

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ &
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ



ΘΕΜΑ ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ:
Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ
ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ MORNINGSTAR

ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ: ΦΟΥΦΑΣ ΣΩΤΗΡΙΟΣ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: Ν. ΦΙΛΙΠΠΑΣ

ΕΠΙΤΡΟΠΗ: Ν. ΦΙΛΙΠΠΑΣ

Α. ΑΝΤΖΟΥΛΑΤΟΣ

Α. ΜΠΕΝΟΣ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ, ΙΟΥΛΙΟΣ 2004

Περιεχόμενα

Περιεχόμενα.....	1
Εισαγωγή.....	3

Κεφάλαιο 1^ο

Τι είναι τα Αμοιβαία Κεφάλαια

1.1	Ιστορική Αναδρομή.....	6
1.2	Α/Κ και Α.Ε.Δ.Α.Κ.....	7
1.2	Οι επενδύσεις του Α/Κ.....	8
1.3	Το Ενεργητικό των Α/Κ.....	10
1.4	Τα Έξοδα του Α/Κ.....	12
1.5	Τύποι Α/Κ.....	13
1.6	Πλεονεκτήματα Α/Κ.....	20
1.7	Μειονεκτήματα.....	23

Κεφάλαιο 2^ο

Αξιολόγηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων

2.1	Απόδοση και κίνδυνος.....	24
2.2	Η ιδέα του συντελεστή βήτα.....	25
2.3	Τυπική Απόκλιση.....	26
2.4	Δείκτες Αξιολόγησης Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	27
2.5	Επιλογή των «επιτυχημένων» Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	29

Κεφάλαιο 3^ο

Εταιρεία αξιολόγησης Α/Κ - Morningstar

3.1	Η εταιρεία.....	33
3.2	Η μεθοδολογία της Morningstar.....	36
3.2.1	Η Προσαρμοσμένη Εκτίμηση Κινδύνου - Risk Adjusted Rating (RAR).....	36
3.2.2	Σχετική απόδοση και σχετικός κίνδυνος.....	36
3.2.3	Απόδοση.....	37
3.2.4	Η σχετική βάση απόδοσης (The Relative Return Base).....	37
3.2.5	Κίνδυνος.....	38
3.2.6	Η σχετική βάση κινδύνου (The Relative Risk Base).....	39
3.2.7	Παράδειγμα υπολογισμού του κινδύνου.....	39
3.3	Morningstar και Bear Markets.....	40
3.4	Αστέρια και εκτιμήσεις κατηγοριών.....	40

	<i>Περιορισμοί</i>	42
3.5	Στάθμιση Αμοιβαίων Κεφαλαίων με Βάση τη Διαχρονική Απόδοση.....	43
3.6	Category Rating κατά Morningstar	43
3.7	Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των κατηγοριοποιήσεων (Ratings) της Morningstar.....	44
3.8	Καινοτομίες της μεθόδου Star Rating και αξιολόγηση Αμοιβαίων στην Ελλάδα.....	45
3.9	Investment Style Box	46
	α) Investment Style Box για μετοχές και μετοχικά Α/Κ	47
	β) Investment Style Box για Α/Κ σταθερού εισοδήματος.....	49
	Επίλογος	51
	Βιβλιογραφία – Αρθρογραφία	52

Εισαγωγή

Η μετεξέλιξη της κοινωνίας με την πάροδο των χρόνων επέφερε αλλαγές σε όλους τους τομείς της ζωής και δημιούργησε νέες ανάγκες στον τομέα του τρόπου κάλυψης των αναγκών και του τρόπου χρηματοδότησης των οικονομικών μονάδων, δηλαδή των ατόμων, νοικοκυριών, επιχειρήσεων, οργανισμών, κρατών. Ο αντιπραγματισμός των πρωτόγονων κοινωνιών, το σύστημα, δηλαδή, όπου ο κάθε παραγωγός αντάλλαζε τα δικά του προϊόντα με προϊόντα άλλων παραγωγών και που έθετε ως προϋπόθεση την σύμπτωση των επιθυμιών των δύο συναλλασσομένων, έδωσε την θέση του στην συναλλαγή μέσω της μεσολάβησης του χρήματος για να φθάσουμε μέχρι την εποχή μας, όπου εκτός από το χρήμα, ποικίλα χρηματοοικονομικά εργαλεία έρχονται να διευκολύνουν τις συναλλαγές και να ικανοποιήσουν τις εξειδικευμένες ανάγκες των οικονομικών μονάδων.

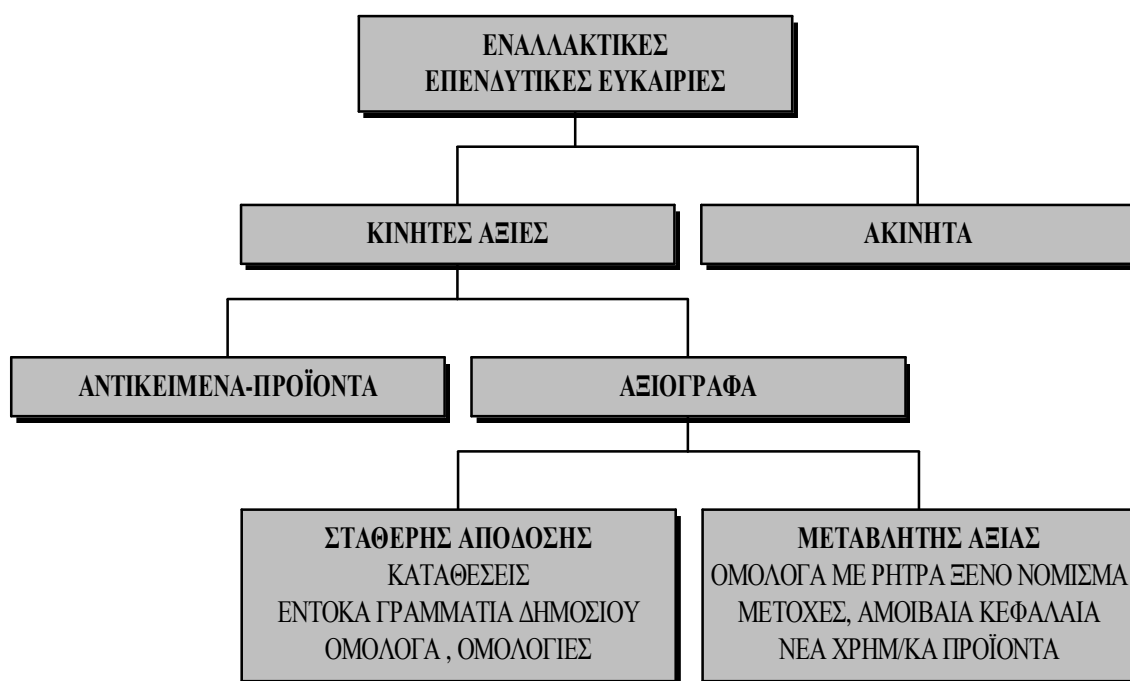
Πιο συγκεκριμένα, στην σύγχρονη κοινωνία κάθε οικονομικός οργανισμός διεξάγει τις χρηματοοικονομικές του δραστηριότητες μέσω του χρηματοδοτικού συστήματος. Το σύστημα αυτό αποτελείται από α)τους χρηματοδοτικούς οργανισμούς, β)τα χρηματοδοτικά εργαλεία και γ)τις χρηματοδοτικές αγορές και τα βασικά του μέλη είναι οι πλεονασματικές οικονομικές μονάδες, οι ελλειμματικές οικονομικές μονάδες και οι χρηματοδοτικοί ενδιάμεσοι.

Κατά αυτόν τον τρόπο, μέσω του χρηματοδοτικού συστήματος δημιουργούνται μηχανισμοί που σκοπό έχουν την εξισορρόπηση της ανισορροπίας στην κατανομή χρήματος, τη μεταφορά δηλαδή κεφαλαίων από τις πλεονασματικές στις ελλειμματικές οικονομικές μονάδες μέσω διαφόρων αγωγών, χρηματοδοτικών εργαλείων, όπως μετοχών, δανείων, ομολόγων, ομολογιών και άλλων αξιογράφων. Έτσι, η προσφορά και η ζήτηση κεφαλαίων για κάθε σκοπό (για διεξαγωγή συναλλαγών, για σκοπούς προφυλάξεως ή για κερδοσκοπία) από και προς τις οικονομικές μονάδες διευκολύνεται και προωθείται μέσα από τις διαδικασίες αυτές εντός του πλαισίου των χρηματοδοτικών αγορών: κεφαλαιαγορών, εάν πρόκειται για λήξη των μέσων που υπήρξαν αντικείμενο διαπραγμάτευσης μέσα σε διάστημα

μεγαλύτερο του έτους και χρηματαγορών, εάν οι χρηματικές απαιτήσεις και υποχρεώσεις αντίστοιχα, λήγουν σε διάστημα μικρότερο του έτους.

Η λειτουργία του χρηματοδοτικού συστήματος έχει δώσει ιδιαίτερη ευελιξία στις οικονομικές μονάδες σχετικά με την επιλογή μεταξύ εναλλακτικών επενδυτικών ευκαιριών. Η επένδυση είναι η «δέσμευση ενός συγκεκριμένου ποσού κεφαλαίου στο τρέχον χρονικό διάστημα, η οποία πραγματοποιείται με κίνητρο την προσδοκία υψηλότερων απολαβών στο μέλλον». Οι βασικές κατηγορίες επενδύσεων που παρέχονται από ένα σύγχρονο χρηματοοικονομικό σύστημα, όπως φαίνεται και από το ακόλουθο διάγραμμα, είναι α) οι επενδύσεις σε ακίνητα και β) οι επενδύσεις σε κινητές αξίες.

Οι επενδύσεις σε κινητές αξίες χωρίζονται με τη σειρά τους σε επενδύσεις σε αντικείμενα-προϊόντα και σε αξιόγραφα, τα οποία μπορεί να είναι σταθερής (καταθέσεις, έντοκα γραμμάτια δημοσίου, ομόλογα, ομολογίες) ή μεταβλητής αξίας (ομόλογα και ομολογίες με ρήτρα ξένο νόμισμα, μετοχές, αμοιβαία κεφάλαια, μετοχές και νέα χρηματιστηριακά προϊόντα).



Σχήμα 1: Εναλλακτικές επενδυτικές ευκαιρίες

Πηγή: Φίλιππας Νίκος, «Αμοιβαία Κεφάλαια και Χρηματιστηριακό Περιβάλλον»

Στην παρούσα εργασία θα ασχοληθούμε με το θεσμό των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Θα παρουσιάσουμε τα είδη τους, τη λειτουργία τους και τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματά τους. Κατόπιν, θα αναφερθούμε στον κίνδυνο και την απόδοσή τους και τους πλέον χρησιμοποιούμενους για αυτόν τον σκοπό δείκτες. Τέλος, παρουσιάζουμε την MORNINGSTAR, την πιο αξιόπιστη εταιρεία αξιολόγησης Αμοιβαίων Κεφαλαίων, καθώς και τις καινοτομικές μεθόδους που έχει εισαγάγει για την αξιολόγηση των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Κεφάλαιο 1^ο

Τι είναι τα Αμοιβαία Κεφάλαια

Ο θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων έχει γνωρίσει παγκοσμίως τεράστια άνθηση, λόγω των σημαντικών πλεονεκτημάτων που προσφέρει στο επενδυτικό κοινό μικρού και μεσαίου μεγέθους. Προσπαθώντας να προσεγγίσουμε την έννοια θα λέγαμε ότι πρόκειται για μία μορφή εταιρείας επενδύσεων που ο βασικός της σκοπός είναι η συγκέντρωση των αποταμιεύσεων των επενδυτών και η τοποθέτησή τους σε χρηματιστηριακούς και άλλους τίτλους.

1.1 Ιστορική Αναδρομή

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια αποτελούν μία σχετικά πρόσφατη εξέλιξη στην ιστορία των χρηματιστηριακών αγορών. Το πρώτο οργανωμένο Α/Κ εμφανίστηκε στις Η.Π.Α. κατά τη δεκαετία του 1920, δεκαετία η οποία η οποία χαρακτηρίστηκε από έντονες ανοδικές τάσεις στην χρηματιστηριακή αγορά, γεγονός που οδήγησε πλήθος επενδυτών στο χρηματιστήριο και δημιούργησε την ανάγκη δημιουργίας νέων επενδυτικών προϊόντων. Η εταιρεία επενδύσεων **Massachusetts Investors Trust** συνέθεσε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο, το οποίο είχε την πρωτοτυπία ότι οι επενδυτές του μπορούσαν να πουλήσουν και να αποχωρήσουν όπια στιγμή το επιθυμούσαν μέσω σχετικά απλών διαδικασιών. Το συγκεκριμένο Α/Κ λειτουργεί μέχρι σήμερα.

Λόγω έλλειψης συγκεκριμένων επενδυτικών κανόνων και κανονισμών λειτουργίας του θεσμού δημιουργήθηκαν πολλά προβλήματα για τους επενδυτές κατά αυτά τα πρώτα χρόνια λειτουργίας του. Τα Α/Κ επηρεάστηκαν και αυτά από την κρίση του 1929, ενώ το 1940 το αμερικάνικο Κογκρέσο ενέκρινε ένα νόμο που αποτέλεσε το βασικό πλαίσιο λειτουργίας του θεσμού. Στη δεκαετία του '50 ο θεσμός άρχισε πάλι να συγκεντρώνει το ενδιαφέρον των επενδυτών και κατά τη δεκαετία του 1960 γνώρισε την πραγματική του αναγνώριση παρέχοντας ευκαιρίες για ικανοποιητικές αποδόσεις με μικρό σχετικά κίνδυνο.

Στην χώρα μας τα Αμοιβαία Κεφάλαια είναι γνωστά από τις αρχές της δεκαετίας του 1970. Τότε διαμορφώθηκε και το πλαίσιο λειτουργίας του θεσμού με το Ν.Δ.608/1970. Στα τέλη του 1972, το συγκρότημα της Εμπορικής Τράπεζας δημιουργεί την πρώτη Εταιρεία Διαχείρισης την «Ελληνική» Α.Ε.Δ.Α.Κ. και προσφέρει ένα Α/Κ μικτού τύπου με την ονομασία «ΕΡΜΗΣ». Την ίδια περίοδο (αρχές 1973), ο όμιλος Εθνική/ΕΤΕΒΑ δημιουργεί την Εταιρεία Διαχείρισης «Διεθνική» και προσφέρει ένα Α/Κ μικτού τύπου με την ονομασία «ΔΗΛΟΣ».

Τα επόμενα 15 χρόνια μετά το 1974 χαρακτηρίστηκαν από στασιμότητα σε ό,τι αφορά την εξέλιξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Η αναθέρμανση του θεσμού συντελέστηκε το 1989 όταν η ασφαλιστική εταιρεία INTERAMERICAN μέσω της θυγατρικής της INTERTRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ., διασπώντας το δυοπώλιο των τραπεζών, δημιούργησε το δικό της Α/Κ με θεματοφύλακα την Εθνική Τράπεζα.

Στα χρόνια που ακολούθησαν ο θεσμός γνώρισε σημαντική άνθηση. Σήμερα στην Ελλάδα περίπου 270 Αμοιβαία Κεφάλαια είναι διαθέσιμα στο ευρύ επενδυτικό κοινό, ενώ στον κόσμο υπάρχουν 54.000 περίπου Αμοιβαία Κεφάλαια που διαχειρίζονται κεφάλαια ύψους περίπου 12 δισεκ ευρώ.

1.2 Α/Κ και Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Σύμφωνα με το νόμο (Ν. 1969/91, άρθρο 17), τα Αμοιβαία Κεφάλαια (στο εξής Α/Κ) είναι ομάδα περιουσίας που αποτελείται από κινητές αξίες και μετρητά, της οποία τα επί μέρους στοιχεία ανήκουν εξ' αδιαιρέτου σε περισσότερα πρόσωπα. Τα βασικά χαρακτηριστικά ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι ότι δεν αποτελεί νομικό πρόσωπο και ότι το κεφάλαιό του είναι μεταβλητό (open-end fund, σε αντίθεση με τα close-end funds, στα οποία ένας συγκεκριμένος αριθμός μετοχών έχουν εκδοθεί και διαπραγματεύονται, για παράδειγμα, οι Εταιρείες Επενδύσεως Χαρτοφυλακίου).

Το Α/Κ στην Ελλάδα διαχειρίζεται ανώνυμη εταιρεία, η οποία για να λειτουργήσει πρέπει να λάβει σχετική έγκριση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Η εταιρεία αυτή ονομάζεται Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου (Α.Ε.Δ.Α.Κ.)

