με το πιο πάνω παράδειγμα, αν η αγορά μειωθεί κατά 10% τότε η τιμή της μετοχής, κατά μέσο όρο θα μειωθεί κατά 20%. Μετοχές με Βήτα μικρότερο της μονάδας θεωρούνται ως αμυντικές και ενέχουν μικρότερο συστηματικό κίνδυνο.

Για παράδειγμα, μια μετοχή με Βήτα ίσο με 0,5 θα μεταβληθεί κατά μέσο όρο κατά 5% σε μια πιθανή μεταβολή της αγοράς κατά 10%. Οι αμυντικές μετοχές αποφέρουν μικρότερες

αποδόσεις, σε σχέση με αυτές του χαρτοφυλακίου της αγοράς, σε καταστάσεις συνεχούς ανόδου του επιπέδου των τιμών, αλλά έχουν μικρότερες ζημιές, σε καταστάσεις συνεχούς πτώσης των τιμών.

Τέλος, μετοχές με Βήτα ίσο με τη μονάδα, έχουν την ίδια συμπεριφορά με αυτή του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Για παράδειγμα, μια μετοχή με συντελεστή Βήτα ίσο με τη μονάδα, θα μεταβληθεί κατά 10% όταν το χαρτοφυλάκιο της αγοράς μεταβληθεί κατά 10%.

## **7.2. Εκτίμηση του Συστηματικού Κινδύνου:**

Η εκτίμηση των συντελεστών Βήτα είναι εκ πρώτης όψεως μια απλή διαδικασία. Οι ενδιαφερόμενοι απλά παλινδρομούν τις αποδόσεις ενός χρεογράφου  $R_i$  στην περίοδο  $t$  στις αποδόσεις κάποιου χαρτοφυλακίου της αγοράς  $M_t$ .

Ουσιαστικά, εκτιμούμε το υπόδειγμα του χαρτοφυλακίου της αγοράς (market model), όπως δείχνει η σχέση

$$R_{it} = \alpha_i + B_i M_t + u_{it}$$

Όπου:

$R_{it}$  είναι το ποσοστό απόδοσης της μετοχής  $i$ .

$\alpha_i$  είναι το ποσοστό απόδοσης της μετοχής  $i$  όταν η αγορά παραμένει σταθερή.

$M_t$  είναι το ποσοστό απόδοσης του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

$B_i$  : είναι ο συντελεστής  $B$  της μετοχής  $i$ .

$u_{it}$ : είναι η μεταβλητή που εκφράζει την επίδραση όλων των άλλων μη συστηματικών παραγόντων που είναι ανεξάρτητοι από τις διακυμάνσεις της αγοράς.

Για την εκτίμηση του υποδείγματος της αγοράς, υποθέτουμε ότι ο στοχαστικός όρος  $u_{it}$  πληρεί τις υποθέσεις του κλασσικού υποδείγματος.

Πριν προβούμε σε εκτίμηση του παραπάνω υποδείγματος θα πρέπει να αποσαφηνίσουμε τα ακόλουθα θέματα:

α) Τον υπολογισμό των αποδόσεων.

β) Το διάστημα υπολογισμού των αποδόσεων.

γ) Την επιλογή κατάλληλου δείκτη για την εκτίμηση των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

δ) Το χρονικό ορίζοντα εκτίμησης.

ε) Το πρόβλημα της αδράνειας στις συναλλαγές των μετοχών (thin trading).

### **7.2.1. Υπολογισμός των Αποδόσεων:**

Ο υπολογισμός της απόδοσης  $R_t$  ενός χρεογράφου  $i$  για την περίοδο από  $t-1$  έως  $t$  δίνεται από τον ακόλουθο τύπο:

$$R_t = \frac{(P_t - P_{t-1} + D_t)}{P_{t-1}}$$

Όπου:

$P_{t-1}$ : είναι η τιμή της μετοχής την περίοδο  $t-1$ .

$P_t$ : είναι η τιμή της μετοχής την περίοδο  $t$ .

$D_t$ : είναι το μέρισμα που διανεμήθηκε κατά τη διάρκεια της περιόδου.

### **7.2.2. Το Διάστημα του Υπολογισμού των Αποδόσεων:**

Ένα από τα προβλήματα που πρέπει να επιλυθούν, είναι το κατάλληλο διάστημα για τον υπολογισμό των αποδόσεων των μετοχών. Δεδομένου ότι οι τιμές των μετοχών δίνονται σε ημερήσια, εβδομαδιαία, μηνιαία, τριμηνιαία, εξαμηνιαία και ετήσια βάση, ο υπεύθυνος για την εκτίμηση του κινδύνου θα μπορούσε να εξετάσει ημερήσιες, εβδομαδιαίες, κλπ., αποδόσεις. Πρέπει να σημειωθεί ότι υπάρχουν μειονεκτήματα και πλεονεκτήματα όταν χρησιμοποιούνται μικρότερα χρονικά διαστήματα σε σχέση με αντίστοιχα μεγαλύτερα.

Ένα πλεονέκτημα στη χρησιμοποίηση μικρότερων χρονικών διαστημάτων είναι η δυνατότητα χρησιμοποίησης μεγαλύτερου αριθμού παρατηρήσεων. Για παράδειγμα, από ένα χρονικό διάστημα ενός έτους, μπορούμε να αντλήσουμε πληροφορίες από 250 ημερήσιες παρατηρήσεις, 52 εβδομαδιαίες, αλλά μόνο 12 μηνιαίες. Η χρησιμοποίηση περισσότερων παρατηρήσεων έχει ως αποτέλεσμα τη μεγαλύτερη αξιοπιστία στην εκτίμηση του συστηματικού κινδύνου.

Ίσως το πιο βασικό πρόβλημα στη χρησιμοποίηση μικρών χρονικών διαστημάτων, π.χ. ημερησίων ή εβδομαδιαίων, είναι το γεγονός ότι αρκετές από τις μετοχές δεν διακινούνται κάθε μέρα. Είναι γνωστό ότι στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών οι μετοχές πολλών εταιριών δεν διακινούνται καθημερινά, με αποτέλεσμα να μην μπορούν να υπολογιστούν.

Το πρόβλημα αυτό μπορεί να μειωθεί με τη χρησιμοποίηση μεγαλύτερων χρονικών διαστημάτων, για παράδειγμα, ενός μηνός. Η χρησιμοποίηση του μήνα ως του πιο κατάλληλου χρονικού διαστήματος, δικαιολογείται εξαιτίας ελαχιστοποίησης του προβλήματος της μη διακίνησης αρκετών μετοχών συχνά και της παροχής αρκετών παρατηρήσεων. Για παράδειγμα, χρησιμοποιώντας έναν χρονικό ορίζοντα πέντε ετών, θα υπάρχουν  $60 = (5 \times 12)$  παρατηρήσεις, οι οποίες μπορούν να κριθούν αρκετά ικανοποιητικές για την εκτίμηση του υποδείγματος της αγοράς.

### **7.2.3. Επιλογή του Δείκτη της Αγοράς:**

Ένα σημαντικό θέμα που πρέπει να απασχολήσει τον υπεύθυνο για την εκτίμηση του κινδύνου των μετοχών, είναι ο υπολογισμός των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Θεωρητικά, λέγοντας χαρτοφυλάκιο της αγοράς, εννοούμε ένα χαρτοφυλάκιο το οποίο περιλαμβάνει όλες τις επενδύσεις που είναι διαθέσιμες σε μια οικονομία. Επειδή όμως είναι αδύνατο να εκτιμήσουμε αποδόσεις από ένα τέτοιο χαρτοφυλάκιο σε εμπειρική έρευνα χρησιμοποιούνται χρηματιστηριακοί δείκτες.

### **7.2.4. Ο Χρονικός Ορίζοντας Εκτίμησης:**

Ένα άλλο σημαντικό θέμα είναι ο προσδιορισμός του χρονικού ορίζοντα εκτίμησης. Ο Gonedes υποστηρίζει ότι το άριστο διάστημα εκτίμησης, είναι η χρήση μηνιαίων στοιχείων για επτά έτη σε αντιδιαστολή με τον Baesel, ο οποίος υποστηρίζει ότι το άριστο διάστημα εκτίμησης του συστηματικού κινδύνου είναι εννέα χρόνια. Τέλος οι Alexander-Chernavy υποστηρίζουν ότι το άριστο διάστημα εκτίμησης του συστηματικού κινδύνου κυμαίνεται από τέσσερα έως έξι χρόνια. Πρέπει να σημειωθεί ότι η θέση των Alexander-Chernavy είναι σύμφωνη με την πρακτική που ακολουθείται από γνωστούς διεθνείς χρηματιστηριακούς οργανισμούς όπως η Merrill Lynch, η Value Line, η Standard and Poor's στην Αμερική και η Risk Measurement Service του London Business School στη Μ. Βρετανία. Οι παραπάνω οργανισμοί χρησιμοποιούν μηνιαίες αποδόσεις για διάστημα πέντε ετών.

### **7.2.5. Το πρόβλημα της Αδράνειας στις Συναλλαγές των Μετοχών (Thin Trading):**

Ένα σημαντικό πρόβλημα δημιουργείται όταν οι μετοχές δεν έχουν διακινηθεί στο τέλος της εξεταζόμενης περιόδου. Το πρόβλημα είναι ιδιαίτερα σημαντικό σε μικρά χρηματιστήρια, όπου οι συναλλαγές ορισμένων μετοχών είναι ακανόνιστες και συχνά αδρανείς. Το Χρηματιστήριο Αθηνών χαρακτηρίζεται από τέτοιας (ρύσεως προβλήματα και ως εκ τούτου θα πρέπει να ληφθούν υπόψη για την εκτίμηση του συστηματικού κινδύνου. Το βασικό πρόβλημα που δημιουργείται από ακανόνιστες και αδρανείς συναλλαγές, είναι ότι οι τιμές που εμφανίζονται στο τέλος της περιόδου, δεν αντανακλούν το αποτέλεσμα των συναλλαγών της περιόδου αυτής, αλλά συναλλαγές οι οποίες έγιναν νωρίτερα.

Επομένως, ένα τμήμα της πραγματικής απόδοσης της μετοχής, μπορεί να αντανακλάται στην επόμενη υπολογισμένη απόδοση. Αν αυτό ισχύει, η εκτιμηθείσα διακύμανση και συνδιακύμανση των υπολογιζόμενων αποδόσεων των μετοχών, θα συσχετίζεται θετικά με τη συχνότητα εμπορευσιμότητας του. Το αποτέλεσμα θα είναι ότι οι εκτιμηθέντες συντελεστές του θα είναι μεροληπτικοί.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8ο: Τα αμοιβαία κεφάλαια σήμερα

Σε κολοσσιαία επίπεδα κινούνται τα κεφάλαια που διαχειρίζονται τα funds παγκοσμίως, με τη φύση των ροών κεφαλαίων να συνεχίζει να επηρεάζει καταλυτικά τις αγορές και τις οικονομίες και, φυσικά, και τη Σοφοκλέους. Είναι χαρακτηριστικό ότι τα αμοιβαία κεφάλαια, σύμφωνα με στοιχεία των ICI και Simfund, διαχειρίζονται σήμερα παγκοσμίως 9,6 τρισ. δολάρια, ενώ μόνο τα μετοχικά διαθέτουν ενεργητικό 6 τρισ. δολάρια. Από την αρχή του έτους ως και σήμερα στα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια σημειώθηκαν μάλιστα καθαρές εισροές 179 δισ. δολαρίων (έναντι εκροών 600 εκατ. ευρώ στην ελληνική αγορά των μετοχικών Α/Κ). Επίσης μόνο στα διεθνή μετοχικά βρίσκονται τοποθετημένα 1,2 τρισ. δολάρια, ενώ συνολικά τα θεσμικά κεφάλαια που κατευθύνονται στις μετοχές παγκοσμίως ξεπερνούν τα 10 τρισ. δολάρια. Την ίδια στιγμή το 50% του ενεργητικού των συνταξιοδοτικών ταμείων (Pension Fund Assets) παγκοσμίως, σύμφωνα με στοιχεία της Watson Wyatt, είναι τοποθετημένο σήμερα σε μετοχές έναντι πάντως 61% το 1999.

Τομή τα τελευταία χρόνια θεωρείται η μεγάλη άνθηση που γνωρίζουν τα funds εναλλακτικών επενδύσεων (Alternative Assets) τα οποία διαχειρίζονται σήμερα κεφάλαια που ξεπερνούν τα 3 τρισ. δολάρια έναντι μόλις 100 δισ. δολαρίων το 1990. Μόνο τα Exchange Traded Funds (ETFs) - τα οποία στην ουσία είναι funds που ακολουθούν παθητικά διάφορους δείκτες από μετοχές ως εμπορεύματα, ενώ οι μετοχές-μερίδιά τους που διακινούνται καθημερινά στα χρηματιστήρια διαχειρίζονται σήμερα 350 δισ. δολάρια. Ο εν λόγω θεσμός αναμένεται να εισαχθεί και στο ΧΑ. Ειδική μνεία θα πρέπει να γίνει για τα hedge funds (αντισταθμιστικά/κερδοσκοπικά κεφάλαια) τα οποία γνώρισαν επίσης τεράστια άνθηση, καθώς το 1990 το ενεργητικό μόλις και με τα βιάς έφθανε τα 50 δισ. δολάρια, ενώ σήμερα διαχειρίζονται κεφάλαια που φθάνουν τα 1,27 τρισ. δολάρια και εκτιμάται πως το 2008 θα ξεπεράσουν τα 1,7 τρισ. δολάρια. Σήμερα μόνο οι 20 κορυφαίες εταιρείες διαχείρισης επενδύουν κεφάλαια ύψους 5,8 τρισ. δολαρίων, ενώ όλες έχουν αγοράσει και μετοχές του ελληνικού χρηματιστηρίου. Πρόκειται για τη Fidelity με υπό διαχείριση κεφάλαια 1,030 τρισ. δολαρίων, τη Vanguard με 1,003 τρισ. δολάρια, την American Funds με 894 δισ. δολάρια, τη Franklin Templeton με 284 δισ. δολάρια, την JP Morgan Funds με 224 δισ. δολάρια, την Columbia Mgmt Grp με 221 δισ. δολάρια., την PIMCO/Allianz Gbl με 214 δισ. δολάρια, την Barcla's Global με 210 δισ. δολάρια, την T Rowe Price με 187 δισ. δολάρια, τη Merrill Lynch με 180 δισ. δολάρια, τη Federated με 178 δισ. δολάρια, τη Schwab με 168,7 δισ. δολάρια, την Oppenheimer Funds με 168 δισ. δολάρια, την Dreyfus με 165 δισ. δολάρια,

την Goldman Sachs με 122 δισ. δολάρια, την Dodge & Cox με 118 δισ. δολάρια, τη Wells Fargo με 114 δισ. δολάρια, την DWS Scudder με 106 δισ. δολάρια, την BlackRock με 105,7 δισ. δολάρια και την AIM Investments με 105,5 δισ. δολάρια. Οι ροές κεφαλαίων λοιπόν καθορίζουν την πορεία των μετοχικών αγορών. Τα διεθνή χαρτοφυλάκια το τελευταίο 12μηνο ήταν σαφώς υπερεπενδυμένα στην Ευρώπη. Τους τελευταίους μήνες, ωστόσο, μειώνουν τις θέσεις τους στις αναδυόμενες αγορές αλλά και στις άλλες περιοχές του κόσμου, προς όφελος των ΗΠΑ, αν και η Ευρώπη παραμένει ακόμη σε υπερεπενδυμένη θέση

### **8.1. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελλάδα:**

Στην παρούσα συγκυρία πάντως δεδομένης της ευαισθησίας της Σοφοκλέους στις αναδυόμενες αγορές, αλλά και της απουσίας σημαντικών καταλυτών ως το τέλος του 2007 και της εκτίμησης ότι η εγχώρια αγορά διακινείται συγκριτικά με την Ευρώπη με premium, η αξία των συναλλαγών από τους ξένους περιορίστηκε και το ΧΑ σημειώνει υποαπόδοση έναντι των ευρωπαϊκών αγορών. Ετσι, αν οι ευρωπαϊκές αγορές ανεβαίνουν, τότε και το ΧΑ θα ακολουθήσει, αλλά αναμένεται ότι θα συνεχίσει μάλλον να υποαποδίδει.

Στην Ελλάδα η αγορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων διαμορφώθηκε στο τέλος Φεβρουαρίου του 2007 στα 24,65 δισ. Ευρώ, έναντι 24,84 δισ. Ευρώ της 31<sup>ης</sup> Ιανουαρίου. Τα ανωτέρω ποσά αποδίδουν με αφετηρία την 1/1/2007 το άθροισμα των ενεργητικών των 275 Ελληνικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων και των 62 Αμοιβαίων Κεφαλαίων Ξένων Κεφαλαιαγορών των οποίων τα ενεργητικά διαχειρίζονται 3 ελληνικές Εταιρίες Διαχείρισεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΔΙΕΘΝΙΚΗ Α.Ε.Δ.Α.Κ, EFG Α.Ε.Δ.Α.Κ και ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.). Από το ανωτέρω ποσόν των 24,65 δισ. Ευρώ, ποσόν 22,5 δισ. Ευρώ (91%) αποτελεί το σύνολο των ενεργητικών των Ελληνικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων όλων των κατηγοριών και 2,17 δισ. Ευρώ (9%) το σύνολο των ενεργητικών των Αμοιβαίων Κεφαλαίων Ξένων Κεφαλαιαγορών τα οποία διαχειρίζονται ελληνικές Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Το πρώτο εξάμηνο του 2007 ο αριθμός των ελληνικών εταιριών που διαχειρίζονται Αμοιβαία Κεφάλαια (Α.Ε.Δ.Α.Κ), όπως αναφέραμε και πιο πάνω, ανέρχεται σε 23 ενώ ο αριθμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων έφτασε τα 327. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται αναλυτικά οι κατηγορίες, ο αριθμός και το σύνολο του ενεργητικού της κάθε κατηγορίας των Α/Κ.

<b>Α/Κ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ</b>		
<b>ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	<b>28</b>	<b>2.090.418.059</b>
<b>ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	<b>35</b>	<b>3.507.035.168</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΤΗΓΟΡΙΑΣ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΩΝ</b>	<b>63</b>	<b>5.597.453.228</b>
<b>Α/Κ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ</b>		
<b>ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	<b>24</b>	<b>1.313.207.430</b>
<b>ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	<b>5</b>	<b>5.477.840.518</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΤΗΓΟΡΙΑΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ</b>	<b>29</b>	<b>6.791.047.948</b>
<b>ΜΕΤΟΧΙΚΑ Α/Κ</b>		
<b>ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	<b>62</b>	<b>4.973.322.160</b>
<b>ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	<b>39</b>	<b>942.679.467</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΤΗΓΟΡΙΑΣ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ</b>	<b>101</b>	<b>5.916.001.628</b>
<b>ΜΙΚΤΑ Α/Κ</b>		
<b>ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	<b>29</b>	<b>1.503.829.409</b>
<b>ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	<b>19</b>	<b>1.102.887.257</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΤΗΓΟΡΙΑΣ ΜΙΚΤΩΝ</b>	<b>48</b>	<b>2.606.716.666</b>
<b>FUNDS OF FUNDS</b>		
<b>ΜΙΚΤΑ</b>	<b>14</b>	<b>1.010.760.004</b>
<b>ΟΜΟΛΟΓΩΝ</b>	<b>3</b>	<b>460.715.212</b>
<b>ΜΕΤΟΧΙΚΑ</b>	<b>10</b>	<b>549.723.014</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΤΗΓΟΡΙΑΣ FUND OF FUND</b>	<b>27</b>	<b>2.021.198.230</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΤΗΓΟΡΙΑΣ ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΡΩΝ</b>	<b>62</b>	<b>2.465.227.700</b>
Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών		

Σήμερα πλέον τα Αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν έναν σημαντικό παράγοντα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών στη χώρα μας, καθώς τα κεφάλαια που έχουν επενδυθεί σήμερα πλησιάζουν τα 25 τρις ευρώ. Αυτό παρουσιάζεται και στον παρακάτω πίνακα στον οποίο φαίνεται η εντυπωσιακή μεγάνθυση των ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων την προηγούμενη εικοσαετία.

ΗΜ/ΝΙΑ	ΑΕΔΑΚ	Α/Κ	ΚΕΦΑΛΑΙΑ(ΔΙΣ)	ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ	Α/Κ / ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ
31/12/1985	2	2	4,00 GRD		
31/12/1986	2	2	4,90 GRD		
31/12/1987	2	2	7,60 GRD		
31/12/1988	2	2	10,50 GRD		
31/12/1989	3	3	20,80 GRD		
31/12/1990	7	7	146,70 GRD		
31/12/1991	11	18	166,90 GRD		1,94%
31/12/1992	20	39	216,60 GRD		
31/12/1993	21	73	858,00 GRD		
31/12/1994	24	96	1.337,90 GRD		39,00%
31/12/1995	25	116	2.376,00 GRD		
31/12/1996	29	150	3.789,00 GRD		
31/12/1997	29	161	7.319,00 GRD		
31/12/1998	25	178	€ 26,200	58,91 €	44,47%
31/12/1999	25	205	€ 34,500	67,12 €	51,40%
31/12/2000	25	265	€ 30,900	90,74 €	34,05%
31/12/2001	26	269	€ 26,800	101,81 €	26,32%
31/12/2002	28	260	€ 25,400	€ 104,70	24,26%
31/12/2003	28	265	€ 30,400	€ 115,70	26,27%
31/12/2004	27	262	€ 31,600	€ 128,40	24,61%
31/12/2005	25	258	€ 27,900	€ 156,90	17,78%
31/12/2006	25	267	€ 23,800	€ 173,30	13,73%

*Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών*

Εντυπωσιακός λοιπόν είναι ο ρυθμός αύξησης τόσο των ΑΕΔΑΚ όσο και των Α/Κ. Επίσης σημαντικό είναι ότι το ποσοστό των χρημάτων που τοποθετούνται πλέον στα αμοιβαία κεφάλαια και όχι στις τραπεζικές καταθέσεις. Το ποσοστό αυτό ενώ παρουσίαζε μια σημαντική αύξηση στα τέλη του 1999 έχει σταθεροποιηθεί γύρω στο 15% με 17%, γεγονός το οποίο δείχνει την εμπιστοσύνη των επενδυτών πλέον προς τον θεσμό αυτόν. Εμπιστοσύνη η οποία πηγάζει από τις απόδόσεις δεδομένου του ρίσκου που αναλαμβάνουν οι επενδυτές αλλά και από τα πλεονεκτήματα των αμοιβαίων.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται αναλυτικά οι ΑΕΔΑΚ και ο αριθμός των Α/Κ που διαχειρίζονται. Πρέπει να παρατηρήσουμε πως υπάρχει μια ολιγοπωλιακή διάρθρωση της αγοράς,, όπου οι τρεις μεγάλες εταιρείες διαχείρισης ΔΙΕΘΝΙΚΗ Α.Ε.Δ.Α.Κ , ALPHA ASSET MANAGEMENT και EFG Α.Ε.Δ.Α.Κ. κατέχουν το 77% περίπου της αγοράς.

Επίσης θα πρέπει να αναφέρουμε πως παρα το υψηλό ποσοστό που κατέχουν οι 3 ΑΕΔΑΚ έχει αποκατασταθεί ο ανταγωνισμός, αφού τα προηγούμενα χρόνια το ποσοστό αυτό ήταν μεγαλύτερο.

