

ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ

Σκοπός του κεφαλαίου

Στο κεφάλαιο αυτό θα παρουσιάσουμε την επενδυτική και διαχειριστική φιλοσοφία των ιδιωτών και θεσμικών επενδυτών. Η διαφοροποίησή τους βασίζεται στις φάσεις του κύκλου ζωής και των στόχων τους. Επίσης, παρουσιάζονται οι στόχοι, τα όρια και ο κανονισμός της επενδυτικής επιτροπής, που συνοδεύει κάθε στρατηγική διαχείρισης.

Εισαγωγή

Από τα προηγούμενα κεφάλαια γίνεται φανερό ότι η διάρθρωση και διαχείριση χαρτοφυλακίων είναι μια χρονοβόρα και επίπονη διαδικασία, η οποία απαιτεί τη συστηματική μελέτη:

- του επιχειρηματικού περιβάλλοντος,
- της εκτίμησης των βασικών οικονομικών παραμέτρων,
- των αναμενόμενων αποδόσεων και της επικινδυνότητας των αγορών και των προϊόντων που συναλλάσσονται σε αυτές,
- των συνδιακυμάνσεων των αποδόσεων των αγορών και χρηματοοικονομικών προϊόντων

αλλά και πρωτίστως, των στόχων του επενδυτή με δεδομένους τους περιορισμούς τους οποίους αντιμετωπίζει (αναλαμβανόμενος κίνδυνος, ρευστότητα, φορολογία, ρυθμιστικοί περιορισμοί, ιδιαίτερες ανάγκες κλπ).

Με αυτή την πληροφόρηση, λοιπόν και, με δεδομένο το profil του επενδυτή (ιδιώτη, θεσμικού, οργανισμού, συνταξιοδοτικού ταμείου, πιστωτικού ιδρύματος, είτε χώρας),

η διαδικασία της επενδυτικής στρατηγικής συνεπάγεται τα παρακάτω βήματα:

1. Προσδιορισμός των επενδυτικών περιορισμών και στόχων
2. Καθορισμός της επενδυτικής πολιτικής που θα ακολουθηθεί
3. Επιλογή στρατηγικής χαρτοφυλακίου
4. Επιλογή περιουσιακών στοιχείων και αγορών που συνθέτουν το χαρτοφυλάκιο
5. Μέτρηση και αξιολόγηση της επίδοσης του χαρτοφυλακίου

1. Θεσμικοί και ιδιώτες επενδυτές

Η ανάπτυξη των θεσμικών επενδυτών τα τελευταία 20 χρόνια σε συνδυασμό με τη χρηματοοικονομική καινοτομία και τη διαρκή ανάπτυξη νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων έχει οδηγήσει στην αύξηση της πολυπλοκότητας της διαχείρισης των χαρτοφυλακίων των θεσμικών επενδυτών. Επιπλέον, η μεγάλη μεταβλητότητα των αγορών, το ρυθμιστικό πλαίσιο και οι ελεγκτικοί μηχανισμοί σε συνδυασμό με το πλήθος των πληροφοριών υψηλής προσβασιμότητας και πολύ χαμηλού κόστους έχουν οδηγήσει τους ιδιώτες επενδυτές να δυσκολεύονται στην απλοποίηση των αποφάσεών τους αναφορικά με την κατανομή του (περιορισμένου) κεφαλαίου τους σε αγορές και προϊόντα. Συνεπώς, μια καλή επιλογή τους είναι να απευθυνθούν είτε σε χρηματοοικονομικούς συμβούλους, πιστοποιημένους διαχειριστές μεγάλων εταιριών και οργανισμών είτε στην αγορά μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων ή άλλων συλλογικών επενδύσεων.

Προσδιορισμός στόχων και περιορισμοί κινδύνου

Ο προσδιορισμός των επενδυτικών στόχων διαφοροποιείται ανάμεσα στους επενδυτές. Για παράδειγμα, για ένα συνταξιοδοτικό ταμείο ο επενδυτικός του στόχος είναι να δημιουργήσει ικανές ταμειακές ροές από την επένδυση των κεφαλαίων του ώστε να ικανοποιεί τις υποχρεώσεις του. Για ένα πιστωτικό ίδρυμα ο επενδυτικός στόχος είναι να κερδίσει ικανή απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων του, που να είναι ικανή να καλύψει το κόστος απόκτησης των κεφαλαίων αυτών. Για ένα ιδιώτη επενδυτή μπορεί να είναι η αύξηση του τρέχοντος εισοδήματός του ή η αύξηση του αρχικού του κεφαλαίου κλπ. Από την άλλη, η διαχείριση χαρτοφυλακίου για την εταιρία διαχείρισης της Αττικής Οδού, για παράδειγμα, είναι η λειτουργία, διατήρηση, αναβάθμιση και βελτίωση των μεταφορικών περιουσιακών στοιχείων (μηχανήματα, συστήματα μεταφοράς, οδόστρωμα, ανθρώπινο δυναμικό) με χαμηλό κόστος.