και προκειμένου να συσταθεί θα πρέπει να πληρούνται μια σειρά από προϋποθέσεις, που σκοπό έχουν να εξασφαλίσουν τους υποψήφιους επενδυτές, αλλά και την ικανότητα αυτών των εταιρειών να επενδύουν. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με το νόμο πρέπει:

1. Το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρεία να είναι καταβεβλημένο σε μετρητά και να ανέρχεται τουλάχιστον σε 100 εκατ. δρχ .
2. Τα 2/5 του μετοχικού κεφαλαίου της Α.Ε.Δ.Α.Κ. να ανήκει σε Ανώνυμη Εταιρεία (μητρική εταιρεία), η οποία να έχει ελάχιστο καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο ενός δισεκατομμυρίου δραχμών ή το ισόποσο σε ξένο νόμισμα.. Το ποσοστό συμμετοχής της μητρικής εταιρείας στην Α.Ε.Δ.Α.Κ. δεν πρέπει να υπερβαίνει το 50% του μετοχικού κεφαλαίου της τελευταίας.
3. Να πληρούνται συγκεκριμένες προϋποθέσεις που αφορούν την οργάνωση, τα τεχνικά μέσα της εταιρείας, καθώς και την ικανότητα των ατόμων που πρόκειται να διοικήσουν τη συγκεκριμένη Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Θα πρέπει να σημειώσουμε ότι μία Α.Ε.Δ.Α.Κ. μπορεί να διαχειρίζεται και περισσότερα από ένα Αμοιβαία Κεφάλαια.

1.2 Οι επενδύσεις του Α/Κ

Το ενεργητικό του Α/Κ επιτρέπεται να επενδύεται **μόνο σε κινητές αξίες** και όχι σε ακίνητα ή προϊόντα και έργα τέχνης. Οι περιορισμοί στο είδος των επενδύσεων προέρχονται από το άρθρο 6 του Π.Δ. 433/199, σύμφωνα με το οποίο το ενεργητικό του Α/Κ επιτρέπεται να επενδύεται μόνο σε:

- α) Σε κινητές αξίες εισηγμένες στην κύρια αγορά χρηματιστηρίου άξιων κράτους μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης, καθώς και στην παράλληλη αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.
- β) Σε κινητές αξίες που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε άλλη ελεγχόμενη αγορά ενός κράτους μέλους, υπό την προϋπόθεση ότι αυτή λειτουργεί κανονικά, είναι αναγνωρισμένη και ανοικτή στο κοινό.

γ) Σε κινητές αξίες εισηγμένες στην κύρια αγορά χρηματιστηρίου αξιών τρίτου (εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης) κράτους ή σε κινητές αξίες που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε άλλη αγορά τρίτου (εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης) κράτους, η οποία λειτουργεί κανονικά, είναι αναγνωρισμένη και ανοικτή στο κοινό.

δ) Σε νεοεκδιδόμενες κινητές αξίες των οποίων η έκδοση περιλαμβάνει την υποχρέωση εισαγωγής τους, εντός ενός έτους το αργότερο στα χρηματιστήρια και αγορές των περιπτώσεων α,β,γ ή σε περίπτωση που οι νεοεκδιδόμενες αξίες αφορούν κάλυψη μετοχικού κεφαλαίου ανώνυμης εταιρείας με δημόσια εγγραφή.

ε) Σε άλλες κινητές αξίες ή πιστωτικούς τίτλους με την προϋπόθεση ότι δεν το άθροισμα αυτών των αξιών δε υπερβαίνει το 10% της καθαρής αξίας του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Επιπλέον, υπάρχουν και συγκεκριμένοι, σαφείς **περιορισμοί** ως προς τις επενδυτικές τοποθετήσεις που μπορεί να πραγματοποιήσει ένα αμοιβαίο κεφάλαιο, με σκοπό να την αποφυγή απόκτησης πλήρους εξάρτησης του Α/Κ και απώτερο στόχο την προστασία των υποψήφιων επενδυτών. Αναλυτικότερα, βάσει του Π.Δ. 433/1993, άρθρο 33 και 34, δεν επιτρέπεται για ένα Α/Κ:

1. Η τοποθέτηση άνω του 10% της καθαρής αξίας του Α/Κ σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη.
2. Η τοποθέτηση άνω του 40% της καθαρής αξίας του σε κινητές αξίες εκδοτών, σε κάθε έναν από τους οποίους έχει επενδύσει ποσοστό μεγαλύτερο του 5% της καθαρής του αξίας.
3. Η τοποθέτηση άνω του 35% της καθαρής αξίας του ενεργητικού του Α/Κ σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη, όταν οι κινητές αξίες έχουν εκδοθεί από κράτος-μέλος της Ε.Ε., από Οργανισμό Τοπικής Αυτοδιοίκησης κράτους-μέλους, από τρίτο εκτός Ε.Ε. κράτος ή από δημόσιο διεθνή οργανισμό, στον οποίο συμμετέχουν περισσότερα κράτη-μέλη, καθώς και όταν οι κινητές αξίες τελούν υπό την εγγύηση των παραπάνω προσώπων. Ο περιορισμός αυτός

αίρεται στην περίπτωση που ισχύουν μία σειρά αυστηρών όρων και προϋποθέσεων.

4. Η απόκτηση μεριδίων Α/Κ που διαχειρίζεται η ίδια η Α.Ε. διαχείρισης ή Α.Ε. διαχείρισης που είναι συνδεδεμένη με την Α.Ε. διαχείρισης του πρώτου Α/Κ.
5. Η απόκτηση μεριδίων λοιπών οργανισμών συλλογικών επενδύσεων ανοικτού τύπου ανεξαρτήτως της μορφής τους εκτός και εάν πρόκειται για Ο.Σ.Ε.Κ.Α., έτσι όπως αυτές ορίζονται στην παρ. 2 του άρθρου 17, οπότε και επιτρέπεται η απόκτηση μεριδίων υπό την προϋπόθεση να μην υπερβαίνει το 5% της καθαρής αξίας του ενεργητικού του Α/Κ.
6. Η τοποθέτηση άνω του 25% της καθαρής αξίας του ενεργητικού ενός αμοιβαίου σε ομόλογα του ίδιου εκδότη που εκδίδονται σε από πιστωτικό ίδρυμα που έχει την έδρα του σε κράτος-μέλος της Ε.Ε.
7. Η απόκτηση άνω του 10% των μετοχών-χωρίς δικαίωμα ψήφου- της ίδιας εταιρείας.

Τέλος, ένας περιορισμός που αφορά τις Α.Ε.Δ.Α.Κ., και συνεπώς και τα Α/Κ, είναι ότι για το σύνολο των κεφαλαίων που διαχειρίζεται δεν επιτρέπεται η απόκτηση άνω του 10% των μετοχών-με δικαίωμα ψήφου-μίας εταιρείας.

1.3 Το Ενεργητικό των Α/Κ

Ενεργητικό Α/Κ ονομάζεται η συνολική περιουσία του σε τρέχουσες τιμές. Καθημερινά υπολογίζονται οι τιμές των ομολόγων, των μετοχών, οι τόκοι, τα μετρητά, το συνάλλαγμα και οι υπόλοιπες κινητές αξίες, από τις οποίες αποτελείται και αθροίζονται για να προκύψει το ενεργητικό. Το ενεργητικό, λοιπόν, των αμοιβαίων, μεταβάλλεται λόγω των καθημερινών μεταβολών των τιμών των μετοχών και νομισμάτων, λόγω της αύξησης των δεδουλευμένων τόκων των ομολόγων και εντόκων καθώς επίσης και εξαιτίας των ενεργειών των διαχειριστών και των συμμετοχών και εξαγορών μεριδίων που πραγματοποιούνται καθημερινά.

Η περιουσία του Α/Κ διαιρείται σε **ισάξια μερίδια** ή κλάσματα μεριδίου. Οι κάτοχοι αυτών των μεριδίων ονομάζονται **μεριδιούχοι**. Ο αριθμός των μεριδίων αυξάνεται όταν νέοι επενδυτές αγοράζουν μερίδια και μειώνεται όταν μεριδιούχοι αποχωρούν από αυτό. Τα μερίδια αποτελούν ονομαστικούς τίτλους που εκδίδονται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. και προσυπογράφονται από τον **θεματοφύλακα** (ο θεματοφύλακας είναι μία τράπεζα που λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα-ελληνική ή ξένη, η οποία φροντίζει για τη φύλαξη της περιουσίας, για τις εισπράξεις και πληρωμές και για τη σωστή εκτέλεση των συναλλαγών). Οι τίτλοι μεριδίου μπορούν να εκδίδονται για ένα ή περισσότερα μερίδια ή κλάσμα μεριδίου.

Προκειμένου να προσδιοριστεί η **καθαρή αξία (τιμή) του ενεργητικού ενός Α/Κ**, αφαιρούνται από το ενεργητικό οι αμοιβές της Α.Ε. Διαχείρισης, του θεματοφύλακα και των μελών του χρηματιστηρίου, οι δαπάνες που βαρύνουν το Α/Κ και τα κέρδη που διανέμονται στους μεριδιούχους. Δεν αφαιρούνται, όμως, οι προμήθειες διάθεσης/ εξαγοράς των μεριδίων του.

Το συνολικό καθαρό ενεργητικό διαιρεμένο με τον αριθμό των μεριδίων δίνει την τιμή ενός μεριδίου. Η τιμή αυτή ονομάζεται **καθαρή αξία (τιμή) του μεριδίου**.

Καθαρή αξία μεριδίου = Σύνολο Καθαρού Ενεργητικού/Αριθμός Κυκλοφορούντων Μεριδίων

Ο νέος μεριδιούχος, όμως, που θα καταθέσει το κεφάλαιό του σε ένα Α/Κ θα αγοράσει το μερίδιο όχι με την καθαρή τιμή, αλλά με την τιμή διάθεσης, η οποία ισούται με την καθαρή τιμή προσαυξημένη με την προμήθεια διάθεσης.

Τιμή Διάθεσης Μεριδίου = Καθαρή τιμή μεριδίου*[1+Προμήθεια Διάθεσης(%)]

Όταν ο μεριδιούχος θελήσει να πουλήσει τα μερίδιά του, θα εισπράξει όχι την καθαρή τιμή ανά μερίδιο, αλλά την τιμή εξαγοράς, η οποία ισούται με την καθαρή τιμή μειωμένη κατά την προμήθεια εξαγοράς.

Τιμή Εξαγοράς Μεριδίου = Καθαρή τιμή μεριδίου*[1-Προμήθεια Διάθεσης(%)]

1.4 Τα Έξοδα του Α/Κ

Ένα πολύ σημαντικό στοιχείο που θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη του κάθε υποψήφιος επενδυτής είναι οι δαπάνες που επιβαρύνουν κάθε Α/Κ, καθώς, όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, τα σχετικά έξοδα για δαπάνες λειτουργίας και διάθεσης αφαιρούνται από το Ενεργητικό των Αμοιβαίων Κεφαλαίων προκειμένου να προσδιοριστεί η Καθαρή Αξία τους.

Οι κατηγορίες δαπανών που βαρύνουν ένα Α/Κ είναι οι ακόλουθες:

Ø Προμήθειες.

Πρόκειται για ποσοστά που παρακρατούνται κατά την διάθεση μεριδίων (όταν ο υποψήφιος επενδυτής αποφασίσει να αγοράσει μερίδια) ή εξαγορά μεριδίων (όταν ο μεριδιούχος αποφασίσει να αποχωρήσει από το Α/Κ εξαγοράζοντας τα μερίδια που κατέχει) ή και στις δύο περιπτώσεις και ποικίλλουν ανάλογα με το ποσό που επενδύεται και τον τύπο του Α/Κ. Με κριτήριο το εάν ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο επιβαρύνει την τιμή των μεριδίων του με προμήθειες ή όχι, τα Α/Κ, διακρίνονται σε αυτά που έχουν προμήθειες (Load Funds) και σε αυτά που δεν έχουν προμήθειες (No-Load Funds).

Ø Αμοιβές Διαχείρισης

Πρόκειται για τις αμοιβές των ατόμων που ασκούν την οργάνωση του Α/Κ και την επαγγελματική διαχείριση των χρημάτων των μεριδιούχων επιλέγοντας τους ελκυστικότερους τίτλους, με αντικειμενικό σκοπό τη μεγιστοποίηση της απόδοσής τους και επιτυγχάνοντας ελαχιστοποίηση του επενδυτικού κινδύνου μέσω της κατάλληλης διασποράς των κεφαλαίων σε ένα σημαντικό αριθμό αξιογράφων.

Ø Λειτουργικές Δαπάνες

Σε αυτήν την κατηγορία εξόδων περιλαμβάνονται οι αμοιβές των χρηματιστών, καθώς και όλες οι χρηματιστηριακές και τραπεζικές δαπάνες, οι δαπάνες αγοραπωλησίας κινητών αξιών στο εξωτερικό και συμβούλων για επενδύσεις στο εξωτερικό, τα τηλεγραφικά και άλλα έξοδα για την καθημερινή ενημέρωση της

εταιρείας, τα έξοδα δημοσίευσης στον Τύπο, οι δαπάνες αλληλογραφίας με τους μεριδιούχους, τα έξοδα ελέγχου κλπ.

Ø Αμοιβές και Προμήθειες Θεματοφύλακα

Η κατηγορία αυτή περιλαμβάνει την αμοιβή θεματοφυλακής, την αμοιβή φύλαξης των κινητών αξιών, την προμήθεια μεσολάβησης επί αγορών και πωλήσεων και την προμήθεια είσπραξης.

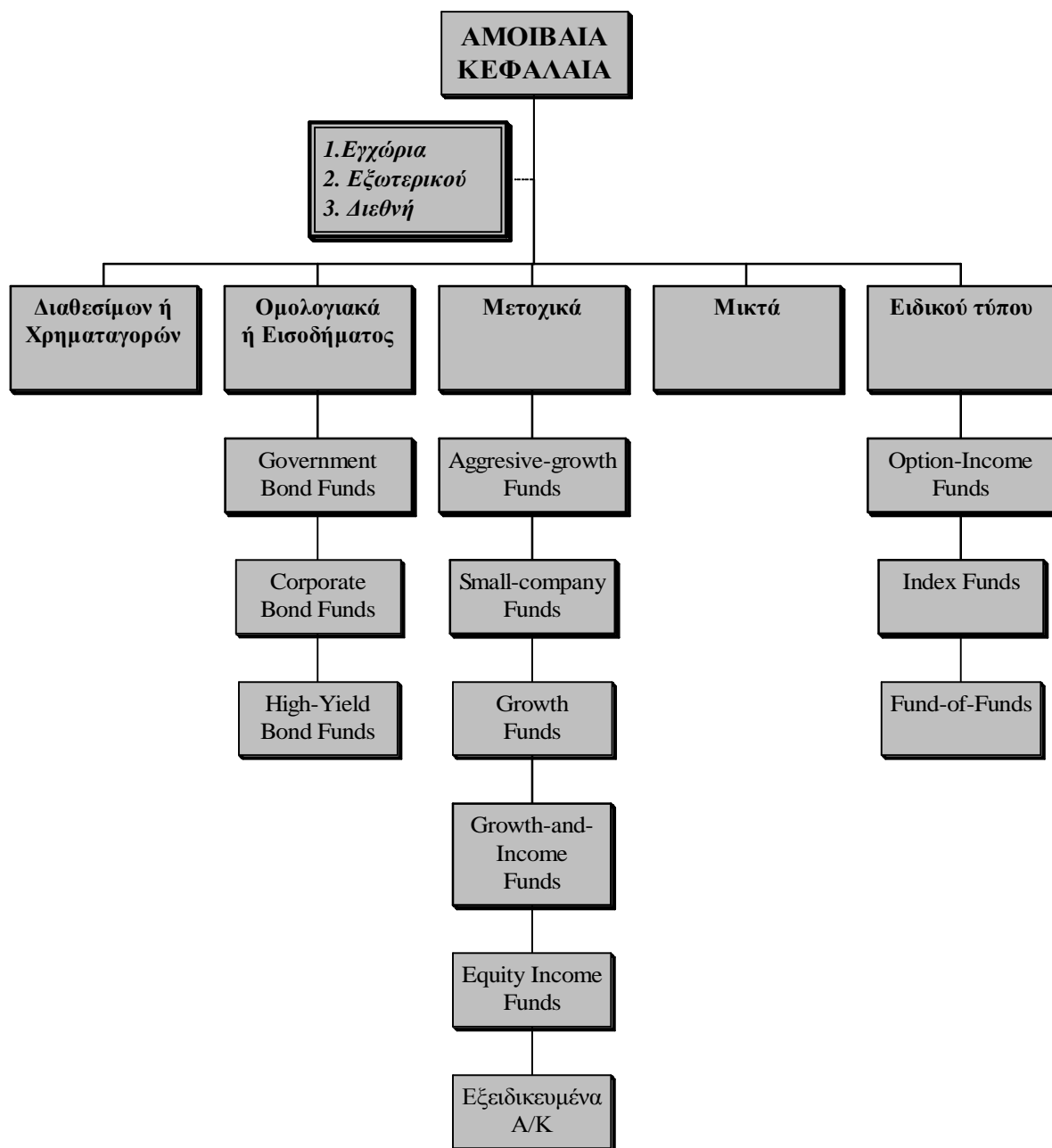
1.5 Τύποι A/K

Προκειμένου να ικανοποιηθούν οι διαφορετικές και εξειδικευμένες ανάγκες του αγοραστικού κοινού έχουν δημιουργηθεί διάφορες κατηγορίες και υποκατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Το κριτήριο για την κατηγοριοποίηση των A/K είναι η επενδυτική πολιτική που ακολουθεί, η οποία και καθορίζει την τοποθέτηση των κεφαλαίων σε διάφορων ειδών κινητές αξίες, δηλαδή καθορίζει τον τρόπο με τον οποίο θα διαρθρωθεί το χαρτοφυλάκιο του αμοιβαίου. Η ακολουθούμενη επενδυτική πολιτική είναι με τη σειρά της συνάρτηση των στόχων κάθε A/K, οι οποίοι μπορεί να δίνουν έμφαση στο **εισόδημα**, την δημιουργία μίας σχετικά σταθερής ροής ρευστών προς τους μεριδιούχους, **τα κεφαλαιακά κέρδη**, την αύξηση δηλαδή της αξίας του ενεργητικού ή και στα δύο παραπάνω ταυτόχρονα. Έτσι, έχουμε τις παρακάτω κατηγορίες, όπως φαίνεται και στο Σχήμα 2.