#### Η ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΤΑ ΑΕΔΑΚ ΣΤΙΣ 30/6/2007

Εταιρείες Διαχείρισης Α/Κ	Συν. Α/Κ	Συνολικό Ενεργητικό σε € την 1/1/2007	Δ% από 1/1/2007	Μερίδιο Αγοράς 1/1/2007
.	59	7.271.559.765	12,02%	29,37%
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ. ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ	12	1.465.208.677	-11,30%	5,92%
ALICO AIG Α.Ε.Δ.Α.Κ.	25	532.583.036	-8,47%	2,15%
HSBC (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε.Δ.Α.Κ.	11	416.786.649	2,71%	1,68%
ΑΤΕ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	11	454.280.665	-10,01%	1,83%
ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ.	10	356.914.696	-4,97%	1,44%
ALLIANZ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	10	262.312.095	-1,47%	1,06%
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT	12	247.901.345	1,09%	1,00%
ASPIS INTERNATIONAL Α.Ε.Δ.Α.Κ.	7	137.104.424	-13,07%	0,55%
ΚΥΠΡΟΥ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	5	102.890.622	14,09%	0,42%
ΑΤΤΙΚΗ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	6	96.204.364	-0,59%	0,39%
INTERNATIONAL Α.Ε.Δ.Α.Κ.	7	90.865.382	-1,60%	0,37%
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	9	69.891.658	-3,05%	0,28%
Τ.Τ. ΕΛΤΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	4	45.370.884	18,98%	0,18%
ΩΜΕΓΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	7	33.413.636	-14,02%	0,13%
PROFUND Α.Ε.Δ.Α.Κ.	3	28.632.826	-10,31%	0,12%
PROTON Α.Ε.Δ.Α.Κ.	3	20.032.391	-9,33%	0,08%
ALPHA ASSET MANAGEMENT	30	4.208.081.571		16,99%
ING ΑΕΔΑΚ	8	275.577.257		1,11%
MILLENNIUM ΑΕΔΑΚ	9	91.473.418		0,37%
EFG Α.Ε.Δ.Α.Κ.	66	7.436.033.779		30,03%
MARFIN Global Asset Management	11	137.437.923		0,56%
ΣΥΝΟΛΑ	327	24.694.268.411	-46,64%	100,00%

Αύξηση ενεργητικών κατά το τελευταίο εξάμηνο παρατηρήθηκε σχεδόν σε όλες τις κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων, κυρίως όμως στις κατηγορίες των Αμοιβαίων Κεφαλαίων Ξένων Κεφαλαιαγορών (7,3%), των Αμοιβαίων Κεφαλαίων Διαχείρισης Διαθεσίμων Εξωτερικού (6%), των Μετοχικών Funds of Funds (4,4%), των Μικτών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εξωτερικού (4,3%), των Μικτών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εσωτερικού (3,6%) και των Μετοχικών ΑΚ Εσωτερικού (3,3%).

Μειώσεις ενεργητικού σημειώθηκαν μόνο στις κατηγορίες των Ομολογιακών ΑΚ Εσωτερικού (-3,3%) και των Ομολογιακών ΑΚ Εξωτερικού (-2,7%). Εισροές κεφαλαίων σημειώθηκαν στις περισσότερες κατηγορίες ΑΚ, κυρίως όμως στα ΑΚ Διαχείρισης Διαθεσίμων Εξωτερικού (313 εκ. ευρώ) και στα ΑΚ Ξένων Κεφαλαιαγορών (224 εκ. ευρώ). Εκροές κεφαλαίων σημειώθηκαν στις κατηγορίες των Ομολογιακών ΑΚ Εξωτερικού (-157 εκ.€), των Μετοχικών ΑΚ Εσωτερικού (-94 εκ.€) και των Ομολογιακών ΑΚ Εσωτερικού (-61 εκ.€).

Η μέση απόδοση των 61 Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εσωτερικού έφθασε στο τέλος Μαΐου το 13,95%, και υπερέβη το Γενικό Δείκτη του Χ.Α. κατά 0,79 μονάδες (Γενικός Δείκτης Χ.Α. 13,16%).

Σημειώνεται ότι 27 Μετοχικά ΑΚ Εσωτερικού υπερέβησαν την απόδοση του Γενικού Δείκτη με αποδόσεις από 13,29% έως 24,30%, από τα οποία, 9 ΑΚ είχαν αποδόσεις από 13,29% έως 14,62%, 12 ΑΚ αποδόσεις από 15,37% έως 19,84% και 6 ΑΚ αποδόσεις από 20,45 έως 24,30%. Αναλυτικά οι πιο απογοητευτικές αποδόσεις εντοπίζονται στα ομολογιακά α/κ, τα οποία λόγω των αυξήσεων στα ευρωπαϊκά επιτόκια είδαν τις αξίες των χαρτοφυλακίων τους να βουλιάζουν.

Αντίθετα, και όπως ήταν αναμενόμενο, τα μετοχικά α/κ ευνοήθηκαν από την άνοδο του ελληνικού χρηματιστηρίου και κυρίως των τιμών των μετοχών της μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης, με αποτέλεσμα οι αποδόσεις τους να φτάσουν ακόμη και το 20%-25%. Το μόνο από τα ομολογιακά α/κ εσωτερικού το μόνο που ξεχωρίζει είναι αυτό της Τ.Τ.-ΕΛΤΑ ΑΕΔΑΚ (σ.σ.: εταιρεία διαχείρισης που έχουν συστήσει το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο με τα ΕΛΤΑ) με απόδοση 1,41% στις 25/06/2007. Από τα υπόλοιπα της κατηγορίας, 12 σημειώνουν αποδόσεις από 0,1% έως 1%, ενώ 14 έχουν... αρνητικές αποδόσεις μέχρι και 2%.

Για την κακή εικόνα ευθύνονται οι αυξήσεις επιτοκίων στις οποίες έχει προχωρήσει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, που οδήγησαν το παρεμβατικό της επιτόκιο από το 2% στο 4%. Η πορεία των τιμών στα ομόλογα εξαρτάται από την κίνηση των επιτοκίων. Όταν τα τελευταία ανεβαίνουν, οι τιμές των ομολόγων πέφτουν.

Για παράδειγμα, η τιμή ενός ομολόγου με επιτόκιο 4% θα πέσει όταν εκδοθεί ένα άλλο με επιτόκιο 4,5%, έτσι ώστε με το ίδιο ποσό να αγοράζει κανείς την ίδια απόδοση. Εάν δηλαδή κάποιος αγοράσει ομόλογο με απόδοση 4% και τιμή στις 100 μονάδες, όταν βγει ένα νέο με επιτόκιο 4,5% τότε πιθανόν η τιμή του παλαιού να πέσει στις 98,5-99 μονάδες

Εάν ο επενδυτής κρατήσει το ομόλογο μέχρι τη λήξη θα πάρει τα λεφτά του πίσω συν τη συμφωνημένη απόδοση του 4%. Εάν, όμως, ζητήσει από την τράπεζα να πάρει τα λεφτά του, τότε θα τα πάρει πίσω σύμφωνα με την τιμή που θα έχει το ομόλογο εκείνη τη συγκεκριμένη μέρα. Αυτό σημαίνει ότι χαρτοφυλάκια με ομόλογα, όπως είναι αυτά των αντίστοιχων αμοιβαίων, αποτιμώνται σε χαμηλότερες τιμές όταν αυξάνουν τα επιτόκια με αποτέλεσμα η απόδοσή τους τελικά να είναι ακόμη και αρνητική από την αρχή του χρόνου

Σε ό,τι αφορά τα αμοιβαία διαχείρισης διαθεσίμων, οι αποδόσεις τους κινούνται άνω του 1% και φτάνουν μέχρι και 1,88%. Η «συμπεριφορά» τους είναι, δηλαδή, αντίστοιχη με έναν λογαριασμό ταμιευτηρίου. Στην πραγματικότητα, όμως, οι αποδόσεις αυτές δεν αντικατοπτρίζουν πλήρως την πραγματικότητα, αφού πολλές τράπεζες τα πωλούν στους πελάτες με προσυμφωνημένες αποδόσεις, αντίστοιχες με αυτές των προθεσμιακών καταθέσεων, δηλαδή από 3% έως 4% περίπου, ανάλογα πάντα με τη διάρκεια της τοποθέτησης και το ύψος του κεφαλαίου.

Σε αντίθεση με τον «πάτο» των ομολογιακών, τα μετοχικά α/κ έχουν πάει πολύ καλά από την αρχή του χρόνου. Αυτό οφείλεται κυρίως στην άνοδο που έχουν σημειώσει οι τιμές των μετοχών στη μικρή και μεσαία κεφαλαιοποίηση.

Ο δείκτης FTSE 40, της μεσαίας κεφαλαιοποίησης, σημειώνει άνοδο 20,42% από την αρχή του χρόνου και ο FTSE 80, της μικρής, 33,02% υψηλότερα του Δείκτη.

Η πορεία των δεικτών αυτών οδήγησε 43 α/κ στο να σημειώσουν αποδόσεις υψηλότερες από αυτή του γενικού δείκτη (9,58% στις 25/06/2007) και 8 αμοιβαία να ξεπερνούν ήδη το +20%: ξεχωρίζουν τα Εγνατία Αθηνά με 25,50%, Κύπρου Ελληνικό με 23,74% και Ερμής Πρωτοπόρος με 23,47%. Από τα μετοχικά α/κ που επενδύουν σε ξένα χρηματιστήρια ξεχώρισε το Ελληνική Trust (15,75% από την αρχή του χρόνου) που επενδύει στο Χρηματιστήριο της Κύπρου, καθώς και τα HSBC Αναδυόμενων Αγορών (12,41%) και Alpha-Select Νοτιοανατολικής Ευρώπης (12,01%).

Τέλος, στα μεικτά α/κ, που τα χαρτοφυλάκιά τους περιέχουν ομόλογα και μετοχές, τις υψηλότερες αποδόσεις εμφανίζουν τα Alpha Trust Eurostar και Κύπρου Ελληνικό Μεικτό με 8,49% και 7,97% αντίστοιχα.

## **8.2. Προμήθειες Α/Κ στην Ελλάδα:**

Υπάρχουν ακριβά και φθηνά αμοιβαία; «Οχι» θα απαντούσε κανείς σε πρώτη προσέγγιση. Η τιμή του μεριδίου ενός αμοιβαίου είναι αντικειμενική. Μπορεί να υπολογισθεί αν διαιρέσουμε την αξία του ενεργητικού του αμοιβαίου με τον αριθμό των μεριδίων του που βρίσκονται σε κυκλοφορία. Και όμως τα πράγματα δεν είναι ακριβώς έτσι. Αν ανατρέξει κανείς στους πίνακες με τις τιμές των αμοιβαίων κεφαλαίων που δίδονται τακτικά στη δημοσιότητα και εντοπίσει την τιμή του μεριδίου του αμοιβαίου που τον ενδιαφέρει, θα διαπιστώσει ότι απευθυνόμενος στην ΑΕΔΑΚ που διαχειρίζεται το αμοιβαίο δεν θα μπορέσει να αγοράσει τα μερίδια στην καθαρή τιμή που αναφέρεται στους πίνακες. Και αυτό γιατί οι εταιρείες διαχείρισης χρεώνουν προμήθειες στον μεριδιούχο είτε όταν του διαθέτουν μερίδια των αμοιβαίων τους είτε όταν εξαγοράζουν μερίδια που έχει ο μεριδιούχος, δηλαδή όταν αυτός θελήσει να ρευστοποιήσει την επένδυσή του για να πάρει τα χρήματα που επένδυσε, μαζί βεβαίως με την απόδοση που είχαν. Στους πίνακες που δίδονται στη δημοσιότητα άλλωστε αναγράφονται συνήθως, πέραν της καθαρής τιμής, τόσο η τιμή διάθεσης του μεριδίου όσο και η τιμή εξαγοράς.

Το νομοθετικό με το κανονιστικό πλαίσιο έχουν συμβάλλει καθοριστικά σε μεγαλύτερη διαφάνεια και περισσότερη ενημέρωση που είναι απαραίτητα ώστε οι επενδυτές να αποφασίζουν αντικειμενικότερα για το ποια αμοιβαία κεφάλαια θα επιλέξουν. Έτσι ένα από τα σημαντικότερα κριτήρια που οδηγούν στην πληρέστερη αξιολόγηση του ανταγωνισμού είναι και οι συνολικές προμήθειες με τις οποίες επιβαρύνονται για την συμμετοχή τους σε ένα α/κ.

Τρία λοιπόν είναι τα στοιχεία που χρειάζονται να έχουν υπόψη τους οι επενδυτές:

1. Το βασικότερο είναι η διάκριση μεταξύ της προμήθειας που καταβάλλουν μόνον κατά την συμμετοχή ή την εξαγορά ενός αμοιβαίου κεφαλαίου καθώς και της αμοιβής διαχείρισης.
2. Η αμοιβή διαχείρισης είναι η ετήσια αμοιβή που εισπράττει η ΑΕΔΑΚ για το σύνολο των υπηρεσιών που προσφέρει (Διαχείριση, κόστος αγοραπωλησίας τίτλων, φύλαξη Περιουσίας). Αυτή υπολογίζεται ως ποσοστό επί του ενεργητικού και ορίζεται ρητά στον κανονισμό κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου όπως αυτό εγκρίνεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.
3. Από το 2000 με αιτία το αρνητικό επενδυτικό κλίμα και αφορμή την ίδρυση ΑΕΔΑΚ από ιδιωτικό τραπεζικό όμιλο ξεκίνησε μια πολιτική συνεχών μειώσεων των



προμηθειών εισόδου στα α/κ. Η πολιτική αυτή επεκτάθηκε και σε άλλες τραπεζικές, κυρίως, ΑΕΔΑΚ με αποτέλεσμα ως ένα βαθμό ο ανταγωνισμός να λειτουργήσει υπέρ του επενδυτή.

Πέραν όμως από την υγιή λειτουργία του ανταγωνισμού η εικόνα στην εξέλιξή της διαφοροποιήθηκε αισθητά. Και επειδή οι επενδυτές πρέπει να αξιολογούν με διαχρονικά κριτήρια το κόστος και την αποδοτικότητα των α/κ ο πίνακας που ακολουθεί δίνει μια αντιπροσωπευτική εικόνα για το εύρος των αμοιβών διαχείρισης που χρεώνουν οι σημαντικότερες σε μέγεθος ΑΕΔΑΚ.

Το κατά πόσον μπορεί να παίζει σημαντικό ρόλο το ύψος της προμήθειας στη διαμόρφωση του ύψους της τελικής απόδοσης για τον επενδυτή μπορεί κανείς εύκολα να το διαπιστώσει. Ο κάτοχος, π.χ., μεριδίων αμοιβαίων των οποίων η καθαρή τιμή μεταβλήθηκε κατά 10% σε έναν χρόνο ενδέχεται να πιστεύει ότι η απόδοσή του ήταν ικανοποιητική με τα σημερινά δεδομένα. Προφανώς ο μεριδιούχος ξεχνά ή, ακόμη χειρότερα, αγνοεί την προμήθεια εξαγοράς που πλήρωσε στην ανώνυμη εταιρεία διαχείρισης αμοιβαίων (ΑΕΔΑΚ) όταν αγόρασε τα μερίδια και αυτή που θα πληρώσει όταν θελήσει να προχωρήσει σε ρευστοποίηση των μεριδίων του. Το κόστος μάλιστα σε αυτή την περίπτωση δεν είναι καθόλου μικρό αλλά ροκανίζει ένα ικανό μέρος της απόδοσής του. Αρκεί να σκεφθεί κανείς ότι σε ορισμένες κατηγορίες αμοιβαίων ο μέσος όρος της προμήθειας την οποία χρεώνεται ο επενδυτής μπορεί να φθάσει ως και 4%-5% συνολικά αναλόγως βεβαίως και του ύψους της συνολικής τοποθέτησης για να διαπιστώσει ότι η απόδοση του 10% στην οποία υπολόγιζε ο αγοραστής των αμοιβαίων εξανεμίζεται κατά ένα μεγάλο μέρος της.

Στην προσπάθεια αναζήτησης των «ακριβών» και των «φθηνών» αμοιβαίων ακολουθεί ένας πίνακας οποιον παρατίθενται οι προμήθειες με τις οποίες χρεώνουν οι σημαντικότερες σε μέγεθος ΑΕΔΑΚ για τα μερίδια των αμοιβαίων που διατίθενται στην ελληνική αγορά.

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΜΕΣΗ ΑΜΟΙΒΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ			
	ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ	ΜΙΚΤΑ & ΜΕΤΟΧΙΚΑ	FUND OF FUNDS
ΔΗΛΟΣ (ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ)	ΈΩΣ 2%	2%	ΈΩΣ 5%	
ΕΡΜΗΣ (ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ)	ΈΩΣ 1%	2%	ΈΩΣ 4%	
ALPHA (ALPHA BANK)		1%-1,5%	2%-3%	ΈΩΣ 6%
ΑΣΠΙΣ	1%	1,25%-1,50%	2,5%-3%	
ING-ΠΕΙΡΑΙΩΣ	0,5%	1,30%-1,50%	1,75%-2,50%	
HSBC	1%	1%	2%	
ALPHA TRUST GENIKI	1%	1,25%-1,75%	2%-2,50%	
ALLIANZ	1%	2%	3%	
ΑΤΕ (ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ)	1%	1%-1,50%	1,75%-2,25%	3%
ΕΓΝΑΤΙΑ	1%	0,50%	1,50%	3%
EFG EUROBANK (ΜΑΖΙ ΜΕ ΤΑ Α/Κ INTERAMERICAN)	1%-2%	2%-3%	3%-5%	2%
ALICO	0,50%	1%-1,25%	2,1%	1%

Για τον υπολογισμό του ύψους της προμήθειας έχει ληφθεί υπόψη η διαφορά ανάμεσα στις τιμές διάθεσης και εξαγοράς που έχουν ανακοινώσει οι ίδιες οι εταιρείες διαχείρισης των αμοιβαίων, την ίδια ημέρα. Οι προμήθειες εισόδου και εξόδου από ένα αμοιβαίο κεφάλαιο ποικίλλουν ανάλογα με το είδος του αλλά και την αγορά στην οποία είναι τοποθετημένο. Σε γενικές γραμμές τα διαχείρισης διαθέσιμων χρεώνουν τη μικρότερη προμήθεια και ακολουθούν διαδοχικά τα ομολογιακά, τα μεικτά και τα μετοχικά αμοιβαία.

Εν τούτοις υπάρχουν σε κάθε κατηγορία αμοιβαία με ιδιαίτερα χαμηλές προμήθειες εισόδου - εξόδου. Όπως προκύπτει από τα στοιχεία του πίνακα, το μέσο ύψος συνολικής προμήθειας (διάθεση και εξαγορά) για τα ομολογιακά αμοιβαία διαμορφώνεται γύρω στο 2% ενώ για τα διαχείρισης διαθέσιμων είναι χαμηλότερο, λίγο πάνω από το 1%. Στα μετοχικά και στα μεικτά αμοιβαία το μέσο ύψος προμήθειας διαμορφώνεται γύρω στο ,5%-3%.

Για την εξαγωγή συμπερασμάτων από αυτόν τον πίνακα θα πρέπει πάντως να λάβει κανείς υπόψη του ότι οι τιμές διάθεσης και εξαγοράς που ανακοινώνονται από τις εταιρείες διαχείρισης αφορούν το ανώτατο ύψος προμήθειας το οποίο μπορούν να χρεώσουν οι εταιρείες και το οποίο καθορίζεται από τον κανονισμό τους που οι ίδιες έχουν καταρτίσει, έχοντας πάρει βεβαίως την έγκριση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Το ύψος αυτό δηλαδή καθορίζεται από την ίδια την εταιρεία κανένας δεν την υποχρεώνει να είναι υψηλότερο από αυτό που η ίδια επιθυμεί. Στην πράξη βεβαίως οι περισσότερες εταιρείες εφαρμόζουν διάφορες πολιτικές προμηθειών, οι οποίες ενδέχεται να διαφοροποιούν το ανώτατο αυτό όριο.

Κεντρικό σημείο της πολιτικής που ακολουθούν οι περισσότερες εταιρείες είναι η προσφορά κλιμακούμενων καλύτερων προμηθειών όσο μεγαλώνει το ύψος. Το πρώτο μέλημα του επενδυτή είναι προφανώς η επίτευξη της μεγίστης δυνατών απόδοσης από την τοποθέτηση που έχει κάνει. Αυτός είναι ο βασικός στόχος του και σε αυτόν επικεντρώνει το ενδιαφέρον του. Ενδεχομένως όμως το «κυνήγι» των αποδόσεων να οδηγεί σε υποεκτίμηση των υπολογισμών μιας παραμέτρου, η οποία, αν και δεν συνδέεται ευθέως με τους παράγοντες που καθορίζουν την απόδοση μιας επένδυσης, τελικώς την επηρεάζει, και μάλιστα πολύ. Πρόκειται για το κόστος που έχει σχεδόν κάθε είδους επένδυση και το οποίο στις περισσότερες των περιπτώσεων αφορά τις προμήθειες τις οποίες χρεώνουν οι εταιρείες που διαθέτουν τα επενδυτικά προϊόντα αλλά και τα κρυφά έξοδα με τα οποία οι τράπεζες χρεώνουν τους καταθετικούς λογαριασμούς με χαμηλά υπόλοιπα. Αναμφίβολα οι προμήθειες διαμορφώνουν και την τελική απόδοση μιας τοποθέτησης. Όταν μάλιστα εισπράττονται εφάπαξ ή κατά την «είσοδο» και την «έξοδο», όπως συμβαίνει στα αμοιβαία κεφάλαια, γίνεται αντιληπτό ότι όσο μεγαλύτερος ο χρονικός ορίζοντας της τοποθέτησης τόσο λιγότερο επηρεάζεται η τελική απόδοση από τις προμήθειες.

Σε ορισμένες περιπτώσεις μάλιστα οι προμήθειες είναι τόσο μεγάλες, συγκρινόμενες με την προσδοκώμενη απόδοση, σε σημείο που θα μπορούσε να μιλήσει κανείς για εγκλωβισμό του επενδυτή τουλάχιστον για το διάστημα που χρειάζεται ώστε η απόδοση να καλύψει το κόστος των προμηθειών.