Διαφοροποιήσεις υπάρχουν και ως προς το μέγεθος του αναλαμβανόμενου κινδύνου, τόσο μεταξύ των ιδιωτών επενδυτών όσο και –κυρίως- μεταξύ ιδιωτών και θεσμικών επενδυτών. Μεταξύ των ιδιωτών επενδυτών υπάρχει διαφοροποίηση ως προς την αντοχή τους στον κίνδυνο εξαιτίας των διαφορών παραγόντων, όπως η ηλικία, η

αποστροφή κινδύνου, η ασφαλιστική κάλυψη που έχει ήδη επιλεγεί από τα άτομα, η οικογενειακή κατάσταση, η περιουσία κλπ.

Στην περίπτωση των θεσμικών επενδυτών οι διαφοροποιήσεις είναι συνάρτηση της ρευστότητας, της διαχειριστικής πολιτικής ή λόγω ρύθμισης. Για παράδειγμα, διαφορετική αντιμετώπιση του κινδύνου έχει ένα μετοχικό χαρτοφυλάκιο που διαχειρίζεται μια ΑΕΔΑΚ από εκείνο που επενδύει κεφάλαια συνταξιοδοτικών ταμείων. Επιπλέον, διαφορετικό επίπεδο κινδύνου μπορεί να αντιμετωπίσει ένα επιθετικό χαρτοφυλάκιο από ότι ένα ομολογιακό χαρτοφυλάκιο.

Ανάλυση Ισολογισμού ιδιωτών επενδυτών

Οι επενδυτικοί στόχοι για τους μειμονωμένους επενδυτές, συχνά, καθορίζονται ανάλογα με τις «**φάσεις του κύκλου ζωής**». Τούτο διότι διαφοροποιούνται ανάλογα- και όχι πάντα συμμετρικά- οι επενδυτικοί στόχοι ως προς τις αναμενόμενες αποδόσεις και, η αντοχή στους αναλαμβανόμενους κινδύνους. Ακόμα, διότι διαφοροποιείται ο ισολογισμός μεταξύ των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεών τους. Η μελέτη του ισολογισμού οδηγεί στην κατανόηση των απαιτήσεων και υποχρεώσεων του ιδιώτη επενδυτή και, καθοδηγεί το διαχειριστή στην επιλογή του χαρτοφυλακίου που του ταιριάζει αποτελεσματικότερα.

Περιουσιακά Στοιχεία (Ενεργητικό)	Υποχρεώσεις
Ακίνητη περιουσία	Στεγαστικό δάνειο
Μετοχές, ομολογίες, παράγωγα, ...	Καταναλωτικά και άλλα δάνεια
Ασφαλιστικές εισφορές, προγράμματα ...	Άλλες υποχρεώσεις ...
Ανθρώπινο Κεφάλαιο	ΚΑΘΑΡΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ

*Ανθρώπινο κεφάλαιο*¹, είναι η ικανότητα του επενδυτή να δημιουργεί κεφάλαιο προσφέροντας εργασία. Βέβαια, το ανθρώπινο κεφάλαιο δεν μπορεί να πραγματοποιηθεί, αλλά είναι διαχειρίσιμο και ως προς την επένδυσή του (για παράδειγμα, συνεχής εκπαίδευση, πιστοποίηση κλπ, που θεωρείται επένδυση) και, ως προς την επαγγελματική δραστηριότητα (για παράδειγμα, επαγγελματική ευελιξία), που μειώνει την επαγγελματική αβεβαιότητα, με αποτέλεσμα τη μείωση του προεξοφλητικού επιτοκίου και, συνεπώς, την αύξηση του ανθρώπινου κεφαλαίου.

¹ «Portfolio Management: Course Manual», Chapter 2, CFPI-AZEK, 2004, Paris.

Η αύξηση του εισοδήματος από εργασία δεν είναι βέβαιη. Η αβεβαιότητα εισάγεται στο προεξοφλητικό επιτόκιο με το οποίο προεξοφλούνται τα αναμενόμενα ονομαστικά εισοδήματα. Προφανώς, το προεξοφλητικό επιτόκιο δεν είναι το ίδιο για τα εισοδήματα και τις δαπάνες. Στην περίπτωση των μελλοντικών δαπανών το προεξοφλητικό επιτόκιο είναι μικρότερο από ότι είναι στην περίπτωση των μελλοντικών εισοδημάτων.

Το *συνολικό ενεργητικό* (total assets ή total capital) ισούται με το ανθρώπινο κεφάλαιο, την αποταμίευση και τις ασφαλιστικές εισφορές. Η δημιουργία χρηματοοικονομικού εισοδήματος έρχεται με την επένδυση της αποταμίευσης σε διάφορα περιουσιακά στοιχεία.

Οι *υποχρεώσεις* (liabilities) στον ισολογισμό του ιδιώτη επενδυτή δηλώνουν τη μέθοδο και τους τρόπους χρηματοδότησης των περιουσιακών στοιχείων του (ενεργητικό). Με τον όρο «άλλα δάνεια» εννοείται κάθε μελλοντική δαπάνη η οποία προεξοφλείται με ένα αβέβαιο προεξοφλητικό επιτόκιο.