1. Διαθεσίμων ή Χρηματαγορών
2. Ομολογιακά ή Εισοδήματος (και υποκατηγορίες)
3. Μετοχικά (και υποκατηγορίες)
4. Μικτά και
5. Ειδικού τύπου (και υποκατηγορίες).

Επίσης, κάθε κατηγορία και υποκατηγορία μπορεί να αφορά είτε **εγχώρια A/K**, που επενδύουν σε κινητές αξίες εσωτερικού, είτε **A/K εξωτερικού**, που επενδύουν σε κινητές αξίες μίας ή περισσότερων ξένων χωρών, είτε **A/K διεθνή**, που επενδύουν σε κινητές αξίες τόσο εσωτερικού, όσο και άλλων χωρών. Στη συνέχεια ακολουθεί ανάλυση των παραπάνω κατηγοριών.



Σχήμα 2: Κατηγορίες και υποκατηγορίες Α/Κ

Πηγή: Καραθανάσης, Α. Γεώργιος, Λυμπερόπουλος Δ. Γεώργιος, «Αμοιβαία Κεφάλαια»

1. Α/Κ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ Η ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΩΝ (MONEY-MARKET FUNDS)

Πρόκειται για Αμοιβαία Κεφάλαια που επενδύουν κυρίως στην αγορά χρήματος και σε κάποιο μικρό ποσοστό σε ομόλογα. Για να χαρακτηριστεί ένα Α/Κ ως Διαχείρισης Διαθεσίμων θα πρέπει να επενδύει τουλάχιστον το 65% του Ενεργητικού του σε προϊόντα της χρηματαγοράς και δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος. Είναι η πιο απλή μορφή Α/Κ εισοδήματος και θεωρούνται ως τα πιο ασφαλή αμοιβαία, καθώς ενέχουν χαμηλό επενδυτικό κίνδυνο. Έχουν μέσο-βραχυχρόνιο χρονικό ορίζοντα και επενδύουν σε υψηλής ποιότητας χρεόγραφα, δηλαδή χρεόγραφα που εκδίδονται από οργανισμούς που παρουσιάζουν την υψηλότερη δυνατή αξιοπιστία, όπως το για την Ελλάδα το ελληνικό δημόσιο και οι κρατικοί οργανισμοί ξένων χωρών. Έχοντας, αυτά τα χαρακτηριστικά προσφέρουν στους επενδυτές **ελάχιστο κίνδυνο, ασφάλεια και ρευστότητα**. Αναλυτικότερα, τα Α/Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων επενδύουν συνήθως σε:

- Ø Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου
- Ø Τραπεζικές καταθέσεις σε εγχώριο νόμισμα
- Ø Καταθέσεις σε ξένο νόμισμα
- Ø Καταθέσεις Repos
- Ø Ομόλογα Δημοσίου κ.α.

2. Α/Κ ΟΜΟΛΟΓΩΝ Η ΣΤΑΘΕΡΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ

Τα Α/Κ σταθερού εισοδήματος εξασφαλίζουν σχετικά σταθερή ροή εισοδήματος στους κατόχους των μεριδίων επενδύοντας σε ομόλογα και ομολογίες. Αναλυτικότερα επενδύουν σε:

- Ø Ομόλογα Δημοσίου και κρατικών οργανισμών εγχώριων και ξένων
- Ø Ομόλογα τοπικής αυτοδιοίκησης
- Ø Ομόλογα zero-coupon
- Ø Ομολογίες ιδιωτικών επιχειρήσεων
- Ø Ομολογίες εταιρειών υψηλού κινδύνου
- Ø Έντοκα Γραμμάτια Δημοσίου
- Ø Ξένες χρηματαγορές

Ø Μετοχές εταιρειών(σε πολύ μικρό ποσοστό, που συνήθως δεν ξεπερνά το 5%)

Αυτή η κατηγορία A/K δεν είναι απαλλαγμένη από τον κίνδυνο, ενώ η διακύμανση των αποδόσεων είναι αποτέλεσμα του κινδύνου φερεγγυότητας, της πιθανότητας δηλαδή αθέτησης της υπόσχεσης του εκδότη των χρεογράφων και της διακύμανσης των επιτοκίων. Η κατηγορία αυτή A/K μπορεί να διαχωριστεί σε μια σειρά επί μέρους κατηγοριών, όπως:

α) A/K κρατικών ομολόγων (Government Bond Funds)

Πρόκειται για αμοιβαία που επενδύουν κυρίως σε ομόλογα που εκδίδονται από το κράτος της χώρας στην οποία επενδύουν και έχουν τον **μικρότερο δυνατό πιστωτικό κίνδυνο**, αλλά και **αποδόσεις μικρότερες** από τα αμοιβαία εισοδήματος που επενδύουν σε ομολογίες επιχειρήσεων.

β) A/K ομολογιών επιχειρήσεων (Corporate Bond Funds)

Τα αμοιβαία αυτά αγοράζουν κυρίως ομολογίες που εκδίδονται από υψηλής ποιότητας επιχειρήσεις και σε μικρό ποσοστό κρατικά ομόλογα.. Οι επιχειρήσεις αυτές χαρακτηρίζονται για την υψηλή πιστοληπτική τους ικανότητα και τη μικρή πιθανότητα αθέτησης των υποχρεώσεών τους. Επειδή, όμως οι εκδότες των ομολογιών αυτών δεν είναι τόσο αξιόπιστοι όσο το κράτος, οι επενδυτές απολαμβάνουν **υψηλότερες ονομαστικές αποδόσεις**.

γ) High Yield Bond Funds

Ένα μεγάλο μέρος του χαρτοφυλακίου των αμοιβαίων αυτών επενδύεται σε ομολογίες εταιρειών υψηλού κινδύνου. Πρόκειται για επιχειρήσεις με περιορισμένη πιστοληπτική ικανότητα και μεγάλο κίνδυνο αθέτησης υποχρεώσεων, αλλά παράλληλα λόγω του υψηλού κινδύνου εκδίδουν ομολογίες με **υψηλό ονομαστικό επιτόκιο**, ως αποζημίωση του επενδυτή για τον κίνδυνο που αναλαμβάνει.

3. ΜΕΤΟΧΙΚΑ Η΄ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΑ (STOCK FUNDS)

Για να χαρακτηριστεί ένα Α/Κ ως μετοχικό θα πρέπει τουλάχιστον το 65% του ενεργητικού του να είναι επενδυμένο σε μετοχές διαφόρων εταιρειών, συνήθως εισηγμένων σε χρηματιστηριακές αγορές. Τα μετοχικά Α/Κ απευθύνονται κυρίως σε επενδυτές που επιθυμούν **υψηλότερες αποδόσεις** από αυτές των ομολογιακών Α/Κ και παράλληλα είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν έναν συνήθως **μεγαλύτερο κίνδυνο**. Ανάλογα με την επενδυτική πολιτική που ακολουθείται και τον στόχο τους (κεφαλαιακά κέρδη, επίτευξη εισοδήματος με μορφή μερισμάτων κ.λ.π.) διακρίνονται σε επιμέρους κατηγορίες:

α) Aggressive-growth Funds

Αποσκοπούν στην **επίτευξη κεφαλαιακών κερδών**, δηλαδή στην όσο το δυνατόν μεγαλύτερη αύξηση της αξίας του καθαρού ενεργητικού και των μεριδίων, επενδύοντας σε μετοχές εταιρειών που επιτυγχάνουν σταθερά και για μεγάλα χρονικά διαστήματα υψηλούς ρυθμούς αύξησης των εσόδων και των κερδών τους. Έχουν σχετικά μικρό μέγεθος για να είναι πιο ευέλικτα και επιτυγχάνουν ικανοποιητικές μέσες ετήσιες αποδόσεις στο μακροχρόνιο διάστημα, αλλά οι τιμές των μεριδίων τους υπόκεινται σε έντονες βραχυχρόνιες διακυμάνσεις, ειδικότερα όταν το χρηματιστήριο κινείται πτωτικά.

β) Small-cup Funds

Παρουσιάζουν αρκετές ομοιότητες με την προηγούμενη κατηγορία μετοχικών Α/Κ. Πρόκειται για Α/Κ που επενδύουν σε μετοχές μικρών εταιρειών με καλές προοπτικές, καθώς οι μικρές επιχειρήσεις που έχουν προοπτικές μπορεί να επιτύχουν υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης από τις μεγάλες επιχειρήσεις. Όπως και τα προηγούμενα είναι περισσότερο κατάλληλα για **μακροχρόνιες τοποθετήσεις** και για επενδυτές που επιθυμούν **κεφαλαιακά κέρδη** και όχι μερίσματα.

γ) Growth Funds

Τα αμοιβαία αυτής της κατηγορίας παρουσιάζουν **μικρότερη διακύμανση** από τα προηγούμενα. Κατευθύνουν τις επενδύσεις τους σε μετοχές εταιρειών των οποίων τα κέρδη αυξάνονται με ρυθμούς υψηλότερους από το μέσο όρο. Παρά

τη μικρότερη διακύμανση που παρουσιάζει η καθαρή αξία των μεριδίων αυτών των Α/Κ δεν ενδείκνυνται για επενδυτές που αναζητούν σταθερές αποδόσεις και έχουν βραχυχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα.

δ) **Equity-income Funds**

Και αυτή η κατηγορία επιδιώκει **επίτευξη κεφαλαιακών κερδών, αλλά και εξασφάλιση κάποιου εισοδήματος**. Προκειμένου να πετύχουν αυτούς τους στόχους σχηματίζουν χαρτοφυλάκια με μετοχές εταιρειών που πληρώνουν μέρισμα πάνω από τον μέσο όρο, ενώ στο χαρτοφυλάκιό τους περιλαμβάνονται και μετατρέψιμες ομολογίες.

ε) **Εξειδικευμένα Α/Κ**

Με τον όρο αυτό εννοούμε μία περιουσία αποταμιευτικών κεφαλαίων, τα οποία είναι επενδεδυμένα αποκλειστικά σε τίτλους ή άλλα προϊόντα συγκεκριμένων παραγωγικών κλάδων. Εδώ περιλαμβάνονται:

- § **Κλαδικά Α/Κ** (μετοχές επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε συγκεκριμένους τομείς οικονομίας)
- § **Utility Funds** (επένδυση σε μετοχές επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας)
- § **Precious-metals Funds** (σε μετοχές εταιρειών με ορυχεία πολύτιμων μετάλλων)
- § **Socially Responsible Funds** (σε μετοχές εταιρειών κοινωνικά ευαισθητοποιημένων)
- § **Τοπικά Α/Κ** (σε μετοχές επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε συγκεκριμένες γεωγραφικές περιοχές)

4. ΜΙΚΤΑ

Είναι Αμοιβαία Κεφάλαια με μεγάλη ευελιξία στις επενδύσεις. Στόχος τους είναι η εξασφάλιση ενός **ικανοποιητικού εισοδήματος** για τους μεριδιούχους, ενώ η **πραγματοποίηση κεφαλαιακών κερδών** δεν παραβλέπεται τελείως. Για το λόγο αυτό επενδύουν τόσο σε ομόλογα, όσο και σε μετοχές. Αναλυτικότερα επενδύουν σε:

- § Μετοχές εταιρειών (κοινές και προνομιούχες)

- § Ομόλογα (διαφόρων εκδοτών και χρονικής διάρκειας)
- § Ομολογίες (με ή/ και χωρίς δυνατότητα μετατροπής σε προνομιούχες μετοχές)
- § Χρηματαγορές (εγχώρια και εξωτερικού).

Λόγω της ποικιλίας των επενδυτικών στοιχείων που συμπεριλαμβάνουν επιτυγχάνουν ικανοποιητική διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου τους και οι αποδόσεις τους παρουσιάζουν συνήθως μικρότερες διακυμάνσεις από αυτές των μετοχικών, αλλά μεγαλύτερες από αυτές των ομολογιακών. Είναι κατάλληλα για μεσοπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα και για άτομα που επιθυμούν να εισπράττουν από τις επενδύσεις τους κάποιο εισόδημα, χωρίς σημαντικές διακυμάνσεις.

5. ΕΙΔΙΚΟΥ ΤΥΠΟΥ

Σε αυτήν τη κατηγορία περιλαμβάνονται πολλά εξειδικευμένα Α/Κ και περιλαμβάνει τις ακόλουθες υποκατηγορίες:

α) Option-income Funds

Τα χαρτοφυλάκια αυτών των Α/Κ περιλαμβάνουν επενδύσεις σε options.

β) Χρηματιστηριακών Δεικτών (Index Funds)

Τα αμοιβαία αυτά «αντιγράφουν» σε μεγάλο βαθμό τη διάρθρωση ενός χρηματιστηριακού δείκτη, επενδύοντας σε μετοχές από τις οποίες συγκροτείται ο γενικός δείκτης της συγκεκριμένης χρηματιστηριακής αγοράς. Η βαρύτητα που έχει η διάρθρωση των συγκεκριμένων μετοχών στο Α/Κ είναι σχεδόν η ίδια με τη βαρύτητα των μετοχών στο Γενικό Δείκτη και επομένως, στόχος είναι η επίτευξη των αποδόσεων του Γενικού Δείκτη αυτού.

γ) Fund-of-Funds

Τα κεφάλαια του συγκεκριμένου αμοιβαίου επενδύονται σε μερίδια άλλων αμοιβαίων κεφαλαίων και έτσι η διαφοροποίηση που επιτυγχάνεται από αυτό είναι μεγαλύτερη από κάθε άλλο.

1.6 Πλεονεκτήματα Α/Κ

Η επένδυση σε μερίδια Αμοιβαίων Κεφαλαίων παρουσιάζει τα ακόλουθα πλεονεκτήματα:

1. Ελαχιστοποίηση του κινδύνου μέσω της διαφοροποίησης των επενδύσεων (diversification).

Το σημαντικότερο πλεονέκτημα που προσφέρουν τα Α/Κ είναι η ελαχιστοποίηση του κινδύνου, η οποία επιτυγχάνεται με την ταυτόχρονη επένδυση σε διαφορετικά περιουσιακά στοιχεία. Αυτό που οι διαχειριστές Αμοιβαίων Κεφαλαίων κάνουν είναι να επενδύουν τα χρήματα που τους εμπιστεύονται οι μεριδιούχοι σε διάφορες κινητές αξίες (μετοχές, ομόλογα, έντοκα, κ.λ.π.) επιτυγχάνοντας με αυτόν τον τρόπο μεγαλύτερη διασπορά. Δημιουργούν δηλαδή ένα χαρτοφυλάκιο επενδυτικών στοιχείων και έτσι ο επενδυτικός κίνδυνος που αντιμετωπίζει ο μεριδιούχος μειώνεται, μέσω της μείωσης του μη συστηματικού κινδύνου, που οφείλεται σε παράγοντες που σχετίζονται με την κάθε εταιρεία.