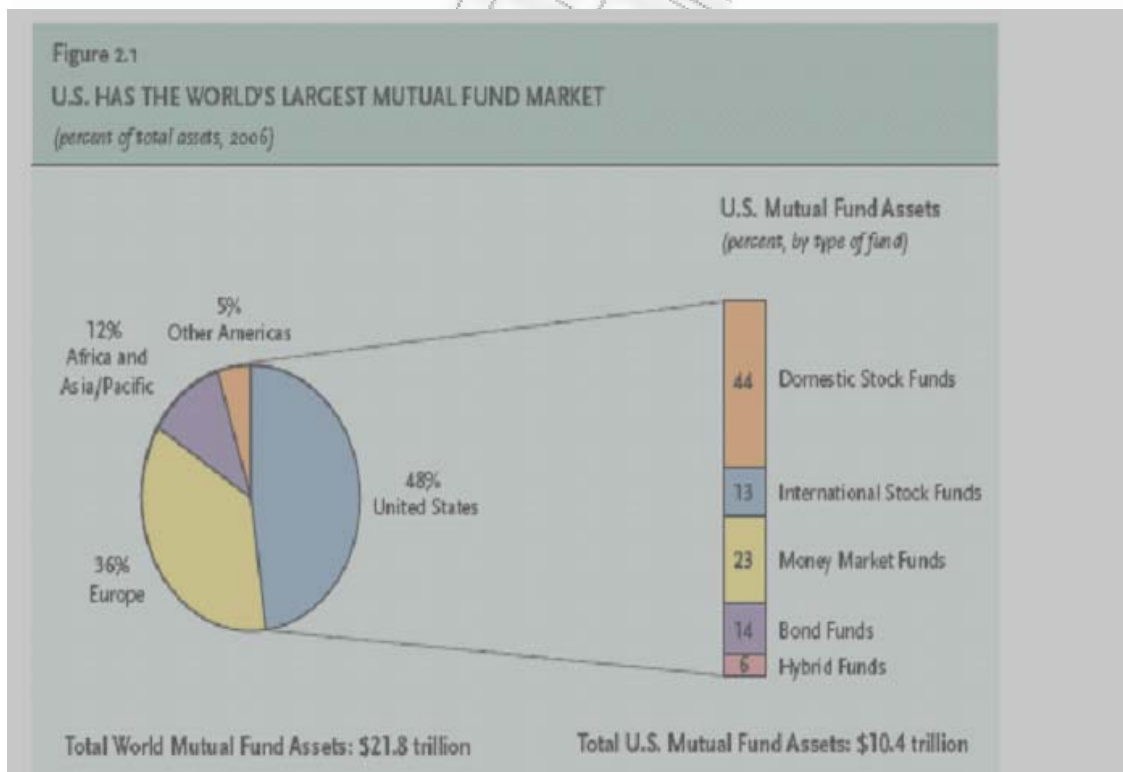
Για παράδειγμα, ένα ομολογιακό αμοιβαίο κεφάλαιο με προμήθεια «εισόδου - εξόδου» της τάξεως του 2,5%, τη στιγμή που η προσδοκώμενη μέση ετήσια απόδοση της κατηγορίας είναι της τάξεως του 5%, αναγκάζει τον μεριδιούχο να τοποθετηθεί με ορίζοντα διετίας προκειμένου να πετύχει απόδοση υψηλότερη των προθεσμιακών καταθέσεων. Πρέπει να σημειωθεί ότι στο πρόσφατο παρελθόν που οι αποδόσεις ήταν πολύ υψηλότερες οι προμήθειες δεν έπαιζαν τον ίδιο ρόλο στη διαμόρφωση της τελικής απόδοσης. Σήμερα, με τις

αποδόσεις να έχουν συρρικνωθεί σε επίπεδα κάτω του 5% για προϊόντα χρηματαγοράς και τα ομόλογα και οι διψήφιες αποδόσεις να αποτελούν «όνειρο θερινής νυκτός», αποδόσεις της τάξεως του 2%, όσο είναι μια μέση προμήθεια, είναι που κάνουν τη διαφορά.

### **8.3. Τα Αμοιβαία κεφάλαια στις Η.Π.Α:**

Η υψηλή ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος των Η.Π.Α. καθώς και μια σειρά ιστορικών και οικονομικών παραγόντων (υψηλότετοι ρυθμοί ανάπτυξης, υψηλά εισοδήματα, χαμηλά επιτόκια, χαμηλός κρατικός προστατευτισμός, εξαιρετικά φορολογικά κίνητρα κ.ά.), ευνόησαν τη μεγάλη ανάπτυξη του θεσμού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων κατά τις τελευταίες δεκαετίες. Οι αριθμοί είναι αποκαλυπτικοί, καθώς στις 31/03/2006, στην αγορά των Η.Π.Α. δραστηριοποιούνταν πάνω από 8120 διαφορετικά Αμοιβαία Κεφάλαια, τα οποία διαχειρίζονται 10.4 τρισ. Δολάρια. Το ποσό αυτό είναι περίπου το 48% του συνολικού εναρτητικού που διαχειρίζονται παγκοσμίως τα αμοιβαία κεφάλαια, όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα 1

Πίνακας 1:



Τα 8120 διαφορετικά Αμοιβαία Κεφάλαια που υπάρχουν στην Αμερική καλύπτουν ένα ευρύ φάσμα επενδυτικών επιλογών.(πίνακας 2). Επίσης όπως φαίνεται στον πίνακα υπάρχει μια σταθερότητα στον ρυθμό αύξησης όλων των ειδών των αμοιβαίων από την αρχή του 2000.

Πίνακας 2:

Year	Total	Equity Funds	Hybrid Funds	Bond Funds	Money Market Funds
1984	1,243	459	89	270	425
1985	1,528	562	103	403	460
1986	1,835	678	121	549	487
1987	2,312	824	164	781	543
1988	2,737	1,006	179	942	610
1989	2,935	1,069	189	1,004	673
1990	3,079	1,099	193	1,046	741
1991	3,403	1,191	212	1,180	820
1992	3,824	1,325	235	1,400	864
1993	4,534	1,586	282	1,746	920
1994	5,325	1,886	361	2,115	963
1995	5,725	2,139	412	2,177	997
1996	6,248	2,570	466	2,224	988
1997	6,684	2,951	501	2,219	1,013
1998	7,314	3,512	526	2,250	1,026
1999	7,791	3,952	532	2,262	1,045
2000	8,155	4,385	523	2,208	1,039
2001	8,305	4,716	483	2,091	1,015
2002	8,244	4,747	473	2,035	989
2003	8,126	4,599	508	2,045	974
2004	8,041	4,547	510	2,041	943
2005	7,975	4,586	505	2,013	871
2006	8,120	4,770	508	1,993	849

Ενώ το σύνολο των υπό διαχείριση ενεργητικών των 8.120 Α/Κ ξεπερνά τα 10.4 τρισ. Δολάρια (πίνακας 3).

Πίνακας 3:

**U.S. MUTUAL FUND INDUSTRY TOTAL NET ASSETS, NUMBER OF FUNDS,  
NUMBER OF SHARE CLASSES, AND NUMBER OF SHAREHOLDER ACCOUNTS**
*(end of year)*

Year	Total Net Assets (billions of dollars)	Number of Funds	Number of Share Classes	Number of Shareholder Accounts* (thousands)
1940	\$0.45	68	–	296
1945	1.28	73	–	498
1950	2.53	98	–	939
1955	7.84	125	–	2,085
1960	17.03	161	–	4,898
1965	35.22	170	–	6,709
1970	47.62	361	–	10,690
1971	55.05	392	–	10,901
1972	59.83	410	–	10,635
1973	46.52	421	–	10,331
1974	35.78	431	–	10,074
1975	45.87	426	–	9,876
1976	51.28	452	–	9,060
1977	48.94	477	–	8,693
1978	55.84	505	–	8,658
1979	94.51	526	–	9,790
1980	134.76	564	–	12,088
1981	241.37	665	–	17,499
1982	296.68	857	–	21,448
1983	292.99	1,026	–	24,605
1984	370.68	1,243	1,243	27,636
1985	495.39	1,528	1,528	34,098
1986	715.67	1,835	1,835	45,374
1987	769.17	2,312	2,312	53,717
1988	809.37	2,737	2,737	54,056
1989	980.67	2,935	2,935	57,560
1990	1,065.19	3,079	3,177	61,948
1991	1,393.19	3,403	3,587	68,332
1992	1,642.54	3,824	4,208	79,931
1993	2,069.96	4,534	5,562	94,015
1994	2,155.32	5,325	7,697	114,383
1995	2,811.29	5,725	9,007	131,219
1996	3,525.80	6,248	10,352	149,933
1997	4,468.20	6,684	12,002	170,299
1998	5,525.21	7,314	13,720	194,029
1999	6,846.34	7,791	15,262	226,212
2000	6,964.63	8,155	16,738	244,705
2001	6,974.91	8,305	18,023	248,701
2002	6,390.36	8,244	18,985	251,124
2003	7,414.40	8,126	19,319	260,698
2004	8,106.94	8,041	20,030	269,468
2005	8,904.82	7,975	20,550	275,479
2006	10,413.62	8,120	21,260	289,977

Επίσης σημαντικό στοιχείο είναι, όπως φαίνεται στον παραπάνω πίνακα, και ο ρυθμός αύξησης των επενδυτών που εμπιστεύονται τον θεσμό των Α/Κ. Παρατηρούμε πως από το 1996 έως σήμερα έχει σχεδόν διπλασιαστεί ο αριθμός αυτών των επενδυτών που ανέθεσαν στις ΑΕΔΑΚ την επαγγελματική διαχείριση των χρημάτων τους.

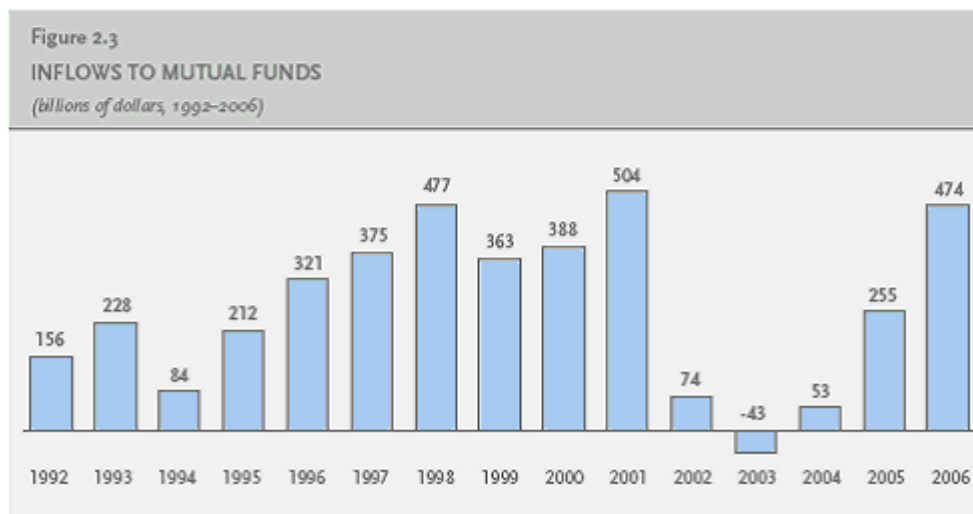
Περίπου 500 ΑΕΔΑΚ κεφαλαίων διαχειρίστηκαν περιουσία των αμοιβαίων κεφαλαίων στις ΗΠΑ των 2006. Οι δυναμικές του ανταγωνισμού απέτρεψαν οποιαδήποτε αυτόνομη εταιρία ή όμιλο εταιριών από το να επικρατήσουν στην αγορά. Το μερίδιο των περιουσιακών στοιχείων που διαχειρίστηκαν από τις μεγαλύτερες 25 εταιρίες το 2006 έπεσε στο 71% από το 78% των περιουσιακών στοιχείων που διαχειρίστηκαν από τις 25 μεγαλύτερες εταιρίες το 1985. Επιπρόσθετα, το μερίδιο των περιουσιακών στοιχείων που διαχειρίστηκαν από τις 5 μεγαλύτερες εταιρίες το 2006 είναι συγκρίσιμο με το μερίδιο που διαχειρίστηκαν οι 5 μεγαλύτερες εταιρίες το 1985. Πολλές εταιρίες εισήλθαν και εξήλθαν στη βιομηχανία των αμοιβαίων κεφαλαίων από τα μέσα της δεκαετίας του 80.

Για παράδειγμα, από τις μεγαλύτερες 25 σχήματα κεφαλαίων το 1985, μόνο 14 παρέμειναν στο κατάλογο των 25 το 2006 (πίνακας 4).

Πίνακας 4,5:

Figure 2.2  
SHARE OF ASSETS AT LARGEST MUTUAL FUND COMPLEXES  
(percent of total industry assets, year-end, selected years)

	1985	1990	1995	2000	2005	2006
Top 5 complexes	37	34	34	32	37	38
Top 10 complexes	54	53	47	46	48	49
Top 25 complexes	78	75	70	74	71	71



Άλλα μέτρα επίσης καταδεικνύουν ότι καμία εταιρία ή όμιλος εταιριών δεν κυριαρχεί στην αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων. Ένα τέτοιο μέτρο είναι ο δείκτης Herfindahl-Hirschman, ο οποίος υπολογίζει μαζί τον αριθμό και το μέγεθος των εταιριών στη βιομηχανία, για να μετρήσει τον αναγωνισμό. Οι δείκτες με χαμηλότερη τιμή από 1000 καταδεικνύουν ότι η βιομηχανία είναι αποσυγκεντρωμένη. Η βιομηχανία των αμοιβαίων κεφαλαίων έχει τη τιμή του δείκτη Herfindahl-Hirschman περίπου στο 400.

Η ζήτηση των επενδυτών για αμοιβαία κεφάλαια αυξήθηκε το 2006. Οι εισροές χρήματος σε όλα τα αμοιβαία κεφάλαια ήταν 474 δις. δολάρια, (πίνακας 5) πιο πάνω από το ρυθμό των προηγούμενων τεσσάρων ετών και κοντά στο ρυθμό ρεκόρ του 2001. Οι μεγαλύτερες εισροές παρατηρήθηκαν στα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθέσιμων και στα διεθνή μετοχικά κεφάλαια. Η διάρθρωση της αμερικανικής αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων κάνει έκδηλη και την προτίμηση των επενδυτών για τοποθετήσεις υψηλού ρίσκου, καθώς το 57% της αγοράς καλύπτουν τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια, ενώ η αμέσως επόμενη κατηγορία, αυτή των Διαχειρίσεως Διαθέσιμων, καλύπτει μικρότερο ποσοστό (27% της αγοράς). Τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια διαχειρίζονταν περίπου το 57% των περιουσιακών στοιχείων των αμοιβαίων κεφαλαίων των ΗΠΑ μέχρι το τέλος του 2006. Αυτό το μερίδιο κυμάνθηκε από 50 σε 60 % από το 1999, με εξαίρεση του 2002 όταν οι μετοχές έπεσαν γύρω στο 42%, γεγονός το οποίο οφείλονταν κυρίως στην κάθετη πτώση της χρημαγοράς των ΗΠΑ. Το 2006, τα εγχώρια μετοχικά κεφάλαια, αυτά που κυρίως επενδύουν σε μετοχές Αμερικανικών εταιριών, κράτησαν το 44% των συνολικών περιουσιακών στοιχείων τους. Τα διεθνή αμοιβαία κεφάλαια, αυτά που επενδύουν σε ξένες εταιρίες, διαχειρίζονταν ακόμη ένα 13%. Τα κεφάλαια των χρημαγορών (23%), τα ομόλογα (14%) και τα υβριδικά κεφάλαια (6%) κρατάν επίσης σημαντικά τμήματα των συνολικής περιουσίας των αμοιβαίων κεφαλαίων των ΗΠΑ. ( πίνακας 6)



## LONG-TERM FUNDS

Year	Total	Equity Funds	Hybrid Funds	Bond Funds	Money Market Funds
1984	\$370.68	\$79.73	\$11.15	\$46.24	\$233.55
1985	495.39	111.33	17.61	122.65	243.80
1986	715.67	154.45	25.76	243.31	292.15
1987	769.17	175.45	29.25	248.37	316.10
1988	809.37	189.38	26.35	255.69	337.95
1989	980.67	245.04	35.64	271.90	428.09
1990	1,065.19	239.48	36.12	291.25	498.34
1991	1,393.19	404.73	52.23	393.78	542.44
1992	1,642.54	514.09	78.04	504.21	546.19
1993	2,069.96	740.67	144.50	619.48	565.32
1994	2,155.32	852.76	164.40	527.15	611.00
1995	2,811.29	1,249.08	210.33	598.87	753.02
1996	3,525.80	1,726.01	252.58	645.41	901.81
1997	4,468.20	2,368.02	317.11	724.18	1,058.89
1998	5,525.21	2,977.94	365.00	830.59	1,351.68
1999	6,846.34	4,041.89	378.81	812.49	1,613.15
2000	6,964.63	3,961.92	346.28	811.19	1,845.25
2001	6,974.91	3,418.16	346.32	925.12	2,285.31
2002	6,390.36	2,662.46	325.49	1,130.45	2,271.96
2003	7,414.40	3,684.16	430.47	1,247.77	2,052.00
2004	8,106.94	4,384.05	519.29	1,290.41	1,913.19
2005	8,904.82	4,939.75	567.30	1,357.23	2,040.54
2006	10,413.62	5,911.64	653.15	1,494.37	2,354.46

Πίνακας 6.

Οι επενδυτές πρόσθεσαν 160 δις. δολάρια νέου χρήματος σε αμοιβαία κεφάλαια μετοχών το 2006, περίπου πάνω από το ρυθμό του προηγούμενου έτους. Τα εγχώρια αμοιβαία κεφάλαια μετοχών προσέλκυσαν 11 δις δολάρια σε νέο ρευστό κάτω από τα 31 δις. δολάρια του προηγούμενου έτους. Από το 2004, οι επενδυτές έχουν μειώσει σημαντικά τις αγορές των εγχώριων μετοχικών κεφαλαίων. Τα κεφάλαια που επενδύονται σε ξένες εταιρίες, απέκτησαν ένα ρεκόρ 148 δις \$ σε νέο χρήμα το 2006, πάνω από τα 105 δις \$ του προηγούμενου έτους. Το εύρωστο ενδιαφέρον για τα κεφάλαια αυτά ανέδειξε εν μέρει την ισχυρή απόδοση πολλών ξένων χρηματαγορών, ειδικά όταν συγκρίνονται με τις αποδόσεις τις χρηματαγοράς των ΗΠΑ.

Το 2006 οι επενδυτές πρόσθεσαν 61 δις \$ στα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια, κοντά στο διπλάσιο ρυθμό των επενδύσεων του προηγούμενου έτους. Η ροή χρήματος σε ομολογιακά κεφάλαια είναι σε υψηλό βαθμό συσχετισμένα με τα ομόλογα. Παραδοσιακά στις ΗΠΑ τα επιτόκια έπαιζαν πολύ σημαντικό ρόλο στην ζήτηση ομολογιακών κεφαλαίων.

Κινήσεις βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων επιτοκίων μπορεί σημαντικά να αλλάξει τις αποδόσεις που προσφέρονται από τα προϊόντα αυτά και σαν αποτέλεσμα

επηρεάζουν τη ζήτηση θεσμικών επενδυτών για ομολογιακά κεφάλαια.

Τα Funds of Funds είναι αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν σε άλλα Α/Κ. Τα πιο γνωστά είναι τα υβριδικά, στα οποία είναι επενδυμένα περίπου το 80% των κεφαλαίων. Τα υβριδικά funds of funds επενδύουν τα νέες εισροές σε συγκεκριμένες μετοχές, ομόλογα και υβριδικά αμοιβαία κεφάλαια. Τα κεφάλαια των funds of funds έχουν αυξηθεί ραγδαία τη τελευταία δεκαετία. Μέχρι το τέλος του 2006 ο αριθμός των funds of funds αυξήθηκε σε 604 και τα συνολικά κεφάλαια έφτασαν τα 471 δις \$ (πίνακας 7).

Πίνακας 7:

NET ASSETS AND NET NEW CASH FLOW TO FUNDS OF FUNDS (1996-2006)			
	Number of Funds <sup>1</sup>	Assets <sup>1</sup> (millions of dollars)	Net New Cash Flow (millions of dollars)
1996	45	\$13,404	\$2,457
1997	94	21,480	3,380
1998	175	35,368	6,376
1999	212	48,310	6,572
2000	215	56,911	10,401
2001	213	63,385	8,929
2002	268	68,960	11,593
2003	301	123,091	29,900
2004	375	199,552	50,520
2005	475	306,016	79,480
2006	604	471,024	101,336

Περίπου τα δύο τρίτα της αύξησης των κεφαλαίων των funds of funds τα τελευταία 10 χρόνια έχουν την ιδιότητα να αυξάνουν το ενδιαφέρον των επενδυτών in lifestyle and lifecycle funds. Η αυξανόμενη δημοτικότητα των funds αυτών ειδικά για επένδυση συνταξιοδότησης πιθανόν αντανακλά την αυτοεπαναρυθμιζόμενα χαρακτηριστικά των προϊόντων αυτών. Από το 115, funds of funds έλαβαν συνολικά 311 δις \$ σε εισροές , του οποίου σχεδόν το 70% ήταν από lifestyle και lifecycle funds.

## Κεφάλαιο 9: Το A/K Fidelity Magellan.

### 9.1. Ιστορία της Fidelity:

Το ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ Magellan (FMAGX) της Fidelity, ίσως είναι το πιο γνωστό παγκόσμια ενεργά διοικούμενο αμοιβαίο κεφάλαιο. Το Fidelity Fund δημιουργήθηκε το 1930, όχι και το καλύτερο χρονικό σημείο για επενδύσεις αφού είχε προηγηθεί το κράχ του 1929. Το 1943 ο δικηγόρος Edward C. Johnson I, από τη Βοστώνη, αγόρασε την Fidelity Fund, που είχε \$3 million υπό διαχείριση και έγινε πρόεδρος. Το 1946 δημιούργησε την Fidelity Management and Research Company, την προκάτοχο της Fidelity Investments, για να λειτουργήσει ως επενδυτικός σύμβουλος της Fidelity Investments. Επίσης δημιούργησε το Puritan Fund, το πρώτο κεφάλαιο που επένδυε σε κοινές μετοχές. Η Fidelity Investments διαχειρίστηκε το πρώτο αμοιβαίο κεφάλαιο στην Αμερική.

Σήμερα η Fidelity είναι η μεγαλύτερη ΑΕΔΑΚ στην Αμερική προσφέροντας καινοτόμες και υψηλού επιπέδου χρηματοοικονομικές υπηρεσίες τόσο σε μεμονωμένους επενδυτές όσο και σε οργανισμούς. Επίσης πέρα από τα Αμοιβαία κεφάλαια λειτουργεί και την Fidelity Brokerage Services LLC. Η Fidelity Investments Inc. είναι μια από τις πιο επιτυχημένες εταιρίες χρηματοοικονομικών υπηρεσιών παγκοσμίως και προσφέρει στους πελάτες της ένα ευρύ φάσμα αμοιβαίων κεφαλαίων και χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Η καινοτομία, ειδικότερα, έχει διαδραματίσει έναν βασικό ρόλο στην πρόοδο της επιχείρησης. Η Fidelity Investments έχει έδρα τη Βοστώνη και όχι τη Μέκκα των οικονομικών υπηρεσιών την Νέα Υόρκη. Έχει περισσότερους από 21 εκατομμύριο μεμονωμένους και εταιρικούς πελάτες.

Η στρατηγική του Johnson δεν ήταν να αγοράσει τις πρώτης τάξεως μετοχές αλλά να αγοράζει μετοχές αναπτυξης και με προοπτικές. Ο Johnson θεώρησε ότι η διαχείριση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου πρέπει να στηριχθεί στο ένστικτο και τη γνώση ενός ατόμου αντί της διαχείρισης του κεφαλαίου από μια επιτροπή. Ήταν ο πρώτος που εβάλε ένα άτομο υπεύθυνο για ένα αμοιβαίο κεφάλαιο. Ένας από τους πρώτους, και πετυχημένους διαχειριστές κεφαλαίων ήταν ο Gerry Tsai. Ο Gerry Tsai ήταν ένας νέος, άπειρος μετανάστης από τη Σαγγάη που ο Johnson τον προσέλαβε ως αναλυτή μετοχών στις αρχές της δεκαετίας του '50. Ο Tsai άρχισε να δημιουργεί το αμοιβαίο κεφάλαιο το 1957, αγοράζοντα μετοχές της Polaroid και της Xerox. Με την απόδοσή του κέρδισε φήμη και πελάτες, και σε λιγότερο από

δέκα έτη διαχειριζόταν περισσότερα από \$1 δισεκατομμύρια.