Θεσμικοί επενδυτές

Υπάρχουν σημαντικές διαφορές μεταξύ των θεσμικών και των ιδιωτών επενδυτών, ως προς τον προσδιορισμό του κινδύνου, των αναμενόμενων αποδόσεων και του χρονικού ορίζοντα διακράτησης των επικίνδυνων περιουσιακών στοιχείων, της φορολογικής μεταχείρισης, της αντιμετώπισης της εποπτικής αρχής, της ρύθμισης της διαχείρισης των χαρτοφυλακίων τους.

Για παράδειγμα, οι θεσμικοί επενδυτές προσδιορίζουν το επίπεδο επικινδυνότητας των χαρτοφυλακίων τους από την κατανομή πιθανότητας των αποδόσεων και την τυπική απόκλιση (ή άλλο στατιστικό μέγεθος), ενώ οι ιδιώτες από περισσότερο ποιοτικούς όρους. Επιπλέον, ο χρονικός ορίζοντας διακράτησης είναι απεριόριστος για τους θεσμικούς επενδυτές, ενώ, εξαρτάται από τις φάσεις του κύκλου ζωής για τους ιδιώτες επενδυτές.

2. Οι φάσεις του κύκλου ζωής

Οι επιλογές κινδύνου-απόδοσης των ιδιωτών επενδυτών διαφοροποιούνται ανάλογα με την ηλικία τους. Ωστόσο, μπορούμε να διακρίνουμε κοινά χαρακτηριστικά ανάμεσα στις διάφορες φάσεις του κύκλου ζωής των ιδιωτών επενδυτών. Γενικά, διακρίνουμε τέσσερις φάσεις:

(α). **Φάση συσσώρευσης.** Αποτελεί την πρόωμη φάση της επαγγελματικής δραστηριότητας του ατόμου (25-40 ετών), στην οποία η καθαρή περιουσία του είναι, γενικά, πολύ μικρότερη των υποχρεώσεών του. Από την άλλη, ο χρονικός ορίζοντας επένδυσης και διακράτησης επικίνδυνων περιουσιακών στοιχείων είναι πολύ μεγάλος. Αυτό έχει σαν συνέπεια να μπορεί να αναλάβει υψηλότερο κίνδυνο με την προσδοκία να έχει υψηλότερες αποδόσεις στο μέλλον.

(β). **Φάση σταθεροποίησης.** Η φάση αυτή καλύπτει τη μέση και ανώτερη περίοδο της επαγγελματικής σταδιοδρομίας του ατόμου (40-60 ετών) κατά την οποία τα εισοδήματά του υπερκαλύπτουν τις δαπάνες του. Για παράδειγμα, σε αυτή τη φάση περιλαμβάνεται η περίοδος εκείνη όπου το άτομο έχει αποπληρώσει το στεγαστικό δάνειο και τα παιδιά του έχουν φύγει και ενδεχομένως κερδίζουν το δικό τους εισόδημα. Σαν αποτέλεσμα, τα έσοδά του είναι ιδιαίτερα υψηλά. Το πλεόνασμα του εισοδήματός του μπορεί να επενδυθεί και οι όποιες αποδόσεις να συμπληρώσουν τη σύνταξή του, μελλοντικά.

(γ). **Φάση χρηματοοικονομικής ανεξαρτησίας.** Στη φάση αυτή, που είναι φάση δαπάνης, οποιοδήποτε κόστος διαβίωσης δεν καλύπτεται από μισθούς, αλλά από τη σύνταξη, το αποταμιευμένο εισόδημα ή την απόδοση προσωπικών επενδύσεων. Λέμε, λοιπόν, ότι το άτομο είναι χρηματοοικονομικά ανεξάρτητο. Προφανώς, στη φάση αυτή ο επενδυτής επιθυμεί να αναλάβει πολύ μικρό κίνδυνο στις επενδύσεις του. Αν, για παράδειγμα, το άτομο έχει ακόμα 20 χρόνια μπροστά του, αυτό που τον ενδιαφέρει περισσότερο είναι η προστασία του κεφαλαίου του από τον πληθωρισμό.

(δ). **Φάση δωρεάς.** Στην τελευταία φάση το άτομο συνειδητοποιεί ότι έχει πλέον χρήματα περισσότερα από αυτά που του είναι απαραίτητα μέχρι το τέλος της ζωής του. Στη φάση αυτή το ενδιαφέρον του είναι να βοηθήσει χρηματοοικονομικά τα παιδιά του, συγγενείς του ή να κάνει δωρεές.

Πάντως, τόσο ο ιδιώτης όσο και ο θεσμικός επενδυτής χαρακτηρίζεται είτε ως **παθητικός επενδυτής** είτε ως **ενεργητικός επενδυτής**.

Όσο μικρότεροι είναι οι χρηματοοικονομικοί πόροι ενός ατόμου, τόσο υψηλότερη είναι η πιθανότητα να ακολουθήσει παθητική στρατηγική στις επενδύσεις του. Για παράδειγμα, ο ιδιοκτήτης μιας μικρής οικογενειακής επιχείρησης που κληρονόμησε από τον πατέρα του, ένας δημοσιογράφος, ένα στέλεχος επιχείρησης, ένα στέλεχος τράπεζας κ.ά.