2. Επιπρόσθετη μείωση του κινδύνου μέσω της διεθνούς διαφοροποίησης (international diversification).

Σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία, ένα Α/Κ μπορεί να επενδύσει μέχρι και το 100% του συνολικού ενεργητικού του στο εξωτερικό. Η δυνατότητα αυτή αποτελεί ένα ακόμα σημαντικό πλεονέκτημα των Α/Κ, καθώς επιτυγχάνεται επιπρόσθετη μείωση του κινδύνου λόγω διεθνούς διαφοροποίησης, ενώ αυξάνεται και η πιθανότητα αυξημένων αποδόσεων λόγω δυνατότητας επένδυσης σε γιγαντιαίες επιχειρήσεις του εξωτερικού.

3. Συνεχής επαγγελματική διαχείριση των χρημάτων των επενδυτών.

Οι διαχειριστές των Α/Κ είναι εξειδικευμένα στελέχη με σημαντική πείρα στην επιλογή και διαχείριση των επενδύσεων και εργάζονται αποκλειστικά για το συμφέρον των επενδυτών. Επιλέγουν τα συγκεκριμένα αξιόγραφα που πρέπει να αγοραστούν την κατάλληλη χρονική στιγμή, καθώς και τα ποσοστά κάθε κατηγορίας

αξιογράφων που θα περιληφθούν στο χαρτοφυλάκιο τους και έτσι οι επενδυτές απαλλάσσονται από το άγχος της συνεχούς παρακολούθησης των εξελίξεων.

4. Πρόσβαση σε επαγγελματική διαχείριση με μικρό αρχικό κεφάλαιο.

Η επένδυση σε Α/Κ προσφέρει πρόσβαση σε υψηλής ποιότητα τεχνογνωσία και επαγγελματική διαχείριση με ελάχιστο ποσό χρημάτων. Τα περισσότερα Α/Κ στην Ελλάδα έχουν ως κατώτερο όριο τα 700 με 1.500 ευρώ, ενώ υπάρχουν και αμοιβαία που με 150 ευρώ δίνουν στους επενδυτές πρόσβαση στις εγχώριες και διεθνείς αγορές.

5. Ρευστότητα

Ένα σημαντικό πλεονέκτημα που προσφέρει ο θεσμός των Α/Κ είναι η ρευστότητα. Η ρευστότητα αναφέρεται στη δυνατότητα εύκολης και γρήγορης τοποθέτησης και απόσυρσης χρημάτων από μία επένδυση, καθώς και στην ικανότητα αγοραπωλησίας. Βάσει του ισχύοντος νόμου, η εξαγορά των μεριδίων μπορεί να γίνει ανά πάσα στιγμή κατόπιν αίτησης του κομιστή του τίτλου, στην τιμή εξαγοράς της επόμενης εργάσιμης ημέρας από την λήψη της αίτησης, ενώ το αντίτιμο καταβάλλεται στον δικαιούχο εντός πέντε ημερών. Επιπρόσθετα, δεν υπάρχει ελάχιστο χρονικό όριο πώλησης των μεριδίων.

6. Απλουστευμένες διαδικασίες παρακολούθησης της εξέλιξης της επένδυσης.

Ένα πολύ σημαντικό πλεονέκτημα της επένδυσης σε μερίδια Α/Κ είναι η ευκολία παρακολούθησης της εξέλιξης των χρημάτων που έχουν επενδυθεί σε αυτά. Μετά το κλείσιμο του χρηματιστηρίου, υπολογίζονται σε ελάχιστο χρόνο οι καθαρές τιμές, οι τιμές εξαγοράς και οι τιμές διάθεσης των μεριδίων των Α/Κ, οι οποίες δημοσιεύονται την επόμενη ημέρα σε όλες τις οικονομικές και πολιτικές εφημερίδες. Με αυτόν τον τρόπο, ο μεριδιούχος Α/Κ για να υπολογίσει τη συνολική αξία των χρημάτων του αρκεί να πολλαπλασιάσει τον αριθμό των μεριδίων που κατέχει με επί την τιμή εξαγοράς του κάθε μεριδίου.

7. Μεταφορά των χρημάτων από το ένα Α/Κ σε άλλο της ίδιας οικογένειας με ελάχιστο ή μηδενικό κόστος.

Η εξάπλωση των Α/Κ δημιούργησε την ανάγκη ύπαρξης «οικογένειας» Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Η προσφορά εναλλακτικών Α/Κ στον επενδυτή είναι ιδιαίτερης σπουδαιότητας, καθώς προσφέρει στον μεριδιούχο δύο επιπλέον δυνατότητες:

- α. να εκμεταλλευθεί αποτελεσματικά τις επικρατούσες συνθήκες στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου π.χ. σε μία περίοδο οικονομικής στασιμότητας να μεταφέρει τα χρήματά του σε Α/Κ διαθέσιμων ή ομολογιών, ενώ σε μία περίοδο ανάκαμψης της οικονομίας να μεταφέρει τα χρήματά του σε μετοχικά Α/Κ.
- β. να επιλέξει τους δικούς του συνδυασμούς Α/Κ ώστε να επιτύχει ακόμα μεγαλύτερη διαφοροποίηση του κινδύνου.

8. Ευρύ πεδίο επενδυτικών επιλογών.

Τα Α/Κ λόγω της πολύ μεγάλης ποικιλίας τους μπορούν να καλύψουν μια αρκετά ευρεία ποικιλία επενδυτικών αναγκών. Σήμερα στην Ελλάδα υπάρχουν περίπου 270, ενώ ο αριθμός των Α/Κ παγκοσμίως ξεπερνά τις 54.000. Αν σε αυτό το ευρύ πεδίο επιλογών συνυπολογίσουμε και τη δυνατότητα των επενδυτών να δημιουργήσουν χαρτοφυλάκια Α/Κ καταλαβαίνουμε ότι τα αμοιβαία σήμερα μπορούν να ικανοποιήσουν τις επιθυμίες και ανάγκες και του πιο απαιτητικού επενδυτή.

9. Λογικές προμήθειες και έξοδα.

Ο έντονος ανταγωνισμός που υπάρχει τα τελευταία χρόνια στον κλάδο έχει μειώσει σημαντικά τα επίπεδα των προμηθειών.

10. Φορολογικές διευκολύνσεις και απαλλαγές και έκδοση τίτλων σε κοινό λογαριασμό.

Προβλέπεται μεταξύ άλλων η μεταβίβαση Α/Κ εν ζωή χωρίς φορολογική επιβάρυνση. Επιπλέον, οι επενδυτές μπορούν να αγοράζουν μερίδια σε κοινό λογαριασμό, καθώς επίσης και να τα ενεχυριάζουν για να πάρουν δάνειο.

1.7. Μειονεκτήματα Α/Κ

Τα Α/Κ παρέχουν σημαντικά πλεονεκτήματα στο ευρύ επενδυτικό κοινό, υπάρχουν όμως και περιπτώσεις στις οποίες δεν ενδείκνυται η επιλογή Α/Κ ως επενδυτική ευκαιρία. Οι περιπτώσεις αυτές είναι οι ακόλουθες:

1. Άτομα πεπειραμένα στην επιλογή μετοχών και τη δημιουργία χαρτοφυλακίων.

Υπάρχουν επενδυτές που θέλουν να επιλέγουν μόνοι τους ή με τη βοήθεια κάποιου συμβούλου τις προσωπικές τους επενδύσεις, πιστεύοντας ότι η επιλογή και η διαχείριση του χαρτοφυλακίου τους με αυτόν τον τρόπο είναι πιο αποδοτική και για το λόγο αυτό δεν επιθυμούν επαγγελματική διαχείριση.

2. Επιθυμία επένδυσης μόνο σε ομόλογα.

Υπάρχουν επενδυτές που ανήκουν στην κατηγορία των risk avoiders και για τον λόγο αυτό επιθυμούν να επενδύουν σε επενδυτικά προϊόντα που έχουν συγκεκριμένη γνωστή εκ των προτέρων ονομαστική απόδοση και συνεπώς είναι απαλλαγμένα του επενδυτικού κινδύνου.

3. Εξειδικευμένες οικονομικές ανάγκες.

Υπάρχουν επενδυτές που έχουν συγκεκριμένες οικονομικές ανάγκες, οι οποίες δεν μπορούν να καλυφθούν από τα Α/Κ.

Τέλος, θα πρέπει να αναφερθεί ότι οι επενδυτές θα πρέπει να παρακολουθούν τα Α/Κ των οποίων μερίδια έχουν αγοράσει και αυτό γιατί μπορεί διαχρονικά αλλαγές στους διαχειριστές ή στα συστατικά μέρη του Α/Κ να αλλοιώσουν τον αρχικό του χαρακτήρα.

Κεφάλαιο 2ο

Αξιολόγηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Η ταχεία διεύρυνση των επενδυτικών επιλογών στο χώρο των αμοιβαίων κεφαλαίων προσφέρει σημαντικές ευκαιρίες στο ευρύ επενδυτικό κοινό, του δημιουργεί όμως και ορισμένα προβλήματα στην επιλογή του κατάλληλου και πιο αποτελεσματικού Α/Κ.

2.1 Απόδοση και κίνδυνος

Οι βασικές διαστάσεις για την σωστή αξιολόγηση των επενδύσεων είναι δύο: «**Απόδοση και Κίνδυνος**».

Σύμφωνα με την σύγχρονη Θεωρία Χαρτοφυλακίου και τους θεωρητικούς της Markowitz και Sharpe, οι επενδυτές συνεκτιμούν και τις δύο αυτές διαστάσεις στην προσπάθειά τους να επιλέξουν μεταξύ εναλλακτικών περιουσιακών στοιχείων.

Η **απόδοση** είναι η διαφορά μεταξύ της τελικής αξίας του περιουσιακού στοιχείου και της αρχικής της αξίας διαιρούμενης με την αρχική αξία.

Ο **κίνδυνος** είναι η αβεβαιότητα που υπάρχει για την πραγματοποίηση ενός συγκεκριμένου αποτελέσματος. Εάν ένα επενδυτικό προϊόν αξιολογείται μεμονωμένα, ο κίνδυνος συνήθως μετράται με την μέση απόκλιση τετραγώνου (standard deviation) όλων των δυνατών αποδόσεων της. Εφόσον όμως οι επενδυτές έχουν την δυνατότητα να επενδύσουν σε περισσότερες από μία μετοχές, εκείνο που πρέπει να τους ενδιαφέρει δεν είναι ο συνολικός κίνδυνος της μετοχής, αλλά μόνο εκείνο το μέρος του κινδύνου που παραμένει, όταν η συγκεκριμένη μετοχή συμπεριληφθεί στο χαρτοφυλάκιο τους.

Το ποσό με το οποίο ο κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου αυξάνεται όταν μια μετοχή συμπεριλαμβάνεται σε αυτό, είναι γνωστό ως **συστηματικός κίνδυνος** ή **κίνδυνος**

αγοράς. Ο συστηματικός κίνδυνος μιας επένδυσης οφείλεται σε όλους εκείνους τους πολιτικούς, οικονομικούς και άλλους παράγοντες, οι οποίοι επηρεάζουν συνολικά όλες τις επενδύσεις (π.χ. διαρθρωτικές μεταβολές στην οικονομία, μεταβολές της παγκόσμιας ενεργειακής κατάστασης).

Το υπόλοιπο τμήμα του συνολικού κινδύνου το οποίο εξαλείφεται λόγω της διαφοροποίησης, είναι γνωστό ως **μη συστηματικός ή ειδικός κίνδυνος**. Ο μη συστηματικός κίνδυνος οφείλεται σε παράγοντες οι οποίοι είναι μοναδικοί για κάθε εταιρεία (τεχνολογικές καινοτομίες, απεργίες, αποτελεσματικότητα της διοίκησης) και είναι ανεξάρτητοι των οικονομικών πολιτικών αλλά και των άλλων παραγόντων, οι οποίοι επηρεάζουν κατά συστηματικό τρόπο τις επενδύσεις.

Δεδομένου ότι οι διακυμάνσεις της χρηματιστηριακής αγοράς δεν μπορούν να προβλεφθούν με ακρίβεια, ο συστηματικός κίνδυνος δεν μπορεί να εξαλειφθεί. Αντίθετα ο μη συστηματικός κίνδυνος μπορεί, τουλάχιστον θεωρητικά να εκμηδενιστεί με κατάλληλα διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου.

2.2 Η ιδέα του συντελεστή βήτα.

Ο πιο απλός τρόπος προσέγγισης του κινδύνου της αγοράς μέσα σε μια εγχώρια Χρηματιστηριακή αγορά, είναι με τη χρήση του συντελεστή βήτα. Ο συντελεστής αυτός είναι ένα μέτρο της σχετικής επικινδυνότητας της μετοχής ή του Αμοιβαίου Κεφαλαίου ως προς την εγχώρια Χρηματιστηριακή αγορά. Υποθέτουμε ότι η εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά προσεγγίζεται από το Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου (ο οποίος έχει $\beta = 1$).

Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του συντελεστή βήτα μιας επένδυσης, τόσο πιο επικίνδυνη είναι η επένδυση αυτή. Ένα αμοιβαίο κεφάλαιο (ή μια μετοχή) με β μεγαλύτερο από τη μονάδα θεωρείται επιθετικό, ενώ εάν το β είναι μικρότερο της μονάδας θεωρείται αμυντικό. Για παράδειγμα εάν ένα A/K έχει $\beta = 1,2$ τότε μια αύξηση του Γενικού Δείκτη κατά 10% θα οδηγήσει σε κατά μέσο όρο αύξηση της τιμής του A/K κατά 12%. Τα A/K αυτού του είδους θα αποφέρουν σημαντικά κέρδη σε καταστάσεις όπου η αγορά χαρακτηρίζεται από συνεχή άνοδο των τιμών των

μετοχών (bull market), αλλά συνήθως υφίστανται μεγάλες απώλειες όταν η αγορά ακολουθεί πτωτική πορεία (bear market).

Οφείλουμε να σημειώσουμε τα εξής:

α) η τιμή ενός συντελεστού βήτα δεν δείχνει τη μεταβλητικότητα ενός A/K σε απόλυτους όρους, αλλά πόσο μεταβλητό είναι αυτό ως προς το δείκτη της χρηματιστηριακής αγοράς.

β) ενώ ο συντελεστής βήτα μιας μεμονωμένης μετοχής μπορεί να μεταβάλλεται έντονα διαχρονικά, ο αντίστοιχος συντελεστής ενός καλά διαφοροποιημένου A/K μετοχών, δείχνει ικανοποιητική διαχρονική σταθερότητα.

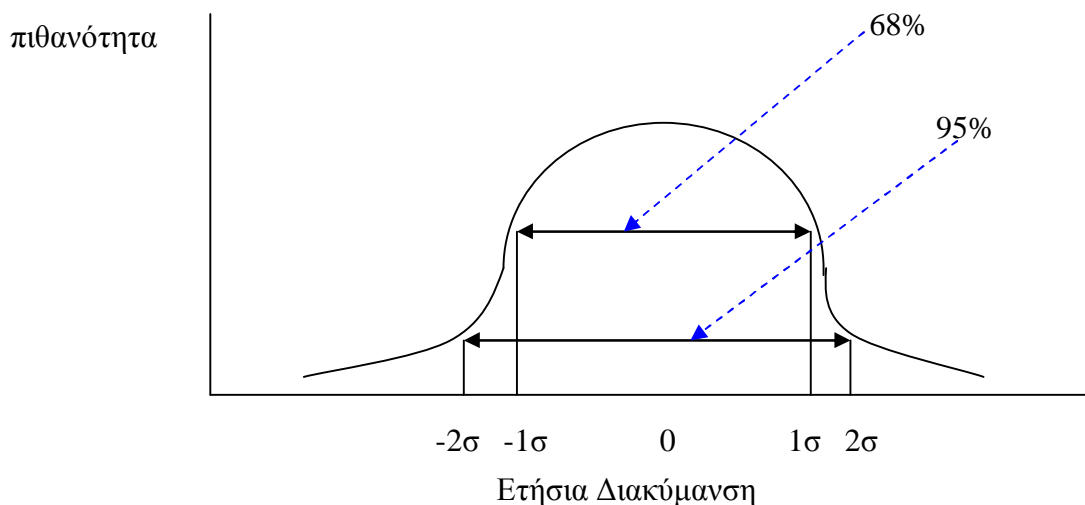
γ) η ακριβής τιμή βήτα των A/K εξαρτάται από το ποσοστό του ενεργητικού το οποίο έχει επενδυθεί σε μετοχές και σε άλλα περιουσιακά στοιχεία που ενέχουν κίνδυνο, ως προς τα υπόλοιπα επενδεδυμένα στοιχεία μηδενικού κινδύνου.