Ο Tsai άφησε την Fidelity Investments το 1965, όταν έμαθε από τον Johnson ότι προγραμματίζει να τοποθετήσει στην επιχείρηση στο γιο του και συγκεκριμένα στη θέση του, Edward C. Johnson III (Ned)

Ο Edward C. Johnson III (Ned) αποφοίτησε από το Χάρβαρντ το 1954, πήγε στρατό για δύο έτη, και εργάστηκε σε μια τράπεζα πριν προσχωρήσει στην επιχείρηση του πατέρα του το 1957. Μεταξύ του 1961, όταν Ned έγινε διευθυντής και το 1965 το η εταιρεία κατατάχθηκε στην πρώτη θέση λόγω της αύξησης του ενεργητικού του κεφαλαίου. Η δεκαετία του '60 ήταν μια δεκαετία αύξησης για την Αμερικάνικη οικονομία και για την Fidelity. Το 1962 η Fidelity δημιούργησε το A/K Magellan, το οποίο έγινε τελικά το μεγαλύτερο αμοιβαίο κεφάλαιο στον κόσμο. Επίσης η εταιρία το 1967 προώθησε εταιρικά συνταξιοδοτικά σχέδια σύμφωνα με το σχέδιο Keogh, ένα σχέδιο αποχώρησης για τα αυτοαπασχολούμενα άτομα. Ακόμη για να προσελκύσει τις ξένες επενδύσεις, ίδρυσε την Fidelity International στην Bermuda. Επιπλέον, δημιούργησε την Fidelity Service Company 1969 για να εξυπηρετήσει τους λογαριασμούς πελατών . Ο Ned Johnson πέτυχε τον πατέρα του ως Πρόεδρο των επενδύσεων Fidelity το 1972. Το 1977, ο πατέρας του αποσύρθηκε, και ο Ned Johnson έγινε πρόεδρος και το CEO της Fidelity και ο Peter Lynch ανέλαβε το A/K Magellan, το οποίο είχε ενεργητικό \$22 εκατομμύρια.

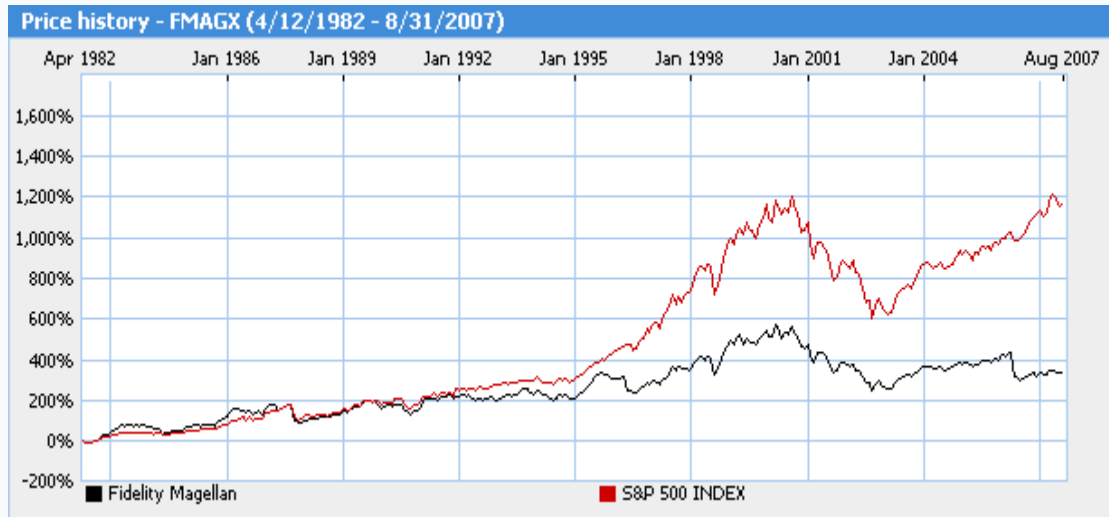
## **9.2. Το A/K της Fidelity Magellan:**

Το φθινόπωρο του 1995 οι επενδυτές του Αμοιβαίου Κεφαλαίου Magellan μπορούσαν να κοιτάζουν πίσω την αξιοσημείωτη απόδοση που είχε η επένδυση που είχαν επιλέξει. Κατά μέσο όρο 22,7% κάθε χρόνο για τα προηγούμενα 15 χρόνια, ξεπερνώντας τον δείκτη Standard & Poor 500 κατά 7,7% κάθε χρόνο. Κατάφερε να χτυπήσει την αγορά τα προηγούμενα 10, 5, 3 χρόνια, αποτελέσματα τα οποία δημοσιοποίησε η για να δαλεάσει νέους επενδυτές. Η επίδοση αυτή ήταν σε πλήρη αντίθεση με τις ιστορικές αποδόσεις άλλων φιλόδοξων και ταλαντούχων διαχειριστών. Επίσης ερχόταν σε αντίθεση και με τις θεωρίες που υποστήριζαν πως οι αγορές που χαρακτηρίζονται από ανταγωνισμό, εύκολη είσοδο και αποτελεσματικότητα είναι πολύ δύσκολο να τις ξεπεράσει κόποιος διαχειριστής. Επίσης πρέπει να αναφέρουμε πως η υπεραπόδοση συνεχιζόνταν ακόμη και όταν άλλαζαν οι διαχειριστές.



Πρώτα ο Peter Lynch που αποσύρθηκε το 1990 σε ηλικία 47 ετών. Έπειτα ο Morris Smith ο οποίος αποσύρθηκε το 1992 σε ηλικία 34 και μετά ο Jeffrey Vinik. Και οι τρεις κατάφεραν να χτυπήσουν την αγορά.

Πίνακας 9.1:



Όταν ανέλαβε ο Peter Lynch έκανε ξεκάθαρο τον επενδυτικό του σκοπό. Έτσι σκοπός του είναι να αναζητάει και να αγοράζει μετοχές ευκαιρείες και με προοπτικές ανάπτυξης, το οποίο θα προσέδιδε μελλοντική αξία στο χαρτοφυλάκιο και κατ'επέκταση και στους επενδυτές μεγάλα κέρδη.

Η επενδυτική πολιτική του Peter Lynch ήταν :

- Επένδυση κυρίως σε κοινές μετοχές.
- Επένδυση σε εγχώρια αλλά και ξένες αγορές.
- Επένδυση κυρίως σε μετοχές "growth" ή "value" η κ τα δύο
- χρήση fundamental ανάλυσης για κάθε εκδότη μετοχών, και αναγνώριση της θέσης του στην αγορά και μελέτη των οικονομικών συνθηκών ώστε να επιλεγεί η σωστή επένδυση.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται συνοπτικά οι διαχειριστές του A/K με χρονολογική σειρά και οι επιδόσεις τους στο χρονικό διάστημα που ήταν στο τιμόνι του συγκεκριμένου αμοιβαίου κεφαλαίου.

Διαχειριστής	Διάρκεια Διαχείρισης	Assets Under Management κατά την αναχώρηση
<b>Edward Johnson, III</b>	<b>1963 ως 1977</b>	<b>\$20 εκατομμύρια</b>
<b>Peter Lynch</b>	<b>5/1977 έως 5/1990</b>	<b>\$14 δισεκατομμύρια</b>
<b>Morris J. Smith</b>	<b>5/1990 έως 7/1992</b>	<b>\$20 δισεκατομμύρια</b>
<b>Jeffrey N. Vinik</b>	<b>7/1992 έως 6/1996</b>	<b>\$50 δισεκατομμύρια</b>
<b>Robert E. Stansky</b>	<b>6/1996 έως 10/2005</b>	<b>\$52.5 δισεκατομμύρια</b>
<b>Harry W. Lange</b>	<b>10/2005 στο παρόν</b>	

Από την έναρξη του αμοιβαίου κεφαλαίου το 1963 μέχρι το 1977 τα υπό διαχείριση κεφάλαια αυξήθηκαν σε \$20 εκατομμύρια.

Το κεφάλαιο των \$20 εκατομμυρίων που κληρονόμησε ο Peter Lynch αυξήθηκε σε \$14 δισεκατομμύρια κατά τη διάρκεια της διάρκειας της θητείας του. Κατά τη διάρκεια της θητείας του Morris Smith, τα AUM αυξήθηκαν από \$13 δισεκατομμύριο σε \$20 δισεκατομμύρια. Ενώ κατά τη διάρκεια του Jeffrey Vinik αυξήθηκαν στα 50 δις. Αν και οι περισσότεροι άνθρωποι θεωρούν ότι Peter Lynch είναι ο ακρογωνιαίος λίθος της απόδοσης του A/K Magellan, η καλύτερη ετήσια αναφορά που είχε το αμοιβαίο κεφάλαιο ποτέ ήταν το 1968 οπότε και επέστρεψε το 116.08% του επενδυμένου κεφαλαίου. Στην πραγματικότητα, η καλύτερη τριχρονή απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου είχε συμβεί προτού να είναι ο [Peter Lynch στο](#) τιμόνι του όταν και είχε απόδοση 68.32% μεταξύ 1965 και 1967. Διαχειριστής της περιόδου εκείνης ήταν ο **Edward Crosby "Ned" Johnson III**. Με περιουσία που αγγίζει τα \$7.5 billion, κατατάχθηκε από τους [Forbes](#) ως ο 35<sup>ος</sup> πιο

πλούσιος άνθρωπος στην αμερική and 80<sup>ος</sup> στον κόσμο. Ο Peter Lynch πήρε τα ηνία τον Μαΐο του 1977 και παρέμεινε ο διευθυντής του Magellan για τα επόμενα δέκα τρία έτη. Μεταξύ 1977 και 1990 το κεφάλαιο πέτυχε ετήσια απόδοση κατά μέσο όρο 29%. Ο Peter Lynch δημιούργησε τη διαδικασία επένδυσης που αναφέρεται συνήθως ως «αγόραζε οτι ξέρεις».

Ο Peter Lynch γεννήθηκε στις 19 Ιανουαρίου. Αποφοίτησε από το Boston College το 1965 με πτυχίο στα χρηματοοικονομικά. Υπηρέτησε 2 χρόνια στον στρατό προτού πάρει το μεταπτυχιακό του, Master of Business Administration, από το Wharton School στο University της Pennsylvania. Το 1966 πήγε για δουλειά ως εσωτερικός στην Fidelity Investments, δοκιμαστικά, λόγω της σχέσης του με τον πρόεδρο, αφού του κουβαλούσε τα μαστούνια του γκολφ στο Brae Burn Country Club in Newton στην Μασαχουσέτη. Το 1969 ασχολήθηκε με τις επενδύσεις που έχουν να κάνουν με το χαρτί, τα χημικά και τις εκδοτικές βιομηχανίες, και όταν επέστρεψε από τον στρατό εργάστηκε μόνιμα στην [Fidelity Investments](#). Την τριετία 1974 με 1977 χρεώθηκε και τα μέταλλα, την εξόρυξη και τα χημικά και σταδιακά έγινε ο διευθυντής έρευνας. Επίσης το 1977 γίνεται ο διευθυντής του Magellan Fund το οποίο διαχειρίζονταν \$20 million. Ο Peter Lynch έχει μείνει στην ιστορία ως ένας από τους καλύτερους παγκοσμίως διαχειριστές και stock-pickers καθώς κατάφερε τεράστιες αποδόσεις. Κατάφερε να ξεπέρασε τον **S & P 500 Index** κατά 10.3% ετήσιως.

Συγκεκριμένα αν κάποιος είχε επενδύσει \$10,000 invested στο Magellan θα είχαν γίνει \$280,000 σε 13 χρόνια. Και τέλος κατάφερε να αυξήσει το ενεργητικό του A/K σε \$14 billion από \$20 million που είχε ενεργητικό όταν ανέλαβε. Και το ενεργητικό αυτό ήταν τοποθετημένο σε πάνω από 1000 διαφορετικές μετοχές. Το 2007 πλέον ο Peter Lynch υπηρετεί ως vice-chairman της Fidelity Management & Research Co. και συμμετέχει ενεργά σε διάφορες φιλανθρωπικές εκδηλώσεις. Συχνά ο Peter Lynch περιγράφεται ως "χαμαιλέοντας", καθώς μπορούσε να προσαρμοστεί σε οποιοδήποτε επενδυτικό στυλ επικρατούσε εκείνη τη στιγμή. Λέγεται ότι το πρόγραμμα εργασιών του, το ισότιμο αυτού που θα καλούσαμε σήμερα "24/7," δεν είχε μια αρχή και ένα τέλος. Μιλούσε στους ανώτερους, τους διευθυντές επένδυσης, τους εμπειρογνώμονες βιομηχανίας και τους αναλυτές εικοσιτέσσερις ώρες το εικοσιτετράωρο.



Με συνέπεια εφάρμοσε ένα σύνολο οχτώ θεμελιωδών αρχών στη διαδικασία επιλογής των μετοχών. Αυτές είναι:

- Γνώριζε τί κατέχεις
- Είναι μάταιο να προσπαθείς να προβλέψεις την οικονομία και τα επιτόκια
- Έχεις άφθονο χρόνο να προσδιορίσεις και να αναγνωρίσεις τις εξαιρετικές επιχειρήσεις .
- Η καλή διαχείριση είναι πολύ σημαντική,
- Αγόραζε καλές επιχειρήσεις
- Να είσαι ευέλικτος και ταπεινός, κ να μαθαίνεις από τα λάθη σου.
- Προτού αρχίζεις να αγοράζεις μια μετοχή πρέπει να είσαι έτοιμος να εξηγήσεις γιατί την αγοράζεις.
- Πάντα υπάρχει κάτι για το οποίο πρέπει να ανησυχείς.

Στην επιλογή μετοχών (καλές επιχειρήσεις), ο Peter Lynch <<κόλλούσε> σε αυτό που ήξερε ή/και μπορούσε εύκολα να καταλάβει. Αυτή ήταν μια θέση αμετακίνητη για αυτόν. Επένδυσε μόνο για μακροχρόνιο διάστημα και έδωσε λίγη προσοχή στις βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις αγοράς.

Ο Morris Smith αντικατέστησε τον Peter Lynch το 1990 . Κατά τη διάρκεια των δύο ετών που υπήρξε αυτός διευθυντής κατόρθωσε να κτυπήσει το S&P 500 κατά 7%. Ακολούθησε ο Jeffrey Vinik, ο οποίος ανέλαβε για τα επόμενα τέσσερα έτη να διαχειρίζεται το A/K Magellan. Κατά τη διάρκεια της θητείας του παρήγαγε μια συσσωρευτική επιστροφή 83.70% και ξεπέρασε τη συσσωρευτική απόδοση του S&P 500 κατά 5.91%. Ο Vinik συχνά αναφέρεται ως ο διευθυντής ο οποίος μετακίνησε ένα υψηλό ποσοστό του χαρτοφυλακίου του που ήταν επενδυμένα σε μετοχές τεχνολογίας σε κρατικά ομόλογα σε λανθασμένο χρονικό σημείο όμως, προκαλώντας πολύ μεγάλες ρευστοποιήσεις, που συνέβαινε για πρώτη φορά στην ιστορία του κεφαλαίου. Συγκεκριμένα πούλησε τις μετοχές της Micron Technology Inc και τοποθέτησε το 19% του ενεργητικού στα κρατικά ομόλογα την ώρα που η αγορά των ομολόγων έπεφτε.

Εντούτοις, άλλοι υποστηρίζουν ότι Vinik το μόνο λάθος που έκανε ήταν κινήθηκε στα ομόλογα νωρίς. Καθώς ο Vinik επένδυσε στα ομόλογα το φθινόπωρο του 1995, τον Μάρτιο του 2003, σε συνολική ετήσια βάση, το 10-year Treasuries είχε απόδοση 78 τοις εκατό, τα AAA corporate bonds 46 τοις εκατό μαζί με τα μερίσματα που επανεπενδύθηκαν,

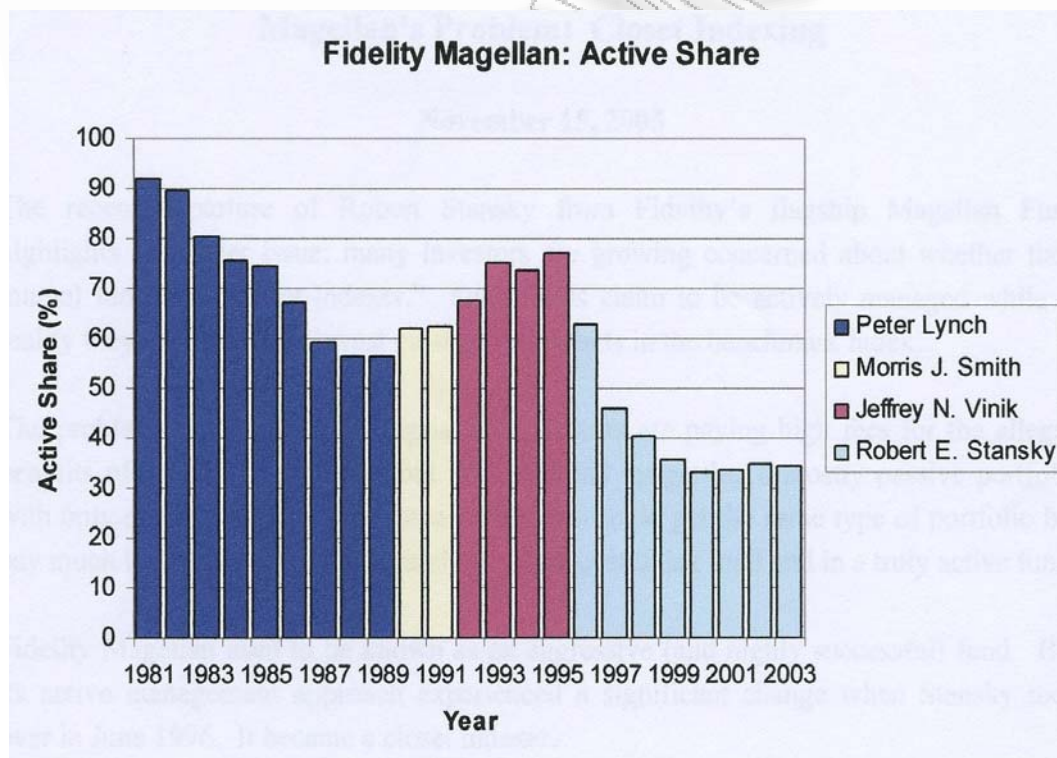
ενώ ο S&P 500 επέστρεψε 31 τοις εκατό. Παρά την αποτυχημένη επένδυση του Vinik στα ομόλογα το ενεργητικό του A/K αυξήθηκε 150 %.

Επόμενος διαχειριστής ήταν ο Stansky Robert, ο οποίος ήταν ο άμεσος εκπρόσωπος του Peter Lynch, καθώς έχει εργαστεί ως ερευνητικός βοηθός του από το 1984 ως το 1987. Κατά τη διάρκεια της θητείας του στο A/K Magellan ο Stansky κατόρθωσε να έχει απόδοση 238%. Εντούτοις, ο δείκτης S&P 500 επέστρεψε 274% κατά τη διάρκεια της ίδιας περιόδου. Το χαρτοφυλάκιο του Magellan εμοιάζε με το S&P 500 κατά τη διάρκεια της διάρκειας αξιώματος Stansky. Ο Stansky <<δοκίμασε>> βεβαίως την περισσότερη αστάθεια όσον αφορά τα AUM κατά τη διάρκεια της θητείας του στο A/K Magellan. Τον Ιουλίου του 1996, τον πρώτο μήνα της θητείας του, περισσότερα από \$3.5 δισεκατομμύρια αποσύρθηκαν από τα κεφάλαια που διαχειρίζονταν, καθώς οι επενδυτές ρευστοποίησαν τα μερίδιά τους και για το χαρτοφυλάκιο άρχισε η οπισθοδρόμηση. Ο Stansky μετακινήθηκε γρήγορα από τα ομόλογα στις μετοχές για να σταματήσει την <<διαρροή>> κεφαλαίων.

Αυτό γιατί στις 30 Σεπτεμβρίου 1997 η Fidelity αποφάσισε να κλείσει το A/K Magellan στους νέους επενδυτές, να το κάνει δηλαδή "closet indexer", καθώς θεώρηθηκε ότι το μέγεθος του κεφαλαίου είναι τέτοιο που το καθιστά δύσκολο στη διαχείριση. Ήταν πάρα πολύ δύσκολο να είναι κερδοφόρο και να ανταγωνιστεί και τέλος να κτυπήσει την αγορά. Έτσι προκάλεσε την ρευστοποίηση μεριδίων και την εκροή κεφαλαίων από το A/K. Επίσης οι επενδυτές πίστευαν πως τα χρήματά τους έπρεπε να τα διαχειρίζονται οι διαχειριστές ενεργά επενδύοντας σε μετοχές αξίας και ανάπτυξης, να επενδύουν την κατάλληλη στιγμή και να αναπροσαρμόζαζαρμόζουν το χαρτοφυλάκιο ανάλογα με τις συνθήκες της αγοράς ώστε να είναι αποδοτικό και κερδοφόρο. Το A/K Magellan ήταν γνωστό ως επιθετικό (και ιδιαίτερα επιτυχές) κεφάλαιο γεγονός το οποίο προσέλκυσε και τόσο πολλούς επενδυτές. Και όταν το A/K έγινε "closet indexer" παθητικά πλέον επένδυε το μεγαλύτερο μέρος του ενεργητικού, το οποίο ήταν πολύ μεγάλο, στο benchmark, στον S&P 500. Αυτό προκάλεσε την αντίδραση των επενδυτών οι οποίοι άρχισαν την ρευστοποίηση των μεριδίων, και συγκεκριμένα περισσότερα από \$3.5 δισεκατομμύρια αποσύρθηκαν από τα κεφάλαια που διαχειρίζονταν. Αιτία στάθηκε το ότι πλήρωναν υψηλά έξοδα στη διοίκηση για ενεργή και αποτελεσματική διαχείριση των χρημάτων τους από τους διαχειριστές. Έτσι μπορούσαν πλέον και μόνοι τους να επενδύσουν στον S&P 500 απευθείας και χωρίς μάλιστα να πληρώνουν τόσο υψηλά έξοδα.

Μπορούμε να μετρήσουμε το closet indexing με τον υπολογισμό του "ενεργού μεριδίου" του χαρτοφυλακίου μετοχών του A/K Magellan. Αυτό είναι το μέρος των μετοχών του αμοιβαίου κεφαλαίου που είναι διαφορετικές από τις μετοχές του δείκτη S&P 500.

Γενικότερα, το ενεργό μερίδιο ενός αμοιβαίου κεφαλαίου κυμαίνεται από μηδέν (ακριβώς ίδια διάρθρωση με τον S&P 500) ως 100% (εντελώς διαφορετική διάρθρωση με τον S&P 500). Το ενεργό μερίδιο του Magellan το 1995 κάτω από τον προηγούμενο διευθυντή Jeffrey Vinik ήταν περίπου 77%, το οποίο είναι μια μάλλον χαρακτηριστική αξία για ένα ενεργά καλά διοικούμενο κεφάλαιο. Αλλά μέχρι το 1997, μόνο ένα έτος αφότου ανέλαβε ο Stansky, το ενεργό μερίδιο είχε μειωθεί σε 46% και είχε συνεχίσει έπειτα να μειώνεται και σε χαμηλότερα επίπεδα όπως 33%. Με άλλα λόγια, τα δύο τρίτα του ενεργητικού του A/K Magellan επενδύονται απλά στο δείκτη S&P 500. Αυτό είναι ένας από τους χαμηλότερους αριθμούς για οποιοδήποτε κεφάλαιο. Τα μεγαλύτερα, από άποψης ενεργητικού, αμοιβαία κεφάλαια τείνουν να διαχειρίζονται λιγότερο ενεργά τα κεφάλαιά τους, αλλά για το A/K Magellan η μεταστροφή του σε closet indexer δεν μπορεί σαφώς να εξηγηθεί από το μέγεθος κεφαλαίων που διαχειρίζονταν. Το ενεργητικό του A/K Magellan αυξήθηκε από \$ 22 B το 1992 σε \$ 54 το 1995 με τον Vinik διαχειριστή, και η ενεργή διαχείριση αυξήθηκε από 68% σε 77%. Και με τον Stansky το ενεργητικό συνέχισε να αυξάνεται, αφού είχε γύρει πολύ προς τον δείκτη.....