Για τον διαχειριστή ένας παθητικός επενδυτής αποτελεί έναν «εύκολο» πελάτη με την έννοια ότι θα ακολουθήσει ευκολότερα τις οδηγίες και τις συμβουλές του. Βέβαια

έχει μεγάλη αποστροφή στην ανάληψη κινδύνου και, συνεπώς, απαιτείται μεγαλύτερη διαφοροποίηση στο προτεινόμενο χαρτοφυλάκιο, ενώ ταυτόχρονα, οι επενδυτικές επιλογές μεταξύ προϊόντων και αγορών πρέπει να είναι ιδιαίτερα ποιοτικές. Οι περιορισμένες γνώσεις περί των επενδύσεων και η διαχείριση χαρτοφυλακίου έχουν, συχνά, σαν συνέπεια ο παθητικός επενδυτής να παρασύρεται από τις φήμες και, να επιδιώκει να επιβεβαιωθούν οι επιλογές του από τους άλλους. Αυτά τα δύο ψυχολογικά χαρακτηριστικά είναι, συχνά, καταστροφικά.

Από την άλλη, ο ενεργητικός επενδυτής είναι εκείνος που αναλαμβάνει ευκολότερα υψηλότερο κίνδυνο, ενώ ταυτόχρονα, έχει τον απόλυτο έλεγχο των επενδυτικών του επιλογών, τις οποίες παρακολουθεί με συνέπεια και σύστημα. Με άλλα λόγια πιστεύει στον εαυτό τους και τις ικανότητές του. Είναι «αυτοδημιούργητος», ιδιοκτήτης μιας ΜΜΕ, αυτοαπασχολούμενος, χειρουργός, ανεξάρτητος μάχιμος δικηγόρος κλπ.

Ο ενεργητικός επενδυτής δεν δέχεται να επενδύει άλλος τα κεφάλαιά του. Εάν, όμως, καταφύγει σε σύμβουλο διαχειριστή, τότε θα θέλει να συμβάλλει άμεσα στις επενδυτικές επιλογές. Κατά συνέπεια, ο διαχειριστής θα πρέπει να είναι καλά ετοιμασμένος να αντιμετωπίσει ένα τέτοιο επενδυτή και, να έχει ικανότητες δημιουργίας θετικών αποδόσεων.

3. Επενδυτική επιτροπή

Στην περίπτωση των θεσμικών επενδυτών η επιλογή παθητικής ή ενεργητικής διαχείρισης είναι διαφορετική από ότι στον ιδιώτη επενδυτή. Η επιλογή αυτή υπαγορεύεται είτε από θεσμικούς περιορισμούς είτε από τη φιλοσοφία του διαχειριστή. Σε κάθε περίπτωση, απαιτείται συμμόρφωση στους κανονισμούς της **επενδυτικής επιτροπής**.

Επενδυτικό στυλ και στρατηγική

Για παράδειγμα, εάν επιθυμούμε η στρατηγική διαχείρισης να είναι τέτοια, ώστε η απόδοση να επηρεάζεται όσο γίνεται λιγότερο από τις κινήσεις της αγοράς (συντελεστής βήτα), τότε ίσως θα πρέπει να αποδυναμώσουμε τους παράγοντες «κλάδος», «χώρα» και «μέγεθος εταιριών». Ή, ακόμα, να θέσουμε στόχους απόδοσης. Για παράδειγμα, επιθυμητή απόδοση 10%-15% καθαρή από έξοδα και φόρους, θέτοντας στόχο για τον συντελεστή «άλφα» κλπ.

Γεωγραφική και προϊόντική κατανομή κεφαλαίου

Επιλέγονται προϊόντα και αγορές. Περιορισμοί μπορεί να υπάρχουν ανάλογα τον επενδυτή ή τον οργανισμό. Για παράδειγμα, ενδεχομένως, να μην είναι επιτρεπτό σε ένα συνταξιοδοτικό ταμείο να συναλλάσσεται σε παράγωγα με σκοπό την κερδοσκοπία. Ακόμα, μπορεί να τεθεί ο όρος ότι κάθε συναλλαγματικός κίνδυνος που αναλαμβάνεται πάντοτε αντισταθμίζεται.

Χαρακτηριστικά αναλαμβανόμενου κινδύνου

Για παράδειγμα, μπορούν να τεθούν όρια μέγιστης επένδυσης ανά μετοχή, ανά κλάδο, ανά χώρα. Επίσης, μπορεί να ορισθεί tracking error ίσο με 3% ή 5% ή άλλο κλπ.

Συναλλαγές και κόστος συναλλαγών

Μεγάλη σημασία έχει το μέγεθος turnover του χαρτοφυλακίου. Για παράδειγμα, μπορεί να είναι ορισμένο σε 1.5x σε μία μέση περίοδο διακράτησης ενός έτους ή 9 μηνών ή κάτι άλλο. Επιπλέον, ο συχνός αριθμός συναλλαγών επιβαρύνει το κόστος διαχείρισης.

