

Η αλματώδης αύξηση των κεφαλαίων που γνώρισαν οι θεσμικοί επενδυτές (ασφαλιστικά ταμεία, κα.) τις δεκαετίες του '60 και '70 τους έδωσε τη δυνατότητα -και δημιούργησε την ανάγκη- να σχηματίσουν μετοχικά χαρτοφυλάκια βασισμένα σε διαφορετικές επενδυτικές φιλοσοφίες. Στόχος ήταν η διασπορά και ο περιορισμός του κινδύνου, αλλά και η βελτίωση των αποδόσεων.

Η ανάγκη της εύκολης περιγραφής της «επενδυτικής φιλοσοφίας» ως συστήματος επενδυτικών αρχών και μεθόδων, αποτέλεσε το γενεσιουργό αίτιο του επενδυτικού στυλ (Investment style) που αποτελεί μία απλή, σύντομη και περιεκτική κωδικοποίηση των διαχειριστών και των χαρτοφυλακίων τους, με βάση στοιχεία της επενδυτικής τους φιλοσοφίας.

Στα τέλη της δεκαετίας του '80 είχε γίνει γενικώς αποδεκτή μία κωδικοποίηση που θεμελιώθηκε σε μία ανάλυση δύο διαστάσεων: τρεις κατηγορίες χρησιμοποιήθηκαν για να ορίσουν το επίπεδο κεφαλαιοποίησης (μεγάλη, μεσαία, μικρή) στο οποίο επικεντρώνεται ο διαχειριστής, ενώ άλλες τρεις στόχευαν στην κατηγοριοποίηση της επενδυτικής προσέγγισης (value, blended, growth). Η "value" προσέγγιση επιδιώκει την τοποθέτηση σε υποτιμημένες εταιρείες, ενώ η "growth" στοχεύει πρωτίστως σε εταιρείες με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Οι διαχειριστές (ή τα χαρτοφυλάκια) που δεν εξειδικεύονται αποκλειστικά σε μία από τις δύο προσεγγίσεις κατηγοριοποιούνται ως "blended".

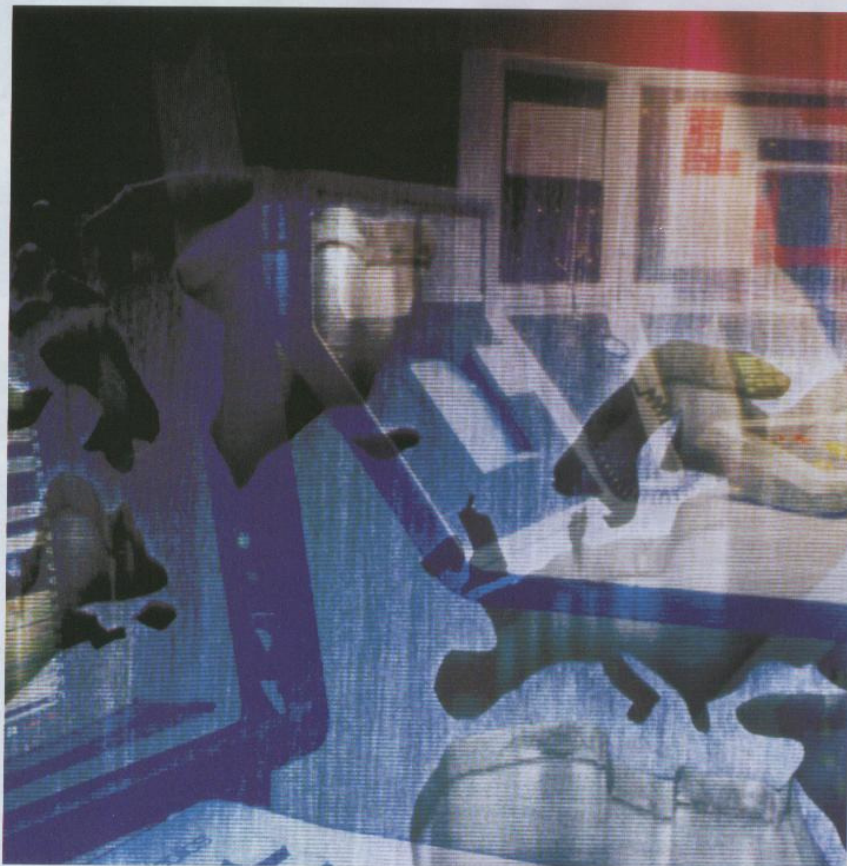
Η σχηματοποίηση αυτής της ανάλυσης σε ένα «3x3» πίνακα από την Morningstar στις αρχές της δεκαετίας του '90 είχε σημαντική απήχηση και στους ιδιώτες επενδυτές που μπορούσαν τώρα με απλό τρόπο να εντοπίζουν τις διαφορές «επενδυτικού στυλ» και να δημιουργούν διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια.