Πίνακας 9.2.

Η θητεία του Stansky έχει πιστωθεί στις μη εντυπωσιακές αποδόσεις του Magellan κάτω από τη διαχείρισή του. Αυτό δεν είναι ανεξάρτητο από το ότι έγινε closet indexer. Κάποιος μπορεί μόνο να κτυπήσει το benchmark μόνο αν έχει διαφοροποιηθεί από αυτό, έτσι λαμβάνοντας υπόψη το πόσο κοντά στον δείκτη ήταν, είναι ουσιαστικά αδύνατο να επιτευχθούν υπεραποδόσεις έναντι του δείκτη αναφοράς. Αντ' αυτού, η απόδοση του Magellan ήταν ακριβώς τι θα αναμέναμε από τον δείκτη αναφοράς και μάλιστα μειωμένο περίπου 1% ετησίως για τις διοικητικές αμοιβές και άλλες δαπάνες.

Όταν Harry Lange ανέλαβε το Magellan άλλαξε αμέσως τη σύνθεση του χαρτοφυλάκιου ώστε να απεικονίσει την άποψή του για την αγορά διαφοροποιώντας το από αυτό του δείκτη. Ο Harry Lange αντιπροσωπεύει μια αλλαγή για το αμοιβαίο κεφάλαιο Magellan. Η προσέγγισή του είναι γνωστή ως πηγαίνετε παντού <<go everywhere>>προσέγγιση. Αυτό σημαίνει ότι είναι εξίσου πιθανό να αγοράσει μετοχές μιας μικρής όσο και μιας μεγάλης εταιρείας, μιας αμερικανικής επιχειρήσης όσο και μιας από το εξωτερικό. Σήμερα περίπου 25 τοις εκατό των κεφαλαίων του Magellan επενδύονται σε επιχειρήσεις έξω από τις ΗΠΑ. Τον Μαΐου του 2006 Magellan έκανε μια διανομή κερδών \$22.11 ανά μετοχή, αντιπροσωπεύοντας κατά προσέγγιση το 18% του ενεργητικού.

Στις 31/3/07 το συνολικό AUM για το A/K Magellan ανέρχεται στα \$43 δισεκατομμύρια, ενώ και κατά την διάρκεια του πρώτου τριμήνου του 2007, το A/K Magellan είχε απόδοση 2.01%, ξεπερνώντας τον S&P 500 κατά 1.37%. Ο Lange έχει πει ότι θεωρεί ότι το A/K Magellan μπορεί να διαχειριστεί περισσότερα χρήματα προτείνοντας ουσιαστικά το άνοιγμα του αμοιβαίου σε νέους επενδυτές, σε αντίθεση με την διοίκηση της Fidelity που θεωρεί πως αυτήν την περίοδο δεν έχουν κανένα σχέδιο για να ανοίξουν πάλι το αμοιβαίο κεφάλαιο Magellan σε νέους επενδυτές.

## **Κεφάλαιο 10: Το A/K HSBC Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού.**

Το Αμοιβαίο κεφάλαιο της HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.) είναι η συνέχεια του A/K της Midland. Συγκεκριμένα το A/K της Midland ξεκίνησε στις 30/8/1991. Στις 22/5/2000 άλλαξε ονομασία και μετονομάστηκε σε Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.). Σκοπός του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι να προσφέρει στον μεριδιούχο υπεραξία και εισόδημα επενδύοντας κυρίως σε μετοχικούς τίτλους εσωτερικού, κατά 65% τουλάχιστον, και δευτερεύοντας σε ομολογίες και διαθέσιμα. Επενδύει στις πλέον αναπτυσσόμενες εταιρείες του Ελληνικού Χρηματιστηρίου. Οι επενδυτές που το επιλέγουν προτιμούν την προοπτική του κέρδους από τις μετοχές αποδεχόμενοι όμως τις διακυμάνσεις που παρουσιάζει το χρηματιστήριο καθώς και τον κίνδυνο απώλειας ακόμη και του κεφαλαίου τους. Και αυτόν ακριβώς τον κίνδυνο προσπαθεί να εξαλείψει η προσεκτική επιλογή μετοχών εταιρειών με μεσοπρόθεσμες προοπτικές ανάπτυξης καθώς η βελτιστοποίηση της απόδοσης του χαρτοφυλακίου μέσω μιας ευέλικτης επενδυτικής στρατηγικής. Θα πρέπει να σημειώσουμε πως το συγκεκριμένο Αμοιβαίο κεφάλαιο χαρακτηρίζεται από υψηλό κίνδυνο. Όσο μεγαλύτερος είναι ο επενδυτικός μας ορίζοντας τόσο και μειώνεται ο κίνδυνος. Συνίσταται για για μεσο μακροπρόθεσμους επενδυτές. Επίσης ο κίνδυνος του A/K, μειώνεται, χωρίς φυσικά να εξαλείφεται, και μέσω της μεγάλης διασποράς του κεφαλαίου. Θα πρέπει ο επενδυτής να καταλάβει πως το A/K θα πρέπει να αποτελεί μέρος των χρημάτων που επενδύει και όχι αποκλειστική του επένδυση.

Βασικό του πλεονέκτημα είναι ότι τα χρήματα τα διαχειρίζονται έμπειροι επαγγελματίες με τις κατάλληλες γνώσεις, με συνεχή ενημέρωση. Προσφέροντας έτσι επαγγελματική, ενεργή, ευέλικτη και συνετή διαχείριση με απόλυτη διαφάνεια. Ο διαχειριστής του είναι ο Ιωάννης Βεζανής, γενικός διευθυντής της HSBC (πρώην Midland) ΑΕΔΑΚ (Ανώνυμης Εταιρείας Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων), και θεωρείται από την αγορά ως ένας από τους πιο επιτυχημένους διαχειριστές, καθώς κατάφερε να χτυπήσει την αγορά.

Ο κ. Βεζανής έχει μάστερ (MBA) από το Insead στη Γαλλία, ξεκίνησε την καριέρα του ως τραπεζικός με ειδικευση στις χρηματοδοτήσεις και την ανάπτυξη από την ETBA για να συνεχίσει στο υποκατάστημα της Bank of America στην Αθήνα και εν συνεχεία ως αναπληρωτής γενικός διευθυντής για την Ελλάδα στην BNP. Το 1991 έλαβε την απόφαση να κάνει το μεγάλο άλμα μεταπηδώντας στο χώρο της διαχείρισης χαρτοφυλακίου.

«Πίστευα ότι το μέλλον είναι εκεί αλλά πήρε χρόνια για να επιβεβαιωθεί η επιλογή μου», λέει σε μια συνέντευξή του. «Το Χρηματιστήριο δεν πήγαινε τόσο καλά και μπορώ να πω ότι οι επενδυτές μάς αντιμετώπιζαν με δυσπιστία. Παρ' όλα αυτά αποφασίσαμε να δώσουμε έμφαση στο μετοχικό αμοιβαίο και δικαιωθήκαμε».

Το Αναπτυξιακό αμοιβαίο κεφάλαιο μετοχών εσωτερικού έχει να δείξει απόδοση της τάξης του 2.804,1% από το 1992 έως το τέλος του 2000, όταν την ίδια περίοδο η σωρευτική απόδοση του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου Αθηνών ήταν 583,44% ή 730,22%!! την δεκαετία 1994-2004.

Όπως φαίνεται και στους παρακάτω πίνακες το Αναπτυξιακό έχει να επιδείξει μια αξιοζήλευτη πορεία σε όλη του την περελθούσα πορεία. Παρατηρούμε από τους παρακάτω πίνακες το πόσο καλά διαφοροποιημένο ήταν το συγκεκριμένο A/K και το σωστό market timing είχε ο διαχειριστής του. Από το 1992 παρατηρούμε την υπεραπόδοση που είχε σε σχέση με τον δείκτη του ΧΑΑ. Στις ανοδικές αγορές κατάφερε ο διαχειριστής να ξεπεράσει κατά πολύ την αγορά, ενώ στις καθοδικές κατάφερε να ακολουθήσει την αγορά. Έτσι παρατηρούμε την περίοδο 1992 με 1999, ανοδική αγορά, ο διαχειριστής κατάφερε να δημιουργήσει ένα χαρτοφυλάκιο τέτοιο το οποίο ξεπέρασε τον δείκτη 300% περίπου. Την περίοδο 2000 με 2002 παρατηρούμε πως η επίδοσή του ακολούθησε τον δείκτη στην πτώση, παρόλα αυτά όμως και πάλι πέτυχε η πτώση του A/K να είναι μικρότερη..

Σύμφωνα με τον Fama η ικανότητα πρόβλεψης ενός διαχειριστή διακρίνονται σε

- 1) Μικροπροβλέψεις, οι οποίες αναφέρονται στην ικανότητα πρόβλεψης των κινήσεων των τιμών μεμονωμένων μετοχών. Αυτό ονομάζεται επιλεκτικότητα. ( selectivity)
- 2) Μακροπροβλέψεις, οι οποίες αναφέρονται στην ικανότητα πρόβλεψης της πορείας των μετοχών ως προς την πορεία σταθερών τίτλων εισοδήματος. Αυτό ονομάζεται συγχρονισμός( market timing)

Επίσης ο διαχειριστής θα πρέπει να έχει την ικανότητα να ελαχιστοποιεί τον μη συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου.

Ο συγκεκριμένος διαχειριστής είχε την ικανότητα να κάνει τις σωστές προβλέψεις όσον αφορά στις κινήσεις της αγοράς και να αναπροσαρμόσει τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου του σύμφωνα με τις εξελίξεις της αγοράς. Όταν η αγορά κινήθηκε αγορά, 1992 με 1999 και 2003 με 2006, το οποίο το είχε προβλέψει, είχε δημιουργήσει ένα χαρτοφυλάκιο με μετοχές υψηλών δυνιτικών απόδόσεων. Ένα χαρτοφυλάκιο με μεγάλο Β, γεγονός όμως το οποίο εμπεριείχε υψηλό κίνδυνο σε περίπτωση που η αγορά είχε κινηθεί τελικά στην αντίθετη κατεύθυνση.



Και όταν οι προβλέψεις αναφέρονταν σε καθοδικές αγορές 1999 με 2003, μείωσε τον συντελεστή Β του χαρτοφυλακίου επιλέγοντας μετοχές χαμηλού κινδύνου και τοποθέτησε κεφάλαια σε περισσότερο ασφαλείς επενδύσεις, εξασφαλίζοντας έτσι αποδόσεις προσαρμοσμένες έτσι στον κίνδυνο ανώτερες της αγοράς.

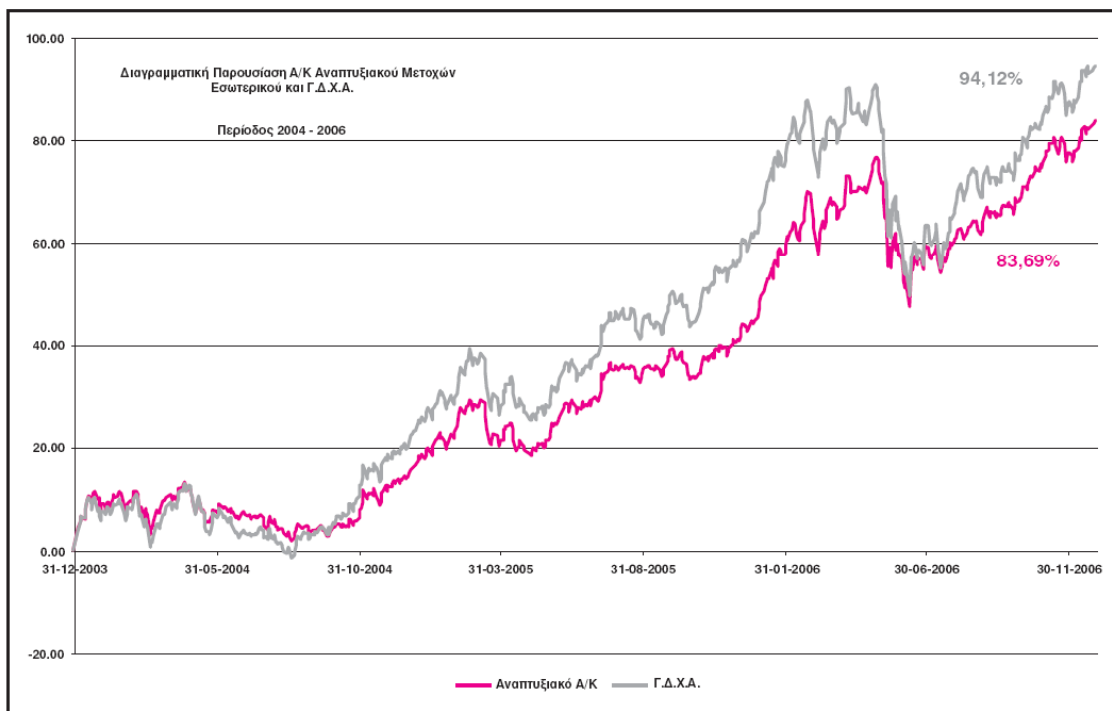
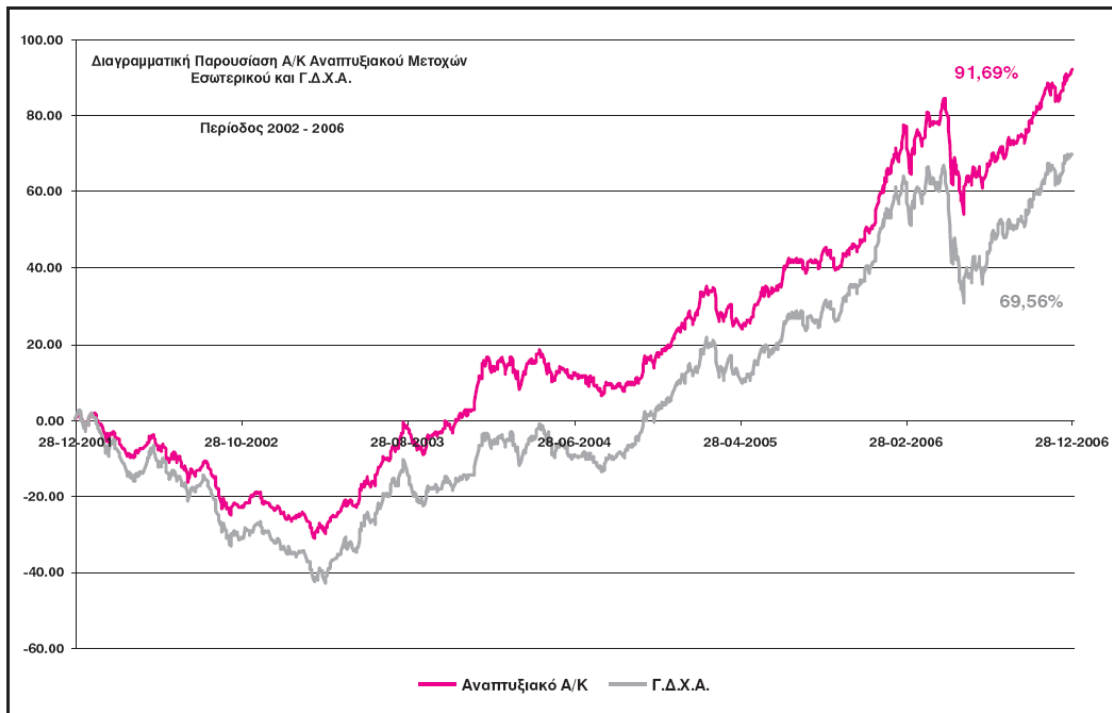
#### Ετήσιες Αποδόσεις

<u>ΕΤΟΣ</u>	<u>ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ</u>	<u>Γ.Δ.Χ.Α.Α</u>
1992	11,85%	-16,99%
1993	66,96%	42,59%
1994	21,70%	-9,36%
1995	18,18%	5,21%
1996	7,45%	2,11%
1997	58,29%	58,51%
1998	119,26%	85,02%
1999	189,94%	102,19%
2000	-40,44%	-38,77%
2001	-22,28%	-23,53%
2002	-23,90%	-32,53%
2003	37,13%	29,46%
2004	16,61%	23,09%
2005	23,90%	31,50%
2006	27,14%	19,93%

#### Σωρευτικές Αποδόσεις

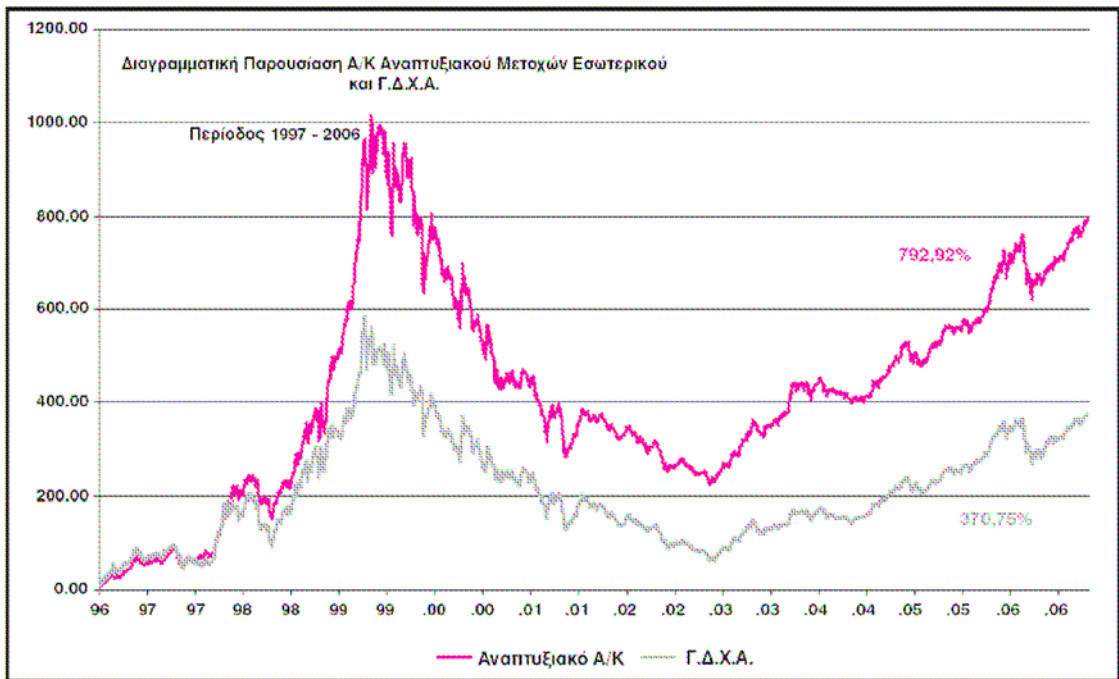
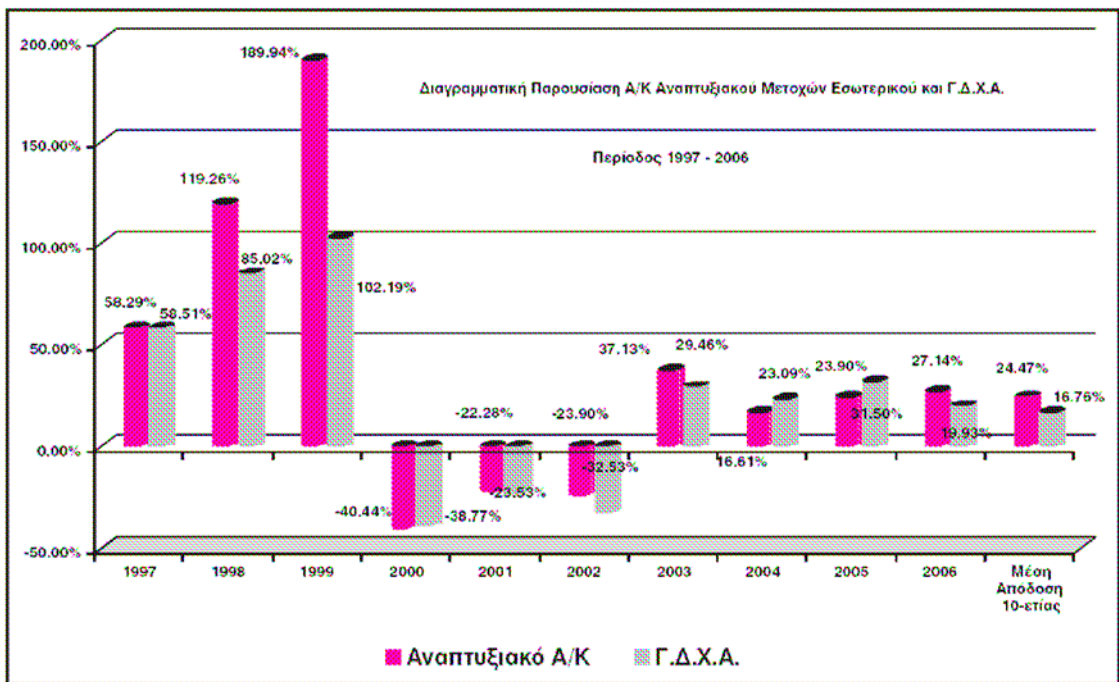
<u>ΕΤΟΣ</u>	<u>ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ</u>	<u>Γ.Δ.Χ.Α.Α</u>
1992-2006	2.476,91%	442,67%
1993-2006	2.203,92%	553,63%
1994-2006	1.279,93%	358,37%
1995-2006	1.033,86%	405,72%
1996-2006	859,41%	380,67%
1997-2006	792,90%	370,77 %
1998-2006	464,16%	196,99%
1999-2006	157,30%	60,55%
2000-2006	-11,26%	-20,61%
2001-2006	48,98%	29,70%
2002-2006	91,69%	69,57%
2003-2006	151,89%	151,30%
2004-2006	83,69%	94,12%
2005-2006	57,52%	57,71%

Πίνακας 10.1,10.2:





Πίνακας 10.3,10.4:



Αυτό γίνεται περισσότερο αντιληπτό αν δούμε τους 4 παρακάτω πίνακες στους οποίους παρουσιάζεται η σύνθεση του χαρτοφυλακίου σε διάφορες χρονικές στιγμές. Έτσι στις αρχές του 1999 το ποσοστό των μετοχών ήταν 91%. Ποσοστό το οποίο δείχνει την προσδοκία του διαχειριστή για άνοδο των αγορών. Το ποσοστό αυτό έδωσε απόδοση 189% ενώ ο ΓΔΧΑΑ είχε απόδοση 102%.