4. Κανονισμός εφαρμογής επενδυτικής πολιτικής.

Η Επενδυτική Πολιτική αποτελεί έκφραση των βασικών αρχών που διέπουν την επενδυτική πολιτική των εταιριών διαχείρισης κεφαλαίων, με γνώμονα το επίπεδο κινδύνου που δέχεται να αναλάβει ο πελάτης, αλλά και την κατανομή κεφαλαίου και τη διαφοροποίηση αγορών και προϊόντων, σύμφωνα με την εντολή διαχείρισης. Σκοπός της είναι να παρέχει ένα πλαίσιο για τη διαδικασία λήψης αποφάσεων που λαμβάνονται από την επενδυτική επιτροπή.

Αν και η επενδυτική επιτροπή έχει τη δυνατότητα να λαμβάνει αποφάσεις επί των μορφών των τοποθετήσεων που θα πραγματοποιηθούν για κάθε μορφή επένδυσης, ο πελάτης αναμένει τέτοιου είδους αποφάσεις να λαμβάνονται στο πλαίσιο του κειμένου της επενδυτικής πολιτικής.

Στον Κανονισμό Εφαρμογής της Επενδυτικής Πολιτικής τίθενται:

Οι επενδυτικοί στόχοι. Ο κύριος επενδυτικός στόχος είναι η μεγιστοποίηση των αποδόσεων των επενδύσεων λαμβάνοντας υπόψη τον παράγοντα επικινδυνότητας της επένδυσης σε συνδυασμό με την απαιτούμενη ρευστότητα που θα πρέπει να διατηρεί το Κεφάλαιο, ώστε να είναι σε θέση να ικανοποιεί τις υποχρεώσεις του. Έτσι, ο γενικότερος στόχος της επενδυτικής πολιτικής είναι η μέγιστη δυνατή

απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου δεδομένου ότι θα εφαρμόζεται η αρχή της συνετούς διαχείρισης.

Η Επενδυτική Επιτροπή, προκειμένου να χαράσσει την επενδυτική πολιτική θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη της μελέτες και αναλύσεις, μεταξύ άλλων, των παρακάτω:

Τις γενικές οικονομικές συνθήκες

Την επίδραση φορολογικών πολιτικών και τις συνέπειες στις αποφάσεις επενδυτικών στρατηγικών

Την επίδραση πληθωριστικών τάσεων

Τις συνέπειες κάθε επενδυτικής πρότασης στο συνολικό χαρτοφυλάκιο

Τις ανάγκες ρευστότητας κλπ.

Οι επενδυτικές κατευθύνσεις. Οι επενδυτικές αποφάσεις θα πρέπει να λαμβάνονται σύμφωνα με την αρχή της συνετούς διαχείρισης. Η ίδια αρχή εφαρμόζεται και σε ότι ακολουθεί παρακάτω. Ο διαχειριστής οφείλει να εφαρμόζει την αρχή της διαφοροποίησης του κινδύνου, εκτός και εάν η συνετή επενδυτική πολιτική υπαγορεύει διαφορετικά. Για παράδειγμα, σε περιπτώσεις αντιμετώπισης χρηματοοικονομικών κρίσεων. Ακόμα, τίθενται πιθανά όρια συμμετοχής ανά μετοχή/κλάδο/αγορά, καθώς και όρια απόκλισης από το δείκτη αναφοράς.

Η αρχή της ενεργούς διαχείρισης και τα κριτήρια των επενδυτικών επιλογών. Ως Ενεργή Διαχείριση ορίζεται εκείνη η επενδυτική διαδικασία, η οποία στηρίζεται στη μελέτη και ανάλυση των θεμελιωδών μεγεθών, των τάσεων των αγορών, που υποβοηθείται από τη χρήση μαθηματικών, στατιστικών και οικονομετρικών υποδειγμάτων, που λαμβάνει υπόψη της τα πορίσματα της τεχνικής ανάλυσης και κάθε άλλου είδους μελέτης, η οποία προκύπτει από τη διαχείριση δημοσιοποιημένων στοιχείων. Να σημειωθεί, ωστόσο ότι, η Ενεργή Διαχείριση

δεν συνεπάγεται κατ' ανάγκη και συχνές συναλλαγές ούτε στρατηγικές day-trading

δεν συνεπάγεται κατ' ανάγκη την επιλογή χρεογράφων υψηλού κινδύνου και χαμηλής εμπορευσιμότητας,

δεν συνεπάγεται την αγοραπωλησία τίτλων με σκοπό την κερδοσκοπία.

