

Του **Ν. ΧΡΥΣΙΚΟΠΟΥΛΟΥ**

**Τ**η διαφορετική φιλοσοφία που ασπάζονται οι «έμποροι επενδυτικών τίτλων» από τους «επαγγελματίες επενδυτές» κατά τη διαχείριση επενδύσεων αναδεικνύει ένας πρωτοπόρος Έλληνας, ο οποίος την τελευταία δεκαετία δραστηριοποιείται στον «άγνωστο» για πολλούς χώρο των **hedge funds**.

Ένα χώρο που διχάζει, καθώς πολλοί κατηγορούν τους διαχειριστές αυτών των κεφαλαίων ότι στο βωμό των αποδόσεων και του κέρδους υιοθετούν επενδυτικές τακτικές υψηλού ρίσκου, ενώ αντίθετα οι υπερασπιστές τους κάνουν λόγο για μια πραγματική επανάσταση στον χώρο των επενδύσεων.

■ Ο Γιάννης Μουταφίδης, επί σειρά ετών επενδυτικός σύμβουλος στη Merrill Lynch (Ευρώπη), στη Lehman Brothers (Αμερική) και σε άλλους διεθνείς οίκους, ανήκει σαφέστατα στη δεύτερη κατηγορία. Ο ίδιος αναφέρει ότι όλες οι χρηματοοικονομικές αγορές διεθνώς περνούν σήμερα τη μεγαλύτερη περίοδο διακυμάνσεων μετά την ύφεση του 1930.

Οι τάσεις αυτές όμως μπορούν να λειτουργήσουν προς όφελος του επενδυτή, καθώς δημιου-



ΓΙΑΝΝΗΣ ΜΟΥΤΑΦΙΔΗΣ

## «Άλλο έμπορος τίτλων και άλλο επενδυτής»

γούν το ιδανικό περιβάλλον για να ξεχωρίσει κάποιος τους «επαγγελματίες εμπόρους» από τους «επαγγελματίες επενδυτές» στον χώρο της διαχείρισης κεφαλαίων.

■ Όπως αναφέρει ο ίδιος, οι «επαγγελματίες έμποροι» χρηματοοικονομικών προϊόντων, όπως τράπεζες και άλλες χρηματοοικονομικές εταιρείες (χρηματομεσίτες, εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων), **προσφέρουν** τα αποκαλούμενα «παραδοσιακά επενδυτικά» προϊόντα, τα οποία έχουν δημιουργηθεί ώστε να ακολουθούν την πορεία των αγορών στις οποίες επενδύουν και συνεπώς λειτουργούν θετικά για τον επενδυτή μόνο όταν οι αγορές είναι ανοδικές.

Αντίθετα, οι «επαγγελματίες επενδυτές», όπως οι διαχειριστές των hedge funds, προσφέρουν τις αποκαλούμενες «εναλλακτικές επενδύσεις», οι οποίες έχουν συνήθως πολύ **καλύτερες** αποδόσεις από τα παραδοσιακά χρηματοοικονομικά προϊόντα.

Αυτό συμβαίνει διότι, χρησιμοποιούνται πολυάριθμες αντισταθμιστικές τεχνικές trading (short-long pair positions, arbitrage positions, futures,

options, leverage κ.ά.) που δεν είναι διαθέσιμες σε «παραδοσιακές» εταιρείες, με στόχο να διαχειρίζονται ταυτόχρονα και τον κίνδυνο καθοδικών τάσεων των χρηματοοικονομικών αγορών.

■ Από το **2000** και μετά, οπότε οι αγορές υποχώρησαν διεθνώς, οι αποδόσεις των παραδοσιακών προϊόντων, σύμφωνα με τον Γ. Μουταφίδη, ήταν απογοητευτικές.

### Υψηλές αποδόσεις

Αντίθετα, τα εναλλακτικής μορφής κεφάλαια όπως τα hedge funds δεν έχασαν ή υποχώρησαν πολύ λιγότερο έναντι των παραδοσιακών προϊόντων. Ο ίδιος επικαλείται τις αποδόσεις της εταιρείας Olympic Asset Management (www.olympianfunds.com), που ίδρύσε το 1994, για να αποδείξει την ακριβεία των λόγων του.

Μεταξύ Δεκεμβρίου 1996 και Ιουνίου 2004, η απόδοση με βάση το αμερικάνικο δολάριο που πέτυχε η OAM διαμορφώθηκε στο **100,04%** έναντι 34,01% του υψηλότερου τραπεζικού επιτοκίου καταθέσεων ενός μηνός (1 month depo rate) και 27,26%

του διεθνούς δείκτη μετοχών MSCI World Index.