δ) Το είδος των επιλεγμένων μετοχών (επιθετικών έναντι αμυντικών) αλλά και η στάθμιση που ο διαχειριστής επιλέγει για τα είδη αυτά των μετοχών συμβάλλει στην τελική διαμόρφωση του μεγέθους του συστηματικού κινδύνου ενός A/K.

2.3 Τυπική Απόκλιση

Η τυπική απόκλιση απαντά στο ερώτημα «Πόσο μεταβλητή είναι η επένδυση μου σε απόλυτους όρους;». Έστω λοιπόν ότι η Χρηματιστηριακή αγορά των Αθηνών για την περασμένη εικοσαετία είχε σε ετήσια βάση, τυπική απόκλιση 30%. Κάτι τέτοιο σημαίνει ότι με πιθανότητα 68% (σχήμα κανονικής κατανομής), οι ετήσιες διακυμάνσεις της Χρηματιστηριακής αγοράς δεν θα υπερβούν το (+)(-)30% (σχήμα: +1σ, -1σ). Με άλλα λόγια μια επένδυση 100 ευρώ σε μια τυπική μετοχή θα βρίσκεται με πιθανότητα 68%, στο εύρος τιμών 70 και 130.

Το πλεονέκτημα της τυπικής απόκλισης είναι η άμεση σύγκριση των εναλλακτικών επενδύσεων.



Επιπλέον η χρησιμοποίηση της τυπικής απόκλισης παρουσιάζει ορισμένους περιορισμούς:

- α) η τυπική απόκλιση έχει νόημα μόνο όταν συγκρίνεται με την μέση τιμή στην οποία αντιστοιχεί.
- β) η τυπική απόκλιση βασίζεται στην υπόθεση της κανονικής κατανομής που σημαίνει ότι υπάρχουν ίσες διακυμάνσεις για κάθε πλευρά από το μέσο της. Η υπόθεση αυτή δεν είναι «σωστή» για τη χρηματιστηριακή αγορά, η οποία δείχνει μια γενική μακροπρόθεσμη ανοδική τάση.

Εντούτοις, η τυπική απόκλιση χρησιμοποιείται ευρύτατα από τους επαγγελματίες του χώρου της χρηματοοικονομικής, στο βαθμό που επιτρέπει άμεσες συγκρίσεις κινδύνου μεταξύ εναλλακτικών επενδύσεων.

2.4 Δείκτες Αξιολόγησης Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Η γνώση του επιπέδου του κινδύνου των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι απαραίτητη για την χρήση κατάλληλων μεθόδων αξιολόγησης της επίδοσής τους. Οι μέθοδοι αυτές που έχουν προταθεί από την διεθνή βιβλιογραφία λαμβάνουν υπ' όψιν τους την προσαρμογή της απόδοσης του Α/Κ σε τυχόν διαφορές στον κίνδυνο τον οποίο

ενσωματώνουν. Για τον σκοπό αυτό έχουν αναπτυχθεί διάφορες μέθοδοι οι κυριότερες των οποίων είναι:

A) Η μέθοδος της απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου (return per unit of risk)

Η προσέγγιση αυτή συσχετίζει το απόλυτο επίπεδο της απόδοσης του A/K που επιτεύχθηκε μέσα σε μια χρονική περίοδο με το επίπεδο του κινδύνου που ενσωματώνεται σε αυτό. Στην διεθνή βιβλιογραφία έχουν προταθεί κυρίως δύο μέτρα της απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου των A/K τα οποία έχουν παρόμοια χαρακτηριστικά: ο δείκτης Sharpe και ο δείκτης του Treynor.

§ Δείκτης Sharpe

Ο δείκτης του Sharpe εκφράζει την υπερβάλλουσα απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου, η οποία προκύπτει από την διαφορά της πραγματοποιηθείσας απόδοσης από το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, δια του συνολικού κινδύνου (τυπική απόκλιση).

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

§ Δείκτης Treynor

Ο δείκτης του Treynor εκφράζει την υπερβάλλουσα απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου, η οποία προκύπτει από την διαφορά της πραγματοποιηθείσας απόδοσης από το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, δια του συντελεστή βήτα.

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

Παρατηρούμε ότι η μόνη διαφορά των δύο παραπάνω δεικτών βρίσκεται στην προσέγγιση του κινδύνου του A/K. Ο δείκτης του Sharpe θεωρεί ως κατάλληλο μέτρο του κινδύνου την τυπική απόκλιση, ενώ ο δείκτης του Treynor εκτιμά ως καταλληλότερο μέτρο του κινδύνου τον συστηματικό κίνδυνο του A/K (βήτα).

Η τυπική απόκλιση ως μέτρο κινδύνου είναι κατάλληλη όταν τα χαρτοφυλάκια ή αμοιβαία κεφάλαια που εξετάζουμε είναι καλά διαφοροποιημένα. Από την άλλη μεριά, στην περίπτωση που τα υπό εξέταση χαρτοφυλάκια δεν είναι καλά διαφοροποιημένα ή αναλύουμε μεμονωμένες μετοχές, το καταλληλότερο μέτρο είναι ο συντελεστής βήτα.

B) Η μέθοδος της διαφορικής απόδοσης (Jensen's performance index)

Οι παραπάνω δείκτες Sharpe και Trynor κατατάσσουν χαρτοφυλάκια, αλλά δεν μας αναφέρουν σε όρους αποδόσεων πόσο τοις εκατό (%) το συγκεκριμένο A/K υπερείχε ή όχι από ένα χαρτοφυλάκιο παθητικής διαχείρισης. Αντίθετα, ο δείκτης επίδοσης του Jensen ή μέθοδος της διαφορικής απόδοσης, είναι ένας εναλλακτικός δείκτης που βασίζεται στο συντελεστή βήτα και μας απαντά στο ερώτημα του κατά πόσο μεγαλύτερη ή μικρότερη ήταν η απόδοση του A/K σε σχέση με αυτήν που αναμέναμε με βάση το συστηματικό του κίνδυνο.

Ο βασικός σκοπός της προσέγγισης αυτής είναι ο υπολογισμός της απόδοσης που θα έπρεπε να έχει το αμοιβαίο κεφάλαιο με βάση το συστηματικό κίνδυνο τον οποίο εμπεριέχει αρχικά. Η απόδοση αυτή ονομάζεται στη διεθνή βιβλιογραφία «φυσιολογική απόδοση» (normal return). Στην συνέχεια υπολογίζει την διαφορά της πραγματοποιηθείσας από την φυσιολογική απόδοση. Η απόδοση αυτή ονομάζεται μη φυσιολογική απόδοση.

Για την αξιολόγηση A/K με την μέθοδο της διαφορικής απόδοσης, A/K που παρέχουν υψηλότερη και θετική μη φυσιολογική απόδοση κρίνονται ως αυτά με την καλύτερη διαχείριση, ενώ A/K που παρέχουν αρνητική μη φυσιολογική απόδοση κρίνονται αρνητικά.

2.5 Επιλογή των «επιτυχημένων» Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Σύμφωνα με στοιχεία της Ευρωπαϊκής Ένωσης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (FEFSI) στα τέλη του 2002 υπήρχαν παγκοσμίως πάνω από 53.000 αμοιβαία κεφάλαια με συνολικά διαχειριζόμενα κεφάλαια που ξεπερνούν τα 10 τρις δολάρια. Συνεπώς, ένα πρόβλημα που αντιμετωπίζει ο σημερινός επενδυτής (ο οποίος λειτουργεί σε ένα παγκοσμιοποιημένο περιβάλλον) δεν είναι απλά η αγορά ενός A/K, αλλά η επιλογή εκείνου του συνδυασμού καλύτερων Αμοιβαίων Κεφαλαίων που θα ταιριάζει σε αυτόν. Επιπλέον η διαδικασία αξιολόγησης και επιλογής A/K (Fund Picking) απαιτεί εξειδικευμένες συμβουλές από οργανισμούς που κατέχουν την σχετική τεχνογνωσία.

Για τον προσδιορισμό των κατάλληλων Αμοιβαίων Κεφαλαίων χρησιμοποιούνται συγκεκριμένα κριτήρια αξιολόγησης τα οποία μπορούν να χωρισθούν σε ποσοτικά και ποιοτικά.

§ Ποσοτικά κριτήρια επιλογής

Επίδοση: το χρονικό διάστημα μεταξύ πέντε και δέκα ετών θεωρείται άριστο για την ανάλυση και την αξιολόγηση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου. Ως ελάχιστη περίοδος αποτελεσματικής αξιολόγησης ενός Α/Κ θεωρείται τα τρία χρόνια.

Κίνδυνος: η χρησιμοποίηση των χρηματοοικονομικών μαθηματικών μας επιτρέπει την ποσοτικοποίηση του κινδύνου των αμοιβαίων κεφαλαίων. Μερικά από τα πιο γνωστά εργαλεία εκτίμησης του κινδύνου είναι η τυπική απόκλιση, ο συντελεστής βήτα, ο δείκτης Sharpe και Treynor. Άλλοι παράγοντες κινδύνου είναι ο συναλλαγματικός κίνδυνος που προκύπτει από την επένδυση σε αποκλειστικά μια χώρα (country risk) και οι ειδικοί κίνδυνοι που προκύπτουν από την λειτουργία των επιμέρους εταιρειών. Ως γνωστόν η εφαρμογή της σύγχρονης θεωρίας του χαρτοφυλακίου ελαχιστοποιεί την πλειοψηφία των ειδικών αυτών κινδύνων.

Ένας επιπλέον παράγοντας κινδύνου είναι ο κίνδυνος ρευστότητας της αγοράς, ο οποίος συνδέεται στενά με τις συνθήκες που επικρατούν στη χρηματιστηριακή αγορά. Αυτό που θα πρέπει ο επενδυτής να εξετάσει είναι εάν χαρακτηρίζεται η αγορά από βάθος, πλάτος και επαρκή εμπορευσιμότητα, ώστε να επιτρέπει στα αξιόγραφα που διαπραγματεύονται να τιμολογούνται στις δίκαιες τιμές καθ' όλη την περίοδο.

Κόστη: η ενημέρωση του επενδυτικού κοινού για τα έξοδα διαχείρισης, τα κόστη συναλλαγών κ.λπ. είναι ιδιαίτερης σπουδαιότητας καθώς τα έξοδα του Α/Κ μειώνουν την απόδοσή του. Τα κόστη εισόδου / εξόδου ή πιο γνωστά ως προμήθειες διάθεσης και εξαγοράς κυμαίνονται από Α/Κ σε Α/Κ της ίδιας κατηγορίας αλλά και από χώρα σε χώρα. Χαμηλά κόστη δε σημαίνει κατ' ανάγκη καλύτερες αποδόσεις και αντίστροφα υψηλά κόστη δε σημαίνει ότι θα έχουν τελικά αρνητική επίδραση στην απόδοση του αμοιβαίου. Γενικά όμως, έχει αποδειχθεί ότι υψηλές τιμές των δεικτών του expense ratio και του turnover ratio επηρεάζουν αρνητικά την τελική επίδοση του Α/Κ.

§ Ποιοτικά κριτήρια επιλογής.

Τα βασικά ποιοτικά κριτήρια επιλογής αμοιβαίων κεφαλαίων είναι τα εξής τρία: αποτελεσματική οργάνωση της ΑΕΔΑΚ, η σωστή ή μη διάθρωση της επενδυτικής διαδικασίας και τέλος η ποιότητα εξυπηρέτησης των μεριδιούχων.

Οργάνωση: για την αξιολόγηση της οργάνωσης ενός αμοιβαίου κεφαλαίου απαιτείται άμεση και προσωπική συζήτηση και έρευνα με το προσωπικό της εταιρείας η οποία θα αποκαλύψει εάν πληρούνται τα παρακάτω κριτήρια:

- η ποιότητα και σταθερότητα της οργάνωσης της ΑΕΔΑΚ
- η διάθρωση της ιδιοκτησίας της ΑΕΔΑΚ
- η εταιρική φιλοσοφία που την διέπει.
- η εκπαίδευση και η ποιότητα της ομάδας των διαχειριστών των Α/Κ
- η προσωπική ηθική και ακεραιότητα των ανθρώπων κλειδιά της ΑΕΔΑΚ.

Επενδυτική διαδικασία: η επενδυτική διαδικασία πρέπει να είναι διαρθρωμένη με ξεκάθαρους κανόνες και αντίστοιχες ευθύνες. Τα παρακάτω κριτήρια είναι ιδιαίτερης σπουδαιότητας:

- ύπαρξη ξεκάθαρης επενδυτικής φιλοσοφίας.
- ύπαρξη κανόνων για την λήψη των αποφάσεων
- αποτελεσματική χρηματοοικονομική ανάλυση
- αποτελεσματική επιλογή μετοχών (selectivity)
- κατάλληλη χρονική στιγμή τοποθέτησης (market timing)
- αποτελεσματική μείωση και έλεγχος του κινδύνου

Τέλος τα κριτήρια αυτά πρέπει να έχουν τεθεί με συνέπεια και με έναν πειθαρχημένο τρόπο ώστε η αποτελεσματική εφαρμογή τους να φανεί τελικά στην επίδοση του Α/Κ.

Ποιότητα παροχής υπηρεσιών: με τον όρο ποιότητα παροχής υπηρεσιών εννοούμε την έγκαιρη παραγωγή εύκολα κατανοήσιμων αναφορών και αναλύσεων για τους μεριδιούχους. Επιπλέον πολλά αμοιβαία κεφάλαια παρέχουν πληροφορίες για τις τρέχουσες εγχώριες και διεθνείς εξελίξεις. Η ύπαρξη οικογένειας αμοιβαίων, η οποία να προσφέρει διαφορετικού τύπου Α/Κ και η ευκολία μεταφοράς των κεφαλαίων τους

από το ένα Α/Κ σε άλλο της ίδιας οικογένειας, είναι από τα θετικά εκείνα στοιχεία που πρέπει να λαμβάνονται υπ' όψιν στην επιλογή ενός αμοιβαίου κεφαλαίου.

Κεφάλαιο 3ο

Εταιρεία αξιολόγησης A/K - Morningstar

3.1 Η εταιρεία

Η Morningstar Inc. αποτελεί σήμερα την μεγαλύτερη εταιρεία στον τομέα της παροχής πληροφοριών και αναφορών για τα Αμοιβαία Κεφάλαια, τις μετοχές και τα investment insurance προϊόντα. Είναι μία ανεξάρτητη εταιρεία, δεν έχει δηλαδή κανέναν συμφέρον σχετικό με κάποια συγκεκριμένη μετοχή ή αμοιβαίο κεφάλαιο και για το λόγο αυτό οι πληροφορίες και οι αναφορές της είναι ιδιαίτερα αντικειμενικές και αξιόπιστες.

Η εταιρεία ιδρύθηκε στις αρχές της δεκαετίας του 1980 (1984) στο Σικάγο από τον Joe Mansueto. Εκείνο το χρονικό διάστημα τα A/K γνώριζαν μία πρωτοφανή ανάπτυξη. Το πρόβλημα ήταν ότι αξιόπιστες πληροφορίες για την απόδοση κεφαλαίων ήταν είτε μη διαθέσιμες είτε υπερτιμημένες. Οι περισσότεροι μεμονωμένοι επενδυτές, για τους οποίους και είχαν δημιουργηθεί τα A/K, στερούνταν τα απαραίτητα εργαλεία για την παρακολούθηση, εντοπισμό, ανάλυση και λήψη αποφάσεων σχετικά με τις επενδυτικές τους κινήσεις γύρω από τα αμοιβαία κεφάλαια. Ο ιδρυτής και CEO της Morningstar Joe Mansueto σκέφτηκε ότι τέτοιες πληροφορίες πρέπει να είναι ευρέως διαθέσιμες και επιδίωξε "να τις εκδημοκρατίσει".