Στο πλαίσιο της Ενεργούς αλλά Συνετούς Διαχείρισης, ο Διαχειριστής οφείλει να συνοδεύει τις εισηγήσεις του προς το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρίας με εμπειρισταωμένη αιτιολογική έκθεση, η οποία θα πρέπει, κατ' ελάχιστον, να περιλαμβάνει μεταξύ άλλων τα παρακάτω:

Ποιοτικά κριτήρια επιλογής και αποτελεσμάτων

Ποσοτικά κριτήρια επιλογής και αποτελεσμάτων

Αναφορές σε Επίπεδα κινδύνου. Η επένδυση σε όρους μετοχικών χαρτοφυλακίων, τόσο στην Ελληνική όσο και στις διεθνείς κεφαλαιαγορές υπόκειται στους κινδύνους της διακύμανσης των αποδόσεων των αγορών. Γενικά, η Επενδυτική Επιτροπή θέτει στόχους αναμενόμενης απόδοσης και περιοριστικά όρια ανοχής του αναλαμβανόμενου κινδύνου.

Αναφορές προς την Επενδυτική Επιτροπή. Προκειμένου να υπάρξει βεβαιότητα για την πιστή εφαρμογή των κατευθυντήριων γραμμών και των περιορισμών της Επενδυτικής Επιτροπής και των σχετικών νόμων θα πρέπει να υπάρχουν τακτικές αναφορές προς την Επενδυτική Επιτροπή από τον διαχειριστή. Πέρα από την ημερήσια κίνηση των επενδύσεων που αποστέλλεται, καλό είναι να συντάσσεται γραπτή τριμηνιαία αναφορά που θα αφορά στο σύνολο των επενδύσεων.

5. Ολοκληρωμένη προσέγγιση κατανομής κεφαλαίου

Μια ολοκληρωμένη προσέγγιση κατανομής κεφαλαίου, εξετάζει κατ' αρχάς:

- (i) τις συνθήκες που επικρατούν στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου και,
- (ii) τους στόχους και τους περιορισμούς του οργανισμού-πελάτη τα κεφάλαια του οποίου καλείται να διαχειριστεί.

Στη συνέχεια, μεγιστοποιείται η συνάρτηση χρησιμότητας του επενδυτή για να καταλήξει ο διαχειριστής στην επιλογή της κατανομής μεταξύ προϊόντων, αγορών κλπ.

Το τελευταίο στάδιο είναι

- (iii) η αναθεώρηση της στρατηγικής που ακολουθήθηκε, αφού πρώτα αναλύσει το αποτελέσματα των επιδόσεών του.

Η πρώτη συνιστώσα αναφέρεται στη θεωρία ανάλυσης χαρτοφυλακίου, την εύρεση του αποτελεσματικού συνόρου (efficient frontier), καθώς και τον υπολογισμό των συσχετίσεων των αποδόσεων μεταξύ αγορών, προϊόντων κλπ.

Η δεύτερη συνιστώσα αναφέρεται στους στόχους του επενδυτή και την αποστροφή του προς τον κίνδυνο. Ένα χρήσιμο μέγεθος για το σκοπό αυτό είναι ο προσδιορισμός του επιπέδου ανοχής (risk tolerance) του επενδυτή, δηλαδή η προστιθέμενη διακύμανση (= το τετράγωνο του μεγέθους του κινδύνου) που προσφέρει μια μονάδα προστιθέμενης απόδοσης στο χαρτοφυλάκιο, προσφέροντας το ίδιο επίπεδο αναμενόμενης χρησιμότητας (expected utility) στον επενδυτή:

$$E(U_p) = E(R_p) - \left(\frac{\sigma_p^2}{EA} \right) = E(R_p) - (\text{«ποινή κινδύνου»})$$

όπου R είναι η απόδοση του χαρτοφυλακίου υπό διαχείριση P, σ^2 είναι η διακύμανση του χαρτοφυλακίου, EA είναι το επίπεδο αντοχής και η «ποινή κινδύνου» είναι ο λόγος της διακύμανσης του χαρτοφυλακίου προς το όριο αντοχής κινδύνου του επενδυτή. Όσο μεγαλύτερο είναι το EA τόσο μικρότερη είναι η ποινή των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου.

////////////////////////////////////

Παράδειγμα. Έστω ότι, ο διαχειριστής έχει 3 χαρτοφυλάκια με κατανομή μεταξύ μετοχών και ομολογιών, αντίστοιχα, A: 20/40, B:50/50 και Γ:80/20. Οι αναμενόμενη απόδοση και οι διακύμανση των χαρτοφυλακίων αυτών είναι, αντίστοιχα: A 7%, 7%, B 8%, 13% και Γ 9%, 20%. Ας υποθέσουμε, για σύγκριση, έναν επενδυτή με EA = 5 (που αποστρέφεται τον κίνδυνο) και έναν δεύτερο με EA = 40 (που αποδέχεται περισσότερο κίνδυνο στο χαρτοφυλάκιο του). Μετά την εφαρμογή της παραπάνω σχέσης έχουμε:

	X/Φ A	X/Φ B	X/Φ Γ
Επενδυτής 1	5.6	5.4	5.0
Επενδυτής 2	6.8	7.8	8.5

Το αποτέλεσμα δηλώνει ότι, ο επενδυτής 1 μεγιστοποιεί τη συνάρτηση χρησιμότητάς του στο χαρτοφυλάκιο A, ενώ ο επενδυτής 2 στο χαρτοφυλάκιο Γ.