Στην ίδια περίοδο, η μέση ετήσια απόδοση της OAM ήταν 10,1% έναντι 3,1% του δείκτη MSCI World Index και 4,2% των καταθέσεων ενός μηνός. Επιπλέον, από τα υψηλότερα επίπεδα των διεθνών χρηματαγορών (Μάρτιος 2000) μέχρι τον περασμένο Ιούνιο η απόδοση ήταν αντίστοιχα θετική 0,87% για την OAM έναντι απωλειών (25,8%) του δείκτη MSCI World Index.

■ Βασική αιτία για την επίτευξη αυτών των επιδόσεων είναι ότι η OAM αποτελεί μια από τις πρωτοπόρους επενδυτικές εταιρείες διεθνώς που προσφέρουν τις ενονομαζόμενες «εναλλακτικές επενδύσεις».

Χρησιμοποιεί την επενδυτική μέθοδο των πολλαπλών διαχειριστών (multimanager/hedge funds investment process) και επενδύει διεθνώς μέσω των πιο επιτυχημένων διαχειριστών κεφαλαίου παγκοσμίως.

Η εταιρεία τοποθετεί τα κεφάλαια των επενδυτών της σε επιλεγμένα hedge funds τα οποία διαχειρίζονται ανεξάρτητοι από αυτήν μάνατζερ. Συγχρόνως,

διασκορπίζει το ρίσκο σε διαφορετικές αγορές (μετοχές, ομόλογα, αγαθά, νομίσματα κ.λπ.) και περιοχές (Ευρώπη, Ασία, Αμερική κ.ά.) και σε διαχειριστές που ακολουθούν ποικίλες επενδυτικές στρατηγικές.

■ Σήμερα η OAM έχει υπό διαχείριση σημαντικά κεφάλαια, τα οποία έχουν διανεμηθεί σε πάνω από **20 hedge funds**, μεταξύ των οποίων συγκαταλέγονται ορισμένα από τα πιο πετυχημένα παγκοσμίως όπως το Egerton European Fund (ευρωπαϊκές μετοχές), το Raptor Global Fund (αμερικάνικες μετοχές) και το Caxton Global Investments Fund (οικονομικά αγαθά).

Το γεγονός ότι η εποπτεία των hedge funds διεθνώς είναι περιορισμένη επιτρέπει να τοποθετούν περισσότερα κεφάλαια σε «εξωτικές» αγορές, μετοχές και προϊόντα. Τα υψηλά ρίσκα που συχνά αναλαμβάνουν και η χρεοκοπία ορισμένων αποτελούν τα κύρια επιχειρήματα των τραπεζών για να αποτρέψουν τους επενδυτές από την τοποθέτηση των κεφαλαίων τους σε αυτά.

### Αντιστάθμιση κινδύνου

■ Ο Γ. Μουταφίδης αντικρούει αυτό το επιχειρήμα. «Τι είναι πιο επικίνδυνο να οδηγείς, ένα Ντεσεβό ή μια Φεράρι;» ρωτά και δίνει ο ίδιος την απάντηση: «Τις περισσότερες φορές πιο επίφοβο είναι το Ντεσεβό, αφού σε περίπτωση κινδύνου δεν μπορείς να πατήσεις γκάζι και να απομακρυνθείς».

Σύμφωνα με τον ίδιο, τα hedge funds διαθέτουν τις απαραίτητες τεχνικές αντιστάθμισης κινδύνου ώστε να «πατήσουν» ανάλογα γκάζι ή φρένο» σε δύσκολες επενδυτικές περιόδους και να προφυλάξουν τα κεφάλαια που διαχειρίζονται.

■ Πέραν αυτής της ευελιξίας που προσφέρουν τα hedge funds, η βασική διαφορά μεταξύ των «επαγγελματιών εμπόρων» χρηματοοικονομικών προϊόντων και των «επαγγελματιών επενδυτών» έχει να κάνει και με τον τρόπο με τον οποίο αμείβονται.

Οι μεν εμπορικές χρηματοοικονομικές εταιρείες (τράπεζες, χρηματομεσίτες κ.λπ.) χρεώνουν τους πελάτες τους προμήθειες, έξοδα διαχείρισης, έξοδα διαφοράς αγοράς-πώλησης προϊόντων (spreads) ανεξάρτητα της απόδοσης των προϊόντων που προσφέρουν.