Πίνακας 10.5: 31/3/1999



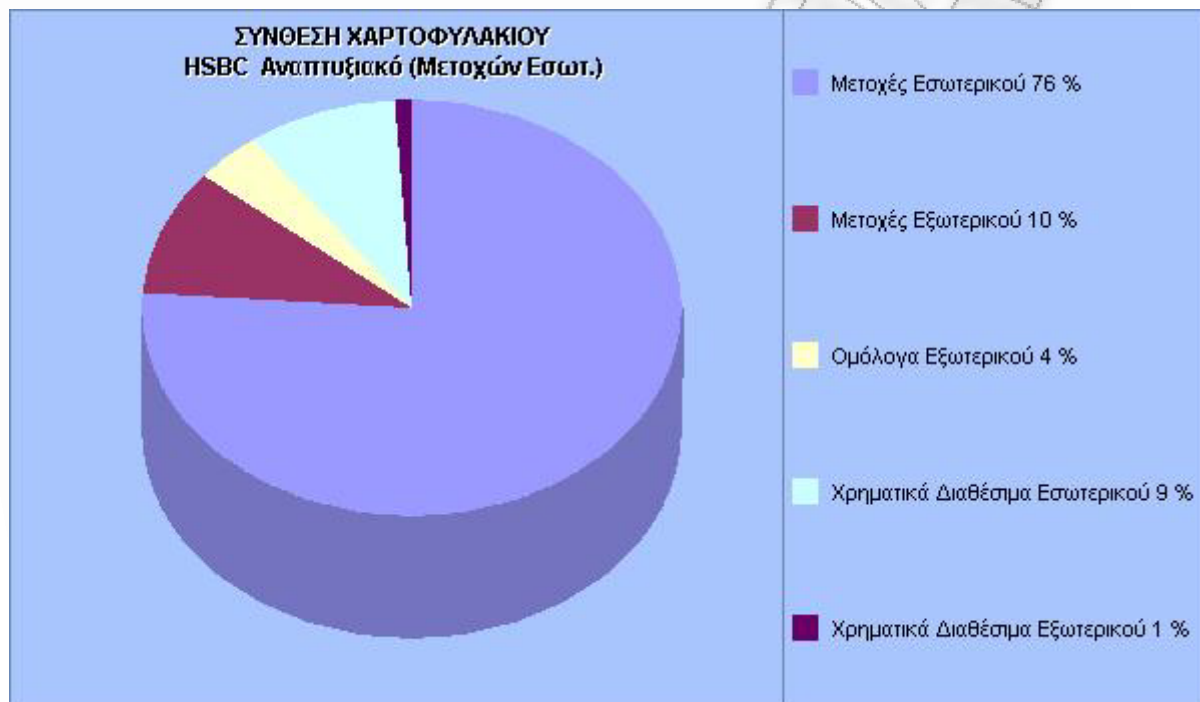
Μετά το καλοκαίρι του 1999 όταν άρχισε η πτώση του χρηματιστηρίου παρατηρούμε πως ο Ι.Βεζανής άλλαξε την σύνθεση του χαρτοφυλακίου, προβλέποντας την πτώση, και μείωσε το ποσοστό των μετοχών στο 84% αυξάνοντας τις σίγουρες επενδύσεις. Συμπεριφορά που μας δείχνει και επιλεκτικότητα αλλά και συγχρονισμό.

Πίνακας 10.6: 30/12/1999



Η επιλεκτικότητα αλλά και ο συγχρονισμός του συγκεκριμένου διαχειριστή επιβεβαιώνεται και από τον άλλον πίνακα που ακολουθεί, όπου το ποσοστό των μετοχών έχει μειωθεί στο 76% και έχει αυξηθεί το ποσοστό των μετοχών του εξωτερικού και οι σίγουρες επενδύσεις. Και αυτή η στρατηγική που ακολούθησε είχε σαν αποτέλεσμα το αναπτυξιακό να χάσει 23,9% την στιγμή που η αγορά το 2002 παρουσίαζε πτώση 33% περίπου.

Πίνακας 10.7: 31/12/2002



Τελειώνοντας λοιπόν την ανάλυση για την επιλεκτικότητα και τον συγχρονισμό του Ι.Βεζανή θα πρέπει να αναφέρουμε πως και το 2007 που είναι μια ανοδική χρονιά για τις αγορές προσαρμόσε το χαρτοφυλάκιο του και αύξησε το ποσοστό των μετοχών στο 93% περίπου, δείχνοντας έτσι την προσδοκία του για το πως θα κινούνταν οι αγορές.

Πίνακας 10.7: 30/06/2007

Σύνθεση Ενεργητικού Αμοιβαίου Κεφαλαίου	Μέσος Όρος Τριμήνου	
	Ποσό	Ποσοστό
<b>ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>		
1 1 0 ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ - ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ		
ΣΥΝΟΛΑ	1.043.730,22	7,22%
1 4 1 ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ		
ΣΥΝΟΛΑ	13.400.141,12	92,73%
1 4 2 ΜΕΤΟΧΕΣ ΜΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ		
ΣΥΝΟΛΑ	3.988,56	0,03%
<b>ΣΥΝΟΛΑ ΣΕ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	<b>14.447.859,90</b>	<b>99,98%</b>
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	14.447.859,90	99,98%
ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ - ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	3.512,86	0,02%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>14.451.372,76</b>	<b>100,00%</b>

Εντυπωσιακό λοιπόν επίσης είναι το γεγονός ότι και στην διάρκεια της πτώσης ο συγκεκριμένος διαχειριστής προστάτευσε αποτελεσματικά τους μεριδιούχους του. Όπως μας λέει και ο ίδιος ο κ. Βεζανής, «κάποιος που έβαλε 10 εκ. δρχ. στο αμοιβαίο στις 31/12/1991 βρέθηκε με 290 εκ. δρχ. στα τέλη του 2000». Όμως, όπως παραδέχεται και ο ίδιος, «ο περισσότερος κόσμος μπαίνει-βγαίνει, λίγοι κάθονται».

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΑΛ

## Κεφάλαιο 11 : Μεθοδολογία και Εμπειρικά Αποτελέσματα.

Τα μοναδικά πλεονεκτήματα που προσφέρουν τα Α/Κ όπως αυτά της πρόσβασης στην επαγγελματική διαχείριση με μικρό αρχικό κεφάλαιο, της ελαχιστοποίησης του κινδύνου μέσω της διαφοροποίησης των επενδύσεων, της άμεσης ρευστότητας, της εύκολης μεταφοράς των χρημάτων από το ένα Α/Κ σε άλλο της ίδιας οικογένειας κ.λπ. βοήθησε στην τεράστια εξάπλωση του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων. Η εξάπλωση αυτή των Α/Κ είχε ως αποτέλεσμα την παράλληλη αύξηση του ενδιαφέροντος των ερευνητών για την αξιολόγηση της επίδοσης των διαχειριστών αλλά και την διερεύνηση άλλων πτυχών της λειτουργίας του θεσμού. Η αξιολόγηση της επίδοσης των Α/Κ παρουσιάζει τεράστιο ενδιαφέρον τόσο σε μικρό όσο και σε μεγάλο επίπεδο. Από κοινωνικής άποψης πρέπει να γνωρίζουμε εάν οι διαχειριστές, ως ομάδα, προσθέτουν αξία στα χαρτοφυλάκια τα οποία διαχειρίζονται ή προκαλούν σπατάλη πόρων μέσω του υψηλού κόστους χρηματιστηριακών συναλλαγών που δημιουργεί η συνεχής επαγγελματική διαχείριση που διενεργούν. Σε μικρό επίπεδο είναι πολύ σημαντικό για έναν μεμονωμένο επενδυτή που τοποθετεί τα κεφάλαιά του στην επαγγελματική διαχείριση να αξιολογεί την επίδοση του Α/Κ που επέλεξε ως προς τα υπόλοιπα της κατηγορίας του. Η επιτυχής ή μη διαχείριση του Α/Κ επηρεάζει σαφέστατα και την αμοιβή του διαχειριστή.

Τελειώνοντας θα πρέπει να επισημάνουμε τα παρακάτω:

- α) Παρά το γεγονός ότι οι διαχειριστές είναι επαγγελματίες πρέπει να ελέγχονται και να αξιολογούνται
- β) Η ποιότητα της διαχείρισης αλλάζει διαχρονικά και ως εκ τούτου παρελθούσες διαχειρίσεις δεν μπορούν να θεωρηθούν ως αντιπροσωπευτικές αντίστοιχων μελλοντικών. Η πρόταση αυτή δεν ισχύει απόλυτα για την Ελλάδα αλλά ισχύει ιδιαίτερα για αποτελεσματικές αγορές
- γ) Σύμφωνα με τα α και β, συμπεραίνεται ότι η αξιολόγηση των διαχειριστών πρέπει να είναι συνεχής

Η ταχεία διεύρυνση των επενδυτικών επιλογών και στον χώρο των Α/Κ προσφέρει σημαντικές ευκαιρίες στο ευρύ επενδυτικό κοινό, του δημιουργεί όμως και ορισμένα προβλήματα στην επιλογή του κατάλληλου και πιο αποτελεσματικού Α/Κ. Το κενό αυτό ήλθαν να καλύψουν εξειδικευμένες εταιρίες αξιολόγησης Α/Κ, οι οποίες προσφέρουν μια σειρά από πληροφορίες (με πιο σημαντική αυτή της αξιολόγησης της επίδοσης των Α/Κ) στο

ευρύ επενδυτικό κοινό, σε θεσμικούς επενδυτές (ασφαλιστικά ταμεία), αλλά και σε κάθε άλλωνωενδιαφερόμενο.

Οι γνωστότερες εταιρίες αξιολόγησης A/K στις ΗΠΑ είναι η Morningstar Inc., η Value Line Inc, η Standard & Poor's και η Lipper, που απορρόφησε την Ελβετική Borr ISB AG.

Στην Ελλάδα παρά την ραγδαία αύξηση των κεφαλαίων που κατευθύνονται στα A/K την τελευταία δεκαετία και τη διεύρυνση των επενδυτικών επιλογών του επενδυτικού κοινού δεν υπάρχει ακόμα ένας φορέας, ο οποίος να αξιολογεί την επίδοση των εγχώριων διαχειριστών. Αυτό καθιστά επιτακτική, και στην Ελληνική αγορά, την δημιουργία αξιόπιστων Εταιρειών Αξιολόγησης A/K από ανεξάρτητους φορείς οι οποίοι θα έχουν την σχετική τεχνογνωσία.

### **11.1. Υπαρξη ή μη επαναληπτικότητας της διαχρονικής επίδοσης των διαχειριστών:**

Ένα από τα πιο ενδιαφέροντα θέματα στον χώρο της αξιολόγησης των διαχειριστών των Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι η ύπαρξη ή μη επαναληπτικότητας της επίδοσης τους. Το στοιχείο της εύρεσης (ή μη) της επαναληπτικότητας της ικανότητας των διαχειριστών, εάν δηλαδή η κατάταξη την μία περίοδο μπορεί να αποτελέσει πρόβλεψη κατάταξης για την επόμενη χρονική περίοδο έχει σαφέστατα θεωρητικό ενδιαφέρον, αφού θα ήταν ένα εύρημα εναντίον (ή υπέρ) της υπόθεσης των αποτελεσματικών αγορών (efficient market hypothesis). Επί πλέον η ύπαρξη της επαναληπτικότητας έχει και αντίστοιχο πρακτικό ενδιαφέρον για τους επενδυτές, οι οποίοι με βάση την πληροφορία αυτή θα μπορούσαν να αποφασίσουν εάν θα παραμείνουν σε ένα αποτυχημένο Αμοιβαίο Κεφάλαιο ή θα μεταφέρουν τα κεφάλαιά τους σε ένα αντίστοιχο επιτυχημένο.

Η πλειοψηφία των εμπειρικών μελετών διεθνώς (Malkiel (1995) Kahn-Rudd (1995)/Cahart (1997) κ.λπ.) αποκαλύπτει ότι υπάρχει ελάχιστη ή ανύπαρκτη επαναληπτικότητα στις αποδόσεις των A/K, γεγονός αναμενόμενο για αποτελεσματικές χρηματιστηριακές αγορές.

Στη συνέχεια παρουσιάζονται οι τρόποι για την αξιολόγηση της επίδοσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

## **11.2. Τρόποι μέτρησης της συνολικής επίδοσης ενός χαρτοφυλακίου:**

Παλαιότερα, οι επενδυτές αξιολογούσαν τις επιδόσεις του χαρτοφυλακίου τους, βασιζόμενοι σχεδόν αποκλειστικά, στο ποσοστό της απόδοσης. Ήταν ενήμεροι για τον κίνδυνο, αλλά δεν ήξεραν πως να τον ποσοτικοποιήσουν και συνεπώς, δεν μπορούσαν να υπολογίσουν τις επιδράσεις του με ακρίβεια. Πιο συγκεκριμένα, οι μελετητές τοποθετούσαν τα χαρτοφυλάκια σε κατηγορίες ανάλογα με το είδος του κινδύνου που τα επηρέαζε (π.χ. κλαδική κατάταξη industrial classification), διακύμανση της απόδοσης (variance of return), και έπειτα συνέκριναν τα ποσοστά απόδοσης για κάθε χαρτοφυλάκιο, ανάλογα με την κατηγορία του κινδύνου στην οποία ανήκαν. Η ανάπτυξη όμως της Θεωρίας του χαρτοφυλακίου στις αρχές του 1960, κατέστησε ικανή την ποσοτικοποίηση του κινδύνου σε όρους μεταβλητότητας των αποδόσεων.

### **➤ Μέτρα Απόδοσης Προσαρμοσμένα στον Κίνδυνο:**

Η γνώση του επιπέδου του κινδύνου των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, μας επιτρέπει τη χρήση κατάλληλων μεθόδων αξιολόγησης της επίδοσής τους. Οι μέθοδοι αυτοί, που έχουν προταθεί από τη διεθνή βιβλιογραφία, λαμβάνουν υπ' όψιν τους την προσαρμογή της απόδοσης του A/K σε τυχούσες διαφορές στον κίνδυνο τον οποίο ενσωματώνουν. Για το σκοπό αυτό, έχουν αναπτυχθεί, στη διεθνή αρθρογραφία, διάφορες μέθοδοι, οι κυριότερες των οποίων είναι:

α) η μέθοδος της απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου (return per unit of risk).

β) η μέθοδος της διαφορικής απόδοσης (differential return).

Οι δύο προσεγγίσεις συσχετίζονται και οδηγούν, κάτω από συγκεκριμένες καταστάσεις, σε παρόμοια συμπεράσματα. Ας τις δούμε, όμως, πιο αναλυτικά.

### **➤ Η Προσέγγιση της Απόδοσης ανά Μονάδα Κινδύνου**

Η προσέγγιση της απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου συσχετίζει το απόλυτο επίπεδο της απόδοσης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, που επιτεύχθηκε μέσα σε μια χρονική περίοδο, με το επίπεδο του κινδύνου που ενσωματώνεται σε αυτό.



Στη διεθνή βιβλιογραφία έχουν προταθεί κυρίως δύο μέτρα της απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου των A/K, τα οποία έχουν παρόμοια χαρακτηριστικά. Το πρώτο μέτρο είναι ο λόγος του Treynor (1965), ο οποίος απεικονίζεται από την παρακάτω σχέση:

$$\text{Treynor Ratio (TR)} = \frac{r_p - r_f}{\beta_p}$$

ενώ το δεύτερο μέτρο είναι ο λόγος του Sharpe (1966):

$$\text{Sharpe Ratio (SR)} = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p}$$

όπου:

$r_p$ : η πραγματοποιηθείσα απόδοση του A/K

$r_f$ : το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο

$\sigma_p$ : ο συνολικός κίνδυνος (τυπική απόκλιση) του A/K

$\beta_p$ : ο συντελεστής συστηματικού κινδύνου (βήτα) του A/K.

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

Ο λόγος του Sharpe εκφράζει και αυτός την υπερβάλλουσα απόδοση του A/K, η οποία προκύπτει από τη διαφορά της πραγματοποιηθείσας απόδοσης από το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, δια της μεταβλητικότητας των αποδόσεων, όπως αυτή προσεγγίζεται από την τυπική απόκλιση των αποδόσεων του A/K.

Επειδή ο αριθμητής του δείκτη του Sharpe και ο παρανομαστής υπολογίζονται σε ποσοστά, ο λόγος του δείκτη είναι τελικά ένας καθαρός αριθμός.

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



Πρέπει να σημειώσουμε ότι, η τυπική απόκλιση ως μέτρο κινδύνου είναι κατάλληλη όταν τα χαρτοφυλάκια ή τα A/K τα οποία εξετάζουμε είναι καλά διαφοροποιημένα. Από την άλλη μεριά, όταν τα χαρτοφυλάκια τα οποία εξετάζουμε δεν είναι καλά διαφοροποιημένα ή αναλύουμε μεμονωμένες μετοχές, το κατάλληλο μέτρο είναι ο συντελεστής βήτα. Προτείνεται όπως χρησιμοποιούνται και τα δύο προαναφερθέντα μέτρα, στο βαθμό που οι πληροφορίες που αντλούμε από αυτά είναι διαφορετικές.

Για την αξιολόγηση A/K, αλλά και γενικότερα χαρτοφυλακίων με τους δείκτες Sharpe και Treynor, A/K που παρέχουν μεγαλύτερη απόδοση ανά μονάδα κινδύνου κρίνονται ως αυτά με την καλύτερη διαχείριση, ενώ A/K που παρέχουν τη χαμηλότερη απόδοση ανά μονάδα κινδύνου κρίνονται ως αυτά με τη χειρότερη διαχείριση.

Οι δείκτες Sharpe και Treynor κατατάσσουν χαρτοφυλάκια, αλλά δεν μας αναφέρουν σε όρους αποδόσεων πόσο τοις εκατό (%) το συγκεκριμένο A/K υπερείχε ή όχι από ένα χαρτοφυλάκιο παθητικής διαχείρισης. Είναι πράγματι δύσκολο να δοθεί μια ερμηνεία σε μια τιμή του δείκτη του Treynor 7,5%. Υπάρχει, όμως, ένας εναλλακτικός δείκτης, ο οποίος βασίζεται στο συντελεστή βήτα και μας επιτρέπει να απαντήσουμε στην ερώτηση: "Πόσο μεγαλύτερη (ή μικρότερη) ήταν η απόδοση του A/K σε σχέση με αυτήν που αναμέναμε με βάση το συστηματικό του κίνδυνο;". Η εναλλακτική αυτή προσέγγιση είναι γνωστή ως δείκτης επίδοσης του Jensen ή μέθοδος της διαφορικής απόδοσης.

**Πίνακας 11.1: Βασικά Στατιστικά στοιχεία των αποδόσεων του A/K HSBC Αναπτυξιακό Μετ. Εσωτ. και του Γενικού Δείκτη και οι Δείκτες Treynor Ratio και Sharpe Ratio.**

	1991-1996		1997-1999		2000-3/2003		4/2003-3/2007	
	HSBC Αναπτ.	ΓΔ	HSBC Αναπτ.	ΓΔ	HSBC Αναπτ.	ΓΔ	HSBC Αναπτ.	ΓΔ
<b>Beta</b>	0,44	1	0,62	1	0,86	1	0,69	1
<b>Μέση Απόδοση</b>	-0,17%	-1,32%	6,16%	4,92%	-2,84%	-3,54%	2,10%	2,36%
<b>Τυπική Απόκλιση</b>	4,27%	6,57%	10,29%	12,45%	7,59%	7,66%	4,05%	5,21%
<b>Μέγιστη Μηνιαία Απόδοση</b>	10,61%	16,57%	25,26%	40,32%	10,59%	16,19%	9,64%	15,07%
<b>Ελάχιστη Μηνιαία Απόδοση</b>	-11,04%	-18,31%	-12,08%	-23,19%	-21,16%	-19,73%	-7,58%	-9,53%
<b>Treynor Ratio</b>	<b>-0,38%</b>	-1,32%	<b>9,94%</b>	4,92%	<b>-3,30%</b>	-3,54%	<b>3,04%</b>	2,36%
<b>Sharpe Ratio</b>	<b>-3,88%</b>	-20,07%	<b>59,91%</b>	39,50%	<b>-37,41%</b>	-46,18%	<b>51,74%</b>	45,22%

Στον Πίνακα 11.1 παρατηρούμε ότι για τις τέσσερις εξεταζόμενες περιόδους το A/K της HSBC επέτυχε καλύτερη μέση απόδοση σε σύγκριση με το benchmark του, το Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Με δεδομένο το γεγονός ότι οι τέσσερις περίοδοι όπου εξετάζονται έχουν στοιχεία τόσο μεμονομένα στοιχεία έντονης ανοδικής αγοράς (1997-1999 και 4/2003-3/2007), έντονα πτωτικής (2000-3/2003) αλλά και ομαλής (1991-1996), το A/K HSBC Αναπτυξιακό Μετ. Εσωτ. φαίνεται να είναι αποτελεσματικότερο από το δείκτη

της αγοράς. Κάτι τέτοιο επιβεβαιώνεται και από τα απλά μέτρα κινδύνου (standard deviation) αλλά και τα δύο μέτρα που χρησιμοποιούνται για τη μέτρηση των σχετικών αποδόσεων προσαρμοσμένων στον κίνδυνο (Sharpe και Treynor Ratios), όπως φαίνεται με έντονο χρωματισμό στον πίνακα 11.1.

➤ **Η Μέθοδος της Διαφορικής Απόδοσης (Jensen's Performance Index)**

Μια εναλλακτική προσέγγιση για την αξιολόγηση της επίδοσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι η μέθοδος της διαφορικής απόδοσης. Ο βασικός σκοπός της προσέγγισης αυτής είναι ο υπολογισμός της απόδοσης, που θα έπρεπε να έχει το Α/Κ με βάση το συστηματικό κίνδυνο τον οποίο εμπεριέχει. Η απόδοση αυτή ονομάζεται στη διεθνή βιβλιογραφία "φυσιολογική απόδοση" (normal return). Στη συνέχεια υπολογίζεται η διαφορά της πραγματοποιηθείσας από τη φυσιολογική απόδοση. Η απόδοση αυτή ονομάζεται "μη φυσιολογική απόδοση" (abnormal return).

Χρησιμοποιώντας μαθηματικούς τύπους η μέθοδος της διαφορικής απόδοσης παρουσιάζεται από τις εξισώσεις:

$$N(r_p) = r_f + \beta_p (r_m - r_f)$$

$$a_p = r_p - N(r_p)$$

όπου:  $N(r_p)$  είναι η φυσιολογική απόδοση του Α/Κ (normal return),  $a_p$  είναι η μη φυσιολογική απόδοση (abnormal return),

$r_f$  είναι το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο και

$r_m$  είναι η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

Για την αξιολόγηση Α/Κ, αλλά και γενικότερα χαρτοφυλακίων με τη μέθοδο της διαφορικής απόδοσης, Α/Κ που παρέχουν υψηλότερη και θετική μη φυσιολογική απόδοση κρίνονται ως αυτά με την καλύτερη διαχείριση, ενώ Α/Κ που παρέχουν αρνητική μη φυσιολογική απόδοση κρίνονται αρνητικά.

Εναλλακτικά, ο Jensen προτείνει την εκτίμηση της παρακάτω παλινδρόμησης:

$$r_{p,t} - r_f = \hat{\alpha}_p + \hat{\beta} (r_{mt} - r_f) + e_{p,t}$$

όπου τα σύμβολα έχουν ήδη αναλυθεί.

Ο συντελεστής  $\hat{\alpha}_p$ : εκφράζει το δείκτη του Jensen. Εφόσον ο συντελεστής αυτός είναι Θετικός και στατιστικά σημαντικός, τότε ο διαχειριστής επέτυχε καλύτερη απόδοση από αυτήν που

Θα ανέμενε με βάση το συστηματικό κίνδυνο που ανέλαβε. Εάν ο συντελεστής  $\alpha_p$  είναι στατιστικά ίσος με το μηδέν, τότε ο διαχειριστής επέτυχε την αναμενόμενη απόδοση με βάση το συστηματικό κίνδυνο που ανέλαβε, ενώ τέλος εάν ο συντελεστής  $\alpha_p$  είναι μικρότερος του μηδενός, ο διαχειριστής επικρίνεται για τη διαχείρισή του.