////////////////////////////////////

7. Ενεργητική και παθητική στρατηγική

Οι στρατηγικές που μπορούν να ακολουθήσουν οι διαχειριστές διακρίνονται σε **παθητικές στρατηγικές** (passive management) και σε **ενεργές στρατηγικές** διαχείρισης (active management). Ο απλούστερος τύπος παθητικής στρατηγικής είναι το index fund, δηλαδή η «αγορά» ενός αναγνωρίσιμου δείκτη αναφοράς. Το προσδοκώμενο αποτέλεσμα είναι η απόδοση του δείκτη αναφοράς. Τέτοια στρατηγική ακολουθείται, τελευταία, όλο και περισσότερο, αλλά οι περισσότεροι διαχειριστές εξακολουθούν να εφαρμόζουν στρατηγικές ενεργούς διαχείρισης. Παθητική στρατηγική διαχείρισης ακολουθούν αρκετά συνταξιοδοτικά κεφάλαια. Στην περίπτωση αυτής της επενδυτικής φιλοσοφίας, το κόστος διαχείρισης είναι χαμηλότερο έναντι της ενεργούς διαχείρισης.

Η τάση που παρατηρείται, τελευταία, προς την παθητική διαχείριση δικαιολογείται και από το γεγονός των αρνητικών αποδόσεων των διεθνών αγορών. Ωστόσο, αυτό το

γεγονός δεν είναι ικανό από μόνο του να αντιστρέψει το κλίμα της ενεργούς διαχείρισης. Αντίθετα, μάλιστα, προσδοκώντας ότι οι αγορές θα επιστρέψουν στα φυσιολογικά τους επίπεδα, μπορεί να αποτελεί ένδειξη για περισσότερο ενεργή διαχείριση.

Επιπλέον, η ενεργή διαχείριση έχει σαν στόχο την πρόσθεση αξίας στο χαρτοφυλάκιο μέσω μιας (ή περισσότερων) από τις παρακάτω στρατηγικές:

- (i) του συγχρονισμού με την αγορά (market timing), δηλαδή την ανακατανομή του κεφαλαίου την κατάλληλη χρονική στιγμή,
- (ii) της επιλογής κλάδων (theme selection), δηλαδή την κατάλληλη επιλογή εταιριών μικρής ή μεγάλης κεφαλαιοποίησης, την υπερεπένδυση/υποεπένδυση σε συγκεκριμένους κλάδους, χρηματιστηριακών αγορών κλπ.,
- (iii) της επιλεκτικότητας συγκεκριμένων περιουσιακών στοιχείων μέσα σε μία επενδυτική κλάση (asset class).

Βέβαια, στην πράξη υπάρχουν περισσότερα μεικτά σχήματα, ήδη από τα τέλη της δεκαετίας του 1980 (hybrid products). Πολλές φορές ένας παθητικός/ενεργός διαχειριστής δεν ακολουθεί μόνο την παθητική/ενεργή διαχείριση, αλλά ένα συνδυασμό τους, που εξαρτάται από τη στρατηγική κατανομή του κεφαλαίου που διαχειρίζεται (strategic asset allocation).

Ωστόσο, στην περίπτωση μεικτών στρατηγικών:

- (i). Δεν επιτυγχάνουμε την επιθυμητή μείωση του συνολικού κόστους διαχείρισης,
- (ii). Ιδιαίτερα ένας τύπος μεικτής στρατηγικής, που είναι ο συνδυασμός παθητικής στρατηγικής στη βάση (core passive) σε συνδυασμό με τακτική ενεργή διαχείριση (active satellite), αποτελεί μια λιγότερο ευέλικτη διαχειριστική δομή από αυτή του υποδείγματος πολυ-διαχειριστών. Αυτό συμβαίνει διότι δεν είναι ευέλικτη η τακτική κατανομή του κεφαλαίου μεταξύ των διαφόρων κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων.
- (iii). Στην περίπτωση μεικτών στρατηγικών, επίσης, το κόστος παρακολούθησης και συντονισμού της συνολικής διαχείρισης γίνεται περιπλοκότερο και υψηλότερο.

Η στρατηγική κατανομή κεφαλαίου (policy asset allocation analysis) προσδιορίζει τη μακροχρόνια πολιτική των σταθμίσεων αγορών και προϊόντων και, χρησιμοποιεί μακροχρόνιες σειρές αποδόσεων και διακυμάνσεων των αγορών και προϊόντων, προκειμένου να παραχθούν άλλα μεγέθη (κίνδυνος, συνδιακύμανση, συσχέτιση) μεταξύ τους, σύμφωνα με τη θεωρία χαρτοφυλακίου.

Η τακτική κατανομή κεφαλαίου (tactical asset allocation) βασίζεται σε βραχυχρόνιες εκτιμήσεις για την αγορά και, έχει σα στόχο την απόκτηση καλύτερης απόδοσης από

αυτήν του δείκτη αναφοράς (δηλαδή συντελεστή α -Jensen) και πιθανό μικρότερο κίνδυνο από αυτόν του δείκτη αναφοράς. Αυτό επιτυγχάνεται με την πρόβλεψη των αποδόσεων δύο ή περισσότερων επενδυτικών κατηγοριών και, αντιστοίχως την υπερ/υπο-επένδυση σε μια ή περισσότερες από αυτές, κατά ένα συστηματικό τρόπο.