Δουλεύοντας με λιγιστό προσωπικό, δημοσίευσε το πρώτο τεύχος του "Mutual Fund Sourcebook" το 1984. Πρόκειται για μια περιεκτική συλλογή πληροφοριών για A/K, που τιμολογήθηκε έτσι ώστε να είναι προσιτό τόσο σε μεμονωμένους επενδυτές, όσο και σε υπεύθυνους χρηματοοικονομικού σχεδιασμού. Το "Mutual Fund Sourcebook" βρήκε γρήγορα κοινό και η Morningstar αναπτύχθηκε ταχέως. Οι έντυπες δημοσιεύσεις επεκτάθηκαν σύντομα, ενώ παράλληλα δημιουργήθηκε το πρώτο software για ανάλυση A/K και ακολούθησε η είσοδος στο Διαδίκτυο. Η φιλοσοφία

περί «εκδημοκρατισμού της γνώσης και πληροφόρησης» οδήγησε στην παροχή πληροφοριών όχι μόνο για Α/Κ, αλλά και για μετοχές και άλλα επενδυτικά προϊόντα. Η εταιρεία επεκτάθηκε και στην Ευρώπη τον Μάρτιο του 2001 με έδρα το Λονδίνο και τοπικές δραστηριότητες σε όλες τις μεγάλες ευρωπαϊκές αγορές. Ενδεικτικά, αναφέρονται η Γαλλία, η Φινλανδία, η Γερμανία, η Ιταλία, η Νορβηγία, η Ισπανία, η Ολλανδία, η Δανία και η Σουηδία. Και εκτός Ευρώπης και Ηνωμένων Πολιτειών, όμως, η Morningstar έχει παρουσία, σε χώρες όπως το Χονγκ Κονγκ, η Κορέα, η Ιαπωνία, η Νέα Ζηλανδία, η Αυστραλία και ο Καναδάς.

Σήμερα η Morningstar έχει δίκαια κερδίσει τον τίτλο της πιο αξιόπιστης πηγής αντικειμενικής επενδυτικής πληροφόρησης και ανάλυσης. Απασχολεί πάνω από 800 άτομα παγκοσμίως, παρέχει πληροφορίες για έναν πολύ μεγάλο αριθμό Α/Κ, (περίπου 15.000), μετοχών και ασφαλιστικών προϊόντων διεθνώς και φτάνει ετήσιο εισόδημα του ύψους των 62,7 εκατ. στερλινών (2001). Τα προϊόντα της είναι διαθέσιμα σε έντυπη μορφή, σε CD-ROM και στο Internet.

Οι πελάτες της είναι:

- § **Μεμονωμένα άτομα** που χρησιμοποιούν τις πληροφορίες για να λάβουν ορθολογικές επενδυτικές αποφάσεις. Αυτοί οι επενδυτές επιθυμούν να γνωρίζουν όλα τα σχετικά γεγονότα και στοιχεία και να έχουν την σιγουριά ότι η πηγή πληροφοριών τους είναι εντελώς ανεξάρτητη.
- § **Υπεύθυνοι οικονομικού σχεδιασμού** και άλλοι επαγγελματίες επενδυτές στρέφονται στην Morningstar για εργαλεία που τους βοηθούν να ερευνήσουν, να αναλύσουν, να παρουσιάσουν, και να υποστηρίξουν τις επενδυτικές τους ιδέες.
- § **Οργανισμοί**, συμπεριλαμβανομένων των επιχειρήσεων αμοιβαίων κεφαλαίων, προμηθευτές υπηρεσιών συνταξιοδότησης και άλλοι απευθύνονται στην Morningstar για βελτίωση των προϊόντων τους, λόγω των εξειδικευμένων υπηρεσιών που παρέχει η εταιρεία.

Τα **εργαλεία** που προσφέρει η εταιρεία, μέσα από τα οποία παρέχει πληροφόρηση για περίπου 15.000 Α/Κ, 8.000 μετοχές και 20.000 διαφορετικά ασφαλιστικά προϊόντα, είναι τα ακόλουθα:

§ Για μεμονωμένους επενδυτές:

Morningstar.com®
Morningstar® Mutual Funds™
Morningstar® FundInvestor™
Morningstar® StockInvestor™
Morningstar® Funds 500™
Morningstar® Stocks 500™
Morningstar® Guide to Mutual Funds
Morningstar IndexesSM

§ Για συμβούλους:

Morningstar® Advisor WorkstationSM
Morningstar® Principia®
Morningstar® Managed PortfoliosSM
MorningstarAdvisor.com®
Morningstar® 529 AdvisorSM
Variable Annuities/Life Report™
Morningstar IndexesSM

§ Για ιδρύματα/οργανισμούς:

Morningstar® DataLab®
Morningstar® ClearFuture®
Investment Consulting
Licensed Data
Investment Guides™
Investment Profiles™
Reprints
Internet Tools & Content
Morningstar IndexesSM
Select Equity Research

Επιπλέον, η Morningstar έχει εισαγάγει πολύ σημαντικές καινοτομίες στην αξιολόγηση των επενδυτικών προϊόντων και έχει κυρίως καθιερωθεί μέσα από τα δύο

κριτήρια που προτείνει για την αξιολόγηση των A/K: **το Morningstar Star Rating** και το **Morningstar Category Rating**, τα οποία και αναλύονται στη συνέχεια.

Δεν θα ήταν υπερβολή να πούμε ότι το σύστημα αξιολόγησής της ασκεί καθοριστική επιρροή στις επιλογές του επενδυτικού κοινού αναφορικά με τα A/K στις Η.Π.Α. Έρευνα που έγινε το 1995 βρήκε ότι περίπου το 90% των κεφαλαίων που επενδύονται σε A/K στις Η.Π.Α. αφορούν A/K που η Morningstar έχει κατατάξει στις δύο υψηλότερα βαθμολογικά κατηγορίες της, των 4 και 5 αστεριών, όπως θα δούμε και στη συνέχεια.

3.2 Η μεθοδολογία της Morningstar

Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως η Morningstar υιοθετεί δύο κριτήρια αξιολόγησης: **το Morningstar Star Rating** και το **Morningstar Category Rating**. Πρόκειται για μέτρα που τροποποιούν την απόδοση για τον κίνδυνο και ποσοτικοποιούν τη σχέση αυτή. Στη συνέχεια παρουσιάζονται αναλυτικά τα βήματα της μεθοδολογίας.

3.2.1. Η Προσαρμοσμένη Εκτίμηση Κινδύνου - Risk Adjusted Rating (RAR)

Η προσαρμοσμένη εκτίμηση κινδύνου (RAR) για ένα αμοιβαίο κεφάλαιο υπολογίζεται με την αφαίρεση ενός μέτρου του σχετικού **κινδύνου** του κεφαλαίου (RRisk) από ένα μέτρο της σχετικής απόδοσης της (RRet):

$$RAR_i = RRet_i - RRisk_i$$

3.2.2. Σχετική απόδοση και σχετικός κίνδυνος

Κάθε ένα από τα σχετικά μέτρα για ένα κεφάλαιο υπολογίζεται με τη διαίρεση του αντίστοιχου μέτρου για το κεφάλαιο από έναν παρονομαστή που χρησιμοποιείται για όλα τα κεφάλαια που ανήκουν σε μια εφάμιλλη ομάδα. Έστω το $g(i)$ αντιπροσωπεύσει την εφάμιλλη ομάδα στην ανήκει οποία το κεφάλαιο i :

$$RRet_i = Ret_i / BRet_{g(i)}$$

$$RRisk_i = Risk_i / BRisk_{g(i)}$$

όπου $BRet_{g(i)}$ και $BRisk_{g(i)}$ δείχνουν τις βάσεις που χρησιμοποιούνται για τη σχετική απόδοση και το σχετικό κίνδυνο όλων των κεφαλαίων στην εν λόγω ομάδα. Ο τρόπος προσδιορισμού των δύο παραπάνω κλασμάτων αναλύεται παρακάτω.

3.2.3. Απόδοση

Η απόδοση κατά Morningstar, υπολογίζεται ως το πηλίκο της υπερβάλλουσας απόδοσης του αμοιβαίου (από το κρατικό ομόλογο) προς την μέση υπερβάλλουσα απόδοση των Α/Κ της ίδιας πάντοτε κατηγορίας.

Το μέτρο της απόδοσης (κατά **Morningstar**) ενός αμοιβαίου κεφαλαίου είναι η διαφορά μεταξύ της συσσωρευτικής αξίας που λαμβάνονται με την επένδυση \$1 στο αμοιβαίο κεφάλαιο κατά τη διάρκεια της περιόδου και της συσσωρευτικής αξίας που λαμβάνεται με την επένδυση \$1 σε κρατικά ομόλογα:

$$Ret_i = VR_i - VR_b$$

Κατά συνέπεια έστω ότι το \$1 που επενδύθηκε στο αμοιβαίο κεφάλαιο αυξήθηκε σε \$1,50 σε 36 μήνες, υποθέτοντας επανεπένδυση όλων των διανομών, ενώ \$1 που επενδύθηκε σε κρατικά ομόλογα, με την επανεπένδυση, αυξήθηκε σε \$1,20:

$$Ret_i = 1.50 - 1.20 = 0.30, \text{ or } 30\%$$

3.2.4. Η σχετική βάση απόδοσης (The Relative Return Base)

Δύο βήματα απαιτούνται για να υπολογίσουν τη βάση που χρησιμοποιείται για να υπολογίσουν τις σχετικές αποδόσεις για όλα τα κεφάλαια σε μια ομάδα. Κατ' αρχάς, υπολογίζεται ο μέσος όρος των αποδόσεων για όλα τα αμοιβαία κεφάλαια που ανήκουν στην ίδια (εφάμιλλη) ομάδα. Εάν το αποτέλεσμα είναι μεγαλύτερο από την αύξηση σε αξία που θα λαμβάναμε εάν επενδύαμε σε κρατικά ομόλογα, ο μέσος όρος ομάδας χρησιμοποιείται. Διαφορετικά χρησιμοποιούμε την αύξηση της αξίας εάν επενδύαμε σε κρατικά ομόλογα. Κατά συνέπεια:

$$BRet_{g(i)} = \max (\text{mean}_{i \text{ in } g(i)} [Ret_i], VR_b - 1)$$

Σημειώστε ότι για να χρησιμοποιηθεί ο μέσος όρος ομάδας, η απόδοση σε αμοιβαία κεφάλαια πρέπει να κάνουν τουλάχιστον δύο φορές μεγαλύτερη σε σχέση με τα κρατικά ομόλογα. Συνεπώς:

$$\text{mean}_{i \text{ in } g(i)} (VR_i - 1) \geq 2*(VR_b - 1)$$

3.2.5. Κίνδυνος

Ο υπολογισμός του κινδύνου κατά Morningstar είναι ιδιαίτερος αναλυτικός, καθώς εξετάζεται η απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου για κάθε μήνα της υπό εξέταση περιόδου. Κάθε μήνα που η απόδοση είναι κατώτερη της απόδοσης ενός κρατικού ομολόγου, προσμετράται το ποσοστό απόκλισης από την απόδοση του κρατικού ομολόγου και το σύνολο των αποκλίσεων αθροίζονται μεταξύ τους. Κατόπιν το άθροισμα διαιρείται με το υπό εξέταση διάστημα και προκύπτει η μέση μηνιαία υποαπόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η παραπάνω διαδικασία επαναλαμβάνεται για την κατηγορία στην οποία ανήκει το υπο εξέταση Α/Κ. Το πηλίκο της μέσης μηνιαίας υποαπόδοσης του αμοιβαίου κεφαλαίου προς την μέση μηνιαία υποαπόδοση της κατηγορίας, αποτελεί τον κίνδυνο κατά Morningstar.

Ακολουθεί αναλυτικά η μέθοδος και ένα παράδειγμα υπολογισμού του κινδύνου.

Για να μετρήσει τον κίνδυνο ενός κεφαλαίου, η Morningstar υπολογίζει αρχικά το *excess return* (ER) του αμοιβαίου κεφαλαίου για κάθε μήνα. Το ER, υπολογίζεται αφαιρώντας από την απόδοση του αμοιβαίου, την απόδοση ενός βραχυπρόθεσμου κρατικού ομολόγου. Έπειτα, όλα τα θετικά μηνιαία *excess return* (ER) μετατρέπονται σε μηδενικά. Τέλος, υπολογίζεται ο μέσος όρος των προκυπτουσών "μηνιαίων απωλειών" και αντιστρέφεται το πρόσημο για να δώσει έναν θετικό αριθμό. Έτσι:

$$Risk_i = - \text{mean}_i (\min_i [ER_{it}, 0])$$

Το αποτέλεσμα ορίζεται ως ένα μέτρο της "μέσης μηνιαίας απώλειας" του αμοιβαίου κεφαλαίου. Πιο συγκεκριμένα, είναι ένα μέτρο της απώλειας ευκαιρίας, όπου η χαμένη ευκαιρία είναι επένδυση σε κρατικά ομόλογα ενώ οι μήνες στους οποίους υπήρξε ένα κέρδος ευκαιρίας μετριούνται ως περίοδοι μηδενικής απώλειας ευκαιρίας.

3.2.6. Η σχετική βάση κινδύνου (The Relative Risk Base)

Η βάση που χρησιμοποιείται για να υπολογίσει το σχετικό κίνδυνο για όλα τα κεφάλαια σε μια ομάδα είναι απλά ο μέσος όρος όλων των μέτρων κινδύνου για τα αμοιβαία κεφάλαια σε εκείνη την ομάδα:

$$BRisk_{g(i)} = \text{mean}_{i \text{ in } g(i)} [Risk_i]$$

3.2.7. Παράδειγμα υπολογισμού του κινδύνου

	Return % of Mutual Fund	Return % of 90 day Treasury bill
Month 1	3,4	0,4
Month 2	0,2	0,3
Month 3	1,0	0,4
Month 4	-2,0	0,4
Month 5	2,5	0,4

Το αμοιβαίο κεφάλαιο παραπάνω πίνακα, είχε χειρότερη απόδοση από τα κρατικά ομόλογα στον δεύτερο και τέταρτο μήνα κατά 0,1% και 2,4% αντίστοιχα. Προσθέτουμε αυτά τα ποσά μαζί και διαιρούμε έπειτα με πέντε για να βρούμε τη "μέση μηνιαία μειωμένη απόδοση" του κεφαλαίου. Αυτή είναι ίση με 0,5%. Επειδή η απόδοση του κεφαλαίου ξεπέρασε την απόδοση των κρατικών ομολόγων στους άλλους τρεις μήνες, η απόδοσή αυτή δεν μετρά στον υπολογισμό κινδύνου Morningstar.

Για να ολοκληρώσουμε τον υπολογισμό κινδύνου Morningstar, πρέπει να ακολουθήσουμε την ίδια διαδικασία για την κατηγορία αστεριού που ανήκει το αμοιβαίο κεφάλαιο. Υποθέστε για το παράδειγμά μας ότι ο μέσος όρος όλων των μέτρων κινδύνου για τα αμοιβαία κεφάλαια σε εκείνη την ομάδα είχε μια μηνιαία μειωμένη απόδοση 0,455%. Το αποτέλεσμα κινδύνου Morningstar του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι ίσο με τη μέση μηνιαία απόδοσή του που διαιρείται με αυτήν της ομάδας:

$$\text{Morningstar Risk} = \frac{\text{fund's average underperformance}}{\text{average underperformance of star rating group}} = \frac{0.5\%}{0.455\%} = 1.1$$

Ο κίνδυνος Morningstar είναι ένα συστατικό του υπολογισμού της κατηγορίας αστεριών αλλά ακόμη και από μόνος του αποτελεί ένα χρήσιμο μέτρο της ιστορικής αστάθειας ενός κεφαλαίου. Όπως ακριβώς με το beta, είναι αρκετά εύκολο να ερμηνεύσει κανείς το αποτέλεσμα. Εάν ένα κεφάλαιο έχει αποτέλεσμα κινδύνου Morningstar 1,0 αυτό σημαίνει ότι η αστάθειά του είναι ίση με το μέσο όρο της κατηγορίας αστεριών που ανήκει. Ένα αποτέλεσμα 1,1 δείχνει ότι το κεφάλαιο έχει παρουσιάσει σε 10% μεγαλύτερη αστάθεια από το μέσο όρο της κατηγορίας αστεριών που ανήκει (έχει μεγαλύτερο ρίσκο από το μέσο όρο), ενώ ένα αποτέλεσμα 0,9 σημαίνει ότι το κεφάλαιο έχει παρουσιάσει 10% λιγότερη αστάθεια από το μέσο όρο (είναι λιγότερο επικίνδυνο από το μέσο όρο).

3.3 Morningstar και Bear Markets

Εκείνο που αξίζει να επισημάνουμε σχετικά με τη μέθοδο μέτρησης του κινδύνου είναι η **έμφαση στην αρνητική μεταβλητότητα** και συγκεκριμένα σε περιόδους ζημιών, δηλαδή όταν η καταγεγραμμένη απόδοση του Αμοιβαίου είναι κατώτερη από την απόδοση του κρατικού ομολόγου. Ουσιαστικά η μεθοδολογία της Morningstar υπολογίζει τον κίνδυνο βλέποντας την αγορά ως πτωτική (bear market) προκειμένου να συλλάβει την πιθανότητα απώλειας κεφαλαίου.

Επιπλέον οφείλουμε να τονίσουμε ότι σε πραγματικά πτωτικές αγορές όπως για παράδειγμα το Χ.Α.Α. την περίοδο 2000 – 2001, η αξιολόγηση των αμοιβαίων κεφαλαίων με 5 και 4 αστέρια δεν σημαίνει απαραίτητα ότι είναι και τα «καλύτερα», αλλά απλώς ήταν τα καλύτερα της κατηγορίας στην οποία ανήκαν.

3.4 Αστέρια και εκτιμήσεις κατηγοριών.

Αν και η Morningstar εκθέτει τις σχετικές αποδόσεις, τους σχετικούς κινδύνους και την Προσαρμοσμένη Εκτίμηση Κινδύνου - Risk Adjusted Rating (RAR), η περισσότερη προσοχή στρέφεται στα "αστέρια" και τις "εκτιμήσεις κατηγοριών" που προέρχονται από τις RAR τιμές.

Για λόγους υπολογισμού των RARs, κάθε κεφάλαιο ανήκει σε μια (και μόνο μία) ομάδα. Για τις κατηγορίες αστεριών, η Morningstar χρησιμοποιεί τέσσερις τέτοιες ομάδες (**peer groups**):

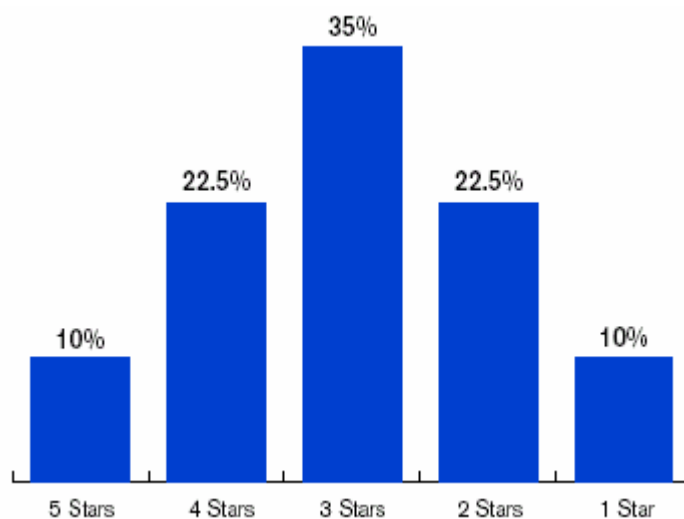
- *domestic equity*,
- *international equity*,
- *taxable bond*
- *municipal bond*.

Στα μέσα του 1997, παραδείγματος χάριν, υπήρξαν 20 κατηγορίες *domestic equity*, 9 κατηγορίες *international equity*, 10 κατηγορίες *taxable bond* και 5 κατηγορίες *municipal bond*.

Για τον καθορισμό της κατηγορίας του αμοιβαίου, η Morningstar αφαιρεί τον κίνδυνο κατά Morningstar από την απόδοση κατά Morningstar ($RAR_i = RRet_i - RRisk_i$)

Τα RARs για όλα τα αμοιβαία κεφάλαια σε μια εφάμιλλη ομάδα ταξινομούνται ως εξής:

- § 5 αστέρια λαμβάνουν το 10% των ανώτερων τιμών RARs
- § 4 αστέρια λαμβάνουν το 22,5% των επόμενων τιμών RARs
- § 3 αστέρια λαμβάνουν το 35% των επόμενων τιμών RARs
- § 2 αστέρια λαμβάνουν το 22,5% των επόμενων τιμών RARs
- § 1 αστέρι λαμβάνουν το 10% των τελευταίων τιμών RARs



Πηγή : Morningstar

5 αστέρια είναι ο ανώτερος χαρακτηρισμός που δίνει η Morningstar σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο, ενώ ένα αστέρι είναι ο χαμηλότερος βαθμός αξιολόγησης.

Περιορισμοί

Σε αυτό το σημείο οφείλουμε να διευκρινίσουμε κάποιες έννοιες που έχουν να κάνουν με την κατηγοριοποίηση βάση των αστεριών (star rating). Η μεθοδολογία αυτή της Morningstar, είναι μια μαθηματική αξιολόγηση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου βασισμένου πόσο καλά έχει ισορροπήσει τον κίνδυνο και τις αποδόσεις του στο παρελθόν, έναντι ομολόγων που ανήκουν στην ίδια ομάδα με το υπό εξέταση αμοιβαίο. Η Morningstar δεν προτείνει την επένδυση σε ένα αμοιβαίο αποκλειστικά και μόνο επειδή έχει π.χ. 5 αστέρια. Με άλλα λόγια το star rating είναι ένα χρήσιμο εργαλείο αλλά έχει και κάποιους περιορισμούς:

α) δεν είναι «προφητικό». Εξετάζει πως έχει πάει το αμοιβαίο στο παρελθόν αλλά δεν μπορεί να πει με σιγουριά ποια θα είναι η πορεία του στο μέλλον.

β) Το star rating δεν αποκαλύπτει κάποιες πολύ βασικές πληροφορίες σχετικά με το αμοιβαίο κεφάλαιο όπως το εάν ο διαχειριστής (που ευθύνεται για την έως τώρα πορεία του αμοιβαίου) έχει ακόμα υπό την ευθύνη του την διαχείριση του αμοιβαίου. Επίσης δεν αναφέρει τα έξοδα που συνοδεύουν το αμοιβαίο καθώς επίσης και το χαρτοφυλάκιο του αμοιβαίου.

Συνεπώς, το star rating είναι ένα καλό πρώτο βήμα για την αξιολόγηση ενός αμοιβαίου αλλά όχι και το μοναδικό βήμα!

3.5. Στάθμιση Αμοιβαίων Κεφαλαίων με Βάση τη Διαχρονική Απόδοση

Το «προφίλ» της απόδοσης και κινδύνου ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, το οποίο αντικατοπτρίζεται με την κατηγορία των αστεριών στην οποία ανήκει το αμοιβαίο, υπολογίζεται από ένα σταθμισμένο μέσο ο οποίος λαμβάνει υπόψη τις παρελθούσες επιδόσεις απόδοσης και ρίσκου σε διάστημα 3,5 και 10 ετών. Για στοιχεία του αμοιβαίου σε διάστημα από 3 έως 5 έτη, χρησιμοποιούνται για την κατάταξη μόνο τα στοιχεία των 3 ετών. Για στοιχεία του αμοιβαίου σε διάστημα από 5 έως 10 έτη, χρησιμοποιούνται για την κατάταξη κατά 60% τα στοιχεία των 5 ετών και κατά 40% τα στοιχεία των 3 ετών. Τέλος, για στοιχεία του αμοιβαίου σε διάστημα πάνω από 10 έτη, χρησιμοποιούνται για την κατάταξη κατά 50% τα στοιχεία των 10 ετών, κατά 30% τα στοιχεία των 5 ετών και κατά 20% τα στοιχεία των 3 ετών. Τα παραπάνω συνοψίζονται στο παρακάτω πίνακα.

ΧΡΟΝΙΚΟ ΔΙΑΣΤΗΜΑ	ΒΑΡΥΝΟΥΣΑ ΣΗΜΑΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗΣ
3 ΕΩΣ 5 ΕΤΗ	100% ΣΤΑ 3 ΕΤΗ
5 ΕΩΣ 10 ΕΤΗ	60% ΣΤΑ 5 ΕΤΗ, 40% ΣΤΑ 3 ΕΤΗ
10 ΕΤΗ ΚΑΙ ΠΑΝΩ	50% ΣΤΑ 10 ΕΤΗ, 30% ΣΤΑ 5 ΕΤΗ, 20% ΣΤΑ 3 ΕΤΗ

Επιπλέον, για αμοιβαία κεφάλαια «ηλικίας» **κάτω από 3 έτη**, η μέθοδος δεν εφαρμόζεται αφού θεωρείται πως η παρατήρηση της συμπεριφοράς του αμοιβαίου κεφαλαίου στον παρελθόντα χρόνο κρίνεται ανεπαρκής.

3.6. Category Rating κατά Morningstar

Η φιλοσοφία και η διαδικασία του category rating είναι περίπου ίδια με αυτή του star rating.

Η βασικότερη διαφορά του category rating είναι ότι επιτρέπει στους επενδυτές να συγκρίνουν τα αμοιβαία κεφάλαια με μια πολύ πιο εξειδικευμένη κατηγορία σε σχέση με αυτές του star rating. Συγκεκριμένα, η κατηγοριοποίηση και η σύγκριση πραγματοποιείται μεταξύ 44 ομάδων αμοιβαίων αντί για 4 ομάδες που χρησιμοποιεί το star rating. Στο category rating, κάθε ομάδα από τις 4 μεγάλες ομάδες (μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια Η.Π.Α., διεθνή αμοιβαία κεφάλαια, αφορολόγητα αμοιβαία κεφάλαια, πολιτειακά μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια) υποδιαιρείται σε μικρότερες κατηγορίες. Η διαφοροποίηση των 4 αρχικών κατηγοριών σε 40 νέες κατηγορίες βασίζεται σε χαρακτηριστικά όπως κεφαλαιοποίηση, τομέας δραστηριότητας (στην περίπτωση των εγχώριων μετοχικών αμοιβαίων), χρονικός ορίζοντας των ομολόγων (στην περίπτωση των φορολογητέων και μη ομολόγων) και στη γεωγραφική συγκέντρωση για την περίπτωση των αλλοδαπών μετοχικών κεφαλαίων.

Μια άλλη διαφορά μεταξύ category και star rating είναι ότι οι αποδόσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου δεν είναι προσαρμοσμένες για κόστη πωλήσεων. Τέλος, για τις αποδόσεις των αμοιβαίων χρησιμοποιούνται περίοδοι τριών ετών μόνο.

3.7. Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των κατηγοριοποιήσεων (Ratings) της Morningstar.

Το μεγαλύτερο πλεονέκτημα των κατηγοριοποιήσεων της Morningstar είναι η εύκολη κατανόησή τους. Αρκεί μια ματιά για να καταλάβει ο επενδυτής πως «πήγε» ένα αμοιβαίο συγκρινόμενο με άλλα της κατηγορίας του. Αυτό το πλεονέκτημα είναι ιδιαίτερα σημαντικό αν συλλογιστούμε τις παραδοσιακές μεθόδους αξιολόγησης με τους λόγους (ratios) του Sharpe και Treynor, όπου ήταν δύσκολο να ερμηνευτούν απέναντι απλό επενδυτή χωρίς στατιστικές και οικονομετρικές γνώσεις.

Φυσικά, η ευκολία της ερμηνείας του star rating, πολλές φορές οδηγεί σε λανθασμένα συμπεράσματα των επενδυτών. Ένα αμοιβαίο κεφάλαιο «βραβευμένο» με 5 αστέρια, σημαίνει απλά ότι ανήκει στο υψηλότερο 10% της κατηγορίας του για την υπό εξέταση περίοδο.

Από την άλλη πλευρά, η προσαρμοσμένη εκτίμηση κινδύνου (RAR) της Morningstar, έχει έναν αριθμό από μειονεκτήματα. Είναι πολύπλοκη και φτωχής στατιστικής ποιότητας. Επιπλέον αποτυγχάνει να ικανοποιήσει μια σημαντική πτυχή των προτιμήσεων του επενδυτή – την επιθυμία για χαρτοφυλάκια τα οποία δεν χαρακτηρίζονται ούτε από τον μικρότερο ούτε από τον μεγαλύτερο κίνδυνο.

3.8. Καινοτομίες της μεθόδου Star Rating και αξιολόγηση Αμοιβαίων στην Ελλάδα

Η προσέγγιση της Morningstar έχει κάποιες **βασικές καινοτομίες**:

- Η μεθοδολογία συγκρίνει την απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου όχι ως προς ένα δείκτη αναφοράς (όπως τα κριτήρια Sharpe, Treynor και Jensen) αλλά ως προς τον μέσο όρο της κατηγορίας όπου αυτό ανήκει.

- Επιπλέον καινοτομία αποτελεί το ότι για την προσέγγιση του κινδύνου λαμβάνει υπ' όψιν μόνο τις αρνητικές αποδόσεις του A/K γιατί βασικός σκοπός της μεθόδου είναι να συλλάβει την πιθανότητα απώλειας του κεφαλαίου των επενδυτών ως προς τον μέσο όρο των απωλειών των A/K της κατηγορίας όπου ανήκει.

Στην Ελλάδα, παρά τη ραγδαία αύξηση των κεφαλαίων που έχουν κατευθυνθεί στα αμοιβαία κεφάλαια την τελευταία δεκαετία, δεν υπάρχει ακόμα κάποιος αξιόπιστος οργανισμός ο οποίος να αξιολογεί την επίδοση των εγχώριων διαχειριστών. Το κενό αυτό καλύφθηκε με την συνεργασία του Πανεπιστημίου Πειραιώς, το οποίο σε συνεργασία με την Confine Asset Management, αξιολογεί σε τριμηνιαία βάση την επίδοση των εγχώριων μετοχικών και μεικτών αμοιβαίων κεφαλαίων βάση της μεθόδου star rating που εφαρμόζει η Morningstar.

Παρακάτω παρουσιάζονται τα αποτελέσματα μιας έρευνας η οποία εφαρμόζει την μέθοδο Risk Adjusted Star Rating της Morningstar για Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια του εσωτερικού την περίοδο 31/12/2000 – 31/12/2002. Παρουσιάζονται τα 5 καλύτερα και 5 χειρότερα μετοχικά A/K.

Τα 5 καλύτερα μετοχικά Α/Κ

31/12/2000 – 31/12/2002

Εγνατία ΑΘΗΝΑ Δυναμικό (Μετ.Εσ.)	* * * * *
EUROBANK Value Index, Μετοχικό Εσ.	* * * * *
HSBC Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης (Μετ. Εσωτερικού)	* * * * *
ΔΗΛΟΣ Υποδομής και Κατασκευών (Μετ. Εσωτερικού)	* * * * *
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτυξιακό Μετ. Εσωτερικού)	* * * * *

Τα 5 χειρότερα μετοχικά Α/Κ

31/12/2000 – 31/12/2002

ALPHA Blue Chips Α/Κ (Μετ. Εσωτ.)	*
ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής, (Μετ Εσωτ.)	*
ΔΗΛΟΣ Small Cap (Μετ. Εσωτερικού)	*
ΓΕΝΙΚΗ Α/Κ (Μετ. Εσωτερικού)	*
ΓΕΝΙΚΗ Α/Κ Αναπτυσσομένων Εταιριών Μετ. Εσωτερικού	*

3.9. Investment Style Box

Ένα επιπλέον εργαλείο για την διευκόλυνση των επενδυτών είναι το Investment Style Box.

Το Morningstar Investment Style Box είναι ένα πλαίσιο αποτελούμενο από εννέα τετράγωνα, το οποίο παρέχει μία γραφική απεικόνιση του «επενδυτικού στυλ - investment style», των μετοχών και των αμοιβαίων κεφαλαίων. Σε ό,τι αφορά μετοχές και μετοχικά αμοιβαία, κατατάσσει τα αξιόγραφα σύμφωνα με την κεφαλαιοποίηση (market capitalization) στον κάθετο άξονα και παράγοντες ανάπτυξης και αξία στον οριζόντιο άξονα. Τα αμοιβαία σταθερού εισοδήματος κατατάσσονται σύμφωνα με την πιστωτική τους ποιότητα (στον κάθετο άξονα) και την ευαισθησία τους στις αλλαγές των επιτοκίων (στον οριζόντιο άξονα).

α) Investment Style Box για μετοχές και μετοχικά A/K

Όπως είπαμε το Investment Style Box για μετοχές και μετοχικά A/K δίνει μία «στιγμιαία» απεικόνιση δύο βασικών χαρακτηριστικών των μετοχών και των μετοχικών A/K: το **μέγεθος** και το **στυλ** των επιχειρήσεων στις οποίες επενδύει. Αυτοί οι δύο παράγοντες είναι σημαντικοί για την επεξήγηση των χαρακτηριστικών απόδοσης και κινδύνου ενός αμοιβαίου. Αυτές οι πληροφορίες θα πρέπει να συνδυαστούν με άλλα στοιχεία του χαρτοφυλακίου, όπως το εάν συμπεριλαμβάνει μετοχές από επιχειρήσεις διαφορετικών κλάδων.

Το **μέγεθος** αναφέρεται στη μέση κεφαλαιοποίηση της αγοράς των επιχειρήσεων στις οποίες το A/K επενδύει. Αυτό είναι σημαντικό επειδή η συμπεριφορά των μεγάλων επιχειρήσεων διαφέρει τη συμπεριφορά των μικρότερων σε μέγεθος.

Το πρώτο βήμα στη μέτρηση του μεγέθους είναι να κατηγοριοποιηθούν όλες διαπραγματεύσιμες μετοχές, διαδικασία η οποία διεξάγεται με τη βοήθεια της παγκόσμιας βάσης δεδομένων μετοχών της Morningstar. Μετά τον καθορισμό των διάφορων περιοχών - όπως η Αγγλία, η υπόλοιπη Ευρώπη, η Ιαπωνία και η Βόρεια Αμερική - οι επιχειρήσεις ταξινομούνται σε κάθε περιοχή με φθίνουσα αγοραία αξία και τους αποδίδονται «τίτλοι» ως εξής:

§ Το πρώτο 5% των μετοχών κατατάσσεται ως “large”

§ Το επόμενο 15% κατατάσσεται ως “medium”

§ Το τελευταίο 80% ως “small”

Συνήθως, το πρώτο 5% των επιχειρήσεων σε οποιαδήποτε περιοχή αποτελούν περισσότερο από το 70-80% της συνολικής αγοραίας αξίας των μετοχών στην συγκεκριμένη περιοχή.

Αφού έχει προσδιορίσει το μέγεθος κάθε επιχείρησης, μπορεί κατόπιν να υπολογιστεί η μέση κεφαλαιοποίηση για κάθε χαρτοφυλάκιο. Μπορεί δηλαδή να υπολογιστεί το ποσοστό που αντιστοιχεί σε large, medium και small επιχειρήσεις. Ο μέσος όρος του Style Box υπολογίζεται ως εξής:

% large X 3 +% medium X 2 +%small = Μέσος Όρος

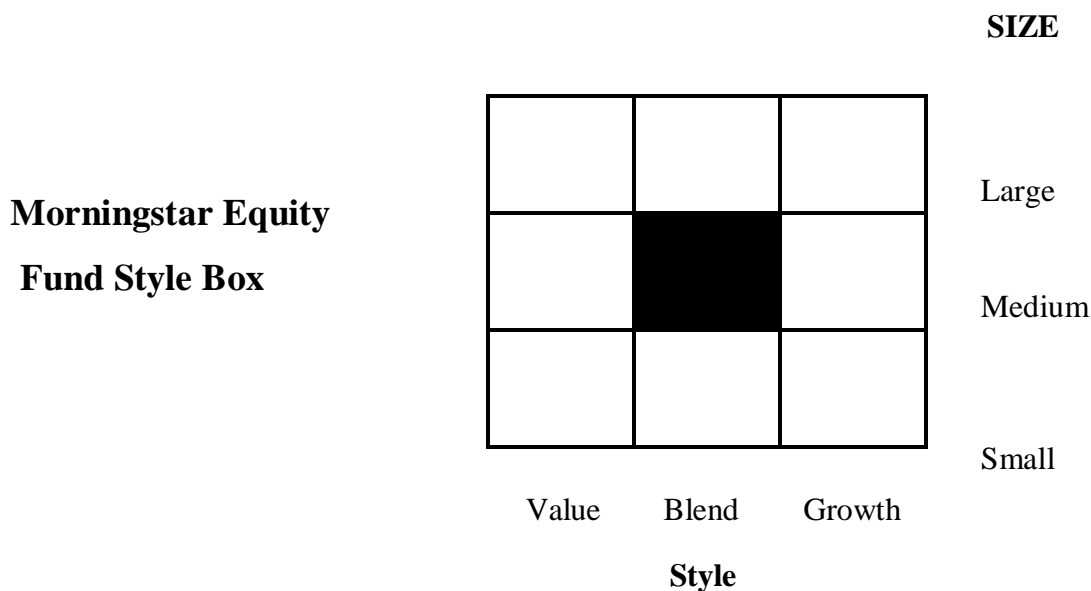
- § Εάν ο μέσος όρος είναι μικρότερος από 1,5, το Style Box θα εμφανίσει ένα A/K μικρής κεφαλαιοποίησης,
- § εάν ο μέσος όρος είναι μεγαλύτερος από 2,5, ένα A/K μεγάλης κεφαλαιοποίησης και
- § εάν ο μέσος όρος είναι μεταξύ 1,5 και 2,5 ένα A/K μέσης κεφαλαιοποίησης.

Το **στυλ** αναφέρεται στον τρόπο που οι επιχειρήσεις αποτιμούνται. Μερικές επιχειρήσεις εμφανίζονται να είναι ακριβές σε σχέση με τα τρέχοντα κέρδη τους, αλλά παρέχουν άριστες ευκαιρίες ανάπτυξης: αυτές είναι γνωστές ως “**επιχειρήσεις ανάπτυξης (growth companies)**”. Αντιθέτως, άλλες εμπορεύονται σε τιμή χαμηλή σε σχέση με τα τρέχοντα κέρδη τους, αλλά δεν αναμένεται να αναπτυχθούν: αυτές επονομάζονται ως “**επιχειρήσεις αξίας-value companies**”.

Η Morningstar χρησιμοποιεί δύο βασικούς χρηματοοικονομικούς δείκτες για να μετρήσει το στυλ: την αναλογία της τιμής της μετοχής ως προς την λογιστική αξία και την αναλογία της τιμής της μετοχής ως προς τις λειτουργικές ταμειακές ροές. Η παγκόσμια βάση δεδομένων της Morningstar διαθέτει τους παραπάνω δείκτες για όλες τις μετοχές που διαπραγματεύονται.

Για να διευκολυνθούν οι υπολογισμοί, οι δύο αυτές αναλογίες έχουν κανονικοποιηθεί. Αυτό σημαίνει ότι μέσα σε κάθε περιοχή και ζώνη κεφαλαιοποίησης, όπως αυτές καθορίστηκαν παραπάνω, κάθε αναλογία επανεκφράζεται σε σχέση με τη διάμεση αξία για όλα τα μερίδια και κατόπιν η διάμεσος θεωρείται ίση με 1. Έπειτα, οι δύο αναλογίες μπορούν να υπολογιστούν κατά μέσο όρο για τις μετοχές κάθε επιχείρησης και να εφαρμοστούν σε κάθε χαρτοφυλάκιο. Κατά συνέπεια ένα συνολικό αποτέλεσμα αξιολόγησης για κάθε χαρτοφυλάκιο υπολογίζεται, το οποίο και συγκρίνεται με μία προκαθορισμένη κατάταξη:

- § Εάν το αποτέλεσμα είναι $< 0,875$, τότε το style είναι growth (αύξησης)
- § Εάν το αποτέλεσμα είναι > 1.125 , τότε το style είναι value (αξίας)
- § Εάν το αποτέλεσμα είναι < 1.125 και $> 0,875$, τότε το style είναι blend (μίγμα).



β) Investment Style Box για A/K σταθερού εισοδήματος

Το Investment Style Box για A/K σταθερού εισοδήματος συνοψίζει δύο ουσιαστικούς παράγοντες κινδύνου για κάθε ομολογιακό A/K: **έκθεση στον κίνδυνο διακύμανσης των επιτοκίων και έκθεση στον πιστωτικό κίνδυνο.**

Η **έκθεση στον κίνδυνο διακύμανσης των επιτοκίων** είναι ένα σημαντικό στοιχείο στη μέτρηση του κινδύνου επενδύσεων σταθερού εισοδήματος. Γενικά, τα πιο μακροπρόθεσμα επενδυτικά εργαλεία ενέχουν μεγαλύτερο κίνδυνο από ό,τι τα πιο βραχυπρόθεσμα. Οποιαδήποτε αλλαγή στα επιτόκια της αγοράς επηρεάζει την τιμή των μακροπρόθεσμων επενδυτικών οργάνων περισσότερο από ό,τι των βραχυπρόθεσμων. Τεχνικά, η μέθοδος που χρησιμοποιείται για να υπολογιστεί αυτή η ευαισθησία στις αλλαγές των επιτοκίων της αγοράς καλείται «modified duration(τροποποιημένη διάρκεια)».

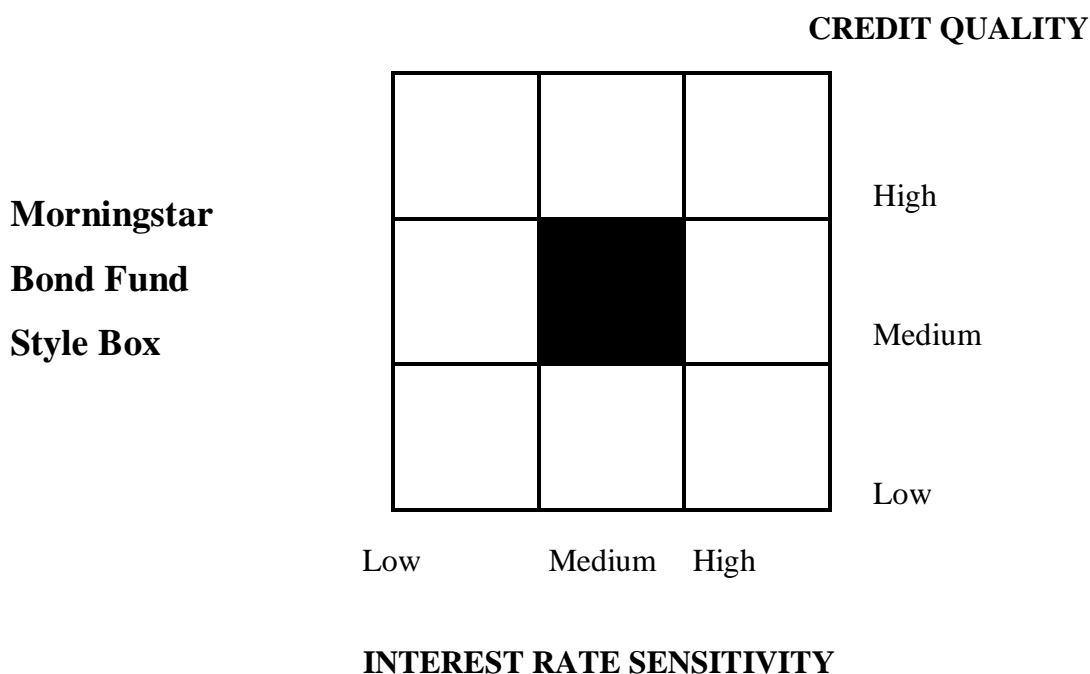
Τα ομολογιακά A/K «τοποθετούνται» μέσα στο Style Box ως εξής:

- § Εάν η modified duration είναι < από 3,5, αυτό συνεπάγεται χαμηλή ευαισθησία στις αλλαγές των επιτοκίων
- § Εάν η modified duration είναι > 6, αυτό σημαίνει υψηλή μέσων υψηλή ευαισθησία στις αλλαγές των επιτοκίων

§ Εάν η modified duration είναι $> 3,5$ και < 6 , αυτό σημαίνει μεσαία ευαισθησία στις αλλαγές των επιτοκίων.

Η έκθεση στον πιστωτικό κίνδυνο αναφέρεται στον κίνδυνο αθέτησης υπόσχεσης, η οποία ενυπάρχει στους μη κυβερνητικούς τίτλους. Αυτός ο κίνδυνος, ακόμα κι αν είναι μικρός, οδηγεί σε μεγαλύτερη μεταβλητότητα τιμής.

Το πρώτο βήμα για τη μέτρηση της έκθεσης στον πιστωτικό κίνδυνο είναι να κοιτάξουμε τη μέση βαθμολόγηση που δίνεται στα ομόλογα του χαρτοφυλακίου από τις εξειδικευμένες εταιρείες βαθμολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Ένα αριθμητικό αποτέλεσμα δίνεται σε κάθε περιοχή βαθμολόγησης και υπολογίζεται ένας μέσος. Το αποτέλεσμα είναι ένα γενικό αποτέλεσμα που καθορίζει το μέσο επίπεδο πιστωτικού κινδύνου στο χαρτοφυλάκιο. Τυπικά, οποιοδήποτε A/K που επενδύεται σε κυβερνητικούς τίτλους απολαμβάνει μια υψηλή μέση πιστωτική βαθμολόγηση.



Επίλογος

Από τα παραπάνω μπορούμε να συμπεράνουμε ότι τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν ένα θεσμό που έχει σημειώσει ιδιαίτερη άνθηση τα τελευταία χρόνια διεθνώς, λόγω του πλήθους των πλεονεκτημάτων τους και κυρίως λόγω του γεγονότος ότι ελαχιστοποιούν τον κίνδυνο μέσω της διαφοροποίησης και προσφέρουν επαγγελματική διαχείριση με χαμηλό κόστος.

Η ευρεία διάδοση και το πλήθος των διαφορετικών αμοιβαίων δημιούργησε την ανάγκη για πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού. Οι έως τώρα παραδοσιακές μέθοδοι αξιολόγησης (δείκτες Sharpe, Treynor) δεν μπορούσαν να ανταποκριθούν στις ανάγκες για πληροφόρηση των μεμονωμένων επενδυτών. Αντίθετα η Morningstar, «εκδημοκράτισε» τη γνώση και έκανε κατανοητή στο ευρύ κοινό την αξιολόγηση των αμοιβαίων κεφαλαίων μέσω των σύγχρονων μεθόδων της. Τέλος οφείλουμε να αναφέρουμε ότι η κατάταξη των αμοιβαίων με βάση τη μεθοδολογία της Morningstar αποτελεί το πρώτο αλλά όχι το μοναδικό βήμα για μια επιτυχημένη επένδυση.

Βιβλιογραφία – Αρθρογραφία

Βιβλιογραφία

- ✚ Αποστολόπουλος Ν. Ιωάννης, «**Ειδικά Θέματα Χρηματοδοτικής Διοίκησης**», Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα 1997.
- ✚ Ευθύμογλου Γ. Πρόδρομος, Μπάλλας Α. Απόστολος, «**Χρηματοδοτικοί Οργανισμοί και Αγορές**», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 2003.
- ✚ Καραθανάσης, Α. Γεώργιος, Λυμπερόπουλος Δ. Γεώργιος, «**Αμοιβαία Κεφάλαια**», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 1998.
- ✚ Φίλιππας Δ. Νίκος, «**Αμοιβαία Κεφάλαια και Χρηματιστηριακό Περιβάλλον**», Εκδόσεις Globus Invest, Αθήνα, Μάρτιος 2000.
- ✚ Φίλιππας Ν. Δ. , Στυλιανίδης Σ. Ξ., “**Greek Mutual Funds Beta Book**”, Τεύχος 6, Πανεπιστήμιο Πειραιά
- ✚ Philippas D. Nikolaos, “**MUTUAL FUND PERFORMANCE EVALUATION: An empirical investigation of Greek Mutual Fund Performance Evaluation Using Morningstar’s methology**”, University of Piraeus.

Αρθρογραφία

- ✚ Δαμουλάκης Άρης, «**Morningstar: νέες μέθοδοι αξιολόγησης για τα Α/Κ**», «ΜΕΤΟΧΟΣ», 12-07-2002.
- ✚ Κασιμάτης Αλ., «**Αμοιβαία με ...αστέρια**», «Το Βήμα», 30-06-2002.
- ✚ Φίλιππος Ν.– Παπαχριστοπούλου Ε., «**Τα καλύτερα αμοιβαία της περιόδου '94-'98**», «Η Καθημερινή», 21-01-2001.
- ✚ Φίλιππος Ν «**Τα πιο επικίνδυνα αμοιβαία κεφάλαια της περιόδου 2000-2001**», «Τύπος της Κυριακής / ΧΡΗΜΑ», 30-06-2002.
- ✚ Φίλιππος Ν., «**Ποια είναι τα καλύτερα Μετοχικά Αμοιβαία της τελευταίας διετίας**», «Η Καθημερινή», 07-12-2002.
- ✚ Φίλιππος Ν, «**Ο σωστός συνδυασμός για ένα επιτυχημένο αμοιβαίο κεφάλαιο**», «Η Καθημερινή».

Internet

- ✚ www.morningstar.com
- ✚ www.morningstar.co.uk
- ✚ www.sharpe.stanford.edu