Την ίδια περίπου περίοδο οι δείκτες αναφοράς (benchmarks) καθιερώνονται ως μέθοδος αξιολόγησης της απόδοσης. Έτσι, με στόχο την αντικειμενικότητα και την ακρίβεια της σύγκρισης, δημιουργούνται δείκτες αναφοράς που αντανακλούν συγκεκριμένες επιλογές επενδυτικού στυλ.

Στην Ελλάδα, ένας συνδυασμός παραγόντων που σχετίζονται με τον τρόπο ανάπτυξης του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων (ΑΚ), με τη δομή και λειτουργία του χρηματιστηρίου, αλλά και με την οικονομία γενικότερα είχε ως αποτέλεσμα μία αρκετά πιο ελαστική και «ευρύχωρη» ταξινόμηση των

Με βάση την κεφαλαιοποίηση ή το χρηματιστηριακό κλάδο

Του Ιωσήφ Παπαδογιάννη*



μετοχικών εσωτερικού ΑΚ που κατηγοριοποιούνται μονοδιάστατα, κυρίως με βάση την κεφαλαιοποίηση ή τον κλάδο στον οποίο επενδύουν.

Η απουσία ασφαλιστικών ταμείων και οργανισμών από τη δημιουργία και την εξέλιξη του θεσμού των ΑΚ στην Ελλάδα δεν δημιούργησε ανάγκες διαφοροποίησης όπως αυτές που αναφέρθηκαν στην αρχή.

Παράλληλα, ο «αυθόρμητος» τρόπος ανάπτυξης του θεσμού ΑΚ στη χώρα μας, ο οποίος στη μικρή του ιστορία ακολούθησε αντανακλαστικά σχεδόν τους οικονομικούς και χρηματιστηριακούς κύκλους, δεν διευκόλυνε την ανάλυση χαρτοφυλακίων στη βάση μιας σαφούς και ορισμένης επενδυτικής φιλοσοφίας.

Τα δύο πρώτα αμοιβαία κεφάλαια στην

Ελλάδα (μικτά εσωτερικού) εμφανίστηκαν μόλις το 1973 και χρειάστηκαν άλλα 17 χρόνια για να κάνουν την εμφάνισή τους τα πρώτα τρία μετοχικά ΑΚ (1990) με ενεργητικό που δεν ξεπερνούσε συνολικά τα 100 εκατ. ευρώ. Η συγκεκριμένη κατηγορία ΑΚ δεν καταφέρνει να αναπτυχθεί πριν τα τέλη της δεκαετίας του '90. Χρειάστηκε η υποτίμηση της δραχμής το Μάρτιο του '98 που σηματοδότησε την πορεία της Ελλάδας προς την Ευρωζώνη για να ανεβάσουν τα μετοχικά εσωτερικού ΑΚ τον αριθμό τους σε 34 και το ενεργητικό τους σε 1,3 δισ. ευρώ. Και ενώ η χρηματιστηριακή έξαρση του 1999 οδήγησε στον υπερδεκαπλασιασμό του ενεργητικού της συγκεκριμένης κατηγορίας ΑΚ (14,3 δισ. ευρώ), οι έντονα πτωτικές τάσεις της περιόδου 2000-2002, η αποκάλυψη χρηματιστη-

* Ο κ. Ιωσήφ Παπαδογιάννης είναι διευθυντής συμβούλος/διευθυντής επενδύσεων της Alpha Trust ΑΕ ΑΚ.