Αντίθετα, οι hedge fund managers αμείβονται κυρίως από την **υπεραξία** των επενδεδυμένων κεφαλαίων στις χρηματοοικονομικές αγορές για λογαριασμό των επενδυτών τους, παρακρατώντας δηλαδή κάποιο ποσοστό επί κάθε νέου κέρδους του επενδεδυμένου κεφαλαίου. Έτσι γίνονται συνέταιροι με τους επενδυτές-πελάτες τους και η αμοιβή εκρέει από την υπεραξία του κεφαλαίου τους.

## Ένα Χ.Α., δύο όψεις

Του **Μ. ΓΕΛΑΝΤΑΛΙ**

**ΟΙ ΠΡΟΣΔΟΚΙΕΣ** για κέρδη παρά η ίδια η κερδοφορία των επιχειρήσεων έθρεψαν το κινήρι των αποδόσεων τα τελευταία δύο χρόνια και αρκετοί αναλυτές πιστεύουν ότι την ίδια στάση θα κρατήσουν οι επενδυτές και το 2005.

Την περίοδο 2002-2003 η άνοδος του γενικού δείκτη είναι σημαντική. Φτάνει το 53,4%. Η μέση απόδοση του συνόλου των εισηγμένων, όμως, παραμένει οριακά αρνητική, σε ποσοστό 1,27%.

– Τι σημαίνει αυτό; Οτι λίγες και μάλιστα «δεικτοβαρείς», ως επί το πλείστον, μετοχές έτρεξαν και μάλιστα πολύ, ενώ η πλειονότητα των εισηγμένων έχασε έδαφος. Αλλωστε το ίδιο διάστημα που η απόδοση του FTSE/20 φθάνει στο 70,8%, για τρεις στις τέσσερις μετοχές όμως καταγράφηκαν ζημιές. Εικόνα και επενδυτική συνήθεια, που, όπως εκτιμούν οι αναλυτές, μπορεί να συνεχισθούν και τους επόμενους μήνες στη Σοφοκλέους. Με την προϋπόθεση πως η διεθνής συγκυρία δεν θα επιφυλάσσει αρνητικές εκπλήξεις και το «παιχνίδι» των αποδόσεων στην υψηλή κεφαλαιοποίηση μπορεί να έχει συνέχεια και εν μέρει να διαχυθεί και σε λίγες μετοχές μεσαίας κεφαλαιοποίησης.

– Πάντως, με βάση τα ανά μετοχή κέρδη των εταιρειών διαπιστώνεται ότι οι υψηλές αποδόσεις την περίοδο 1/1/03-14/12/04 δεν έχουν περιοριστεί μόνο σε τίτλους εταιρειών με σταθερή βελτίωση των μεγεθών τους αλλά προσφέρονται και από μετοχές εταιρειών με υστέρηση στα οικονομικά αποτελέσματα.

### Βελτίωση κερδών

– Από τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες μόλις σε 35 περιπτώσεις τα μεγέθη παρουσιάζουν σταθερή βελτίωση για τρεις κατά σειρά χρήσεις από το 2001 έως και πέρυσι. Από αυτές, ωστόσο, μόλις δεκαεννέα έχουν κέρδη στο ταμπλό την τελευταία διετία. Με αυτό το δεδομένο, ο «άριστος» συνδυασμός απόδοσης και θεμελιωδών μεγεθών σημειώνεται μόνο στην περίπτωση των Jumbo, Πλαίσιο, Γερμανός και Τέρνα, καθώς για τις μετοχές αυτές τα κέρδη κυμαίνονται μεταξύ 94,7%-114,4%.

– Υψηλότερα κέρδη, που στην περίπτωση της Φουρλής φθάνουν στο 440%, παρουσιάζουν μετοχές εταιρειών με υστέρηση μεγεθών ή μείωση αποτελεσμάτων, γεγονός που σε λίγες περιπτώσεις αποδίδεται σε επιχειρηματικές εξελίξεις και σε πολλές σε χρηματιστηριακούς λόγους.

Αυτό εξηγείται από την τακτική των επενδυτών να επιλέγουν ενίοτε μετοχές εταιρειών που είτε έχουν υποχωρήσει σημαντικά είτε είναι πολύ συγκεντρωμένες, με αποτέλεσμα «εύκολα» να μπορούν να μπουν σε ανοδική τροχιά που ωστόσο συχνά έχει ημερομηνία λήξης.

– Πάντως, με βάση την πορεία της αγοράς τα τελευταία χρόνια οι αναλυτές θεωρούν ως πιθανό το ενδεχόμενο της ενίσχυσης του γενικού δείκτη αλλά και της παράλληλης περαιτέρω απαξίωσης της πλειονότητας των μετοχών. Αυτό το σενάριο, βέβαια, προϋποθέτει καλό κλίμα και στις ξένες αγορές.