Η τακτική κατανομή κεφαλαίου βασίζεται, συνήθως, στην υπόθεση της επιστροφής στο μέσο (mean reversion) των αποδόσεων. Με άλλα λόγια, στην υπόθεση ότι, εάν οι αποδόσεις έχουν αποκλίνει σημαντικά από την ιστορική μέση απόδοση, τότε θα τείνουν να επιστρέψουν σε αυτή. Για παράδειγμα, εάν ο λόγος των αποδόσεων μετοχών προς ομολογιών ισούται με 1.5 ιστορικά, δηλώνοντας τον υψηλότερο κίνδυνο των μετοχών έναντι των ομολογιών και, τον τελευταίο καιρό οι αποδόσεις των μετοχών έχουν διπλασιαστεί έναντι αυτών των ομολογιών, τότε ο διαχειριστής μπορεί να αποφασίσει να αλλάξει την κατανομή μετοχών/ομολογιών από 60/40 σε 50/50.

Στην ενεργή διαχείριση διακρίνουμε δυο στρατηγικές εφαρμογής:

(i) την top-down προσέγγιση και

(ii) την bottom-up προσέγγιση.

Στην πρώτη στρατηγική, ο διαχειριστής δίνει έμφαση πρώτα στην επιλογή της χώρας, του κλάδου των εταιριών και, τελευταία στην επιλογή των επιμέρους μετοχών, για παράδειγμα. Στη δεύτερη περίπτωση, αντίθετα, η διαδικασία ξεκινάει από την επιλογή των μετοχών (stock picking).

Βέβαια, υπάρχουν και άλλες επιλογές, όπως οι εξειδικευμένοι διαχειριστές, αυτοί δηλαδή που είναι εξειδικευμένοι σε συγκεκριμένο υποσύνολο της αγοράς, ή οι ποσοτικοί διαχειριστές, αυτοί που εμπιστεύονται και αναπτύσσουν νέες μεθοδολογίες προσομοίωσης των αγορών με στόχο να καταλήξουν σε επενδυτικές στρατηγικές.

8. Επιλογή Διάρθρωσης χαρτοφυλακίου

Η περισσότερο ακολουθούμενη στρατηγική διάρθρωσης χαρτοφυλακίου είναι εκείνη η οποία δεν ... περιορίζεται στα όρια κάποιας στρατηγικής! Σύμφωνα με αυτή τη στρατηγική ... απουσίας στρατηγικής, το χαρτοφυλάκιο διαρθρώνεται από «καλές επενδυτικές επιλογές».

Ωστόσο, η παραδοσιακή προσέγγιση διάρθρωσης χαρτοφυλακίων θέτει την επιλογή μεταξύ:

A. Χαρτοφυλάκιο Εισοδήματος. Η ιδέα ενός τέτοιου χαρτοφυλακίου είναι ότι αποτελείται από επενδύσεις σταθερού εισοδήματος και στοχεύει στη μεγιστοποίηση αποδόσεων.

B. Χαρτοφυλάκιο Ανάπτυξης. Ένα τέτοιο χαρτοφυλάκιο αποτελείται από μετοχές και ακίνητα. Ένα τέτοιο χαρτοφυλάκιο υποθέτει χαμηλή αποστροφή κινδύνου και χαμηλή ανάγκη ρευστότητας.

Γ. Χαρτοφυλάκιο εισοδήματος και ανάπτυξης. Αποτελείται από ένα συνδυασμό επενδύσεων σταθερού εισοδήματος (π.χ. ομολογίες) και μετοχές ή ακίνητα.

Τελικά σχόλια Κεφαλαίου

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάστηκαν συνοπτικά οι διαδικασίες για διαχείριση χαρτοφυλακίου. Αξίζει να συνοψίσουμε τα βήματα για την άριστη κατανομή κεφαλαίου μεταξύ των περιουσιακών στοιχείων και αγορών:

- (i) υπολογισμός των αναμενόμενων αποδόσεων κάθε asset class
- (ii) υπολογισμός των αναμενόμενων κινδύνων τους
- (iii) υπολογισμός των συσχετίσεων των αποδόσεων ανά ζευγάρι
- (iv) προσδιορισμός των επενδυτικών στόχων και επενδυτικών περιορισμών ανάλογα τον επενδυτή.

Στο επόμενο κεφάλαιο θα παρουσιαστούν οι μέθοδοι και τεχνικές αποτίμησης των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου και των επιδόσεων των διαχειριστών. Αυτό αποτελεί μια σημαντική συνιστώσα της διαχείρισης τόσο για εποπτικούς όσο και για λόγους παρακολούθησης και επιλογής διορθωτικών κινήσεων. Ταυτόχρονα, το στάδιο της αξιολόγησης ολοκληρώνει την επενδυτική διαδικασία.

////////////////////////////////////