ριακών σκανδάλων, αλλά και η πορεία των αξιών των ακινήτων και του δανεισμού των νοικοκυριών, συντέλεσαν στη μείωση του ενεργητικού των μετοχικών εσωτερικού ΑΚ στα επίπεδα των 4,5 δισ. ευρώ (τέλος 2007).

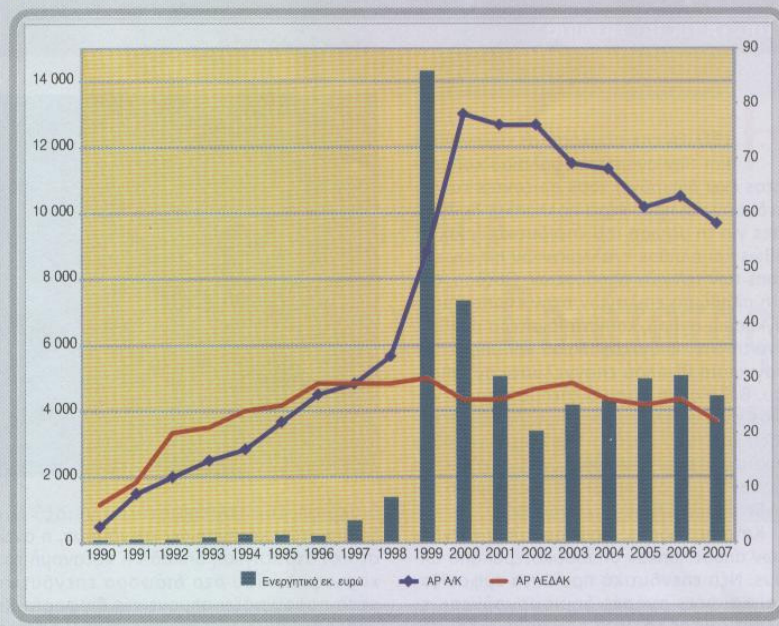
Οι σημαντικότεροι όμως παράγοντες που κατέστησαν δυσχερή την κατηγοριοποίηση των ελληνικών μετοχικών χαρτοφυλακίων, με βάση κάποιο «επενδυτικό στυλ», σχετίζονται με την ίδια τη χρηματιστηριακή αγορά και τις επενδυτικές δυνατότητες που τα χαρτοφυλάκια αυτά έχουν.

Ετσι, θα πρέπει να σημειώσουμε ότι:

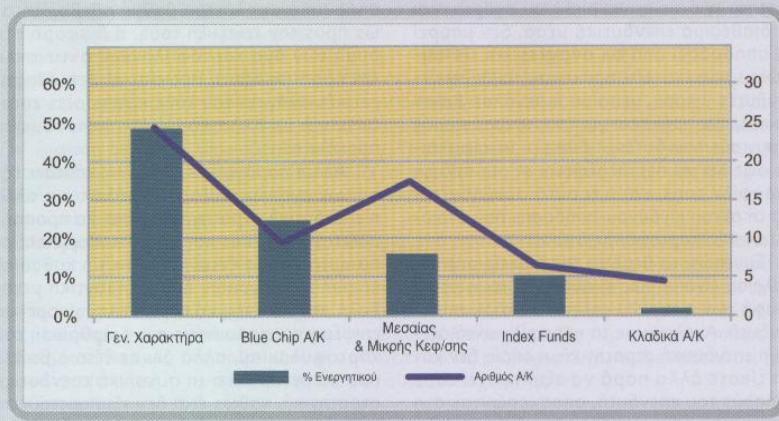
- Από πλευράς εισηγμένων εταιρειών, το ελληνικό χρηματιστήριο αποτελεί ένα συνεχώς μεταβαλλόμενο επενδυτικό τοπίο (ας θυμηθούμε τη δημιουργία της «παράλληλης αγοράς» και την εισαγωγή πολλών εταιρειών μεσαίας κεφαλαιοποίησης, την εισαγωγή ολόκληρων κλάδων όπως τηλεπικοινωνιών, κατασκευών, πληροφορικής, την εισαγωγή εταιρειών κοινής ωφέλειας και άλλων κρατικά ελεγχόμενων εταιρειών, αλλά και την έξοδο πολλών εταιρειών από το χρηματιστήριο που άλλαξαν σημαντικά το χάρτη των επενδυτικών επιλογών).
- Ο υψηλός βαθμός συγκέντρωσης του ΧΑ όσον αφορά στην κεφαλαιοποίηση και την αξία συναλλαγών δημιουργεί όρια στις επενδυτικές επιλογές που μπορεί να σχετίζονται περισσότερο με συνθήκες ρευστότητας παρά με κάποια επενδυτική φιλοσοφία. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι μετοχές του FTSE 20 αντιπροσωπεύουν ποσοστό άνω των δυο τρίτων του χρηματιστηρίου όσον αφορά στην αξία συναλλαγών και την κεφαλαιοποίηση, και το ποσοστό αυτό ανεβαίνει στο 80% εάν στις παραπάνω μετοχές προσθέσουμε και αυτές του FTSE 40.
- Τα χαρακτηριστικά αναδυόμενης αγοράς που παρουσιάζει το ελληνικό χρηματιστήριο και η οικονομία γενικότερα, οι υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης, αλλά και η έντονη μεταβλητότητα στις μετοχικές αξίες, έχουν συχνά ως αποτέλεσμα διαφορετικές επενδυτικές προσεγγίσεις (value ή growth) να καταλήγουν στις ίδιες επενδυτικές επιλογές. Ετσι, η αξία τους όσον αφορά στη διαφοροποίηση ή την αποτελεσματικότητα διαχείρισης είναι περιορισμένη.

Ως αποτέλεσμα των παραπάνω, η διαφοροποίηση των ελληνικών μετοχικών χαρτοφυλακίων στηρίχθηκε στον επενδυτικό τους προσανατολισμό με βάση την κεφαλαιοποίηση ή το χρηματιστηριακό κλάδο. Μία πρώτη ματιά αποκαλύπτει ότι από το σύνολο των 60 μετοχικών εσωτερικού ΑΚ, τα 24 (48% με βάση το ενεργητικό της κατηγορίας) έχουν γενικό προσανατολισμό, 9 (24% βάσει ενεργητικού) επενδύουν σε εταιρείες μεγάλης κεφαλαιοποίησης, 17 προσανατολιζονται κυρίως στη μεσαία και μικρή κεφαλαιοποίηση και 4 έχουν κλαδικό προσανατολισμό. Τέλος, 5 (μαζί με το ETF του FTSE 20 α-

Εξέλιξη Α/Κ Μετοχικών Εσωτερικού



Α/Κ Μετοχικά Εσωτερικού



ντιπροσωπεύουν το 10% του συν ενεργητικού) ακολουθούν παθητικά δείκτες.

Σε διεθνές επίπεδο υπάρχουν αρκετές μελέτες που αποδεικνύουν ότι η πειθαρχία σε συγκεκριμένες επενδυτικές αρχές έχει θετικά αποτελέσματα επί των αποδόσεων. Παράλληλα, τα τελευταία χρόνια αναπτύσσονται απόψεις που αποδέχονται την ανάγκη ανάλυσης και κατηγοριοποίησης των χαρτοφυλακίων, τονίζουν όμως ότι τα στοιχεία υπεραπλοστεύσης του "style box

analysis" δημιουργούν στρεβλώσεις και υπογραμμίζουν την ανάγκη συνθετότερων και λιγότερο «δογματικών» μεθοδολογιών.

Τα επόμενα χρόνια οι θεσμικές αλλαγές στη λειτουργία των κεφαλαιαγορών, οι ανάγκες ασφάλισης και οι δημογραφικές αλλαγές, αναμένεται να δημιουργήσουν την ανάγκη για νέου τύπου επενδυτικά προϊόντα. Η πρόκληση για την επενδυτική κοινότητα είναι να υιοθετήσει τις στρατηγικές που θα οδηγήσουν στη δημιουργία των προϊόντων αυτών.