**Πίνακας 11.2: Εμπειρικά Αποτελέσματα από την Εφαρμογή του Απλού Μοντέλου της Αγοράς για την περίοδο 1991-1996.**

Dependent Variable: HSBC  
Method: Least Squares

Sample: 1 64  
Included observations: 64

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.004115	0.004059	1.013671	0.3147
GD	0.437881	0.061039	7.173807	0.0000
R-squared	0.453569	Mean dependent var		-0.001659
Adjusted R-squared	0.444755	S.D. dependent var		0.042717
S.E. of regression	0.031830	Akaike info criterion		-4.026047
Sum squared resid	0.062816	Schwarz criterion		-3.958582
Log likelihood	130.8335	F-statistic		51.46351
Durbin-Watson stat	2.024318	Prob(F-statistic)		0.000000

Παρατηρούμε ότι το  $\alpha$  του Jensen είναι θετικό αλλά όχι στατιστικά σημαντικό, ενώ ο συντελεστής  $\beta$  είναι ίσος με 0,43 και στατιστικά σημαντικός, γεγονός που δείχνει ότι το A/K είναι πιο αμυντικό από το γενικό δείκτη.

Αντίστοιχα για την περίοδο 1997-1999, όπως φαίνεται από τα εμπειρικά αποτελέσματα, έχει επιλεκτικότητα, δηλαδή η σταθερή απόδοση που έχει επιτείχει για τον επενδυτή τη συγκεκριμένη περίοδο είναι ίση με 3,11% και στατιστικά σημαντική ( $t\text{-statistic} > 1.96$ ). Ωστόσο παρουσιάζει μεγαλύτερο κίνδυνο σε σχέση με την προηγούμενη περίοδο αλλά όχι και το δείκτη για την ίδια περίοδο. Ακόμα, την περίοδο αυτή το A/K φαίνεται να ακολουθεί περισσότερο την πορεία του δείκτη σε σχέση με την περίοδο 1991-1996, αφού το  $R^2 = 56,36\%$ , ενώ για την προηγούμενη περίοδο  $R^2 = 45,36\%$ .

**Πίνακας 11.3: Εμπειρικά Αποτελέσματα από την Εφαρμογή του Απλού Μοντέλου της Αγοράς για την περίοδο 1997-1999.**

Dependent Variable: RAK\_RF  
Method: Least Squares

Sample: 1 36  
Included observations: 36

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.031127	0.012379	2.514434	0.0168
RGD_RF	0.620476	0.093637	6.626369	0.0000
R-squared	0.563592	Mean dependent var		0.061630
Adjusted R-squared	0.550757	S.D. dependent var		0.102871
S.E. of regression	0.068950	Akaike info criterion		-2.456926
Sum squared resid	0.161638	Schwarz criterion		-2.368953
Log likelihood	46.22467	F-statistic		43.90877
Durbin-Watson stat	2.354587	Prob(F-statistic)		0.000000

Στον Πίνακα 11.4, παρουσιάζονται τα εμπειρικά αποτελέσματα για τη χρονική περίοδο, 2000-3/2003, όπου η αγορά είναι έντονα πτωτική, λόγω της κρίσης στις διεθνείς χρηματαγορές, που οφειλόταν συν τοις άλλοις και σε πολλά γεγονότα, όπως το Τρομοκρατικό χτύπημα στο Κέντρο Διεθνούς Εμπορίου (Η.Π.Α.) και τις εχθροπραξίες στο Ιράκ (οι οποίες και έλαβαν τέλος το Μάρτιο του 2003). Για την πτωτική περίοδο ο διαχειριστής κράτησε πιο αμυντική θέση  $\beta < 1$ , και κατάφερε να επιτύχει μικρότερες απώλειες.

**Πίνακας 11.4: Εμπειρικά Αποτελέσματα από την Εφαρμογή του Απλού Μοντέλου της Αγοράς για την περίοδο 2000-3/2003.**

Dependent Variable: RAK\_RF

Method: Least Squares

Sample: 1 39

Included observations: 39

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002253	0.006597	0.341577	0.7346
RGD_RF	0.866364	0.079047	10.96009	0.0000
R-squared	0.764517	Mean dependent var		-0.028385
Adjusted R-squared	0.758152	S.D. dependent var		0.075878
S.E. of regression	0.037315	Akaike info criterion		-3.688916
Sum squared resid	0.051519	Schwarz criterion		-3.603605
Log likelihood	73.93386	F-statistic		120.1236
Durbin-Watson stat	2.081603	Prob(F-statistic)		0.000000

**Πίνακας 11.5: Εμπειρικά Αποτελέσματα από την Εφαρμογή του Απλού Μοντέλου της Αγοράς για την περίοδο 4/2003-3/2007.**

Dependent Variable: RAK\_RF

Method: Least Squares

Sample: 1 48

Included observations: 48

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.004528	0.002871	1.577109	0.1216
RGD_RF	0.697139	0.050625	13.77061	0.0000
R-squared	0.804778	Mean dependent var		0.020961
Adjusted R-squared	0.800535	S.D. dependent var		0.040508
S.E. of regression	0.018092	Akaike info criterion		-5.145972
Sum squared resid	0.015056	Schwarz criterion		-5.068005
Log likelihood	125.5033	F-statistic		189.6297
Durbin-Watson stat	2.247640	Prob(F-statistic)		0.000000

Εν συνεχεία, για τις ανωτέρω περιόδους πραγματοποιήθηκε έλεγχος της ετεροσκεδαστικότητας και διόρθωση με τον έλεγχο του White και των Newey-West. Τα εμπειρικά αποτελέσματα φαίνονται στους παρακάτω πίνακες χωρίς να παρατηρούνται διαφορετικά αποτελέσματα.

**Πίνακας 11.6: Έλεγχος Ετεροσκεδαστικότητας με το τεστ του White για την περίοδο 1991-1996.**

Dependent Variable: HSBC

Method: Least Squares

Date: 05/15/07 Time: 09:10

Sample: 1 64

Included observations: 64

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.004115	0.004376	0.940342	0.3507
GD	0.437881	0.062893	6.962284	0.0000
R-squared	0.453569	Mean dependent var		-0.001659
Adjusted R-squared	0.444755	S.D. dependent var		0.042717
S.E. of regression	0.031830	Akaike info criterion		-4.026047
Sum squared resid	0.062816	Schwarz criterion		-3.958582
Log likelihood	130.8335	F-statistic		51.46351
Durbin-Watson stat	2.024318	Prob(F-statistic)		0.000000

**Πίνακας 11.7: Έλεγχος Ετεροσκεδαστικότητας με το τεστ του Newey-West για την περίοδο 1991-1996.**

Dependent Variable: HSBC  
 Method: Least Squares  
 Date: 05/15/07 Time: 09:11  
 Sample: 1 64  
 Included observations: 64  
 Newey-West HAC Standard Errors & Covariance (lag truncation=3)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.004115	0.004293	0.958558	0.3415
GD	0.437881	0.069276	6.320779	0.0000
R-squared	0.453569	Mean dependent var		-0.001659
Adjusted R-squared	0.444755	S.D. dependent var		0.042717
S.E. of regression	0.031830	Akaike info criterion		-4.026047
Sum squared resid	0.062816	Schwarz criterion		-3.958582
Log likelihood	130.8335	F-statistic		51.46351
Durbin-Watson stat	2.024318	Prob(F-statistic)		0.000000

**Πίνακας 11.8: Έλεγχος Ετεροσκεδαστικότητας με το τεστ του White για την περίοδο 1997-1999.**

Dependent Variable: RAK\_RF  
 Method: Least Squares  
 Date: 05/15/07 Time: 09:15  
 Sample: 1 36  
 Included observations: 36  
 White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RGD_RF	0.620476	0.054899	11.30220	0.0000
C	0.031127	0.012019	2.589806	0.0140
R-squared	0.563592	Mean dependent var		0.061630
Adjusted R-squared	0.550757	S.D. dependent var		0.102871
S.E. of regression	0.068950	Akaike info criterion		-2.456926
Sum squared resid	0.161638	Schwarz criterion		-2.368953
Log likelihood	46.22467	F-statistic		43.90877
Durbin-Watson stat	2.354587	Prob(F-statistic)		0.000000

**Πίνακας 11.9: Έλεγχος Ετεροσκεδαστικότητας με το τεστ του Newey-West για την περίοδο 1997-1999.**

Dependent Variable: RAK\_RF  
Method: Least Squares

Sample: 1 36

Included observations: 36

Newey-West HAC Standard Errors & Covariance (lag truncation=3)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.031127	0.010925	2.849169	0.0074
RGD_RF	0.620476	0.054699	11.34347	0.0000
R-squared	0.563592	Mean dependent var		0.061630
Adjusted R-squared	0.550757	S.D. dependent var		0.102871
S.E. of regression	0.068950	Akaike info criterion		-2.456926
Sum squared resid	0.161638	Schwarz criterion		-2.368953
Log likelihood	46.22467	F-statistic		43.90877
Durbin-Watson stat	2.354587	Prob(F-statistic)		0.000000

**Πίνακας 11.10: Έλεγχος Ετεροσκεδαστικότητας με το τεστ του White για την περίοδο 2000-3/2003.**

Dependent Variable: RAK\_RF  
Method: Least Squares

Date: 05/15/07 Time: 09:22

Sample: 1 39

Included observations: 39

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002253	0.006446	0.349553	0.7287
RGD_RF	0.866364	0.070571	12.27646	0.0000
R-squared	0.764517	Mean dependent var		-0.028385
Adjusted R-squared	0.758152	S.D. dependent var		0.075878
S.E. of regression	0.037315	Akaike info criterion		-3.688916
Sum squared resid	0.051519	Schwarz criterion		-3.603605
Log likelihood	73.93386	F-statistic		120.1236
Durbin-Watson stat	2.081603	Prob(F-statistic)		0.000000



**Πίνακας 11.11: Έλεγχος Ετεροσκεδαστικότητας με το τεστ του Newey-West για την περίοδο 2000-3/2003.**

Dependent Variable: RAK\_RF  
Method: Least Squares

Sample: 1 39

Included observations: 39

Newey-West HAC Standard Errors & Covariance (lag truncation=3)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002253	0.005869	0.383902	0.7032
RGD_RF	0.866364	0.075647	11.45265	0.0000
R-squared	0.764517	Mean dependent var		-0.028385
Adjusted R-squared	0.758152	S.D. dependent var		0.075878
S.E. of regression	0.037315	Akaike info criterion		-3.688916
Sum squared resid	0.051519	Schwarz criterion		-3.603605
Log likelihood	73.93386	F-statistic		120.1236
Durbin-Watson stat	2.081603	Prob(F-statistic)		0.000000

**Πίνακας 11.12: Έλεγχος Ετεροσκεδαστικότητας με το τεστ του White για την περίοδο 3/2003-4/2004.**

Dependent Variable: RAK\_RF  
Method: Least Squares

Sample: 1 48

Included observations: 48

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.004528	0.002614	1.732085	0.0900
RGD_RF	0.697139	0.061062	11.41691	0.0000
R-squared	0.804778	Mean dependent var		0.020961
Adjusted R-squared	0.800535	S.D. dependent var		0.040508
S.E. of regression	0.018092	Akaike info criterion		-5.145972
Sum squared resid	0.015056	Schwarz criterion		-5.068005
Log likelihood	125.5033	F-statistic		189.6297
Durbin-Watson stat	2.247640	Prob(F-statistic)		0.000000

**Πίνακας 11.13: Έλεγχος Ετεροσκεδαστικότητας με το τεστ του Newey-West για την περίοδο 4/2003-3/2007.**

Dependent Variable: RAK\_RF  
Method: Least Squares  
Date: 05/15/07 Time: 09:27  
Sample: 1 48  
Included observations: 48  
Newey-West HAC Standard Errors & Covariance (lag truncation=3)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.004528	0.002200	2.058456	0.0452
RGD_RF	0.697139	0.063369	11.00128	0.0000
R-squared	0.804778	Mean dependent var		0.020961
Adjusted R-squared	0.800535	S.D. dependent var		0.040508
S.E. of regression	0.018092	Akaike info criterion		-5.145972
Sum squared resid	0.015056	Schwarz criterion		-5.068005
Log likelihood	125.5033	F-statistic		189.6297
Durbin-Watson stat	2.247640	Prob(F-statistic)		0.000000

### **11.3. Συγχρονισμός και επιλεκτικότητα:**

Μια σημαντική συμβολή της χρηματοοικονομικής θεωρίας στην αξιολόγηση των διαχειριστών είναι η παροχή ενός εξειδικευμένου τρόπου μέτρησης της απόδοσης των A/K. Σύμφωνα με τον Fama (1972), η ικανότητα πρόβλεψης του διαχειριστή διακρίνεται σε δύο κατηγορίες:

α) τις μικροπροβλέψεις (microforecasting), οι οποίες αναφέρονται στην Ικανότητα πρόβλεψης των κινήσεων των τιμών μεμονωμένων μετοχών σε σχέση με την κίνηση του συνόλου των τιμών των μετοχών και

β) τις μακροπροβλέψεις (macroforecasting), οι οποίες αναφέρονται στην ικανότητα πρόβλεψης της πορείας των τιμών των μετοχών γενικά ως προς την πορεία των επιτοκίων των τίτλων σταθερού εισοδήματος. Το πρώτο επιμέρους στοιχείο ονομάζεται συχνά "επιλογή μετοχών" ή "επιλεκτικότητα" (stock selection / selectivity), ενώ το δεύτερο "συγχρονισμός" (market timing).

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

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

Ο δεύτερος παράγοντας που πρέπει να ληφθεί υπ' όψιν για την εκτίμηση ενός διαχειριστή χαρτοφυλακίου, είναι η ικανότητά του για πλήρη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου. Η αγορά ανταμείβει εκείνους τους επενδυτές που υφίστανται μόνο συστηματικό κίνδυνο (κίνδυνο αγοράς), και όχι μη συστηματικό κίνδυνο. Αυτό συμβαίνει επειδή, όπως ήδη έχουμε αναφέρει, ο μη συστηματικός κίνδυνος μπορεί να εξαλειφθεί μέσω της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου. Κατά συνέπεια, οι επενδυτές επιθυμούν να είναι τα χαρτοφυλάκια τους πλήρως διαφοροποιημένα, για να μπορούν με αυτόν τον τρόπο να

εξαλείφουν το μη συστηματικό κίνδυνο. Το επίπεδο της διαφοροποίησης υπολογίζεται με τη συσχέτιση ανάμεσα στην απόδοση του χαρτοφυλακίου και στην απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Ένα πλήρως διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο είναι τέλεια συσχετισμένο με το πλήρως διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο της αγοράς.

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

### **11.3.1. Το υπόδειγμα των TREYNOR – MAZUY:**

Ένας ικανοποιητικός τρόπος μέτρησης της ικανότητας του συγχρονισμού, είναι η απευθείας σύγκριση των αποδόσεων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου με τις αποδόσεις της αγοράς. Οι Treynor και Mazuy (1966) παρουσίασαν διαγραμματικά τον τρόπο αυτό, με τη βοήθεια της χαρακτηριστικής γραμμής. Εάν ο διαχειριστής δεν μεταβάλλει την επικινδυνότητα του χαρτοφυλακίου του, ανεξάρτητα εάν η αγορά είναι ανοδική ή καθοδική, τότε η κλίση της γραμμής είναι σταθερή και η χαρακτηριστική γραμμή είναι ευθεία. Το αμοιβαίο κεφάλαιο του διαγράμματος 5, έχει διατηρήσει μία σταθερή μεταβλητότητα διαχρονικά. Για τέτοιου είδους αμοιβαία κεφάλαια, ο τρόπος που είναι κατανοημένα τα νέφη των σημείων γύρω από τη χαρακτηριστική γραμμή, είναι ένας τρόπος μέτρησης για το πόσο καλά διαφοροποιημένα είναι τα χαρτοφυλάκια που διαχειρίζονται. Όσο περισσότερο διαφοροποιημένο είναι το χαρτοφυλάκιο του A/K, τόσο μικρότερη θα είναι η κατανομή του νέφους των σημείων γύρω από τη χαρακτηριστική γραμμή, διότι θα αντανακλά με μεγαλύτερη ακρίβεια τις μεταβολές των μετοχών.

Συνήθως κανένας διαχειριστής δεν ισχυρίζεται ότι έχει την ικανότητα να προεξοφλεί τέλεια τις κινήσεις της αγοράς. Σύμφωνα με τους Treynor και Mazuy, υποθέτουμε ότι οι επαγγελματίες διαχειριστές έχουν κάποιες ικανότητες πρόβλεψης. Αν συμβαίνει αυτό, τότε, όσο καλύτερη απόδοση παρουσιάζει η αγορά, τόσο περισσότερες πιθανότητες υπάρχουν να έχει προβλέψει ο διαχειριστής αυτή την απόδοση και να έχει αυξήσει τη μεταβλητότητα του A/K κατάλληλα. Η μεταβλητότητα του A/K θα αλλάξει σταδιακά και η πλατιά κλίση που παρουσιάζεται στο αριστερό άκρο της χαρακτηριστικής γραμμής θα καταλήξει να γίνει απότομη στο δεξιό άκρο της γραμμής. Στο ενδιάμεσο τμήμα της χαρακτηριστικής γραμμής, η

κλίση θα μεταβάλλεται συνεχώς (πότε περισσότερο και πότε λιγότερο), δίνοντας μία καμπύλη μορφή στη χαρακτηριστική γραμμή, η οποία περιβάλλεται από νέφη σημείων που προκύπτουν από τις λανθασμένες προβλέψεις των διαχειριστών (διάγραμμα 8).

Ο έλεγχος της επιτυχίας των προβλέψεων, είναι απλός: ο μόνος τρόπος με τον οποίο οι διαχειριστές των χαρτοφυλακίων των A/K μπορούν να μετατρέψουν την ικανότητά τους να προεξοφλούν τις κινήσεις της αγοράς σε κέρδος για τους μεριδιούχους, είναι να αλλάζουν τη μεταβλητικότητα του χαρτοφυλακίου συστηματικά και κατά τέτοιο τρόπο ώστε, η χαρακτηριστική γραμμή που προκύπτει να είναι καμπύλη με ανοδική κατεύθυνση (διάγραμμα 8). Αν οι προβλέψεις του διαχειριστή αναφορικά με τις κινήσεις της αγοράς είναι στην πλειοψηφία τους σωστές, τότε η χαρακτηριστική γραμμή δεν θα είναι πλέον ευθεία, αλλά καμπύλη. Ο βαθμός καμπυλότητας εξαρτάται από το βαθμό αλλαγής της μεταβλητότητας του χαρτοφυλακίου, ανάλογα με τις προσδοκίες για την πορεία της αγοράς.

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

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

όπου:

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

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

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

$u_{it}$  = μία τυχαία μεταβλητή (σφάλμα)

$a_i, b_i$  και  $c_i$  = παράμετροι που πρόκειται να εκτιμηθούν από το υπόδειγμα

**Πίνακας 11.14: Εμπειρικά Αποτελέσματα από την Εφαρμογή του Υποδείγματος των Treynor και Mazuy για την περίοδο 1991-1996.**

Dependent Variable: HSBC  
Method: Least Squares

Sample: 1 64  
Included observations: 64

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.003836	0.004814	0.796912	0.4286
GD	0.439480	0.063230	6.950474	0.0000
GD^2	0.067743	0.616703	0.109847	0.9129
R-squared	0.453677	Mean dependent var		-0.001659
Adjusted R-squared	0.435765	S.D. dependent var		0.042717
S.E. of regression	0.032087	Akaike info criterion		-3.994995
Sum squared resid	0.062804	Schwarz criterion		-3.893797
Log likelihood	130.8398	F-statistic		25.32777
Durbin-Watson stat	2.025368	Prob(F-statistic)		0.000000

Το υπόδειγμα ατων Treynor και Mazuy έχει μικρότερη προβλεπτική ικανότητα από το απλό μοντέλο της αγοράς αφού παρουσιάζει μικρότερο Adjusted  $R^2$ . Επιπρόσθετα, ο διαχειριστής δεν φαίνεται να έχει καθόλου καλό timing στην επιλογή των μετοχών του Γενικού Δείκτη, αφού ο παράγοντας που εισάγεται για να εντοπίσει το συγχρονισμό (market timing) είναι στατιστικά ασήμαντος. Το ίδιο συμβαίνει και για τις δύο επόμενες περιόδους. Αντίθετα, την τελευταία περίοδο ο διαχειριστής φαίνεται να έχει επιλέξει μετοχές σε πολύ κακές χρονικές στιγμές, αφού ο συντελεστής είναι αρνητικός και στατιστικά σημαντικός.

**Πίνακας 11.15: Εμπειρικά Αποτελέσματα από την Εφαρμογή του Υποδείγματος των Τρεynor και Mazuy για την περίοδο 1997-1999.**

Dependent Variable: RAK\_RF  
 Method: Least Squares  
 Date: 05/15/07 Time: 09:15  
 Sample: 1 36  
 Included observations: 36

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.033239	0.013350	2.489916	0.0180
RGD_RF	0.654567	0.120534	5.430575	0.0000
RGD_RF^2	-0.216748	0.473726	-0.457539	0.6503
R-squared	0.566343	Mean dependent var		0.061630
Adjusted R-squared	0.540061	S.D. dependent var		0.102871
S.E. of regression	0.069766	Akaike info criterion		-2.407694
Sum squared resid	0.160619	Schwarz criterion		-2.275734
Log likelihood	46.33849	F-statistic		21.54852
Durbin-Watson stat	2.387472	Prob(F-statistic)		0.000001

**Πίνακας 11.16: Εμπειρικά Αποτελέσματα από την Εφαρμογή του Υποδείγματος των Τρεynor και Mazuy για την περίοδο 2000-3/2003.**

Dependent Variable: RAK\_RF  
 Method: Least Squares  
 Date: 05/15/07 Time: 09:22  
 Sample: 1 39  
 Included observations: 39

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.007213	0.007708	0.935807	0.3556
RGD_RF	0.825341	0.085396	9.664850	0.0000
RGD_RF^2	-0.920416	0.753006	-1.222322	0.2295
R-squared	0.773900	Mean dependent var		-0.028385
Adjusted R-squared	0.761339	S.D. dependent var		0.075878
S.E. of regression	0.037068	Akaike info criterion		-3.678298
Sum squared resid	0.049467	Schwarz criterion		-3.550331
Log likelihood	74.72681	F-statistic		61.61084
Durbin-Watson stat	2.149826	Prob(F-statistic)		0.000000



**Πίνακας 11.17: Εμπειρικά Αποτελέσματα από την Εφαρμογή του Υποδείγματος των Treynor και Mazuy για την περίοδο 4/2003-3/2007.**

Dependent Variable: RAK\_RF  
 Method: Least Squares  
 Date: 05/15/07 Time: 09:26  
 Sample: 1 48  
 Included observations: 48

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.007898	0.003055	2.585349	0.0130
RGD_RF	0.755448	0.053664	14.07732	0.0000
RGD_RF^2	-1.475255	0.602827	-2.447225	0.0184
R-squared	0.827708	Mean dependent var		0.020961
Adjusted R-squared	0.820051	S.D. dependent var		0.040508
S.E. of regression	0.017184	Akaike info criterion		-5.229251
Sum squared resid	0.013288	Schwarz criterion		-5.112301
Log likelihood	128.5020	F-statistic		108.0924
Durbin-Watson stat	2.107439	Prob(F-statistic)		0.000000

### **11.3.2 Το υπόδειγμα των HEIRIKSSON – MERTON:**

Οι Henriksson - Merton (1981) υποθέτουν ότι η τιμή του συστηματικού κινδύνου των A/K μπορεί να πάρει δύο τιμές ανάλογα με το εάν η χρηματιστηριακή αγορά είναι ανοδική ( $r_m - r_f > 0$ ),  $b_{jd}$ , ή καθοδική ( $r_m - r_f \leq 0$ ),  $b_{jd}$ .

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

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

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



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

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

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

Οι δύο πιο πάνω εξισώσεις μπορούν να συνδυαστούν και να απεικονισθούν

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

Όπου:

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

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

$u_{it}$  είναι μια τυχαία μεταβλητή,

$D_{ut}$  είναι μια ψευδομεταβλητή, η οποία λαμβάνει την τιμή 1 εάν

$$R_{mt} > 0$$

(ανοδική αγορά) και την τιμή 0 εάν  $R_{mt} \leq 0$  (καθοδική αγορά),

$b_{iu}$  είναι η τιμή του συντελεστή συστηματικού κινδύνου του Αμοιβαίου  $i$

για ανοδικές αγορές,

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

$b_{io}$  απεικονίζει τη διαφορά των συντελεστών βήτα του A/K μεταξύ των ανοδικών και καθοδικών αγορών ( $b_{iu} - b_{id}$ ).

Υποθέτοντας ότι, το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Στοιχείων των Sharpe (1964), Lintner (1965) και Mossin (1966) ισχύει, τότε το  $a_i$  είναι η παράμετρος η οποία μετράει την επιλεκτικότητα, την επιπλέον δηλαδή απόδοση που επιτυγχάνει ένα A/K  $i$ . Η ικανότητα του διαχειριστή για μακροπροβλέψεις μπορεί να αξιολογηθεί χρησιμοποιώντας το γνωστό κριτήριο  $t$  για το συντελεστή  $\beta_{io}$ , που αντιστοιχεί στη γνωστή υπόθεση μηδέν  $\beta_{io} = 0$ . Μια στατιστικά σημαντική θετική τιμή του  $\beta_{io}$  συνεπάγεται ότι ο διαχειριστής άλλαξε τη διάρθρωση του χαρτοφυλακίου του, με αποτέλεσμα να είναι πιο επικίνδυνο στις ανοδικές αγορές και λιγότερο επικίνδυνο στις καθοδικές αγορές και κρίνεται θετικά. Σε αντίθετη περίπτωση, εάν  $\beta_{io} \leq 0$  σημαίνει ότι ο διαχειριστής δεν έλαβε υπ' όψιν του τις μεταβολές της

αγοράς και η διάρθρωση του χαρτοφυλακίου του παράμεινε η ίδια ή ακόμα χειρότερα, ήταν σε αντίθετη κατεύθυνση από αυτήν της χρηματιστηριακής αγοράς. Πρέπει να σημειωθεί ότι, επειδή είναι πιθανό το υπόδειγμα να παρουσιάζει ετεροσκεδαστικότητα, προτείνεται η διόρθωση του προβλήματος με σχετικές οικονομετρικές τεχνικές [White (1980), Newey-West (1987)].

#### **11.4. Κριτική για τα μέτρα απόδοσης προσαρμοσμένα στον κίνδυνο:**

Τα μέτρα απόδοσης προσαρμοσμένα στον κίνδυνο έχουν υποστεί κριτική σε πολλά σημεία, την οποία πρέπει να γνωρίζουμε. Ορισμένα από τα κυριότερα σημεία κριτικής παρουσιάζονται αμέσως πιο κάτω. Όμως, η κριτική αυτή σε καμία περίπτωση δεν ακυρώνει τη χρησιμότητα της μεθοδολογίας και της πληροφόρησης που παρέχεται από αυτή.

##### **11.4.1. Χρησιμοποίηση Προσεγγιστικής Μεταβλητής για το Χαρτοφυλάκιο της Αγοράς:**

Όλα τα μέτρα απόδοσης προσαρμοσμένα στον κίνδυνο, πλην αυτού του Sharpe, απαιτούν τη χρησιμοποίηση μιας μεταβλητής, η οποία να προσεγγίζει το θεωρητικό χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Το χαρτοφυλάκιο της αγοράς αυστηρά αποτελείται από όλα τα περιουσιακά στοιχεία που υπάρχουν στην υπό εξέταση οικονομία (μετοχές, ακίνητα, δικαιώματα, ομολογίες, προθεσμιακό συμβόλαιο, αλλά και διαμάντια, πίνακες, γραμματόσημα κ.α.) Είναι προφανές ότι το χαρτοφυλάκιο αυτό είναι θεωρητικό και ότι μόνον εκτιμήσεις αυτού μπορούμε να έχουμε. Στην πράξη, λοιπόν, η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς προσεγγίζεται από την απόδοση του Γενικού Δείκτη του υπό εξέταση χρηματιστηρίου. Ως εκ τούτου, η χρησιμοποίηση οποιασδήποτε προσεγγιστικής μεταβλητής μπορεί να υποστεί κριτική ως ανεπαρκής.

Ορισμένες μελέτες (Roll 1978, Peterson-Rice 1980) έχουν δείξει ότι η χρησιμοποίηση διαφορετικών προσεγγιστικών μεταβλητών για το χαρτοφυλάκιο της αγοράς είναι δυνατό να αντιστρέψει την κατάταξη των εξεταζόμενων χαρτοφυλακίων. Οι ίδιες μελέτες, όμως, σημειώνουν ότι όταν για την προσέγγιση του χαρτοφυλακίου της χρηματιστηριακής αγοράς της Νέας Υόρκης χρησιμοποιηθούν οι συνήθεις χρηματιστηριακοί δείκτες όπως ο Βιομηχανικός Dow Jones ή ο Standard and Poor's, καθώς και ένας δείκτης παρόμοιος του Σύνθετου Δείκτη του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης, οι κατατάξεις της επίδοσης των

εξεταζόμενων χαρτοφυλακίων εμφανίζονται να είναι παρόμοιες.

#### **11.4.2. Διαχωρισμός της Ικανότητας από την Τύχη:**

Η σωστή αξιολόγηση ενός διαχειριστή απαιτεί τη μακροχρόνια παρακολούθηση του και όχι την αξιολόγησή του για μικρά χρονικά διαστήματα. Ο λόγος είναι προφανής: θα πρέπει να ξεκαθαρίσουμε εάν η επίδοση του οφείλεται στην ικανότητά του ή στην τύχη. Η απάντηση του ερωτήματος αυτού είναι ιδιαίτερης σημασίας, στο βαθμό που στην πρώτη περίπτωση αναμένουμε όπως συνεχισθούν τα ευνοϊκά αποτελέσματα και στο μέλλον, ενώ στη δεύτερη περίπτωση όχι. Η σωστή προσέγγιση για την αξιολόγηση των διαχειριστών μέσω των μέτρων απόδοσης προσαρμοσμένων στον κίνδυνο, που αδυνατούν να διαχωρίσουν τα προαναφερθέντα χαρακτηριστικά, απαιτεί την ανάλυση πολλών ετών.

#### **11.4.3. Μετρώντας το Επιτόκιο Μηδενικού Κινδύνου:**

Η χρησιμοποίηση των Εντόκων Γραμματίων του Δημοσίου για τη μέτρηση του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου, που απαιτείται στον προσδιορισμό των χαρτοφυλακίων αναφοράς (benchmark portfolios) που βασίζονται στην εκ των υστέρων γραμμή των αξιογράφων (ex post SML) ή στη γραμμή κεφαλαιαγοράς (CML), έχει υποστεί κριτική. Η κριτική αυτή αφορά στην έμμεση αποδοχή της υπόθεσης της ικανότητας να δανείζουμε και να δανειζόμαστε στο ίδιο επιτόκιο, αυτό των Εντόκων Γραμματίων του Δημοσίου. Η χρήση των μέτρων επίδοσης προσαρμοσμένων στον κίνδυνο, τα οποία βασίζονται είτε στη γραμμή των αξιογράφων, είτε στη γραμμή της κεφαλαιαγοράς, σε συνδυασμό με την αποδοχή της προηγούμενης υπόθεσης, έχει ως αποτέλεσμα τη μεροληπτικότητά τους υπέρ των συντηρητικών χαρτοφυλακίων και εναντίον των επιθετικών.

#### **11.4.4. Εγκυρότητα του Υποδεί**

#### **γματος Αποτίμησης των Κεφαλαιουχικών Στοιχείων (CAPM):**

Τα μέτρα απόδοσης των χαρτοφυλακίων τα οποία χρησιμοποιούν το συντελεστή Ντα (κριτήρια Jensen και Treynor) βασίζονται στην εγκυρότητα του Υποδείγματος Αποτίμησης

των Κεφαλαιουχικών Στοιχείων (CAPM), η οποία πολλές φορές αμφισβητείται. Ο λόγος είναι ότι ίσως τα αξιόγραφα τιμολογούνται σύμφωνα με κάποιο άλλο υπόδειγμα, (π.χ. το Υπόδειγμα Αποτίμησης Εξισορροπητικής Αγοραπωλησίας (Arbitrage Pricing Theory)).

Πρέπει να σημειωθεί ότι η κριτική αυτή δεν αφορά τον λόγο του Sharpe, ο οποίος χρησιμοποιεί το συνολικό κίνδυνο ως μέτρο του κινδύνου και δεν βασίζεται στην εγκυρότητα του CAPM ή την ταυτότητα του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

#### **11.4.5. Υπάρχει Διαχρονική Συνέπεια της Επίδοσης των Διαχειριστών;**

Θα πρέπει να έχουμε υπ' όψιν μας ότι ένας δείκτης αξιολόγησης μας επισημαίνει την παρελθούσα ικανότητα του διαχειριστή. Όμως, το βασικό ενδιαφέρον μας βρίσκεται στο πώς ο διαχειριστής θα συμπεριφερθεί στο μέλλον. Η σχέση μεταξύ της παρελθούσας και της μελλοντικής επίδοσης σε μη αποτελεσματικές αγορές ίσως είναι ισχυρή, αλλά σε αποτελεσματικές αγορές η σχέση αυτή είναι αδύνατη, με αποτέλεσμα η παρεχόμενη πληροφόρηση να μην μπορεί να αξιοποιηθεί.

#### **11.4.6 Ποιοί Παράγοντες Διαμορφώνουν την Επίδοση;**

Τα προαναφερθέντα μέτρα συνολικής επίδοσης παρέχουν πληροφορίες για το πώς πήγε ένα χαρτοφυλάκιο σε σχέση με ένα σύνολο άλλων χαρτοφυλακίων ή ένα χαρτοφυλάκιο αναφοράς. Η χρήση υποδειγμάτων τετραγωνικής μορφής (Treynor-Mazuy) και παλινδρόμησης με ψευδομεταβλητές (Henriksson-Merton) είναι μια προσπάθεια να αξιολογηθούν διαφορετικά η ικανότητα του διαχειριστή στο συγχρονισμό και την επιλεκτικότητα.

Η χρηματοοικονομική θεωρία έχει αναπτύξει πρόσφατα πολύπλοκα, παραγοντικά υποδείγματα (factor models), τα οποία προσπαθούν να εξηγήσουν το γιατί τα χαρτοφυλάκια έχουν επιτύχει τη συγκεκριμένη απόδοση για το συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Η προσέγγιση αυτή ονομάζεται Performance Attribution.

## 11.5. Έλεγχος της διαχρονικής μεταβολής του κινδύνου και της απόδοσης των Α/Κ:

Εδώ θα ασχοληθούμε με τον έλεγχο δύο υποθέσεων, που παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον, τόσο για τους επενδυτές και τους διαχειριστές, όσο και για τις διοικήσεις των Α.Ε.Δ.Α.Κ. Η πρώτη από αυτές αφορά στον έλεγχο της διαχρονικής μεταβολής της σειράς επικινδυνότητας των εξεταζόμενων Α/Κ. Η δεύτερη και ίσως η πιο ενδιαφέρουσα, αφορά στον έλεγχο της διαχρονικής μεταβολής της κατάταξης στην απόδοση των Α/Κ<sup>1</sup>. Για τον έλεγχο των παραπάνω υποθέσεων θα χρησιμοποιήσουμε το συντελεστή συσχέτισης κατά τάξεις (συντελεστής Spearman).

Ως γνωστόν, ο συντελεστής συσχέτισης κατά τάξεις είναι κατάλληλο κριτήριο στατιστικού ελέγχου συσχέτισης μεταβλητών, οι οποίες κατατάσσονται κατά αύξουσα (ή φθίνουσα) σειρά. Το κριτήριο αυτό δίνεται από τον τύπο:

$$r_s = 1 - \frac{6 \sum d_i^2}{n(n^2 - 1)}$$

όπου:

n: ο αριθμός των παρατηρήσεων

d: η διαφορά της κατάταξης της απόδοσης ή του κινδύνου των Α/Κ μεταξύ των περιόδων 1 και 2.

Τα όρια τιμών του συντελεστή αυτού είναι τα ίδια με του απλού συντελεστή συσχέτισης ( $-1 < r_s < +1$ ). Επίσης παρόμοια είναι και η ερμηνεία του συντελεστή. Έτσι, αν ο συντελεστής αυτός τείνει στο -1 οι δύο εξεταζόμενες μεταβλητές (ταυτίζονται αρνητικά, ενώ εάν τείνει στο +1 συσχετίζονται θετικά. Τέλος, εάν ο συντελεστής τείνει στο μηδέν, οι δύο μεταβλητές είναι ασυσχέτιστες.

Για τον έλεγχο της στατιστικής σημαντικότητας του συντελεστή του Spearman, απαιτείται ο υπολογισμός της παρακάτω στατιστικής t:

$$t = \frac{r_s \sqrt{n-2}}{\sqrt{1-r_s^2}}$$

και η σύγκριση του με την αντίστοιχη θεωρητική με n - 2 βαθμούς ελευθερίας

---

## **11.6. Συμπεράσματα**

Ιστορικά ο Μαγγελάνος ήταν το A/K που κατάφερε να κερδίσει για μεγάλο χρονικό διάστημα. Κάτι αντίστοιχο συνέβει και στην Ελληνική Αγορά A/K με το A/K HSBC Αναπτυξιακό Μετ. Εσωτ., το οποίο επέτυχε από την έναρξή του μέχρι και το Μάρτιο 2007 1977,09%. Το A/K HSBC Αναπτυξιακό Μετ. Εσωτ. πέτυχε πολύ υψηλές σωρευτικές αποδόσεις με πολύ μικρότερο κίνδυνο σε σχέση με το Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών (benchmark).

Ωστόσο, από την οικονομετρική ανάλυση προκύπτει ότι το εξεταζόμενο A/K δεν παρουσίασε στις εξεταζόμενες περιόδους ούτε επιλεκτικότητα ούτε συγχρονισμό (selectivity – market timing). Αντίθετα, για την περίοδο 4/2003-3/2007, όπου η αγορά ήταν ανοδική το A/K παρουσίασε αρνητικό timing, ενώ για τις υπόλοιπες περιόδους η μεταβλητή του συγχρονισμού ήταν στατιστικά ασήμαντη.

Συνεπώς, φαίνεται ότι το A/K ενώ σε όρους απλής απόδοσης είναι το καλύτερο στην Ελλάδα διαχρονικά, οι ικανότητες διαχείρισης δεν καταφέρνουν να νικήσουν συστηματικά την αγορά.

Αναφορικά, με το αντικείμενο της μελέτης αυτής θεωρώ σημαντική τη συνέχιση της εξέτασης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου ή και άλλων A/K που φαίνονται με απλά μέτρα ότι «νικούν» την αγορά. Επιπρόσθετα, θεωρώ σημαντική τη χρήση εναλλακτικών μοντέλων αξιολόγησης της επαναληπτικότητας της επίδοσης Αμοιβαίων Κεφαλαίων, για την εξαγωγή περαιτέρω συμπερασμάτων.



---

## Ξεωόγλωσση Βιβλιογραφία

- Bruner R.F., “The Fidelity Magellan Fund, 1995”, *University of Virginia Working Paper*, 1995.
- Farrell P.B., “The Winning Portfolio: Choosing your 10 best Mutual Funds”, *Bloomberg Press*, 1999.
- Markowitz, H., ‘Portfolio Selection’, *Journal of Finance*, 1952, pp. 77-91.
- Miller R.M., “Stansky’s Monster: A Critical Examination of Fidelity Magellan’s “Frankenfund””, *Working Paper*, February 2007.
- Paul J. I., “Jeff Vinik at Fidelity Magellan”, *Terry College of Business Working Paper*, 1996.
- Philippas N., Pittis N. Caporale G., “Aggregate Mutual Fund Flows and Security Returns: Some Evidence from an Emerging Stock Market”, *Applied Financial Economics*, 2004, vol. 14, pp.981-89.
- Philippas N., Fiotakis T., “Chasing Trend And Losing Money: Open End Mutual Fund Investor’s Trading In Greece”, *Applied Economics Letters*, February 2004, Volume 11, No2, pp117-121.
- Philippas N., “Market Timing and Selectivity: An Empirical Investigation into the Features of Greek Mutual Fund Managers”, *Journal of Applied Business Research*, Volume 18, Number 3, Summer 2002, pp 97-108.
- Philippas N. Tsionas E., “Performance Evaluation: A Review Article and an Empirical Investigation of Greek Mutual Fund Managers”, *The International Business and Economics Journal*, Volume 1, Number 6, June 2002, pp 31-44.
- Roll, R.. ‘A Critique of the Asset Pricing Theory’s Tests: Part I: On Past and Potential Testability of the Theory’, *Journal of Financial Economics* , 1977, pp. 129-176.
- Sharpe, W. F. ‘Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Condition of Risk’, *Journal of Finance*, 1964, pp.425-442.
- Sharpe W. and Cooper “Risk – Return Classes of New York Stock Exchange Common Stocks 1931-1967”, *Financial Analysts Journal*, 1972, pp. 46-54, 81, 95-101.
- Sharpe W, Alexander G. and Bailey J. “Investments”, Sixth Edition, Prentice Hall, 2001.
- Swinkels L., “Detecting management behaviour by analyzing mutual fund returns: A case study”, *Finance Letters*, 2007, forthcoming.

- 
- White H.: "Using Least Squares to Approximate Unknown Regression Functions," *International Economic Review*, 1980, pp. 149-170.

#### Ελληνική Βιβλιογραφία

- Φίλιππας Ν., "Αμοιβαία Κεφάλαια: Πόσο Αξίζουν Ποια;," *Αγορά, Μάρτιος 1991*, σελ. 34-38.
- Φίλιππας Ν. "Εγχειρίδιο Αμοιβαίων Κεφαλαίων " *Ιανουάριος 1992*.
- Φίλιππας Ν. "Κριτήρια Επιλογής Αμοιβαίων Κεφαλαίων", *Καθημερινή, 23/8/1992*.
- Φίλιππας Ν. "Ποιοι Παράγοντες Επηρεάζουν τη Ζήτηση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων;," *Ασφαλιστική Αγορά, Απρίλιος 1996*, σελ. 44-45.
- Φίλιππας Ν. "Αναζητώντας Αμοιβαία Κεφάλαια με Χαμηλό Ρίσκο", *Βήμα, 2/8/1998*.
- Φίλιππας Ν. "Η Αξιολόγηση της Επίδοσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα ", *Alpha Τράπεζα Πίστεως, Οκτώβριος 1998*.
- Φίλιππας Ν. "Εκτιμώντας τον Κίνδυνο των Αμοιβαίων Κεφαλαίων", *Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Δ' Τριμηνιαία 1998*, σελ. 39-44.
- Φίλιππας Ν. –Νικολαΐδου Ε. " Αξιολόγηση της επίδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων : Μια εμπειρική εφαρμογή της αξιολόγησης της επίδοσης των Ελληνικών Μετοχικών Α/Κ σύμφωνα με την προσέγγιση της Morningstar", *Σπουδαί, 2005*.
- Φίλιππας Ν., ' Αμοιβαία Κεφάλαια και Χρηματιστηριακό Περιβάλλον', 1999, *Globus Invest*.
- Φίλιππας Ν. "Τα καλύτερα Αμοιβαία της Περιόδου 94-98 Σύμφωνα με τη Μέθοδο της Morningstar", *Καθημερινή της Κυριακής, Ιανουάριος 2001*.
- Φίλιππας Ν. "Πώς η Εγχώρια Αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων θα Ξεπεράσει Παιδικές Ασθένειες"(Μέτρα για τη βελτίωση της Αξιοπιστίας του Θεσμού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων), *Καθημερινή, Οκτώβριος 2001*.
- Φίλιππας Ν. "Πώς τα Αμοιβαία Μπορούν να Επηρεάσουν τις Χρηματιστηριακές Αγορές", *Καθημερινή της Κυριακής, Οκτώβριος 2001*.
- Φίλιππας Ν. "Εισροές Νέου Χρήματος στα Αμοιβαία και Χρηματιστηριακές Αποδόσεις", *Το Βήμα, Νοέμβριος 2001*.
- Φίλιππας Ν. "Τα πιο επικίνδυνα Αμοιβαία Κεφάλαια της Περιόδου 2000-2001", *Τύπος της Κυριακής, Ιούνιος 2002*.



- 
- Φίλιππας Ν. “Η Τέχνη του Fund Picking ή Πως θα Επιλέξετε ένα Επιτυχημένο Αμοιβαίο Κεφάλαιο, *Καθημερινή του Σαββάτου, 5 Απριλίου 2003.*
  - Φίλιππας Ν. “Επενδύοντας Παρορμητικά : Πως Επένδυσαν Χρήματα οι Έλληνες Μεριδιούχοι Αμοιβαίων Κεφαλαίων, *Καθημερινή του Σαββάτου, 7 Φεβρουαρίου 2004.*
  - Φίλιππας Ν. “Η Επιλογή Α/Κ δεν πρέπει να στηρίζεται στην Απλή Απόδοση: Προσμετρώνται η Επίδοση σε Βάθος Χρόνου, ο Κίνδυνος, τα Κόστη, η Ποιότητα των Υπηρεσιών, *Καθημερινή του Σαββάτου, 28 Φεβρουαρίου 2004.*
  - Φίλιππας Ν. – Μπαμπαλός Β. “Η επιλογή των Α/Κ δεν πρέπει να στηρίζεται στην απλή απόδοση”, *Καθημερινή, 28 Φεβρουαρίου 2004.*
  - Φίλιππας Ν. “Η Επαναληπτικότητα της Επίδοσης των Ελληνικών Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Ποιά Αμοιβαία Κεφάλαια ξεχώρισαν την τελευταία πενταετία”, *Καθημερινή, 30 Οκτωβρίου 2004.*
  - Φίλιππας Ν. “Επιδόσεις Δυο Ταχυτήτων για τα Μετοχικά Αμοιβαία, *Καθημερινή της Κυριακής, 30 Ιανουαρίου 2005.*
  - Φίλιππας Ν. “Ποιά ήταν τα Καλύτερα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια της Τελευταίας Δεκαετίας, *Επενδυτής, 23 Απριλίου 2005.*
  - Φίλιππας Ν. “Στρατηγικές Κατασκευής Αποδοτικών Χαρτοφυλακίων με την Χρήση Νικητών Μετοχικών Α/Κ: η Εμπειρία 1999-2004», *Καθημερινή, 7 Ιανουαρίου 2006.*
  - Φίλιππας Ν. “Τα Μετοχικά Α/Κ Αναδεικνύουν τον Μακροπρόθεσμο Χαρακτήρα τους”, *Καθημερινή, 7 Φεβρουαρίου 2006.*
  - Φίλιππας Ν. “20 Συμβουλές για Επιτυχημένες Μακροπρόθεσμες Επενδύσεις” *Καθημερινή του Σαββάτου, 8 Ιουλίου 2006.*
  - Φίλιππας Ν. «Επιλέξτε Αμοιβαία με Χαμηλά Έξοδα!!!» Μετοχικά που διατηρούν χαμηλό κόστος και καλύτερες αποδόσεις. *Καθημερινή του Σαββάτου, 22 Ιουλίου 2006.*

---

**Ιστοσελίδες**

[www.euro2day.gr](http://www.euro2day.gr)

[www.agii.gr](http://www.agii.gr)

[www.fidelity.com](http://www.fidelity.com)

[www.morningstar.com](http://www.morningstar.com)

[www.ici.com](http://www.ici.com)

[www.efmaefm.org](http://www.efmaefm.org)

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΠΑ