



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ
ΜΕ ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ**

ΘΕΜΑ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

ΑΜΟΙΒΕΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΣΤΑ HEDGE FUNDS

ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ: ΜΑΡΙΑ-ΣΤΥΛΙΑΝΗ Α. ΑΝΔΡΟΥΤΣΟΠΟΥΛΟΥ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΕΠΙΚ. ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ Δ. ΒΟΛΙΩΤΗΣ

ΤΡΙΜΕΛΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗ: ΕΠΙΚ. ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ Δ. ΒΟΛΙΩΤΗΣ
ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ Γ. ΔΙΑΚΟΓΙΑΝΝΗΣ
ΛΕΚΤΟΡΑΣ Μ. ΑΝΘΡΩΠΕΛΟΣ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ, ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2017

*Αφιερώνεται στην οικογένειά μου,
για την πολύτιμη βοήθεια και
συμπαράστασή τους.*

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

Abstract	5
Περίληψη	6
Λέξεις Κλειδιά	7
Διάρθρωση της Εργασίας	8
Κεφάλαιο 1^ο	
1.1 Εισαγωγή στα Hedge Funds.....	9
1.2 Ιστορική Ανασκόπηση.....	10
1.2.1 Οι μεγαλύτερες καταστροφές των Hedge Funds.....	11
1.3 Κατηγορίες Hedge Funds.....	13
1.4 Βασικά Χαρακτηριστικά των Hedge Funds.....	14
1.5 Επενδυτική Φιλοσοφία.....	14
1.6 Βασικοί Λόγοι Επένδυσης στα Hedge Funds.....	15
1.7 Επενδυτικές Στρατηγικές.....	16
1.8 Σύγκριση Hedge Funds και Mutual Funds.....	17
Κεφάλαιο 2^ο	
2.1 Οργανωτικές Δομές των Hedge Funds.....	19
2.2 Εκτίμηση της Καθαρής Αξίας του Ενεργητικού των Hedge Funds.....	19
2.3 Συμμετέχοντες.....	20
2.4 Οι Διαχειριστές των Hedge Funds.....	20
2.5 Επενδυτική Νοοτροπία Διαχειριστή.....	21
2.6 Αναδυόμενα Κεφάλαια και Διαχειριστές.....	22
Κεφάλαιο 3^ο	
3.1 Δομή Αποζημίωσης του Διαχειριστή.....	24
3.2 Principal Agent Game.....	25
3.2.1 Starks Principal Agent Model.....	28
3.2.2 Carpenter Principal Agent Model.....	28
3.3 Συνέπειες Αντικατάστασης ενός Διαχειριστή.....	29
3.4 Πηγές Απόδοσης και Κινδύνου.....	30

3.5 Οι κίνδυνοι που διατρέχει ο Επενδυτής.....	30
3.6 Προστασία του Επενδυτή.....	31

Κεφάλαιο 4^ο

4.1 Αμοιβές Διαχείρισης.....	33
4.2 Αμοιβές Απόδοσης.....	33
4.3 Θεωρία Αντιπροσώπευσης.....	37

Κεφάλαιο 5^ο

5.1 Συμβάσεις Παροχής Κινήτρων.....	38
5.1.2 Παραδοσιακές έναντι Εναλλακτικών Συμβάσεων Αποζημίωσης.....	40
5.2 Κόστη Hedge Funds.....	41

Κεφάλαιο 6^ο

6.1 Προβλήματα Στρέβλωσης Κινήτρων.....	46
6.2 Η επικίνδυνη συμπεριφορά των Διαχειριστών.....	47
6.2.1 Η συνετή συμπεριφορά των Διαχειριστών.....	48

Κεφάλαιο 7^ο

7.1 Στοχαστικό Πρόβλημα Διαχείρισης ενός Hedge Fund.....	50
7.2 Μελέτη Περιπτώσεων.....	53
7.2.1 Περίπτωση Απουσίας Ηθικού Κινδύνου (No Moral Hazard).....	54
7.2.2 Περίπτωση Ύπαρξης Ηθικού Κινδύνου με Γραμμικούς Περιορισμούς (Moral Hazard).....	58

Συμπεράσματα.....	65
--------------------------	-----------

Παράρτημα.....	66
-----------------------	-----------

Βιβλιογραφικές-Αρθρογραφικές Πηγές.....	67
------------------------------------------------	-----------

ABSTRACT

Hedge funds industry has grown significantly in recent years, resulting in an object of interest for the entire financial system. It is difficult to assess accurately the actual size of the hedge funds industry, given that the SEC imposes restrictions on advertising for hedge funds. However, it is estimated that hedge funds have increased from \$ 39 million in 1990 to approximately \$ 972 million in 2004. During this period, the total number of hedge funds has grown from 610 in 1990 to 7,436 in 2004. In addition, the distribution between different strategies of hedge funds has also changed significantly during the same period.

Although hedge funds have gained popularity in recent years with the rise of the managers of hedge funds, such as George Soros and Julian Robertson, have existed for many years. In fact, there is no universally accepted definition of hedge funds. Given the huge growth of this industry and the limited information available on hedge funds, an urgent need for further analysis of the different forms of compensation managers, and the problem of representation involved. Investors must investigate thoroughly, to be able to know what to invest and in which risks are exposed.

So, in this paper, we try to summarize an overview of academic research on performance and management fees of hedge funds to assess whether incentives appear distortion problems such as moral hazard. Our goal is to design an optimal contract, which will protect the interests of the investor, but it will be tempting for the manager, without compromising the interests of principal.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η βιομηχανία των hedge funds έχει αναπτυχθεί σημαντικά τα τελευταία χρόνια, με αποτέλεσμα να αποτελούν αντικείμενο ενδιαφέροντος για ολόκληρο το χρηματοοικονομικό σύστημα. Είναι δύσκολο να εκτιμηθεί με ακρίβεια το πραγματικό μέγεθος της βιομηχανίας των hedge funds, δεδομένου ότι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επιβάλλει περιορισμούς στη διαφήμιση για τα hedge funds. Ωστόσο εκτιμάται ότι τα hedge funds έχουν αυξηθεί από 39 εκατομμύρια δολάρια το 1990 σε περίπου 972 εκατομμύρια δολάρια το 2004. Κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, ο συνολικός αριθμός των hedge funds έχει αυξηθεί από 610 το 1990 σε 7.436 το 2004. Επιπλέον, η κατανομή μεταξύ των διαφορετικών στρατηγικών των hedge funds έχει επίσης αλλάξει σημαντικά κατά τη διάρκεια της ίδιας περιόδου.

Αν και τα hedge funds έχουν κερδίσει δημοτικότητα τα τελευταία χρόνια με την άνοδο των διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνου, όπως οι Τζορτζ Σόρος και Julian Robertson, υπάρχουν εδώ και πολλά χρόνια. Στην πραγματικότητα, δεν υπάρχει ένας καθολικά αποδεκτός ορισμός των hedge funds. Λαμβάνοντας υπόψη την τεράστια ανάπτυξη αυτού του κλάδου και τις περιορισμένες διαθέσιμες πληροφορίες σχετικά με τα hedge funds, αποτελεί επιτακτική η ανάγκη περαιτέρω ανάλυσης των διαφορετικών σχημάτων αποζημίωσης των διαχειριστών, καθώς και του προβλήματος της αντιπροσώπευσης που ενέχει. Οι επενδυτές πρέπει να ερευνούν εκτενώς, ώστε να είναι σε θέση να γνωρίζουν σε τι επενδύουν και σε τι κινδύνους εκτίθενται.

Σε αυτή την εργασία, λοιπόν, προσπαθούμε να συνοψίσουμε μια επισκόπηση της ακαδημαϊκής έρευνας σχετικά με τις αμοιβές απόδοσης και διαχείρισης των αμοιβαίων κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνου, ώστε να αξιολογηθεί αν εμφανίζονται προβλήματα στρέβλωσης κινήτρων, όπως ο ηθικός κίνδυνος. Στόχος μας είναι να σχεδιάσουμε ένα βέλτιστο συμβόλαιο, το οποίο θα προστατεύει τα συμφέροντα του επενδυτή, αλλά θα είναι και δελεαστικό για τον διαχειριστή, χωρίς να θέτει σε κίνδυνο τα συμφέροντα του πρώτου.

ΛΕΞΕΙΣ ΚΛΕΙΔΙΑ

Hedge Fund (Κεφάλαιο Αντιστάθμισης Κινδύνου)

Management Fee (Αμοιβή Διαχείρισης)

Incentive Fee (Αμοιβή Κινήτρου)

High Water Mark (Ελάχιστο Επίπεδο Απόδοσης)

Principal-Agent Game

Moral Hazard (Ηθικός Κίνδυνος)

ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Το 1^ο κεφάλαιο της εργασίας αποτελεί μια εισαγωγή για τον κλάδο των hedge funds. Παρουσιάζονται οι κατηγορίες, καθώς και τα βασικά χαρακτηριστικά τους, όπως επίσης οι βασικοί λόγοι επένδυσης σε ένα τέτοιου είδους αμοιβαίο κεφάλαιο αντιστάθμισης κινδύνου. Περιγράφονται οι επενδυτικές στρατηγικές που μπορεί να ακολουθήσει κάποιος που ενδιαφέρεται να εισέλθει και να δραστηριοποιηθεί ενεργά στον κόσμο αυτών των κεφαλαίων, καθώς και οι βασικές διαφορές τους με τα αμοιβαία κεφάλαια

Στο 2^ο κεφάλαιο συνοψίζονται οι οργανωτικές δομές, οι συμμετέχοντες, καθώς και ο ρόλος αυτών, ενώ δίνεται ιδιαίτερη έμφαση στην επενδυτική νοοτροπία και στο ρόλο που διαδραματίζει ο διαχειριστής ενός hedge fund.

Το 3^ο κεφάλαιο, στηριζόμενο στο λεγόμενο principal-agent game, περιγράφει αναλυτικότερα τη σχέση που υπάρχει μεταξύ επενδυτή και διαχειριστή, τις αμοιβές αποζημίωσης που ορίζονται, καθώς και τους κινδύνους που ελλοχεύουν στο πλαίσιο αυτής της συνεργασίας. Επιπρόσθετα, το 4^ο κεφάλαιο παρουσιάζει τις αμοιβές διαχείρισης και απόδοσης του διαχειριστή, που συμφωνούνται κατά τη σύναψη ενός συμβολαίου.

Οι συμβάσεις παροχής κινήτρων περιγράφονται στο 5^ο κεφάλαιο, ενώ γίνεται και μια αναφορά σε ενδεχόμενα κόστη διαχείρισης, κατά τη διάθεση ή εξαγορά ενός hedge fund. Έπειτα, από την μελέτη και παρουσίαση των αμοιβών διαχείρισης και απόδοσης στο 6^ο κεφάλαιο εξετάζουμε τη διάσταση του προβλήματος της αντιπροσώπευσης.

Τέλος, στο 7^ο κεφάλαιο της εργασίας μέσω της χρήσης εργαλείων μικροοικονομικής θεωρίας και στοχεύοντας στην εξάλειψη τυχόν προβλημάτων στρέβλωσης κινήτρων, παρουσιάζεται ένα βέλτιστο συμβόλαιο, που ανταμείβει δίκαια τον διαχειριστή, χωρίς να θέτει σε κίνδυνο τα συμφέροντα του επενδυτή.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΑ HEDGE FUNDS

Τα hedge funds, ή αντισταθμιστικά κεφάλαια, αποτελούν εναλλακτικές μορφές επένδυσης οι οποίες απευθύνονται σε ένα επενδυτικό κοινό με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά. Ιστορικά, τα συγκεκριμένα funds δημιουργήθηκαν για να εξυπηρετήσουν ακριβώς το σκοπό που ετυμολογικά περιγράφεται στο όνομα της κατηγορίας τους, αυτόν δηλαδή της αντιστάθμισης του κινδύνου. Ο υπεύθυνος διαχειριστής χρησιμοποιούσε συγκεκριμένες στρατηγικές προκειμένου να κάνει hedging στο ρίσκο του κύριου χαρτοφυλακίου το οποίο επόπτευε. Στην πορεία όμως, τα funds αυτά μετατράπηκαν σε ακραία κερδοσκοπικά επενδυτικά οχήματα, τα οποία κάθε άλλο παρά αντισταθμιστικά θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν, ενέχοντας τελικά μεγαλύτερο βαθμό κινδύνου.

Τα hedge funds αποτελούν στην ουσία ιδιωτικές «δεξαμενές κεφαλαίων» (private fund pools) με τους επενδυτές που συμμετέχουν σε αυτά να έχουν δικαίωμα εισόδου ή εξόδου από το fund σε συγκεκριμένες ημερομηνίες και μόνο αν αυτοί διαθέτουν ένα σημαντικά υψηλό minimum κεφαλαίων ώστε να διατηρούν το δικαίωμα συμμετοχής. Αυτό καθιστά τη συγκεκριμένη μορφή επένδυσης μη άμεσα ρευστοποιήσιμη. Ενδεικτικά, οι συμμετέχοντες πρέπει να δεσμεύσουν τα κεφάλαιά τους τουλάχιστον ένα χρόνο και στην συνέχεια μπορούν να προβούν σε απόσυρση των τοποθετήσεών τους συνήθως ανά τρίμηνο ή ανά εξάμηνο, ανάλογα με την επενδυτική φιλοσοφία του κάθε hedge fund. Επίσης, οι συμμετέχοντες απαιτείται να κατανοούν σε βάθος τους κινδύνους της αγοράς, διαθέτοντας εξειδικευμένες επενδυτικές γνώσεις.¹

¹ <http://www.dailyfx.gr/>

1.2 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

Η ταχεία ανάπτυξη της βιομηχανίας των hedge funds θα μπορούσε να δικαιολογηθεί ως ένα βαθμό λόγω της προστιθέμενης αξίας που δημιουργούν οι διαχειριστές του Hedge Fund. Για παράδειγμα, κατά τη διάρκεια της περιόδου 1994-2007, η Credit Suisse First Boston (CSFB) προσέφερε μια επιπλέον ετήσια απόδοση της τάξεως του 6,7%. Η επίδοση αυτή ήταν ελαφρώς μεγαλύτερη από εκείνη του Standard & Poors 500 (S & P), του δείκτη της αγοράς, κατά την ίδια χρονική περίοδο και μικρότερο συστηματικό κίνδυνο. Ωστόσο, τα hedge funds διαφέρουν σε ορισμένα ουσιώδη σημεία από τα αμοιβαία κεφάλαια. Παρέχουν πιο ευέλικτες επενδυτικές ευκαιρίες και είναι λιγότερο ελεγχόμενα. Περισσότερο ευέλικτες επενδυτικές ευκαιρίες περιλαμβάνουν την ικανότητα επένδυσης σε βραχυπρόθεσμους τίτλους, μόχλευσης του χαρτοφυλακίου, επένδυσης σε παράγωγα, και γενικά τη δυνατότητα επένδυσης σε μια ευρύτερη ομάδα (pool) στοιχείων του ενεργητικού.²

Ωστόσο, τον Αύγουστο του 2016 ο τύπος έκανε λόγο για «έξοδο» επενδυτών από τα hedge funds. Χαρακτηριστικά τα ονόματα της βιομηχανίας που «είδαν» το φως της δημοσιότητας ήταν, της Tudor Investment και της Brevan Howard. Το πρόβλημα είναι σαφές, τονίζει η Wall Street Journal, εξηγώντας ότι τα funds δεν έχουν καλές επιδόσεις με αποτέλεσμα οι απογοητευμένοι επενδυτές να αποσύρουν τα χρήματά τους.

Hedge funds και mutual funds εμφανίζουν κακές επιδόσεις από όταν ξεκίνησε η ανάκαμψη των χρηματοοικονομικών αγορών στις αρχές του 2009. Τα πρώτα ενισχύονται μόνο 3% κατά μέσο όρο φέτος μέχρι τα τέλη Ιουλίου, σύμφωνα με την ερευνητική εταιρία HFR, άνοδος που αντιστοιχεί σε λιγότερο από τη μισή του S&P 500, περιλαμβανομένων και των μερισμάτων. Τα κεφάλαια στον τομέα των hedge funds, αξίας 2,9 τρισ. δολαρίων, μετρούν τρία συνεχόμενα τρίμηνα αποσύρσεων, για πρώτη φορά από το 2009, τονίζει η HFR.

Η Brevan Howard ήταν ένα από τα κορυφαία fund σε επιδόσεις κατά την κρίση, αλλά τώρα οδεύει προς το τρίτο ημερολογιακό έτος ζημιών. Οι επενδυτές απέσυραν πάνω από τρία δισ.

² Rajesh K. Aggarwal & Philippe Jorion (2010), *The performance of emerging hedge funds and managers*, *Journal of Financial Economics*, Volume 96, Issue 2, Pages 238–256.

από το εμβληματικό fund στη διάρκεια του πρώτου εξαμήνου, σύμφωνα με επιστολές προς τους επενδυτές και υπολογισμούς της WSJ. Φέτος μέχρι και τον Αύγουστο, δύο βασικά hedge funds της Tudor έχουν εμφανίσει πτώση 3% σύμφωνα με τους επενδυτές, ποσοστό πολύ κάτω της αγοράς συνολικά.³

1.2.1 ΟΙ ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΕΣ ΚΑΤΑΣΤΡΟΦΕΣ ΣΤΟ ΧΩΡΟ ΤΩΝ HEDGE FUNDS

Όσον αφορά την οικονομική απόδοση, το 2016 ήταν πραγματικά αρκετά καλό για τα hedge funds (αντισταθμιστικά αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου), τουλάχιστον σε σύγκριση με τα τελευταία δύο χρόνια. Αλλά πολλά από τα μεγάλα ονόματα του κλάδου υπέστησαν ζημιές.

Μεταξύ άλλων ήταν η Platinum Partners, όπου στις αρχές του τρέχοντος έτους, όλο και περισσότεροι άρχισαν να αναρωτιούνται αν οι αποδόσεις του κεφαλαίου Platinum Partners παραήταν καλές για να είναι αληθινές. Με 17% ετήσια απόδοση από το 2003, παρά τις πολλές χρεοκοπίες των εταιρειών που στις οποίες συμμετείχε, ο ιδρυτής του κεφαλαίου Μαρκ Νόρντλιχτ φαινόταν σαν μια «περίεργη μεγαλοφυΐα» σύμφωνα με άρθρο του Reuters τον Απρίλιο. Στη συνέχεια, το Δεκέμβριο, ο Νόρντλιχτ συνελήφθη μαζί με πέντε άλλους με κατηγορίες για απάτη τύπου πυραμίδας ύψους 1 δισ. δολαρίων. Η κυβέρνηση ισχυρίστηκε ότι το αμοιβαίο κεφάλαιο χειραγωγούσε τα νούμερά του, προκαλώντας τεχνητή διόγκωση της αξίας ορισμένων επενδύσεων που στην πραγματικότητα ήταν άνευ αξίας.

Στη συνέχεια η Visium, τον Ιούνιο συγκεκριμένα, λιγότερο από μία εβδομάδα μετά από τις κατηγορίες για εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών, ο διαχειριστής αμοιβαίων κεφαλαίων της Visium, Σάντζαϊ Βαλβάνι, 44 ετών, αυτοκτόνησε στο σπίτι του. Οι ομοσπονδιακοί εισαγγελείς είχαν κατηγορήσει τον Βαλβάνι για απάτη 32 εκατομμυρίων δολαρίων από παράνομα κέρδη από συναλλαγές σε μετοχές φαρμακευτικών εταιρειών με χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών.

Όπως και η Valeant, ύστερα από την χειρότερη επίδοση στην ιστορία της το 2015, η Square Pershing του Μπιλ Άκμαν υποχωρούσε 20,5%, συμπεριλαμβανομένων των διαφόρων αμοιβών, και το 2016 προβλεπόταν ακόμα χειρότερο. Τους πρώτους 10 μήνες του τρέχοντος έτους, η εισηγμένη Square Pershing υποχωρούσε κατά 22,5%, μετά την καταστροφική απόφαση του

³ www.euro2day.gr

Άκμαν να διπλασιάσει τις τοποθετήσεις του στην ταραγμένη φαρμακοβιομηχανία Valeant. Συνολικά, η επένδυση αυτή του κόστισε πάνω από 3 δισεκατομμύρια δολάρια σε ζημιές, καθώς η μετοχή της Valeant έχει πέσει 95% από το υψηλό του 2015.

Τον Σεπτέμβριο, ο βετεράνος των αμοιβαίων κεφαλαίων Λεόν Κούπερμαν, Διευθύνων Σύμβουλος της Omega Advisors, κατηγορήθηκε για εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κατηγόρησε τον Κούπερμαν για κέρδη 4.000.000 δολαρίων από παράνομες συναλλαγές των μετοχών μιας εταιρείας ενέργειας, χρησιμοποιώντας πληροφορίες που φέρεται να είχε εξασφαλίσει από ένα στέλεχός της, με την υπόσχεση ότι δεν θα τις αξιοποιούσε επενδυτικά. Ο Κούπερμαν, 73, αρνήθηκε τις κατηγορίες. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς φέρεται να προσπάθησε, ανεπιτυχώς, να προσφέρει στον διαχειριστή του κεφαλαίου μια συμφωνία που θα του απαγόρευε να συναλλάσσεται στην Γουόλ Στρητ, αλλά ο Κούπερμαν αρνήθηκε.

Στα μέσα του 2015, το αμοιβαίο κεφάλαιο του Τζον Πόλσον, Paulson & Co., διάσημο για κέρδη δισεκατομμυρίων από το ποντάρισμα εναντίον των στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου που οδήγησαν στην οικονομική κρίση του 2008, είχε αξία 21,7 δισεκατομμύρια δολάρια σε μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια. Σήμερα, το χαρτοφυλάκιο μετοχών του Πόλσον αξίζει μόνο 9,2 δισεκατομμύρια δολάρια. Ο διαχειριστής έκανε λάθος επιλογή όταν τοποθέτησε 2 δισεκατομμύρια δολάρια στην Valeant – που κάποτε συγκαταλεγόταν μεταξύ των κορυφαίων συμμετοχών του, πριν η μετοχή της πέσει απότομα – και έκανε τοποθετήσεις δισεκατομμυρίων δολαρίων σε άλλες φαρμακευτικές εταιρείες, συμπεριλαμβανομένων των Shire, Allergan, Mylan και Teva.

Όσο καταστροφική ως επένδυση ήταν η Valeant για πολλούς διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων, τόσο σχεδόν μεγάλη ζημιά έκανε η SunEdison σε όσους είχαν επενδύσει, όταν η εταιρεία ανανεώσιμων πηγών ενέργειας πτώχευσε τον Απρίλιο. Η μοίρα της SunEdison ήταν ιδιαίτερα επώδυνη για τον διαχειριστή αμοιβαίων κεφαλαίων Ντέιβιντ Έινχορν, ιδρυτή της Greenlight Capital, ο οποίος είχε πιστέψει πάρα πολύ στην εταιρεία. Ο Έινχορν κατάφερε να ξεφορτωθεί τις περισσότερες από τις μετοχές της SunEdison πριν η εταιρεία καταθέσει επίσημα αίτημα για κήρυξη χρεοκοπίας, συγκρατώντας την απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου του. (Η

SunEdison είχε πλήξει την απόδοση του Έινχορν σημαντικά το 2015, όταν το αμοιβαίο κεφάλαιο έχανε περισσότερο από 20%, μια από τις χειρότερες του χρονιές).⁴

1.3 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ HEDGE FUNDS

Τα hedge funds διαφέρουν μεταξύ τους ανάλογα με την στρατηγική επένδυσης που έχουν επιλέξει. Κατά συνέπεια διαφέρουν σε αποδόσεις, κινδύνους και διακυμάνσεις. Παρακάτω παρουσιάζονται οι βασικές κατηγορίες:

- **Aggressive Growth:** Κεφάλαια με υψηλές προσδοκίες και ρίσκο, υψηλή μόχλευση κεφαλαίου και κάλυψη κινδύνου με χρήση παραγώγων προϊόντων.
- **Distressed Securities:** Αγοράζουν μετοχές, δικαιώματα και παλαιά δάνεια από εταιρείες που αντιμετωπίζουν ενδεχόμενη χρεοκοπία. Ο λόγος είναι ότι αγοράζουν πολύ φτηνά και πουλάνε πολύ πιο ακριβά.
- **Emerging Markets:** Επενδύουν σε αναδυόμενες αγορές. Στις αγορές αυτές συνήθως δεν προβλέπεται η χρήση παραγώγων για 'κάλυψη' κινδύνου (hedging) άρα η έκθεση σε ρίσκο είναι πολύ μεγαλύτερη.
- **Fund of Funds:** Κεφάλαια που επενδύουν σε άλλα κεφάλαια (αναλύονται παρακάτω).
- **Income:** Επενδύουν σε κρατικά ομόλογα και διατηρούν προφίλ χαμηλού ρίσκου.
- **Macro:** Στοχεύουν σε κέρδη από μακροοικονομικές αλλαγές σε διάφορα κράτη. Χρησιμοποιούνται παράγωγα προϊόντα ώστε οι μικρές μεταβολές επιτοκίων, ισοτιμιών κτλ να μετατρέπονται σε αξιόλογα κέρδη.
- **Opportunistic:** Χρησιμοποιούν διαφορετικές στρατηγικές ώστε να εκμεταλλεύονται ευκαιρίες σε πολλών διαφορετικών ειδών αγορές. Η μόχλευση κεφαλαίου και άλλες παρόμοιες τεχνικές χρησιμοποιούνται ευρέως.

⁴ www.fortunegreece.com

- Value: Επενδύουν σε μετοχές που διαπραγματεύονται πολύ χαμηλότερα από την πραγματική τους αξία (π.χ. μετοχές εταιριών με μεγάλη ακίνητη περιουσία). Στοχεύουν σε μακροπρόθεσμα κέρδη, όταν η αγορά επαναξιολογήσει τις αποτιμήσεις των εταιρειών αυτών.⁵

1.4 ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ HEDGE FUNDS

Τα αντισταθμιστικά κεφάλαια έχουν τον διαχειριστή τους, ο οποίος συνήθως επενδύει και δικά του κεφάλαια στο fund που εποπτεύει και έχει ως επενδυτική προσέγγιση, είτε την ενεργή διαχείριση του επενδυτικού χαρτοφυλακίου, είτε την αντιγραφή της πορείας ενός συγκεκριμένου δείκτη που χρησιμοποιείται ως benchmark. Στην περίπτωση αντιγραφής ενός δείκτη, η ομάδα που είναι υπεύθυνη για τη λειτουργία του fund, προσπαθεί να αποδώσει στους επενδυτές τη λεγόμενη απόδοση alpha, η οποία αποτελεί την επιπλέον απόδοση πέραν αυτής του δείκτη αναφοράς. Στην περίπτωση της ενεργής διαχείρισης, η διαχειριστική ομάδα προσπαθεί μέσω των στρατηγικών που υιοθετούνται να μεγιστοποιήσει την απόδοση (absolute return) στο υπό ευθύνη χαρτοφυλάκιο. Τα κύρια στοιχεία που χαρακτηρίζουν την πλειοψηφία των hedge funds είναι η χρήση παραγώγων (derivatives), η χρήση μόχλευσης (leverage) και η χρήση υποτιμητικής κερδοσκοπίας (short-selling).

1.5 ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΦΙΛΟΣΟΦΙΑ

Βασικό χαρακτηριστικό της επενδυτικής φιλοσοφίας των hedge funds είναι η ευελιξία που αυτά διαθέτουν σε σχέση με τα στοιχήματα και τις θέσεις που αναλαμβάνουν στις παγκόσμιες κεφαλαιαγορές. Παρότι υπάρχει μια γενική επενδυτική στρατηγική που κατευθύνει τις διαθέσιμες επιλογές του διαχειριστή, στην πραγματικότητα ο ίδιος μπορεί να χρησιμοποιεί μια ποικιλία εργαλείων και τακτικών, ώστε να αυξήσει την απόδοση του χαρτοφυλακίου του, πάντα στην κατεύθυνση που ορίζει ο «χαρακτήρας» του fund.

⁵ <http://www.capitalinvest.gr>

Επιπρόσθετα, οι κανονισμοί που διέπουν τη λειτουργία των hedge funds διαφέρουν ως προς την αυστηρότητα του πλαισίου εντός του οποίου υποχρεούνται να λειτουργούν άλλου τύπου – πιο παραδοσιακών δομών – funds (mutual funds, exchange traded funds).

Συνήθως το μέγεθος των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι μεγαλύτερο από το αντίστοιχο των Hedge Funds. Τα χαρτοφυλάκια που απαρτίζονται από Hedge Funds είναι συνήθως μικρότερα από τα χαρτοφυλάκια των αμοιβαίων κεφαλαίων, όπως και οι εταιρείες Hedge Funds είναι μικρότερες από τις αντίστοιχες εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων.

Το μικρό μέγεθος των Hedge Funds τους επιτρέπει να συναλλάσσονται με μεγαλύτερη ευελιξία και να παίρνουν θέσεις εκμεταλλευόμενα και τις πιο μικρές ευκαιρίες που μπορεί να παρουσιαστούν. Κάτι τέτοιο είναι αδύνατο για τα αμοιβαία κεφάλαια, δεδομένου του μεγέθους τους. Μια ακόμη διαφορά στα σχετικά μεγέθη, αφορά και την ισχύουσα δομή.

Στα Hedge Funds η δομή είναι πιο επίπεδη και χτισμένη γύρω από ελάχιστα πρόσωπα – κλειδιά που είναι εφικτό να παρακολουθούν τις εξελίξεις πιο αποτελεσματικά και να αντιδρούν σε νέες πληροφορίες με αμεσότητα. Αντίθετα η δομή των περισσότερων αμοιβαίων κεφαλαίων είναι πιο δύσκαμπτη και σύνθετη, και περιλαμβάνει πολλά επίπεδα ιεραρχίας, αφού τις περισσότερες φορές υπάγονται σε μεγάλες τράπεζες και ασφαλιστικούς οργανισμούς.

1.6 ΒΑΣΙΚΟΙ ΛΟΓΟΙ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΣΤΑ HEDGE FUNDS

Τα hedge funds θεωρούνται γενικά ότι προσφέρουν ευκαιρίες απόδοσης και κινδύνου, εν αντιθέσει με άλλους τύπους επένδυσης όπως μετοχές ή ομόλογα. Οι ευκαιρίες που προσφέρουν τα hedge funds οφείλονται κυρίως στην ικανότητά τους να μετέχουν σε μια ιδιαίτερα διευρυμένη γκάμα χρηματοοικονομικών προϊόντων και αγορών σε οικουμενικό επίπεδο, ενώ μπορούν να παίρνουν τόσο θέσεις αγοράς (long positions) όσο και θέσεις πώλησης (short positions), ευνοούμενα έτσι από το ευμετάβλητο οικονομικό περιβάλλον.⁶

Επίσης χρησιμοποιούν μεθόδους εξισορροπητικών αγοραπωλησιών (arbitrage), ανοιχτών πωλήσεων (short selling), εκτεταμένη χρήση παραγώγων (futures, forwards, options) και μόχλευσης (leverage) και γενικά επενδύουν σε κάθε αγορά και σε κάθε κατάσταση που

⁶ Stuart A. McCrary (2005), *Hedge Fund Course*

προβλέπουν ότι θα αποκομίσουν κέρδη. Τα hedge funds δεν έχουν περιορισμούς στο είδος των χρηματοοικονομικών εργαλείων που χρησιμοποιούν και στις στρατηγικές που ακολουθούν, χάρη στο χαλαρά ή και καθόλου ελεγχόμενο περιβάλλον που δραστηριοποιούνται.

Οι διαχειριστές προσπαθούν να επιτύχουν υψηλές αποδόσεις, αναλαμβάνοντας ταυτόχρονα υψηλούς κινδύνους. Το ίδιο ακριβώς ισχύει και για τους επενδυτές, οι οποίοι φαίνεται πως είναι πρόθυμοι να αναλάβουν υψηλό κίνδυνο, αρκεί να είναι υψηλές και οι αναμενόμενες αποδόσεις. Επίσης, μέσω της επένδυσης σε ένα hedge fund αυξάνεται η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου. Με αυτόν τον τρόπο μειώνεται ο κίνδυνος της επένδυσης, διότι μέσω της τεχνικής της διαφοροποίησης ένας επενδυτής κατορθώνει να έχει ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, κατέχοντας πολλούς και διαφορετικούς τίτλους.⁷

Στις μέρες μας, στα hedge funds συμμετέχουν ιδιώτες με υψηλά εισοδήματα (high net worth individuals), ασφαλιστικά ταμεία, funds of funds και χρηματοοικονομικοί οργανισμοί.

1.7 ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ

Υπάρχουν πολλές διαφορετικές επενδυτικές στρατηγικές, οι οποίες ακολουθούνται από τα hedge funds. Ενδεικτικά υπάρχουν αυτές που βασίζονται σε bullish και bearish στοιχήματα κυρίως στην αγορά μετοχών (long/short), άλλες εκμεταλλεύονται περιπτώσεις εξαγορών-συγχωνεύσεων εταιριών (merger arbitrage), άλλες επενδύουν σε υβριδικά χρηματοοικονομικά προϊόντα (convertible arbitrage) και άλλες στο χρέος εταιριών που βαδίζουν προς τη χρεοκοπία (distressed securities). Επιπλέον, υπάρχουν funds που επενδύουν σε προϊόντα σταθερού εισοδήματος (fixed-income arbitrage), άλλα που λαμβάνουν θέσεις στις αναδυόμενες αγορές (emerging markets), ενώ πολύ δημοφιλή είναι και αυτά που τοποθετούνται στην αγορά συναλλάγματος, επιτοκίων και εμπορευμάτων ανά τον κόσμο, έπειτα από ανάλυση των μακροοικονομικών μεγεθών και τάσεων που έχουν διαμορφωθεί (global macro).

Στην κατηγορία global macro ανήκουν και τα hedge funds που επενδύουν στις συναλλαγματικές ισοτιμίες, γνωστά και ως currency hedge funds. Στοιχεία όπως το ΑΕΠ, η ανεργία, ο δείκτης

⁷ Stuart A. McCrary (2005), *Hedge Fund Course*

τιμών καταναλωτή, ο δομικός πληθωρισμός, η διαφορά στη νομισματική πολιτική των κεντρικών τραπεζών, ο δείκτης τιμών κατοικιών, τα προγράμματα ποσοτικής χαλάρωσης, αποτελούν μερικά από τα δεδομένα που οι διαχειριστές αυτών των funds χρησιμοποιούν, ώστε να λαμβάνουν αντίστοιχα επενδυτικές θέσεις στα ζεύγη νομισμάτων όπου εστιάζουν.

1.8 ΣΥΓΚΡΙΣΗ HEDGE FUNDS ΚΑΙ MUTUAL FUNDS

Πολύ συχνά συγχέονται τα Hedge Funds με τα αμοιβαία κεφάλαια (Mutual Funds) τόσο, γιατί πολλές φορές χρησιμοποιούνται παρόμοια μέτρα εκτίμησης της απόδοσης και του κινδύνου τους, όσο και γιατί τα Hedge Funds συχνά χρησιμοποιούν στις διάφορες στρατηγικές τους πληθώρα γνωστών μετοχών και ομολόγων. Αποτελούν δύο μορφές συλλογικής επένδυσης, όπου αντλούν χρηματικά ποσά από επενδυτές και τα επενδύουν σε διάφορα είδους χρεόγραφα.

Όμως, τα αμοιβαία κεφάλαια ελέγχονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς της χώρας που λειτουργούν, ενώ τα hedge funds δεν ελέγχονται. Τα αμοιβαία κεφάλαια απαιτούν από τους επενδυτές πολύ μικρό ποσό ως ελάχιστη επένδυση, σε αντίθεση με τα hedge funds όπου η πρόσβαση σε αυτά γίνεται μόνο από θεσμικούς επενδυτές ή ιδιώτες με πολύ μεγάλη οικονομική επιφάνεια. Όσο αφορά τον αριθμό των επενδυτών που συμμετέχουν, στα αμοιβαία κεφάλαια μετέχει πολύ μεγάλος αριθμός επενδυτών ενώ στα hedge funds μικρός.

Η παρεχόμενη ρευστότητα είναι ένα σημαντικό ζήτημα. Στα μεν αμοιβαία υπάρχει καθημερινή ρευστότητα και καθημερινή δυνατότητα εξαγοράς για τους επενδυτές, στα δε hedge funds δεν παρέχεται καθημερινή ρευστότητα, αλλά τουλάχιστον μηνιαία και σε περιπτώσεις εξαγοράς ο επενδυτής οφείλει να ενημερώσει τον διαχειριστή από ένα έως δύο μήνες νωρίτερα.

Τα hedge funds συχνά επικρίνονται για το υψηλό επίπεδο των αμοιβών τους σε σύγκριση με τα αμοιβαία κεφάλαια. Στην πραγματικότητα οι αμοιβές απόδοσης αποτελούν ένα χρήσιμο εργαλείο για την προσέλκυση ταλαντούχων στελεχών, καθώς επίσης προσφέρουν σε αυτούς

ένα επιπλέον κίνητρο. Επίσης, πολύ συχνά τα hedge funds συχνά χρεώνουν λιγότερα συγκριτικά με τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια.⁸

Οι διαχειριστές των hedge funds έχουν επίσης ένα ισχυρό οικονομικό κίνητρο λόγω των αποζημιώσεων που προβλέπει η τυπική δομή των hedge funds: αυτή περιλαμβάνει μια σταθερή ετήσια αμοιβή διαχείρισης που είναι ανάλογη με τα υπό διαχείριση περιουσιακά στοιχεία και μια αμοιβή-κίνητρο ανάλογη των κερδών του δολαρίου. Επιπλέον, οι διαχειριστές των hedge funds συχνά επενδύουν ένα μεγάλο μέρος της δικής τους περιουσίας σε κεφάλαια που διαχειρίζονται οι ίδιοι, ενώ πολλοί διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων σχεδόν ποτέ δεν επενδύσουν σε δικά τους κεφάλαια.⁹

⁸ <http://www.investopedia.com/ask/answers/173.asp>

⁹ <http://www.hedgefundmarketing.org/difference-mutual-fund-hedge-fund/>

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

2.1 ΟΡΓΑΝΩΤΙΚΕΣ ΔΟΜΕΣ ΤΩΝ HEDGE FUNDS

Οι δομές με τις οποίες οργανώνονται τα αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου ποικίλουν.

Τα hedge funds μπορούν να οργανωθούν με τη μορφή ομόρρυθμης εταιρείας-Limited Partnerships (LPs), η οποία διέπεται από μια μία συμφωνία συνεργασίας μεταξύ ενός τουλάχιστον ομόρρυθμου εταίρου και ενός ή περισσοτέρων εταίρων περιορισμένης ευθύνης.

Μια πιο σύγχρονη μορφή οργάνωσης των hedge funds είναι αυτή της εταιρείας περιορισμένης ευθύνης. Τα άτομα που την απαρτίζουν καλούνται μέλη και μπορεί να είναι είτε μεμονωμένα άτομα, είτε εταιρείες ή κάποια άλλη εταιρεία περιορισμένης ευθύνης. Αυτά τα μέλη δύνανται να λαμβάνουν μέρος και στη διοίκηση της εταιρείας, ενώ δεν είναι σπάνιο η διοίκηση να ανατίθεται σε τρίτα πρόσωπα.

Από την άλλη υπάρχουν και τα υπεράκτια hedge funds, γνωστά και ως offshore hedge funds, τα οποία οργανώνονται εκτός των Η.Π.Α. και που απευθύνονται κατά κύριο λόγο σε Αμερικανούς επενδυτές.

2.2 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΤΩΝ HEDGE FUNDS

Οι επενδυτές παρακολουθούν την απόδοση ενός hedge fund παρατηρώντας τις αλλαγές που πραγματοποιούνται στην καθαρή αξία του ενεργητικού ανά μετοχή.

Επιπρόσθετα, αξίζει να σημειωθεί ότι υπάρχουν κάποιες δυσκολίες όσον αφορά τον υπολογισμό της καθαρή αξίας ανά μετοχή ενός hedge fund καθώς έχει υψηλές υποχρεώσεις, οι οποίες είναι πιθανό για κάποιο χρονικό διάστημα να εμφανίζονται στις λογιστικές καταστάσεις του κύριου χρηματομεσίτη και όχι σε αυτές του διαχειριστή.

2.3 ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΝΤΕΣ

Με απώτερο σκοπό την διεκπεραίωση των καθημερινών υποχρεώσεων, συμπεριλαμβανομένου της διαχείρισης του χαρτοφυλακίου και τη διεξαγωγή των διοικητικών υπηρεσιών, τα hedge funds αναπτύσσουν συνεργασίες και με τρίτα πρόσωπα. Πέρα λοιπόν από τον ιδρυτή του fund, ο οποίος και διατηρεί στην κυριότητά του μέρος των τίτλων του fund, και τον διαχειριστή, που κύρια αρμοδιότητά του είναι να προδιαγράφει την επενδυτική στρατηγική του fund, υπάρχουν και άλλοι συμμετέχοντες.¹⁰

Μεταξύ αυτών μπορούμε να αναφέρουμε τον σύμβουλο επί των επενδυτικών θεμάτων. Αρμοδιότητα του προαναφερθέντος είναι να παρέχει επαγγελματικές συμβουλές για θέματα επενδύσεων. Επίσης, υπάρχει το Διοικητικό Συμβούλιο, το οποίο και εποπτεύει τον διαχειριστή και τους λοιπούς βασικούς συμμετέχοντες και ο Νομικός Σύμβουλος, έργο του οποίου είναι να διασφαλίζει τη νομιμότητα του hedge fund με το ισχύον νομικό πλαίσιο. Ακόμα, υπάρχουν οι ελεγκτές που εξασφαλίζουν ότι οι πρακτικές που ακολουθεί το fund είναι βάσει των λογιστικών αρχών που είναι σε ισχύ. Ενώ τέλος γίνεται λόγος και για τον κύριο χρηματομεσίτη, του οποίου ο ρόλος είναι να παρέχει τεχνολογική υποστήριξη και πρόσβαση σε αγορές.¹¹

2.4 ΟΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΕΣ ΤΩΝ HEDGE FUNDS

Από την πλευρά του διαχειριστή επενδύσεων, το αμοιβαίο κεφάλαιο αντιστάθμισης κινδύνου είναι κατασκευασμένο έτσι ώστε να επιτρέπει την λειτουργική και επιχειρηματική αποδοτικότητα των επενδύσεων. Ο διαχειριστής θα επιδιώξει να περιορίσει την ευθύνη που ίδιος φέρει. Μπορεί να είναι έχει τον ρόλο ενός ομόρρυθμου εταίρου σε μια ετερόρρυθμη εταιρεία και να εκτεθεί σε απεριόριστη ευθύνη. Σε μια τέτοια περίπτωση, ο διαχειριστής θα προσπαθήσει να ελαχιστοποιήσει την ευθύνη του αναθέτοντας τη διεκπεραίωση των επενδυτικών προγραμμάτων υπό την εποπτεία ενός συμβούλου επενδύσεων. Το αποτέλεσμα είναι ότι ο διαχειριστής θα περιορίσει την ευθύνη του από το σύνολο των υποχρεώσεων που τον βαρύνουν. Αυτό θα αποτρέψει τον διαχειριστή από το να εκτεθεί απεριόριστα απέναντι στους

¹⁰ Rajiv Jaitly, *Practical Operational Due Diligence on Hedge Funds: Processes, Procedures and Case Studies*, Issue 13 January 2016, pp. 30-46.

¹¹ Gaurav S. Amin and Harry M. Kat, *Hedge Fund Performance 1990–2000: Do the “Money Machines” Really Add Value?*, Get access Volume 38, Issue 2 June 2003, pp. 251-274.

επενδυτές, σε περίπτωση που το αμοιβαίο κεφάλαιο αντιστάθμισης κινδύνου, το οποίο μπορεί να είναι ένα από τα πολλά, αποτύχει. Η ευθύνη του διαχειριστή θα συχνά να περιορίζεται από μια εξωτερική ανάθεση παροχής επενδυτικών συμβουλών και υπηρεσιών διαχείρισης.

Ο Σύμβουλος Επενδύσεων θα έχει κανονικά πιστωτικές υποχρεώσεις προς τους επενδυτές, αλλά δεν θα πρέπει απαραίτητα να έχει απεριόριστη ευθύνη προς τους επενδυτές ή προς το ταμείο σε περίπτωση απουσίας της απάτης. Παρά την κοινή δομή για τον περιορισμό της ευθύνης, οι διαχειριστές καταβάλουν προσπάθεια ώστε να εξασφαλίσουν ανταγωνιστικές αποδόσεις, επιχειρησιακή και φορολογική αποδοτικότητα.

Επιπρόσθετα, όσον αφορά τους διαχειριστές των hedge funds υπάρχει περιορισμός εφαρμογής κανονισμών που διέπουν τις δραστηριότητές τους. Ωστόσο, υπόκεινται σε ρύθμιση, εκ του νόμου, και σύμφωνα με τις υποχρεώσεις του κοινού δικαίου, ανάλογα με τη θέση και τις δραστηριότητες του διαχειριστή. Αυτοί μπορεί να είναι ομοσπονδιακοί/εθνικοί ή κρατικοί κανονισμοί και εξαρτάται από την εγγραφή, την κατοικία, και τις λειτουργίες του διαχειριστή αμοιβαίων κεφαλαίων.¹²

2.5 ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΝΟΟΤΡΟΠΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΗ

Σε περίπτωση που ο διαχειριστής του fund στοχεύει σε ένα γρήγορο και υψηλό κέρδος, θα προσπαθήσει να οδηγηθεί γρηγορότερα σε λύση του fund ώστε να καρπωθεί το πρόσθετο κίνητρο που του δίνεται, συγκριτικά με έναν πιο συντηρητικό διαχειριστή.

Γενικότερα, ένα hedge fund με μικρή διάρκεια ζωής, χαμηλή απόδοση, λίγα επενδυμένα κεφάλαια, μικρή συμμετοχή του διαχειριστή με ίδια κεφάλαια, χαμηλές αμοιβές κινήτρου και υψηλά επίπεδα μόχλευσης, είναι πολύ πιθανό να τερματίσει τη λειτουργία του.

¹² J. S. Aikman (2010), *When Prime Brokers Fail: The Unheeded Risk to Hedge Funds, Banks, and the Financial Industry*.

2.6 ΑΝΑΔΥΟΜΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ & ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΕΣ

Τα αναδυόμενα κεφάλαια και οι διαχειριστές μπορεί να είναι πιο ελκυστικά για διάφορους λόγους. Η πρώτη σειρά επιχειρημάτων σχετίζεται με τα αποτελέσματα των κινήτρων. Υπάρχουν βάσιμες ενδείξεις, ικανές να μας πείσουν ότι τα αποτελέσματα των κινήτρων είναι ιδιαίτερα σημαντικά για τη βιομηχανία των αμοιβαίων κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνου.¹³

Σε σχέση με πιο καθιερωμένα και παλαιότερα στελέχη, τα αποτελέσματα των κινήτρων θα πρέπει να είναι ακόμα πιο σημαντικά για τους αναδυόμενους διαχειριστές κεφαλαίων, λόγω χαμηλότερου ύψους αποδοχών. Επιπλέον, είναι αρκετά τα οφέλη των ισχυρών συμβάσεων κινήτρων που τίθενται σε ισχύ για μεγάλο χρονικό διάστημα, δεδομένου ότι οι αναδυόμενοι διαχειριστές είναι γενικά νεότεροι.

Έτσι, οι αναδυόμενοι διαχειριστές θα πρέπει να καταβάλουν περισσότερες προσπάθειες με στόχο την αύξηση της απόδοσης. Στο ξεκίνημά τους, οι διαχειριστές συνήθως είναι πιο εστιασμένοι στη δημιουργία απόδοσης. Επιπλέον, ένας ήδη υπάρχων διαχειριστής που ξεκινάει ένα νέο ταμείο έχει ισχυρά κίνητρα να είναι αποδοτικός για λόγους φήμης, καθώς και για να συγκεντρώσει περισσότερα περιουσιακά στοιχεία, τόσο για τα νέα, όσο και για τα υφιστάμενα ταμεία.

Η δεύτερη σειρά επιχειρημάτων για τους αναδυόμενους διαχειριστές, σχετίζονται με το μέγεθος των υπό διαχείριση κεφαλαίων. Συνήθως διαχειρίζονται μια μικρότερη ομάδα στοιχείων ενεργητικού απ'ότι ένα τυπικό ταμείο. Οι Goetzmann, Ingersoll και Ross (2003) υποστηρίζουν ότι οι αποδόσεις αρμπιτράζ μπορεί να είναι περιορισμένες, γεγονός που οδηγεί σε αντιοικονομίες κλίμακας, ενώ αναφέρουν ότι, σε αντίθεση με τη βιομηχανία των αμοιβαίων κεφαλαίων, τα μεγάλα αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου συχνά δεν αυξάνονται.¹⁴

¹³ Rajesh K. Aggarwal & Philippe Jorion (2010), *The performance of emerging hedge funds and managers*, *Journal of Financial Economics*, Volume 96, Issue 2, Pages 238–256.

¹⁴ William N. Goetzmann, Jonathan E. Ingersoll Jr., Stephen A. Ross (2003), *High-Water Marks and Hedge Fund Management Contracts*, *The Journal of Finance*.

Αντιοικονομίες κλίμακας υποστηρίζει και το μοντέλο των Berk και Green (2004) που εξηγεί πολλές κανονικότητες που στη βιομηχανία διαχείρισης χαρτοφυλακίου φαίνονται αφύσικες. Στελέχη με την ικανότητα να προσελκύουν εισροές, αλλά λόγω αντιοικονομιών κλίμακας να διαβρώνεται η εκτέλεση. Ως αποτέλεσμα, η απόδοση των ειδικευμένων διαχειριστών εξαφανίζεται με την πάροδο του χρόνου. Για τα αμοιβαία κεφάλαια, ωστόσο, τα στοιχεία είναι ανάμεικτα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

3.1 ΔΟΜΗ ΑΠΟΖΗΜΙΩΣΗΣ ΤΟΥ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΗ

Στην πράξη, ο διαχειριστής ενός hedge fund έχει συχνά μια σημαντική προσωπική επένδυση στο fund. Θα υποθέσουμε λοιπόν ότι ο διαχειριστής κατέχει το 10% του ταμείου. Το συγκεκριμένο επίπεδο ιδιοκτησίας, ή υψηλότερο από αυτό, είναι σίγουρα εύλογο για μεσαίου τύπου Hedge Fund. Σ' ένα μεγάλο ταμείο με περιουσιακά στοιχεία σε δισεκατομμύρια δολάρια, ο διαχειριστής θα έχει πιθανόν ένα μικρότερο ποσοστό ιδιοκτησίας μικρότερο.

Στο υπόλοιπο $(1-a)$ του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, ο διαχειριστής κερδίζει μια αμοιβή διαχείρισης της $b = 2\%$ ετησίως συν μια αμοιβή κινήτρου $c = 20\%$ για το ποσό κατά το οποίο, η τελική αξία του fund X_T υπερβαίνει το ελαχίστου επιπέδου απόδοσης που συμβολίζουμε με H . Η συγκεκριμένη δομή αποτελεί μια τυπική μορφή αμοιβής για ένα αμοιβαίο κεφάλαιο αντιστάθμισης κινδύνου.

Ας υποθέσουμε ότι το fund αποδίδει αρκετά καλά και δεν υπάρχει ανησυχία εκκαθάρισης πριν από τον χρόνο T , την καταληκτική ημερομηνία κατά την οποία ο διαχειριστής πρόκειται να αποζημιωθεί. Ο πλούτος του διαχειριστή στον χρόνο T ισούται με την αποζημίωση του και είναι ισοδύναμη με μια κλασματική μετοχή συν ένα δικαίωμα προαίρεσης:

$$WT = aX_T + (1 - a) bTX_T + (1 - a) c (X_T - H)$$

Μια ρεαλιστική επιπλοκή είναι η πιθανότητα ρευστοποίησης του fund υπό συνθήκες μη εύρυθμης λειτουργίας. Η απλούστερη προσέγγιση είναι να έχουμε ένα προκαθορισμένο χαμηλότερο όριο, όπως οι Goetzmann, Ingersoll και Ross (2003). Έστω ότι χρησιμοποιούμε ως βασική διαδικασία αποτίμησης μας αυτήν την προσέγγιση, με το Φ να δηλώνει το επίπεδο του ορίου εκκαθάρισης. Θέτουμε το Φ ίσο με το 50% του ελαχίστου επιπέδου απόδοσης του fund.

Για να μελετήσουμε την αποζημίωση του διαχειριστή, έστω ότι η αξία του ταμείου χτυπά το χαμηλότερο όριο (Εκκαθάριση) στο χρόνο t , με $0 \leq t \leq T$. Δεν επιβάλλουμε κάποιο κόστος εκκαθάρισης, αλλά αναγνωρίζουμε ότι η αξία X_t του ταμείου θα μπορούσε να έχει καταγραφεί

κάτω από το Φ φράγμα εκκαθάρισης. Βασική μας παραδοχή θα είναι ότι ο διαχειριστής ανακτά τις προσωπικές του επενδύσεις, aX_t , συν το ποσοστό της προμήθειας διαχείρισης που του αναλογεί, $\tau(1 - a)b\Phi$. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα

$$W_t = aX_t + \tau(1 - a)b(0.5H) \text{ for } 0 \leq t \leq T$$

όπου η τιμή αυτή εξαρτάται από το πότε το ταμείο θα φθάσει το όριο και με τον τρόπο που θα το διασχίσει. Κάποιος θα μπορούσε επίσης να φανταστεί ότι ο διαχειριστής πρόκειται να εργαστεί για έναν άλλο οργανισμό ώστε να μεγιστοποιήσει τα κέρδη του. Υπό αυτές τις συνθήκες, ο διαχειριστής μπορεί να ζητήσει την εκκαθάριση του ταμείου.

Σ' ένα πολυετές πλαίσιο, ο διαχειριστής θα πρέπει λάβει υπόψη του όχι μόνο την απόδοση του ταμείου μέχρι την επόμενη ημερομηνία αξιολόγησης, αλλά και πιθανών μετέπειτα αποζημιώσεις με βάση την απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου σε μεταγενέστερες περιόδους. Αυτό θα πρέπει να αμβλύνει την ανάληψη υπερβολικού κινδύνου.¹⁵

3.2 PRINCIPAL-AGENT GAME

Η εμφάνιση των ποσοτικών εργαλείων κατανομής των περιουσιακών στοιχείων και η αυξανόμενη πολυπλοκότητα των χρηματοπιστωτικών μέσων και στρατηγικών έπεισαν πολλούς επενδυτές, αν όχι τους περισσότερους, να αναθέσουν τη διαχείριση των χαρτοφυλακίων τους σε επαγγελματίες διαχειριστές. Κατά συνέπεια, τα τελευταία 30 χρόνια έχει παρατηρηθεί ένας συνεχώς αυξανόμενος διαχωρισμός μεταξύ της ιδιοκτησίας και της διαχείρισης-ελέγχου του χρηματοπιστωτικού πλούτου.

Οποιοδήποτε κι αν είναι το επενδυτικό όχημα και η επενδυτική στρατηγική, είναι δελεαστικό να εξετάσουμε την αντιπροσωπεία διαχείρισης ενός χαρτοφυλακίου ως ειδική περίπτωση ενός παιχνιδιού κυρίου-πράκτορα.

¹⁵ James E. Hodder and Jens Carsten Jackwerth (2007), *Incentive Contracts and Hedge Fund Management*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 42, No. 4, pp. 811–826.

Ο επενδυτής εμπλέκει ένα διαχειριστή του ταμείου και καταβάλει σε αυτόν μια αμοιβή για να εκτελέσει για λογαριασμό του χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, όπως να επενδύσει τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία με έναν προκαθορισμένο τρόπο.

Ο πράκτορας λαμβάνει κάποιες γενικές κατευθυντήριες γραμμές όσον αφορά τις επενδύσεις των συναλλαγών-στόχων και την ανοχή κινδύνου, αλλά οι λεπτομέρειες της εφαρμογής - ποιους τίτλους να αγοράσει ή να πουλήσει, ποιους μεσίτες θα χρησιμοποιήσει, πόσο συχνά θα εμπορεύεται κλπ – “βαρύνουν” τον πράκτορα.

Οι πράκτορες έχουν υποχρέωση να παρακολουθούν και να μεριμνούν τόσο για τα συμφέροντα των κεφαλαίων τους, όσο και για τους επενδυτές τους. Παρ' όλα αυτά, στα οικονομικά, η εφαρμογή ενός τέτοιου παιχνιδιού (principal-agent game) είναι γνωστό ότι μπορεί να αποτελέσει μια δυνητική πηγή μιας σειράς προβλημάτων. Ας αναφέρουμε εν συντομία κάποια από αυτά:¹⁶

- **Ανεπιθύμητες επιλογές:** Ο πράκτορας συνήθως έχει πολύ καλύτερη πληροφόρηση απ' ότι ο εντολέας, για τις πραγματικές του ικανότητες. Κάποιος επιτήδειος θα μπορούσε να βγάλει κέρδος από αυτή την ασύμμετρη πληροφόρηση, προσποιούμενος τον ικανό διαχειριστή χαρτοφυλακίων και αποσπώντας εν τέλει κάποια αμοιβή. Οι επενδυτές ίσως να συνειδητοποιήσουν κάποια στιγμή την κακή ποιότητα των πρακτόρων τους, αλλά τότε θα είναι πολύ αργά.
- **Ηθικός κίνδυνος:** Οι πράκτορες μπορούν να αποκτήσουν ανώτερη ιδιωτική πληροφόρηση και, επομένως, να πετύχουν καλύτερα αποτελέσματα απ' ότι ένας εντολέας μόνος του. Ωστόσο, επειδή δε μπορούν να είναι βέβαιοι για την ορθότητα και την αξιοπιστία των πληροφοριών που θα λάβουν, θα πρέπει να κινηθούν με γνώμονα το συμφέρον του εντολέα τους. Επίσης, μπορούν να χρησιμοποιούν την κρίση τους για να επωφεληθούν οι ίδιοι προσωπικά.

¹⁶ Francois-Serge Lhabitant, (2007), *Delegated portfolio management: Are hedge fund fees too high?* *Journal of Derivatives & Hedge Funds* Volume 13 Number 3.

Οι Chevalier και Ellison δείχνουν ότι η ανησυχίες των νεότερων διαχειριστών χαρτοφυλακίων, τους αναγκάζει να αποστρέφονται τον κίνδυνο κατά την επιλογή χαρτοφυλακίων αμοιβαίων κεφαλαίων. Συγκεκριμένα, οι νεότεροι διευθυντές τείνουν να αναλαμβάνουν χαμηλότερο μη-συστημικό κίνδυνο και να αποκλίνουν λιγότερο από την τυπική συμπεριφορά από ό, τι οι μεγαλύτεροι σε ηλικία ομόλογοί τους. Διαισθητικά, αυτό το πρόβλημα θα πρέπει να είναι μεγαλύτερο όταν οι ενέργειες των πρακτόρων είναι πιο δύσκολο να παρατηρηθούν.

- **Εξωτερικοί παράγοντες:** Τις περισσότερες φορές, η τελική έκβαση του χαρτοφυλακίου του εντολέα δεν εξαρτάται μόνο από την προσπάθεια του πράκτορα, αλλά και από μια πληθώρα παραγόντων της αγοράς ή και του ίδιου του περιβάλλοντος, που βρίσκονται έξω από τον έλεγχό του. Οι διευθυντές θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τους αυτούς τους αστάθμητους παράγοντες κατά την ανάλυση ή επιβράβευση πρακτόρων.
- **Συγκρούσεις διαχειριστών:** Οι διευθυντές που επιτυχώς προσθέτουν αξία, θα προσελκύσουν, επίσης, περισσότερα περιουσιακά στοιχεία προκειμένου να αυξήσουν τις αμοιβές τους. Ωστόσο, ενδέχεται αυτή η αυξανόμενη προσέλκυση περιουσιακών στοιχείων, μπορεί να μειώσει την ικανότητά τους να προσθέτουν αξία.

Ωστόσο, στην πράξη, είναι δύσκολη έως και δαπανηρή η συνεχής παρακολούθηση. Επιπλέον, οι περισσότεροι διαχειριστές χαρτοφυλακίων διαφωνούν με την ιδέα του να ελέγχονται συνεχώς εξονυχιστικά, ιδιαίτερα αν ασχολούνται με μη ρευστοποιήσιμους τίτλους ή με οτιδήποτε άλλο θα μπορούσε να απειλήσει τη θέση τους. Συγκριτικά, με τα hedge funds, τα αμοιβαία κεφάλαια είναι συνήθως αναγκασμένα να παρέχουν περισσότερη διαφάνεια, αλλά μόνο σε συγκεκριμένες περιπτώσεις (π.χ. στις τριμηνιαίες εκθέσεις τους).¹⁷

¹⁷ Francois-Serge Lhabitant, (2007), *Delegated portfolio management: Are hedge fund fees too high?* *Journal of Derivatives & Hedge Funds* Volume 13 Number 3.

3.2.1 STARKS PRINCIPAL-AGENT MODEL

Το 1987 ο Starks με στόχο την άμβλυση των προαναφερθέντων προβλημάτων μεταξύ επενδυτών και διαχειριστών και χρησιμοποιώντας ένα μοντέλο principal-agent, προσπάθησε αρχικά να αναλύσει τις επιπτώσεις των συμβάσεων κινήτρων στις επενδυτικές αποφάσεις των διαχειριστών χαρτοφυλακίων.

Το μοντέλο του επιτρέπει στους διαχειριστές να επιλέξουν το επίπεδο κινδύνου του χαρτοφυλακίου και το επίπεδο των πόρων που διατίθενται για τη βελτίωση των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου. Βάσει του προαναφερθέντος μοντέλου, επιτυγχάνεται η σύγκριση μεταξύ δύο ειδών συμβάσεων παροχής κινήτρων, συμμετρικών και πρόσθετων παροχών (bonus). Και τα δύο σχέδια πληρώνουν στους διαχειριστές μια αμοιβή εάν επιτευχθεί η υπέρβαση του δείκτη αναφοράς.

Ο Starks διαπίστωσε ότι οι συμμετρικές συμβάσεις ευθυγραμμίζουν τις προτιμήσεις κινδύνου των επενδυτών και διαχειριστών κεφαλαίων, αλλά οδηγούν σε μια λιγότερο βέλτιστη επένδυση. Οι συμβάσεις παροχής κινήτρων είναι κατώτερες των συμμετρικών, διότι οι διαχειριστές λαμβάνουν υψηλότερους κινδύνους, αποκομίζοντας λιγότερους πόρους για τους επενδυτές.

Κατά κύριο λόγο, όμως, τα αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου, βασίζονται στην πολιτική παροχής κινήτρων. Γι' αυτόν ακριβώς το λόγο δε μπορούμε να δοκιμάσουμε άμεσα τις υποθέσεις του Starks. Το μοντέλο του δεν υποδηλώνει ότι η ύπαρξη μιας συμβάσεως παροχής κινήτρων είναι ικανή να ενισχύσει την προσπάθεια εκ μέρους των διαχειριστών. Αυτή η αυξημένη προσπάθεια θα πρέπει να οδηγήσει σε υψηλότερες επιδόσεις για τα επενδυμένα κεφάλαια, μέσω της παροχής κινήτρων, αλλά ενδεχομένως και σε έκθεση σε μεγαλύτερο κίνδυνο.

3.2.2 CARPENTER PRINCIPAL-AGENT MODEL

Πιο πρόσφατα, το 1998 ο Carpenter ξεκίνησε να διερευνά τη σχέση μεταξύ αμοιβών κινδύνου και παροχών κινήτρου, χρησιμοποιώντας μια γενική συνάρτηση χρησιμότητας και ως σημείο αναφοράς ένα μοντέλο χαρτοφυλακίου. Το μοντέλο του δείχνει ότι μια αύξηση στις αμοιβές κινήτρων οδηγεί σε μείωση της ανάληψης κινδύνου εκ μέρους των διαχειριστών. Έτσι, η

αξιολόγηση των επιπτώσεων μιας συμβάσεως παροχής κινήτρων, στον πλούτο των επενδυτών, απαιτεί αξιολόγηση τόσο κινδύνου, όσο και της απόδοσης.¹⁸

3.3 ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΑΝΤΙΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΕΝΟΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΗ

Σε περίπτωση που ένας διαχειριστής δεν αποφέρει ικανοποιητικές αποδόσεις, μια πρώτη σκέψη είναι η άμεση αντικατάστασή του με κάποιον άλλο πιο αποδοτικό. Στην πράξη όμως, οι επενδυτές δεν ωφελούνται από μια τέτοια κίνηση. Αν ο διαχειριστής σημειώσει μια αρνητική απόδοση, δε θα εισπράξει καμία αμοιβή έως ότου να ξεπεράσει το σημείο ορόσημο, το λεγόμενο HighWater Mark επίπεδό του.

Αντιθέτως, σε περίπτωση πρόσληψης ενός νέου διαχειριστή συνεπάγεται την καταβολή αμοιβής, ανεξάρτητα από το αν περάσει ή όχι το HighWater Mark επίπεδό του.

Παράδειγμα

Για παράδειγμα, έστω ότι ο διαχειριστής Χ, λόγω λανθασμένων επενδυτικών επιλογών χάνει το 20% επί του αρχικού κεφαλαίου, ήτοι \$1.000. Αν ο επενδυτής του hedge fund αποφασίσει να απολύσει τον διαχειριστή Χ, γιατί δεν τον θεωρεί αποδοτικό, αλλά επιζήμιο για τις επενδύσεις του και τον αντικαταστήσει με τον διαχειριστή Υ, θα συμβούν τα εξής: ο νέος διαχειριστής Υ θα εισπράξει αμοιβή κινήτρου (incentive fee) για οποιαδήποτε θετική απόδοση σημειωθεί πάνω από τα \$800. Αντίθετα, ο διαχειριστής Χ που θα έπρεπε να ξεπεράσει το ποσό των \$1.000, λόγω του HighWater Mark επιπέδου του για να αποκομίσει κάποια αμοιβή, δε θα λάβει τίποτα εν τέλει.

¹⁸ Carl Ackermann, Richard McEnally, David Ravenscraft (1999), *The Performance of Hedge Funds: Risk, Return, and Incentives*, *The Journal of Finance*, Pages 833-874.

3.4 ΠΗΓΕΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Η απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων εξαρτάται από:

- ❖ την απόδοση της αγοράς στην οποία δραστηριοποιούνται
- ❖ την κατατομή επένδυσης του αντίστοιχου διαχειριστή και
- ❖ από την ικανότητα του διαχειριστή.

Από τους τρεις αυτούς παράγοντες, ο σημαντικότερος είναι η γενικότερη απόδοση της αγοράς. Για το διαχειριστή ενός Hedge Fund ο πρώτος παράγοντας δεν ισχύει, αφού έχει την ευχέρεια να λαμβάνει εξίσου αγοράς (Long) και ανοιχτής πώλησης (Short) θέσεις.

Μπορούν δηλαδή να «στοιχηματίζουν» είτε σε ανοδική, είτε σε καθοδική πορεία των αγορών. Οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων δε μπορούν να επιλέξουν ανάμεσα στα δύο. Η δουλειά τους είναι να λαμβάνουν θέσεις αγοράς (Long).

3.5 ΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΠΟΥ ΔΙΑΤΡΕΧΕΙ Ο ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ

Ο επενδυτής των hedge funds είναι εκτεθειμένος στην αποτυχία αυτών, στη συμπεριφορά του διαχειριστή του fund, στην αποτυχία του βασικού μεσίτη, ή στις ζημίες που προκαλούνται από άλλους φορείς παροχής υπηρεσιών. Ο διαχειριστής των hedge funds είναι υπεύθυνος για την προστασία των περιουσιακών στοιχείων του επενδυτή. Η αποτυχία να επιδείξει τη δέουσα επιμέλεια και την παρακολούθηση της φερεγγυότητας του βασικού μεσίτη δημιουργεί σημαντικό κίνδυνο για τους επενδυτές.

Οι πρωτογενείς λειτουργικοί κίνδυνοι για τον επενδυτή των hedge funds είναι οι εξής:

- Ψευδείς ή παραπλανητικές αποτιμήσεις επενδύσεων και τιμολόγηση

- Τεχνολογία, διαδικασίες ή προσωπικό που δεν είναι σε θέση να χειριστεί αρμοδίως τις επενδύσεις που απαιτούνται
- Επενδύσεις που πραγματοποιούνται πέρα από τα πλαίσια της προκαθορισμένης στρατηγικής χωρίς τη γνώση ή την έγκριση του επενδυτή
- Η αποτυχία του διαχειριστή να παρακολουθήσει ή να διαχειριστεί τον κίνδυνο που ελλοχεύει η παρουσία των αντισυμβαλλομένων ή των παροχών υπηρεσιών
- Απομάκρυνση των χρημάτων από το ταμείο είτε λόγω κλοπής, είτε με στόχο την κάλυψη απωλειών στις συναλλαγές

Οι ψευδείς ή παραπλανητικές αποτιμήσεις των επενδύσεων και η τιμολόγηση αποτελούν σοβαρούς κινδύνους για τους επενδυτές. Οι ειδικοί συστήνουν συνήθως ότι όλες οι θέσεις θα πρέπει ανεξάρτητα να έχουν τιμολογηθεί από άλλους εξωτερικούς συνεργάτες.

Πολλά από τα μεγαλύτερα ταμεία, όπως οι MBS και ABS είχαν εκτεθεί σε σημαντικό κίνδυνο ρευστότητας, λόγω της χαμηλής ρευστότητας των αγορών. Δεν υπήρχαν απλά αγοραστές και καμία αγορά για τις κινητές αξίες, και ως εκ τούτου, οι αποτιμήσεις εξακολουθούσαν να είναι ιδιαίτερα προβληματικές, με τις μεγαλύτερες επενδύσεις σε ακίνητες περιουσίες να λαμβάνουν συνεχώς διαφορετικές απόψεις για την αξία των τίτλων.

Οι παραβιάσεις των ανακριβών ή ακατάλληλων αποτιμήσεων έχουν συμβεί και θα συνεχιστούν αν ο διαχειριστής αμοιβαίων κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνου δεν έχει μια ανεξάρτητη διαδικασία αποτίμησης.

3.6 ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΗ

Διεθνώς υπάρχουν ρυθμιστικές και άλλες κυρώσεις σε περίπτωση που ο διαχειριστής προβεί σε απαιτούμενες ρυθμίσεις οι οποίες είναι ενάντια στο συμφέρον των επενδυτών. Στην ΕΕ, οι διατάξεις των Αγορών Χρηματοπιστωτικών Μέσων (MiFID), προβλέπουν ότι ο επαγγελματίας πελάτης δεν μπορεί να παραιτηθεί από το δικαίωμα της βέλτιστης εκτέλεσης.

Συνεπώς, οι επενδυτές σε αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου θα πρέπει να αναμένουν ότι ο διαχειριστής επενδύσεων λαμβάνει τη βέλτιστη εκτέλεση για λογαριασμό τους, και ο διαχειριστής αμοιβαίων κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνου δεν είναι σε θέση να άρει τις καλύτερες προϋποθέσεις εκτέλεσης. Η εφαρμογή της βέλτιστης εκτέλεσης σε συγκεκριμένες συναλλαγές μπορεί να είναι δύσκολο να δηλωθεί κατηγορηματικά, καθώς υπάρχει μια σειρά εμπλεκόμενων παραγόντων που μπορούν να οδηγήσουν σ'αυτή.¹⁹

¹⁹ J. S. Aikman (2010), *When Prime Brokers Fail: The Unheeded Risk to Hedge Funds, Banks, and the Financial Industry*.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο

4.1 ΑΜΟΙΒΕΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ

Ένα hedge fund είναι ένα κεφάλαιο ανοικτού ή κλειστού τύπου όπου ένας διαχειριστής επενδύει τα χρήματα των μεριδιούχων έναντι κάποιας αμοιβής (management fee).

Στα ανοιχτού τύπου funds μπορεί οποιοσδήποτε επενδυτής να αποκτήσει μερίδιο αν και τα κατώτατα όρια συμμετοχής είναι ιδιαίτερα υψηλά και μπορεί να ανέρχονται σε εκατοντάδες χιλιάδες ευρώ. Στα κλειστού τύπου funds η συμμετοχή των επενδυτών γίνεται βάσει επιλογών του διαχειριστή.

Οι αμοιβές (management fees) που χρεώνει ο διαχειριστής στους επενδυτές (limited partners) είναι ιδιαίτερα υψηλές. Συνήθως, η ετήσια αποζημίωση ανέρχεται σε ένα ποσοστό της τάξης του 1% του συνολικού ενεργητικού του fund ενώ επιπρόσθετα λαμβάνει ένα ποσοστό της τάξης του 20% επί των συνολικών κερδών κάθε έτους.

Η έξοδος των επενδυτών (limited partners) μπορεί να πραγματοποιηθεί ανά πάσα στιγμή. Επιστρέφοντας τα μερίδια τους πίσω στο fund (αγοράζονται από άλλους) και παράλληλα λαμβάνοντας το λογιστικό αντίτιμο της αξίας των μεριδίων τους σε ρευστό.

Σ' ένα hedge fund κλειστού τύπου, η προμήθεια διαχείρισης υπολογίζεται κατά τη διάρκεια της περιόδου επένδυσης ως ποσοστό του συνόλου των υποχρεώσεων του fund. Είναι συνήθως μεταξύ 1% και 2% ανάλογα με έναν αριθμό παραγόντων συμπεριλαμβανομένου του μεγέθους και της επενδυτικής στρατηγικής του fund.

Μετά την περίοδο των επενδύσεων, η αμοιβή διαχείρισης συνήθως υπολογίζεται ως ποσοστό επί του κόστους κτήσης των επενδύσεων που το fund συνεχίζει να κατέχει μετά την περίοδο των επενδύσεων. Οι επενδυτές μπορεί να θέλουν η αμοιβή διαχείρισης να λαμβάνει υπόψη τυχόν απομειώσεις των επενδύσεων (δηλαδή, αν μια επένδυση έχει γραφτεί κάτω από το κόστος

κτήσης της, λαμβάνεται το ποσό της υποτίμησης υπόψη για τον υπολογισμό της αμοιβής διαχείρισης).²⁰

Σ' ένα hedge fund ανοικτού τύπου, η αμοιβή διαχείρισης είναι σχεδιασμένη για να καλύψει τα έξοδα λειτουργίας του διαχειριστή και συνήθως ορίζεται σε 2% ετησίως (αλλά μπορεί να κυμαίνεται μεταξύ 1% και 4%, ανάλογα με το διαχειριστή του αμοιβαίου κεφαλαίου και τη στρατηγική, ενώ οι αμοιβές διαχείρισης συχνά καταβάλλονται σε μηνιαία ή τριμηνιαία βάση.

Ένα πρόσθετο κομμάτι των αμοιβών, αφορά την απόσυρση κεφαλαίων εκ μέρους του επενδυτή. Σε αυτή την περίπτωση ο επενδυτής μπορεί να χρεωθεί μια αμοιβή για την απόσυρση, η οποία λειτουργεί σε γενικές γραμμές να χρεώσει στους επενδυτές μια προμήθεια εξαγοράς, εάν αποσύρουν τα χρήματα μέσα σε χρονικό διάστημα 12 ή 18 μηνών.

Οι διαχειριστές των hedge funds μπορούν να λάβουν ορισμένες πρόσθετες αμοιβές, συμπεριλαμβανομένων αμοιβών εισόδου-εξόδου από τους επενδυτές, αμοιβές παρακολούθησης από εταιρείες χαρτοφυλακίου, αμοιβές διευθυντικών στελεχών από εταιρείες χαρτοφυλακίου συμβουλευτικές ή άλλες αμοιβές από εταιρείες χαρτοφυλακίου.

4.2 ΑΜΟΙΒΕΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

Εκτός από την προμήθεια διαχείρισης, οι συμμετέχοντες επιβαρύνονται και με την προμήθεια κινήτρου (incentive fee), η οποία κυμαίνεται μεταξύ 15% - 20% επί των ετήσιων κερδών. Σε πολλά Hedge Funds η προμήθεια κινήτρου υπολογίζεται αφού πρώτα αφαιρεθεί η προμήθεια διαχείρισης από τα κέρδη. Η προμήθεια κινήτρου είναι ένα πολύ σημαντικό στοιχείο για την επιτυχία ενός Hedge Fund. Η ανταμοιβή του διαχειριστή συνδέεται με την κερδοφορία που επιτυγχάνει οδηγώντας τον στην αναζήτηση απόλυτων αποδόσεων και όχι απλά στον υπερκερασμό ενός δείκτη, π.χ. S&P 500.

Για να επιτύχει απόλυτες αποδόσεις, ο διαχειριστής πρέπει να ακολουθήσει επενδυτικές στρατηγικές που παράγουν αποδόσεις άσχετα με τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά.

²⁰Hudson (2014), *Funds.Private Equity, Hedge and all Core Structures*, Wiley

Δηλαδή, να ακολουθεί στρατηγικές με μικρό βαθμό συσχέτισης με την αγορά. Παρόλα αυτά, το εν λόγω σύστημα ανταμοιβής μπορεί να χαρακτηριστεί ασύμμετρο λόγω του ότι επιβραβεύει το διαχειριστή για θετικές αποδόσεις χωρίς αντίστοιχη ζημίωσή του για αρνητικές αποδόσεις.²¹

Το ελάχιστο επίπεδο απόδοσης (High-water mark) είναι το επίπεδο απόδοσης, το οποίο ο διαχειριστής είναι υποχρεωμένος να επιτύχει προκειμένου να μπορεί να καρπωθεί την προμήθεια κινήτρου. Το High-Water Mark εξασφαλίζει ότι ο διαχειριστής ενός Hedge Fund δε θα εισπράξει προμήθεια κινήτρου για κέρδη τα οποία θα αντισταθμίζουν ζημίες προηγούμενων ετών.

Εξασφαλίζει δηλαδή ότι η προμήθεια κινήτρου πηγάζει μόνο από καθαρά θετικές αποδόσεις σε μία σωρευτική βάση. Τα περισσότερα Hedge Funds διαθέτουν τον όρο High – Water Mark. Είναι ευνόητο ότι οι επενδυτές προτιμούν ένα Hedge Fund με σύστημα ανταμοιβής που περιλαμβάνει και High-Water Mark. Αξίζει να σημειωθεί ότι σύμφωνα με τον Liang (1999) τα Hedge Funds που διαθέτουν High – Water Mark σημείωσαν καλύτερες αποδόσεις (+ 0,2% μηνιαίως) συγκριτικά με εκείνα χωρίς αυτό το χαρακτηριστικό.²²

Οι αμοιβές απόδοσης φαίνεται να κάνουν καλή δουλειά ως προς την ευθυγράμμιση των συμφερόντων των διευθυντών που επιθυμούν υψηλές αμοιβές και εκείνων που επιθυμούν υψηλές υπερβάλλουσες αποδόσεις. Όταν ένας διαχειριστής επιβραβεύεται με μια αμοιβή απόδοσης, θα πουλήσει τη στρατηγική του μόνο μέχρι την ικανότητα του περιουσιακού στοιχείου για το οποίο σχεδιάστηκε.

Στη συνέχεια, ο ίδιος θα κλείσει του ταμείο σε πρόσθετες επενδύσεις, όπως ο ίδιος έχει ισχυρότερα κίνητρα για τις επιδόσεις από ό, τι για την ανάπτυξη του ενεργητικού. Η προσθήκη πολλών περιουσιακών στοιχείων, σημαίνει ότι επενδύονται κάποια χρήματα σε άλλες ιδέες, και ότι αυτές οι ιδέες συχνά δεν προσφέρουν το επιθυμητό ύψος αποδόσεων.

Σε κάποιο σημείο, οι διαχειριστές μπορεί ακόμη και να κληθούν να επιστρέψουν πίσω κάποια κεφάλαια. Σε αυτό το πλαίσιο, οποιαδήποτε αύξηση των εσόδων πρέπει να προέρχονται κυρίως

²¹ Hudson (2014), *Funds.Private Equity, Hedge and all Core Structures*, Wiley

²² Vikas Agarwal & Narayan Y. Naik (2005), *Hedge Funds*.

από βελτίωση των υπερβαλλουσών αποδόσεων, που παραδόθηκαν στους επενδυτές και όχι από την αύξηση των περιουσιακών στοιχείων υπό διαχείριση.

Μια αμοιβή απόδοσης θα πρέπει να διαμορφωθεί έτσι ώστε να μπορούν να επιτευχθούν οι παρακάτω πέντε βασικοί στόχοι:

- Να επιβραβεύεται ένας διαχειριστής (manager) για την πλεονάζουσα απόδοση που προσφέρει, συγκριτικά με το σημείο αναφοράς που έχει οριστεί σε μια δεδομένη περίοδο μέτρησης. Η επιλογή του δείκτη αναφοράς είναι απαραίτητη εδώ, δεδομένου ότι θα επιτρέψει τον προσδιορισμό των αποδόσεων που συνδέεται με το δείκτη αναφοράς (beta) και της απόδοσης που συνδέεται με την προστιθέμενη αξία του μάνατζερ (alpha). Οι επενδυτές θα πρέπει ως εκ τούτου, να ανταμείβουν τους διαχειριστές μόνο βάσει της προστιθέμενης αξίας που προσφέρουν, αντί βάσει ενός ακατάλληλου σημείου αναφοράς.
- Να ελέγχεται ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου και να αποφεύγεται η προσφορά κινήτρων προς τους διαχειριστές με σκοπό την αύξηση ή μείωση του κινδύνου του χαρτοφυλακίου, λόγω του μικρού χρονικού διαστήματος που μεσολαβεί μέχρι την ημέρα καταβολής της αμοιβής διαχείρισης. Οι προσαρμογές των κινδύνων θα πρέπει να κατευθύνονται από τις συνθήκες της αγοράς και τις μελλοντικές προσδοκίες.
- Θα πρέπει να μειωθούν τα οικονομικά κίνητρα για τους διαχειριστές προκειμένου να αυξηθούν τα υπό διαχείριση περιουσιακά στοιχεία πέρα από το επίπεδο στο οποίο μεγιστοποιούνται οι αμοιβές απόδοσης. Στην πραγματικότητα, οι αμοιβές απόδοσης ενθαρρύνουν τις διαχειρίστριες εταιρείες να τρέξουν τις στρατηγικές τους κατά το βέλτιστο τρόπο.
- Να εξαλειφθούν τυχόν παρεξηγήσεις με τον πελάτη. Όντας αρκετά σαφής αποφεύγει κανείς τις οποιεσδήποτε νομικές ενέργειες κάθε φορά που υπάρχει μια διαφορά. Ένα απλό παράδειγμα: η αμοιβή απόδοσης χρεώνεται πριν ή μετά την αμοιβή που καθορίζεται επί των περιουσιακών στοιχείων;²³

²³ Francois-Serge Lhabitant , *Delegated portfolio management: Are hedge fund fees too high? Journal of Derivatives & Hedge Funds Volume 13 Number 3 2007.*

4.3 ΘΕΩΡΙΑ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ

Σύμφωνα με τη θεωρία της αντιπροσώπευσης όσο υψηλότερη είναι η ευαισθησία της απόδοσης, τόσο υψηλότερα είναι και τα κίνητρα των διαχειριστών για να πετύχουν υψηλή απόδοση. Ωστόσο, δεν υπάρχει σαφής σχέση μεταξύ κινήτρων και της απόδοσης. Στη βιομηχανία των ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων, φαίνεται να μην υπάρχει καμία σχέση μεταξύ του ποσοστού αμοιβής κινήτρων και της απόδοσης (Gompers και Lerner (1999)).

Στον κλάδο των αμοιβαίων κεφαλαίων, πολύ λίγα κεφάλαια χρεώνουν αμοιβή κινήτρων. Elton, Gruber, και Blake (2003) διαπίστωσε ότι τα κεφάλαια που χρεώνουν τέτοιες συμμετρικές αμοιβές κινήτρων, κερδίζουν θετικό άλφα.

Όπως στον κλάδο των επιχειρηματικών κεφαλαίων, οι διαχειριστές των hedge funds εισπράττουν μια ασύμμετρη απόδοση που συνδέεται με την αμοιβή κινήτρου, η οποία και αποτελεί ένα μεγάλο μέρος της συνολικής τους αποζημίωσης.

Το θεωρητικό έργο των Das και Sundaram (2002) προτείνει ότι μια υψηλότερη αμοιβή κινήτρων θα πρέπει να έχει ως αποτέλεσμα μια καλύτερη απόδοση. Ωστόσο, τα εμπειρικά στοιχεία σχετικά με αυτό είναι μικτά. Για παράδειγμα, οι Ackermann, McEnally και Ravenscraft (1999), Liang (1999), και Edwards και Caglayan (2001) διαπίστωσαν ότι τα hedge funds που χρεώνουν υψηλότερες αμοιβές κινήτρων σχετίζονται με την καλύτερη απόδοση.

Σε αντίθεση, με τους Brown, Goetzmann και Ibbotson (1999) που βρήκαν ότι τα κεφάλαια υψηλών αμοιβών δεν παρουσιάζουν καλύτερες αποδόσεις συγκριτικά με τα κεφάλαια χαμηλότερων αμοιβών.

Ένας λόγος για τα άνω ανάμεικτα στοιχεία θα μπορούσε να είναι ότι τα αναμενόμενα κέρδη του διαχειριστή από τις αυξανόμενες αποδόσεις, δεν εξαρτώνται μόνο από το ποσοστό της αμοιβής κινήτρου, αλλά και από άλλα χαρακτηριστικά των κεφαλαίων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο

5.1 ΣΥΜΒΑΣΕΙΣ ΠΑΡΟΧΗΣ ΚΙΝΗΤΡΩΝ

Μια απλή λύση προκειμένου να μειωθούν τα κόστη πρακτόρευσης, κατά την ανάθεση διαχείρισης ενός χαρτοφυλακίου, είναι τα κίνητρα αποζημίωσης. Δηλαδή, οι διευθυντές (επενδυτές) θα πρέπει να δώσουν στους πράκτορες (διαχειριστές χαρτοφυλακίων), όπως αναφέρθηκε παραπάνω, μια σειρά κινήτρων προκειμένου να ευθυγραμμιστούν αντίστοιχα, τα συμφέροντα τους.

Ποια είναι αυτά τα βέλτιστα κίνητρα; η απάντηση δεν είναι απλή, διότι η διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου είναι αρκετά πιο περίπλοκη διαδικασία, απ'ότι τα συνηθισμένα παιχνίδια principal-agent. Αρχικά, ο πράκτορας θα πρέπει να κινηθεί έτσι ώστε να λάβει κάποιες “δυνατές” πληροφορίες-σήματα, τα οποία και στη συνέχεια θα κληθεί να παρατηρήσει και να μελετήσει, προτού προχωρήσει στην υλοποίησή τους.

Στη συνέχεια, οι πράκτορες μπορούν επίσης να ελέγχουν την κλίμακα της ανταπόκρισή τους με αυτά τα σήματα, που σημαίνει ότι μπορούν να επηρεάσουν αποτελεσματικά τόσο το επίπεδο, όσο και τη διακύμανση των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου τους. Αντίθετα, σε ένα τυπικό πρόβλημα πρακτόρευσης, οι πράκτορες ελέγχουν είτε τις αποδόσεις ή τη διακύμανση του χαρτοφυλακίου τους, αλλά όχι και τα δύο.

Ακόμα, η ανταπόκριση των πρακτόρων στα σήματα, δεν είναι απαραίτητα γραμμική, γεγονός που καθιστά αρκετά δύσκολη την απόφαση του εντολέα για την επιλογή ενός βέλτιστου, σε γενικές γραμμές, συμβολαίου. Παρ'όλα αυτά, υπάρχουν κάποιες ειδικές συμβάσεις παροχής κινήτρων. Ένα καλό συμβόλαιο θα πρέπει να εξυπηρετεί τρεις τουλάχιστον κύριους σκοπούς:²⁴

²⁴ Francois-Serge Lhabitant , *Delegated portfolio management: Are hedge fund fees too high? Journal of Derivatives & Hedge Funds Volume 13 Number 3 2007.*

- Θα πρέπει να επηρεάζει την επιλογή του χαρτοφυλακίου του πράκτορα παρέχοντάς του τα κατάλληλα κίνητρα προκειμένου να δαπανήσει χρήματα και να μάθει παρατηρώντας τα εκάστοτε σήματα, και ως εκ τούτου, να συμβάλλει στη βελτίωση της κατανομής των αποδόσεων.
- Θα πρέπει να δημιουργηθεί ένα είδος καταμερισμού του κινδύνου μεταξύ του εντολέα και του πράκτορα, και ως εκ τούτου, να μειωθεί το κίνητρο του πράκτορα να λάβει ακατάλληλους κινδύνους με σκοπό την αύξηση της αναμενόμενης αμοιβής του.
- Θα πρέπει επίσης να στείλει ένα μήνυμα στην αγορά σχετικά με το είδος και την ποιότητα των πρακτόρων που είναι πρόθυμοι να συμμετάσχουν στο παιχνίδι.

Το πρόβλημα είναι ότι αν υποθέσουμε ότι έχουμε πράκτορες που είναι ουδέτεροι ως προς τον κίνδυνο, αυτό δεν είναι πολύ ρεαλιστικό. Δυστυχώς, αν οι πράκτορες αποστρέφονται τον κίνδυνο και έχουν μόνο περιορισμένη πρόσβαση σε πιστώσεις, τότε η κατάσταση γίνεται πολύ πιο περίπλοκη.

Παρ' όλα αυτά, κάτω από εύλογες γενικές παραδοχές, μπορεί κανείς να δείξει ότι ένα γραμμικός κανόνας είναι ένας αποτελεσματικός τρόπος για να επιτευχθεί μια βέλτιστη εξισορρόπηση μεταξύ επιμερισμού του κινδύνου και της προσπάθειας παρακίνησης.

Ως εκ τούτου, από μία θεωρητική προοπτική, οι συμβάσεις διαχείρισης χαρτοφυλακίου θα πρέπει να έχουν μία γραμμική μορφή βάσει της οποίας ο πράκτορας θα λαμβάνει μια ακριβή αμοιβή συν ένα μερίδιο από το αποτέλεσμα. Το ποσοστό θα πρέπει να είναι τέτοιο ώστε να λαμβάνεται υπόψη ο σχετικός αποστρεφόμενος κίνδυνος του εντολέα και του πράκτορα, καθώς και η ανάγκη να παρακινήσει τον πράκτορα να αναλάβει μια δαπανηρή διαδικασία.²⁵

²⁵ Francois-Serge Lhabitant , *Delegated portfolio management: Are hedge fund fees too high? Journal of Derivatives & Hedge Funds Volume 13 Number 3 2007.*

5.1.2 ΠΑΡΑΔΟΣΙΑΚΕΣ ΕΝΑΝΤΙ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΩΝ ΣΥΜΒΑΣΕΩΝ ΑΠΟΖΗΜΙΩΣΗΣ

Οι παραδοσιακοί διαχειριστές επενδύσεων παρακολουθούνται και αξιολογούνται σύμφωνα με ένα ορισμένο σημείο αναφοράς, αλλά συνήθως η αποζημίωση τους δεν συνδέεται ρητά με σχετική τους απόδοση. Αντιθέτως, χρεώνουν μια προμήθεια διαχείρισης που εκφράζεται γενικά ως ένα σταθερό ποσοστό επί των περιουσιακών στοιχείων του ταμείου τους. Το ύψος της εν λόγω αμοιβής διαχείρισης ποικίλλει ανάλογα με την πολυπλοκότητα της στρατηγικής και την κατηγορία του περιουσιακού στοιχείου, αλλά είναι συνήθως μεταξύ 1 και 3 τοις εκατό ετησίως.

Έστω, ότι η μέση ετήσια αμοιβή διαχείρισης για τα hedge funds υπολογίζεται να είναι 1,36 τοις εκατό. Η συγκεκριμένη αμοιβή αποδείχθηκε αρκετά μικρότερη απ'όλες τις συνολικές αμοιβές διαχείρισης. Αυτό δείχνει ότι οι διαχειριστές των hedge funds πληρώνονται λιγότερο για την εργασία που προσφέρουν, ενώ το υπόλοιπο της αποζημίωσή τους προέρχεται μόνο από τις αποδόσεις που πετυχαίνουν.

Αντίθετα, εναλλακτικοί διαχειριστές στοχεύουν σε μια απόλυτη απόδοση και χρεώνουν μαζί τόσο μια αμοιβή διαχείρισης, όσο και μια αμοιβή κινήτρου. Δεν είναι λίγα τα στοιχεία που δείχνουν ότι για τα περισσότερα hedge funds, η αμοιβή διαχείρισης είναι περίπου ίση με το λειτουργικό κόστος, που είναι 1 έως 2 τοις εκατό των περιουσιακών στοιχείων υπό διαχείριση. Η αμοιβή κινήτρων βασίζεται στη συνολική απόδοση του ταμείου και συνήθως αντιπροσωπεύει το 20% των κερδών.

Στις περισσότερες περιπτώσεις, υπάρχει ένα όριο, βάσει του οποίου θα πρέπει να επιστραφούν τυχόν προηγούμενες απώλειες, προτού ο διαχειριστής του ταμείου καταστεί επιλέξιμος να λάβει οποιοδήποτε εισόδημα κινήτρου. Ορισμένα κεφάλαια, μπορούν επίσης να εφαρμόσουν ένα ποσοστό ορόσημο, το οποίο και αποτελεί ένα επίπεδο απόδοσης που πρέπει να πληρείται προτού κερδηθεί οποιαδήποτε αμοιβή κινήτρου.

Το εν λόγω ορόσημο σημείο μπορεί να είναι ένα συγκεκριμένο ποσό επιστροφής (ας πούμε 5%), ένας δείκτης αναφοράς (η S & P απόδοση), ή ένα ποσό που θεωρείται ότι είναι ισοδύναμο με το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου.

Αρκετές εμπειρικές ακαδημαϊκές μελέτες έχουν επιβεβαιώσει τη θετική σχέση που υπάρχει μεταξύ της σχετικής επίδοσης ενός ταμείου και της επακόλουθης εισροής νέων επενδύσεων, καθώς και το γεγονός ότι ορισμένα επενδυτικά κεφάλαια αποποιούνται οικειοθελώς τις προκαθορισμένες αμοιβές τους, σε μια προσπάθεια να ενισχύσουν την καθαρή απόδοση και έτσι, να προσελκύσουν πρόσθετα περιουσιακά στοιχεία.²⁶

5.2 ΚΟΣΤΗ HEDGE FUNDS

Ένα εύλογο ερώτημα το οποίο προκύπτει από μια επένδυση σε αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου, αφορά τα κόστη της επένδυσης σε αμοιβαία κεφάλαια.

Με τον όρο "κόστη" εννοούμε όλες τις προμήθειες τις οποίες χρεώνουν οι εταιρίες στα διάφορα επενδυτικά τους προϊόντα, καθώς επίσης και τα "κρυφά έξοδα" με τα οποία χρεώνονται τα προϊόντα. Μάλιστα είναι αξιοπρόσεκτο το γεγονός ότι αυτές οι προμήθειες διαμορφώνουν σε μεγάλο βαθμό την τελική του απόδοση ενός προϊόντος.

Σε περίπτωση μάλιστα, που οι αποδόσεις εισπράττονται εφάπαξ είτε κατά την "είσοδο" είτε κατά την "έξοδο", όπως ακριβώς γίνεται με τα αμοιβαία κεφάλαια, τότε, όσο μεγαλύτερος είναι ο χρονικός ορίζοντας της τοποθέτησης τόσο λιγότερο επηρεάζεται η τελική απόδοση από τις προμήθειες.²⁷

Επιπρόσθετα, αξίζει να σημειωθεί ότι όσο μεγαλύτερα είναι τα έξοδα που βαρύνουν ένα αμοιβαίο κεφάλαιο τόσο λιγότερο ικανοποιούνται οι καταναλωτικές ανάγκες για αυξημένες επενδυτικές αποδόσεις.

Η πλευρά του επενδυτή επιδιώκει υψηλές αποδόσεις με χαμηλό κόστος, ενώ από την αντίθετη πλευρά του διαχειριστή, στόχος είναι η αύξηση των διαχειριζόμενων κεφαλαίων και συνεπώς η αντίστοιχη αύξηση των εξόδων που χρεώνουν. Ένα χρήσιμο μέτρο προσδιορισμού του

²⁶ Francois-Serge Lhabitant , *Delegated portfolio management: Are hedge fund fees too high? Journal of Derivatives & Hedge Funds Volume 13 Number 3 2007.*

²⁷ <http://www.euro2day.gr/>

μεγέθους των εξόδων ενός αμοιβαίου κεφαλαίου και κατά συνέπεια της αποτελεσματικότητας του είναι ο λόγος των εξόδων, όπως αυτός προκύπτει από την σχέση:

ΕΤΗΣΙΑ ΕΞΟΔΑ

ΜΕΣΟ ΕΤΗΣΙΟ ΚΑΘΑΡΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

*(*Δεν συμπεριλαμβάνονται στο δείκτη οι προμήθειες διάθεσης και εξαγοράς μεριδίων)*

Η σχέση μεταξύ του εν λόγω δείκτη και της απόδοσης ενός αμοιβαίου κεφαλαίου είναι αρνητική. Μια ικανοποιητική τιμή για τον δείκτη είναι 1,5%-2%, ωστόσο το μέγεθος του δείκτη ποικίλει για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο.

Σε μικρού μεγέθους αμοιβαία κεφάλαια καθώς και στα μετοχικά αμοιβαία ο δείκτης τείνει να είναι μεγαλύτερος, ενώ επιπροσθέτως σε αμοιβαία κεφάλαια με συστηματικά χαμηλές αποδόσεις ο δείκτης επίσης είναι μεγαλύτερος προκειμένου να αυξήσουν τα έσοδα τους.

Τα έξοδα των αμοιβαίων κεφαλαίων θεωρούνται κατά γενική παραδοχή από την επενδυτική πλευρά ως μειονέκτημα και συνάμα ένα μέσο σύγκρισης και ελέγχου. Ωστόσο θα πρέπει να επισημανθεί ότι το κόστος διαχείρισης ενός χαρτοφυλακίου στην περίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι μικρότερο του αντίστοιχου κόστους για έναν μικροεπενδυτή στην περίπτωση που τοποθετούσε απευθείας τα χρήματα του σε ένα ισοδύναμο χαρτοφυλάκιο στην αγορά.

Τα αμοιβαία κεφάλαια για να εισπράξουν ένα τμήμα από το κόστος προμηθειών στο οποίο υποβάλλονται, αλλά και για να αποτρέψουν τους μεριδιούχους από το να ρευστοποιούν τα μερίδια τους, επιβάλλουν κόστη διάθεσης και εξαγοράς.

Το κόστος διάθεσης είναι ένα ποσοστό επί της καθαρής τιμής μεριδίου και θα πρέπει να καταβληθεί από τους μεριδιούχους για κάθε μερίδιο που αποκτούν πέρα από την καθαρή τιμή μεριδίου.²⁸

Το κόστος εξαγοράς είναι ένα ποσοστό επί της καθαρής τιμής μεριδίου που δεν αποδίδεται στο μεριδιούχο κατά την εξαγορά, αλλά αφαιρείται από την καθαρή τιμή μεριδίου. Τα κόστη εισόδου και εξόδου, όπως θα μπορούσαν να χαρακτηρισθούν αντίστοιχα τα κόστη διάθεσης και εξαγοράς, δεν είναι ίδια για όλα τα αμοιβαία κεφάλαια αλλά διαφέρουν.²⁹

Οι διαφορές είναι μεγαλύτερες μεταξύ των κατηγοριών των αμοιβαίων κεφαλαίων και λιγότερο μεταξύ των αμοιβαίων κεφαλαίων της ίδιας κατηγορίας. Ο λόγος είναι ότι κάθε κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων έχει διαφορετικό βαθμό κινητικότητας των κεφαλαίων και επομένως ρευστότητας και κινδύνου που καθορίζει αντιστρόφως ανάλογα το κόστος προμηθειών και συναλλαγών.

Έτσι αμοιβαία κεφάλαια με βραχυπρόθεσμες τοποθετήσεις εμφανίζουν μικρό κόστος συναλλαγών και τα κόστη διάθεσης και εξαγοράς είναι σε χαμηλά ποσοστά του 1% έως 2%.³⁰

Αντίθετα, κόστη 4% έως 5% επιβάλλονται από αμοιβαία κεφάλαια που ανήκουν σε κατηγορίες μακροπρόθεσμων επενδύσεων, όπως τα μετοχικά, με αυξημένα κόστη συναλλαγών και επενδυτικό κίνδυνο. Γενικά, τα κόστη εισόδου και εξόδου αποτελούν, μεταξύ άλλων, εργαλεία προσέλκυσης νέων επενδυτικών κεφαλαίων και διατήρησης τους στο αμοιβαίο κεφάλαιο. Έτσι, υπάρχουν αμοιβαία κεφάλαια που δεν χρεώνουν κόστη διάθεσης κατά την είσοδο κεφαλαίων, χρεώνουν όμως κατά την έξοδο ως προσπάθεια κατακράτησης των κεφαλαίων.

Παρόμοια, υπάρχουν αμοιβαία κεφάλαια, που δεν χρεώνουν ή χρεώνουν ελάχιστο κόστος εξαγοράς ως τρόπο προσέλκυσης κεφαλαίων καθόσον ο μεριδιούχος γνωρίζει ότι του προσφέρεται ευελιξία διαχείρισης των κεφαλαίων του χωρίς επιβολή κάποιας "τιμωρίας" εάν

²⁸ <http://www.bankofcyprus.com.cy/-/---Asset-Management/---/>

²⁹ <https://www.nbgam.gr/scripts/gr/faq.asp>

³⁰ Βασικές γνώσεις επενδυτικής τραπεζικής, Λήψη, Διαβίβαση και Εκτέλεση Εντολών, Ε΄ Έκδοση, Νοέμβριος 2015.

επιθυμούσε να εγκαταλείψει το αμοιβαίο κεφάλαιο. Βέβαια, σε μια τέτοια περίπτωση ο μεριδιούχος προκαταβάλλει το κόστος αυτό υπό τη μορφή του κόστους διάθεσης. Τέλος, προς αποφυγή μεταβολής των όρων επένδυσης, τα αμοιβαία κεφάλαια διατηρούν την όποια πολιτική εφαρμόζουν διαχρονικά.

Αξιοσημείωτο θεωρείται το γεγονός, ότι σε ορισμένες περιπτώσεις οι προμήθειες είναι αρκετά μεγάλες, ώστε να μπορούν να επηρεάσουν τον χρόνο παραμονής του επενδυτή μέσα στο αμοιβαίο κεφάλαιο.

Σε περίπτωση, παραδείγματος χάριν, που η προμήθεια "εισόδου-εξόδου" ενός ομολογιακού αμοιβαίου κεφαλαίου διαμορφώνεται στο 1,5%, και η προσδοκώμενη μέση ετήσια απόδοση της κατηγορίας δεν ξεπερνά το 5%, τότε ο μεριδιούχος αναγκάζεται να τοποθετηθεί με ορίζοντα διετίας προκειμένου να πετύχει υψηλότερη απόδοση από αυτή που θα μπορούσε να του προσφέρει μια προθεσμιακή κατάθεση. Εννοείται, ότι μέχρι πρόσφατα όταν οι αποδόσεις ήταν υψηλότερες, οι προμήθειες δεν έπαιζαν τόσο καθοριστικό ρόλο στη διαμόρφωση της τελικής απόδοσης.³¹

Σήμερα, όμως με τη συρρίκνωση των αποδόσεων το καθεστώς των προμηθειών είναι υψίστης σημασίας. Πρακτικά για τον επενδυτή, αυτό σημαίνει ότι ένα αμοιβαίο που του φάνηκε πολύ ελκυστικό με βάση την αύξηση της "καθαρής αξίας" των μεριδίων του σε ένα χρονικό διάστημα, μπορεί να αποδειχθεί λιγότερο ελκυστικό από κάποια άλλα, μόλις συνυπολογισθούν οι προμήθειες εισόδου (αγοράς) και εξόδου (εξαγοράς) για τα υπό σύγκριση αμοιβαία κεφάλαια.

Συγκεκριμένα στους πίνακες με τις τιμές των αμοιβαίων κεφαλαίων που δίνονται στη δημοσιότητα, μπορεί ο οποιοσδήποτε να εντοπίσει την καθαρή τιμή του μεριδίου του αμοιβαίου στο οποίο θα τον ενδιέφερε να επενδύσει. Όταν όμως ο εν λόγω ενδιαφερόμενος επικοινωνήσει με την ΑΕΔΑΚ³² που διαχειρίζεται το συγκεκριμένο αμοιβαίο, θα διαπιστώσει ότι τα μερίδια που επιθυμεί να αγοράσει δεν "διατίθενται" στην τιμή που αναγράφεται στους πίνακες καθαρών

³¹ <http://www.euro2day.gr/>

³² Α.Ε.Δ.Α.Κ. ονομάζεται η εταιρία που έχει ως σκοπό την διαχείριση ενός ή πολλών αμοιβαίων κεφαλαίων (Α/Κ). Συνάμα δύναται να παρέχει επενδυτικές συμβουλές καθώς επίσης και υπηρεσίες φύλαξης και διοικητικής διαχείρισης μεριδίων Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων. Για την διαχείριση του κάθε Αμοιβαίου Κεφαλαίου η Α.Ε.Δ.Α.Κ. εισπράττει προμήθεια που εκφράζεται ως ποσοστό επί του καθαρού ενεργητικού του, ανάλογα με τι ορίζει ο κανονισμός του αμοιβαίου κεφαλαίου.

τιμών, ούτε όμως αντιστοιχεί επακριβώς στις τιμές εισόδου και εξόδου που αναγράφονται συνήθως.

Στην καθαρή τιμή έχει ήδη υπολογισθεί και παρακρατηθεί η προμήθεια "διαχείρισης" της ΑΕΔΑΚ, σε ετήσια βάση. Ωστόσο, ο εν λόγω μεριδιούχος δεν έχει υπολογίσει την προμήθεια αγοράς που πλήρωσε στην ΑΕΔΑΚ κατά την αγορά των μεριδίων, καθώς επίσης και την προμήθεια εξαγοράς που θα κληθεί να πληρώσει όταν θα θελήσει να ρευστοποιήσει τα μερίδιά του.

Εύκολα αντιλαμβάνεται κανείς ότι οι προμήθειες που θα του κρατηθούν θα μειώσουν αισθητά τις αποδόσεις του, αφού σε ορισμένες κατηγορίες αμοιβαίων η μέση προμήθεια την οποία χρεώνεται ο μεριδιούχος μπορεί να φθάσει ως και 4%, ανάλογα με το ύψος της συνολικής τοποθέτησής του.

Οι εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων εφαρμόζουν διαφορετικές πολιτικές προμηθειών, αλλά στην πλειονότητά τους φροντίζουν να μειώνουν τις προμήθειες όσο μεγαλώνει το ύψος της συνολικής τοποθέτησης. Αυτός είναι και ο λόγος για τον οποίο οι αναγραφόμενες στον Τύπο προμήθειες αγοράς και εξαγοράς μεριδίων είναι οι ανώτατες και όχι αυτές που κάποιος θα διαπραγματευτεί ανάλογα και με το ύψος των κεφαλαίων.³³

³³<http://www.euro2day.gr/investments/guide/article/4654/poso-kostizoyn-ta-amoiivaia-kefalaia>

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6^ο

6.1 ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΣΤΡΕΒΛΩΣΗΣ ΚΙΝΗΤΡΩΝ

Η έκρηξη των επενδύσεων σε hedge funds ανέκυψε το ερώτημα αν οι διαχειριστές είναι ικανοί και αντεπεξέρχονται στις απαιτήσεις της θέσης τους. Το ερώτημα αυτό είναι σημαντικό, αφενός γιατί πρέπει να γνωρίζουμε αν οι διαχειριστές παράγουν πλούτο και τον διοχετεύουν στο οικονομικό σύστημα και στην κοινωνία γενικότερα και αφετέρου για να γνωρίζουν οι επενδυτές σε ποιο fund θα τοποθετηθούν και ποιον διαχειριστή θα επιβραβεύσουν ή θα κατακρίνουν.

Κατ' αρχάς, πρέπει να ληφθεί υπ' όψη σε κάθε ανάλυση το μέγεθος του fund. Τα μεγάλα hedge funds είναι πιθανό να έχουν καλύτερες αποδόσεις από τα μικρότερα λόγω:

- οικονομιών κλίμακας
- μικρότερου κόστους συναλλαγών
- καλύτερης και φθηνότερης πληροφόρησης

Επιπλέον, τα μεγάλα funds έχουν την δύναμη να παίρνουν θέσεις που τα μικρότερα δεν μπορούν. Παρόλα αυτά, αξίζει να αναφερθεί ότι τα μεγάλα σε μέγεθος funds είναι λιγότερο ευέλικτα, μπορούν να ρευστοποιήσουν δυσκολότερα τις θέσεις τους και να στραφούν ταχέως σε μια άλλης μορφής επένδυση.

Όσο μεγαλώνει το μέγεθος, τόσο δυσκολεύει η θέση του διαχειριστή ο οποίος θα πρέπει να βρει ολοένα και περισσότερες επενδυτικές ευκαιρίες για να αποκομίσει κέρδη.³⁴ Δεν είναι λίγα τα παραδείγματα όπου hedge funds επέστρεψαν χρήματα στους επενδυτές προκειμένου να μειώσουν το μέγεθός τους και να καλυτερέψουν την απόδοσή τους, όπως επίσης και funds που σταμάτησαν να δέχονται χρήματα γιατί ο διαχειριστής δεν μπορούσε να τα επενδύσει επιτυχώς.

³⁴ Rajesh K. Aggarwal & Philippe Jorion (2010), *The performance of emerging hedge funds and managers*, *Journal of Financial Economics*, Volume 96, Issue 2, Pages 238–256.

Ο μέσος όρος των hedge funds χρεώνει 1% ως αμοιβή διαχείρισης και 20% ως πριμ απόδοσης του διαχειριστή. Οι **Edwards και Caglayan [2001]** υποστηρίζουν ότι τα funds που χρεώνουν μεγαλύτερο ποσοστό ως πριμ απόδοσης, επιτυγχάνουν και μεγαλύτερες αποδόσεις κατά 3 ως 6% κατά μέσο όρο. Αυτό συμβαίνει γιατί οι διαχειριστές έχουν ακόμα ισχυρότερο κίνητρο προκειμένου να κάνουν καλύτερα την δουλειά τους, όπως επίσης γιατί τα καλύτερα bonus ελκύουν τους καλύτερους διαχειριστές της αγοράς.

Το πρόβλημα όμως που μπορεί να δημιουργηθεί με τα πολύ υψηλά ποσοστά αμοιβών για τους διαχειριστές είναι η ιδιαίτερα επικίνδυνη συμπεριφορά που πιθανώς να αναπτύξουν. Αυτό σημαίνει υπέρμετρη έκθεση σε κίνδυνο με την προσδοκία υπερβολικών αποδόσεων. Το πρόβλημα μπορεί να λυθεί εν μέρει με την υποχρέωση για τους διαχειριστές να έχουν επενδεδυμένα στο fund και δικά τους χρήματα, ούτως ώστε να επιδεικνύουν περισσότερη συνετή συμπεριφορά και να εναρμονίζονται οι επιδιώξεις τους με αυτές των επενδυτών.

Ακόμα, το στυλ που ακολουθεί κάθε hedge fund επηρεάζει την απόδοση που τελικά θα έχει. Συγκεκριμένα στυλ φαίνεται να έχουν διαφορετικά ποσοστά μόχλευσης, μεγαλύτερα ή μικρότερα περιθώρια κέρδους, ή να ασχολούνται με άλλους τομείς της αγοράς, οπότε η επίδοση θα διαφέρει ανάλογα με την επίδραση των παραγόντων και τις σωστές ή λανθασμένες επενδυτικές επιλογές του διαχειριστή.

6.2 Η ΕΠΙΚΙΝΔΥΝΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΤΩΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ

Σύμφωνα με επενδυτές, συμβούλους επιχειρήσεων, καθώς και πρώην διαχειριστές υπάρχουν μερικά πολύ «κακά» παραδείγματα από τον κλάδο, όπως ορισμένα επενδυτικά κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου που καταβάλλουν τους μισθούς από τα ίδια τα υπό διαχείριση κεφάλαια και καταχωρούν τις δαπάνες λειτουργίας των ιδιωτικών τους τζετ στα έξοδα της εταιρείας τους. Αληθή φαίνονται να είναι, επομένως, όσα λέγονται για την απαράδεκτη πρακτική στελεχών σε ορισμένα εδραιωμένα hedge funds, αφού καταχωρούν τους μισθούς και τις προσωπικές τους δαπάνες στην εταιρεία.

Μια άλλη τακτική ορισμένων διαχειριστών κεφαλαίων έχει να κάνει με το ότι χρεώνουν στα ίδια τα hedge funds τα έξοδα προώθησης, το κόστος άντλησης δεδομένων και το κόστος λειτουργίας και συνδρομής των τερματικών του πρακτορείου Bloomberg.

Αρκετοί επισημαίνουν πως για πολλούς διαχειριστές κεφαλαίων η προαναφερθείσα τακτική είναι ένας τρόπος να εξοικονομούν δαπάνες, που προκύπτουν από τη διαχείριση. Ωστόσο, είναι πολύ δύσκολο να κοιτούν τους πελάτες τους στα μάτια και να τους αιτιολογούν ορισμένες από τις ανωτέρω δαπάνες. Εάν, όντως, αντιληφθούν οι πελάτες πως το κάνουν αυτό, τότε θα σκεφθούν και τι άλλο έχουν κάνει. Αξίζει να αναφερθεί πως οι προαναφερθείσες χρεώσεις είναι νόμιμες, εάν σκιαγραφούνται σε ένα μνημόνιο του hedge fund, αν και συνήθως τέτοια έγγραφα είναι διατυπωμένα με τέτοιο τρόπο ώστε να περιλαμβάνουν όσο το δυνατόν περισσότερα φανταστικά πράγματα, όπως επισημαίνουν έγκυρες πηγές. Οι λογιστικές χρεώσεις, οι νομικές, τα διοικητικά κόστη θεωρούνται νόμιμα. Πάντως, όταν δει κανείς μια σωρεία χρεώσεων, π.χ. μισθοί, συμπλήρωση εγγράφων για τις Αρχές, συστήματα χαρτοφυλακίου και λογιστικά συστήματα, ασφάλεια, λάθη στις συναλλαγές, ταξίδια και ψυχαγωγία, τότε σε ορισμένες περιπτώσεις θα αναρωτηθεί: «Η προμήθεια που πληρώνω πού πηγαίνει;».

Πάντως, ορισμένοι επενδυτές, οι οποίοι διοχετεύουν τα κεφάλαιά τους σε τέτοιας πρακτικής hedge funds, είναι πρόθυμοι να συνεχίσουν να το κάνουν όταν τους αποφέρουν υψηλές αποδόσεις. Κάποιοι άλλοι δεν κρύβουν πως παραξενεύονται από τη σωρεία των χρεώσεων, ωστόσο δεν έχουν τους πόρους να εξετάσουν ενδελεχώς ποιες είναι οι χρεώσεις που καλούνται να καταβάλουν.³⁵

6.2.1 Η ΣΥΝΕΤΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΤΩΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ

Όπως ειπώθηκε και παραπάνω, είναι αρκετοί εκείνοι που υποστηρίζουν ότι το σύνολο των χαρακτηριστικών του συστήματος ανταμοιβής των Hedge Funds, ωθεί τους διαχειριστές τους να αναλαμβάνουν υπερβολικά υψηλούς κινδύνους προκειμένου να καρπωθούν μεγάλες αμοιβές.

Αυτό μπορεί να φαίνεται εκ πρώτης όψεως αληθές, ωστόσο πρέπει να ληφθεί υπόψιν ότι οι περισσότεροι διαχειριστές θέτουν σε κίνδυνο σημαντικό μέρος των χρημάτων τους, εφόσον και οι ίδιοι έχουν επενδύσει στο Hedge Fund το οποίο και διαχειρίζονται, γεγονός που λειτουργεί ανασταλτικά στην υπερβολική ανάληψη κινδύνου.

³⁵ www.kathimerini.gr

Επιπρόσθετα, οι διαχειριστές ωφελούνται περισσότερο αν διαγράψουν μια μακροχρόνια πορεία στον κλάδο των Hedge Funds, γεγονός που θα τους τροφοδοτούσε με μια σειρά διαδοχικών αμοιβών από τα επιτευχθέντα κέρδη και με μελλοντικούς πελάτες, παρά να ρισκάρουν υπέρμετρα και να χάσουν το κύρος τους. Αυτό σημαίνει ότι οι διαχειριστές προσπαθούν να καρπωθούν μια σειρά ορθολογικών κερδών, αποφεύγοντας το υπερβολικό ρίσκο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7^ο

7.1 ΣΤΟΧΑΣΤΙΚΟ ΠΡΟΒΛΗΜΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΕΝΟΣ HEDGE FUND

Βασικό Υπόδειγμα

Θεωρούμε ότι ένας επενδυτής αναζητά ένα επενδυτικό όχημα, λιγότερο ελεγχόμενο από κανονισμούς, όπως είναι ένα hedge fund με σκοπό την αντιστάθμιση του κινδύνου που ενέχει η επένδυσή του μέσω της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου του. Θα υποθέσουμε λοιπόν ότι έχουμε δύο αντισυμβαλλόμενα μέρη, τον επενδυτή και τον διαχειριστή του fund. Ο επενδυτής καταβάλλει στον διαχειριστή μια αμοιβή για να εκτελέσει για λογαριασμό του χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες.

Υποθέτουμε ότι ο επενδυτής αποστρέφεται το κίνδυνο και λόγω αυτού και μόνο προσπαθεί να σχεδιάσει ένα βέλτιστο συμβόλαιο για εκείνον. Ο διαχειριστής από την άλλη έχει ουδέτερες προτιμήσεις ως προς τον κίνδυνο και καλείται να επιλέξει μεταξύ δύο επενδυτικών επιλογών, βάσει του ρίσκου τ που θα αποφασίσει να αναλάβει $\tau = \{G, B\}$. Η επιλογή του ρίσκου είναι στην αποκλειστική ευχέρεια του διαχειριστή του fund. Συγκεκριμένα, υποθέτουμε ότι υπάρχουν μόνο δύο διαφορετικά επίπεδα απόδοσης που μπορούν προκύψουν, ανάλογα με το ρίσκο που θα αναλάβει.

Αν αναλάβει υψηλό ρίσκο G θα πετύχει είτε υψηλή απόδοση r_G , είτε χαμηλή απόδοση r_G . Αντίστοιχα, αν αναλάβει χαμηλό ρίσκο B , δύναται να πετύχει είτε υψηλή απόδοση r_B , είτε χαμηλή απόδοση r_B .

Οι καταστάσεις που οδηγούν στα διαφορετικά επίπεδα ρίσκου εκφράζουν την αβεβαιότητα στο υπόδειγμα και είναι ανεξάρτητες των δύο μερών. Ωστόσο, η επιλογή της επένδυσης καθορίζει το βαθμό στοχαστικότητας του αποτελέσματος.

Στην περίπτωση που ο επενδυτής επιλέξει μια επένδυση υψηλού ρίσκου (G) η πιθανότητα να προκύψει η υψηλή απόδοση είναι

$$\Pi_G = P(r_G | G)$$

επομένως η χαμηλή απόδοση θα προκύψει με πιθανότητα $1 - \Pi_G$.

Στην περίπτωση που ο επενδυτής επιλέξει μια επένδυση χαμηλού ρίσκου (B) η πιθανότητα να προκύψει η υψηλή απόδοση είναι

$$\Pi_B = P(r_B | B)$$

επομένως η χαμηλή απόδοση θα προκύψει με πιθανότητα $1 - \Pi_B$.

Υπόθεση Στοχαστικής Κυριαρχίας

$$\Pi_G > \Pi_B$$

Η επένδυση υψηλού ρίσκου αυξάνει τη πιθανότητα να προκύψει υψηλή απόδοση.

Η επένδυση οδηγεί σε έσοδα. Τα έσοδα αυτά επιμερίζονται μεταξύ του Επενδυτή και του Διαχειριστή. Τα έσοδα του Διαχειριστή εξαρτώνται από την απόδοση που θα πετύχει. Λόγω του στοχαστικού χαρακτήρα της επένδυσης, ο Διαχειριστής θα μεγιστοποιεί την αναμενόμενη

ωφέλεια του και θα αμείβεται, όταν η απόδοση της επένδυσής του θα υπερέχει της απόδοσης της αγοράς.

Η συνάρτηση ωφέλειας του Επενδυτή προκύπτει έπειτα από αφαίρεση των αμοιβών διαχείρισης και απόδοσης του Διαχειριστή του αμοιβαίου κεφαλαίου αντιστάθμισης κινδύνου, ενώ επιπλέον υποθέτουμε ότι η επιλογή ενός επενδυτικού προγράμματος συνοδεύεται από κόστος c . Για ευκολία, υποθέτουμε ότι $c(G) > 0 = c(B)$.

Ο Επενδυτής θα προτείνει ένα συμβόλαιο στον Διαχειριστή, και αυτός θα κληθεί να αναλάβει τη διαχείριση του fund. Σε αυτό περιλαμβάνεται η προμήθεια διαχείρισης και απόδοσης που θα αποκομίσει ο Διαχειριστής. Ο Επενδυτής θα προτείνει ένα συμβόλαιο $R^{(E)}$, το οποίο μεταφράζεται σε έσοδο για τον Διαχειριστή $R - R^{(E)}$.

Πέρα των προαναφερθέντων, θα πρέπει να εισάγουμε έναν βασικό περιορισμό που αντιμετωπίζει ο Επενδυτής στο σχεδιασμό του βέλτιστου συμβολαίου με τον Διαχειριστή. Θα πρέπει σε κάθε περίπτωση να εξασφαλίζει μη αρνητική αναμενόμενη ωφέλεια για τον Διαχειριστή. Σε αντίθετη περίπτωση ο Διαχειριστής δε θα έχει κανένα κίνητρο να συμμετέχει σε μια τέτοια συνεργασία.

Περιορισμός Συμμετοχής

$$U_E \geq 0 \text{ όπως και } U_D \geq 0$$

U_D : συνάρτηση ωφέλειας διαχειριστή

U_E : συνάρτηση ωφέλειας επενδυτή

Από την άλλη, αν προσπαθήσουμε να εισάγουμε στην ανωτέρω ανάλυση τον ηθικό κίνδυνο, θα ξεκινήσουμε υποθέτοντας ότι ο Επενδυτής και ο Διαχειριστής έχουν ουδέτερες προτιμήσεις ως προς το ρίσκο που θα αναληφθεί για την επένδυση που καλούνται να πραγματοποιήσουν.

Επιπρόσθετα, θα υποθέσουμε ότι ο Επενδυτής προσπαθεί να αποτρέψει τον Διαχειριστή, από το να αναλάβει τη διαχείριση μιας επένδυσης υψηλού κινδύνου, παίρνοντας μεγάλο ρίσκο $t=G$. Βέβαια, όσον αφορά τον Επενδυτή, το όφελος από του από την επένδυση υψηλού κινδύνου, λαμβάνοντας πάντα υπόψη και το κόστος αυτής της επένδυσης, θα πρέπει να είναι μεγαλύτερο απ' ότι εάν αναλάμβανε μια επένδυση χαμηλότερου κινδύνου.

Ωστόσο, ο Επενδυτής προσπαθεί να πείσει τον Διαχειριστή, ότι η επένδυση σε ένα χαρτοφυλάκιο χαμηλού ρίσκου είναι πιθανότερο να του εξασφαλίσει κάποιο κέρδος ή και όχι. Σε καμία περίπτωση όμως δε θα οδηγηθεί μέσω της επένδυσής του σε ζημία.

Έχοντας επιλέξει το «καλό» χαρτοφυλάκιο, σε περίπτωση που προκύψει υψηλή απόδοση, η πληρωμή του Διαχειριστή θα είναι αυστηρά θετική. Σε αντίθετη περίπτωση, αν δηλαδή προκύψει χαμηλή απόδοση, μπορεί να ορίζεται ή και όχι κάποια αμοιβή.

Ενώ βέβαια ένα τέτοιο συμβόλαιο εμφανίζεται ασυνήθιστο, ως και αφύσικο από πλευράς Διαχειριστών, αν δηλαδή βασιστούμε στην αρχική υπόθεση περί ουδετερότητας των προτιμήσεων του Διαχειριστή έναντι του ρίσκου, αυτό τον οδηγεί σε αποδοχή του συμβολαίου.

7.2 ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΩΝ

Ο Επενδυτής καλείται να επιλέξει μεταξύ εκείνων των επενδυτικών προγραμμάτων με απώτερο σκοπό τη μεγιστοποίηση της ωφέλειάς του.

Υποθέτουμε λοιπόν, ότι υπάρχει συμμετρική πληροφόρηση μεταξύ των δύο αντισυμβαλλομένων και ότι ο σχεδιασμός ενός βέλτιστου συμβολαίου από την πλευρά του Επενδυτή, θα γίνει με τέτοιο τρόπο ώστε να κερδίσει και ο Διαχειριστής, ανάλογα με την απόδοση που θα πετύχει.

7.2.1 Περίπτωση απουσίας ηθικού κινδύνου

(No Moral Hazard)

Αν θεωρήσουμε ότι ο επενδυτής επιλέξει εκείνο το χαρτοφυλάκιο με τον χαμηλότερο κίνδυνο, η μεγιστοποίηση της ωφέλειας του θα προκύψει από την παρακάτω σχέση:

$$\max \Pi_B (1 - e^{-\alpha(1-t_H)^*(r_B-r_m)}) + (1-\Pi_B) * (1 - e^{-\alpha(1-t_L)^*(r_B-r_m)}) \text{ όπου}$$

t : η αμοιβή του διαχειριστή (t_H : υψηλή αμοιβή, t_L : χαμηλή αμοιβή)

r_B : υψηλή απόδοση

r_L : χαμηλή απόδοση

r_m : η απόδοση της αγοράς

Περιορισμός Συμμετοχής Διαχειριστή

Ο παρακάτω περιορισμός μας δείχνει ότι επιλέγοντας μια επένδυση χαμηλού ρίσκου B , δηλαδή ένα καλό χαρτοφυλάκιο, σε κάθε περίπτωση, είτε πετύχουμε υψηλή, είτε χαμηλή απόδοση, τα κέρδη του Διαχειριστή θα πρέπει να είναι μη αρνητικά.

$$\Pi_B * t_H * (r_B - r_m) + (1 - \Pi_B) * t_L * (r_B - r_m) \geq 0$$

$t_H * (r_B - r_m)$: αφαιρώ την απόδοση της αγοράς από την απόδοση που πέτυχε ο Διαχειριστής για να δω, κατά μέσο όρο, τι θα κερδίσει.

Επομένως, το πρόβλημα της μεγιστοποίησης της ωφέλειας του Επενδυτή, υπό τον περιορισμό συμμετοχής του Διαχειριστή αντιστοιχεί στο πρόβλημα μεγιστοποίησης της παρακάτω συνάρτησης Lagrange:

$$\mathcal{L} = (1 - e^{-\alpha(1-t_H)^*(r_\beta - r_m)}) + (1 - \Pi_B) * (1 - e^{-\alpha(1-t_L)^*(r_\beta - r_m)}) + \lambda (\Pi_B * t_H * (r_\beta - r_m) + (1 - \Pi_B) * t_L * (r_\beta - r_m))$$

Οι συνθήκες πρώτης τάξης που προκύπτουν από το παραπάνω πρόβλημα μεγιστοποίησης είναι:

$$\frac{\partial \mathcal{L}}{\partial t_H} = 0$$

$$-\Pi_B * e^{-\alpha(1-t_H)^*(r_\beta - r_m)} * \alpha + \lambda \Pi_B (r_\beta - r_m) = 0$$

$$\lambda \Pi_B (r_\beta - r_m) = \alpha * \Pi_B * e^{-\alpha(1-t_H)^*(r_\beta - r_m)}$$

$$\lambda = \alpha * e^{-\alpha(1-t_H)^*(r_\beta - r_m)} / (r_\beta - r_m)$$

$$\frac{\partial \mathcal{L}}{\partial t_L} = 0$$

$$\lambda = \alpha * e^{-\alpha(1-t_L)^*(r_\beta - r_m)} / (r_\beta - r_m)$$

$$\alpha * e^{-\alpha(1-t_H)^*(r_\beta - r_m)} / (r_\beta - r_m) = \alpha * e^{-\alpha(1-t_L)^*(r_\beta - r_m)} / (r_\beta - r_m)$$

$$(r_{\beta} - r_m) / (r_{\beta} - r_m) * e^{-\alpha(1-t_L) * (r_{\beta} - r_m)} = e^{-\alpha(1-t_H) * (r_{\beta} - r_m)}$$

$$\ln [(r_{\beta} - r_m) / (r_{\beta} - r_m) * e^{-\alpha(1-t_L) * (r_{\beta} - r_m)}] = \ln (e^{-\alpha(1-t_H) * (r_{\beta} - r_m)})$$

Ερμηνεύεται ως η επιπλέον απόδοση (additional return) του manager του hedge fund

$$\ln [(r_{\beta} - r_m) / (r_{\beta} - r_m) * e^{-\alpha(1-t_L) * (r_{\beta} - r_m)}] = \ln (e^{-\alpha(1-t_H) * (r_{\beta} - r_m)})^{36}$$

$$[(1/\alpha) * \ln (r_{\beta} - r_m) / (r_{\beta} - r_m) + \Delta r_{\beta} + t_L * (r_{\beta} - r_m)] / (r_{\beta} - r_m) = t_H \quad (1)$$

$$\Pi_B * t_H * (r_{\beta} - r_m) + (1 - \Pi_B) * t_L * (r_{\beta} - r_m) = 0 \quad (2)$$

(1)-(2)

$$\Pi_B * (r_{\beta} - r_m) * [(1/\alpha) * \ln (r_{\beta} - r_m) / (r_{\beta} - r_m) + \Delta r_{\beta} + t_L * (r_{\beta} - r_m)] / (r_{\beta} - r_m) + (1 - \Pi_B) * t_L * r_{\beta} = 0$$

$$[(\Pi_B * (r_{\beta} - r_m) * 1/\alpha) * \ln (r_{\beta} - r_m) / (r_{\beta} - r_m) + \Pi_B * r_{\beta} * \Delta r_{\beta} + \Pi_B * r_{\beta} * t_L * (r_{\beta} - r_m)] / (r_{\beta} - r_m) +$$

$$+ (1 - \Pi_B) * t_L * (r_{\beta} - r_m) = 0 \quad (3)$$

$$\text{Έστω ότι } (\Pi_B * (r_{\beta} - r_m) * 1/\alpha) * \ln (r_{\beta} - r_m) / (r_{\beta} - r_m) + \Pi_B * (r_{\beta} - r_m) * \Delta r_{\beta} = c \quad (4)$$

*Όπου c ένας θετικός αριθμός.

³⁶ Για την απόδειξη δείτε το Παράρτημα 1.

Οπότε (4)-(3)

$$[c + \Pi_B \cdot (r_\beta - r_m) - t_L \cdot (r_\beta - r_m)] / (r_\beta - r_m) + (1 - \Pi_B) \cdot t_L \cdot (r_\beta - r_m) = 0$$

Επομένως,

$$t_L = -c / (\Pi_B \cdot (r_\beta - r_m) + (1 - \Pi_B) \cdot (r_\beta - r_m)) \quad (\alpha)$$

Αλλά,

$$(r_\beta - r_m) = (r_\beta - r_m) + \Delta (r_\beta - r_m)$$

$$\Pi_B (r_\beta - r_m) = \Pi_B (r_\beta - r_m) + \Pi_B \Delta (r_\beta - r_m) \quad (\beta)$$

(β)-(α)

$$t_L = -c / (\Pi_B (r_\beta - r_m) + \Pi_B \Delta (r_\beta - r_m) + (1 - \Pi_B) \cdot (r_\beta - r_m))$$

$$t_L = -c / [(r_\beta - r_m) + \Pi_B \Delta (r_\beta - r_m)] < 0 \quad (\gamma)$$

αντικατάσταση t_L στη σχέση (1).

$$(1/\alpha) \cdot \ln (r_\beta - r_m) / [(r_\beta - r_m) + \Pi_B \Delta (r_\beta - r_m)] - c / [(r_\beta - r_m) + \Pi_B \Delta (r_\beta - r_m)] = t_H$$

Αλλά από τη σχέση (4) γνωρίζουμε ότι,

$$(\Pi_B \cdot (r_\beta - r_m) / \alpha) \cdot \ln (r_\beta - r_m) / [(r_\beta - r_m) + \Pi_B \cdot (r_\beta - r_m) \cdot \Delta (r_\beta - r_m)] = c$$

$$c / [\Pi_B \cdot (r_\beta - r_m)] = (1/\alpha) \cdot \ln [(r_\beta - r_m) / [(r_\beta - r_m) + \Delta (r_\beta - r_m)]]$$

Καταλήγουμε στο ότι το t_H θα ισούται με:

$$t_H = c / [\Pi_B * (r_\beta - r_m)] + (-c) / [(r_\beta - r_m) + \Pi_B (\Delta(r_\beta - r_m))]$$

$$t_H = c / [\Pi_B * (r_\beta - r_m)]$$

$$t_L = 0$$

Συμπεραίνουμε ότι όσο αυξάνεται η πιθανότητα ένας Διαχειριστής, να πετύχει υψηλή απόδοση έναντι μιας χαμηλότερης, τόσο αυξάνεται και η αμοιβή που θα πάρει στο τέλος. Επίσης, σε καθεστώς πλήρους πληροφόρησης, η πιθανότητα επιλογής ενός «καλού» χαρτοφυλακίου (με χαμηλό κίνδυνο), είναι πιθανό να αυξήσει την αμοιβή του Διαχειριστή, σε αντίθεση με την επιλογή ενός «κακού» χαρτοφυλακίου.

7.2.2 Περίπτωση ύπαρξης ηθικού κινδύνου με γραμμικούς περιορισμούς

(Moral Hazard)

Αν θεωρήσουμε ότι ο Επενδυτής θέλει να αποτρέψει τον Διαχειριστή να επιλέξει εκείνο το χαρτοφυλάκιο με τον υψηλότερο κίνδυνο, η μεγιστοποίηση της ωφέλειας του θα προκύψει από την παρακάτω σχέση:

$$\max \Pi_G (1 - e^{-\alpha(1-t_H)^* (r_G - r_m)}) + (1 - \Pi_G) (1 - e^{-\alpha(1-t_L)^* (r_G - r_m)}) \text{ όπου}$$

t : η αμοιβή του διαχειριστή (t_H : υψηλή αμοιβή, t_L : χαμηλή αμοιβή)

r_G : υψηλή απόδοση

r_G : χαμηλή απόδοση

r_m : η απόδοση της αγοράς

Στόχος του Επενδυτή και σε αυτή την περίπτωση είναι η επίτευξη της υπεραπόδοσης. Μόνο που στη συγκεκριμένη περίπτωση θα μελετήσουμε και το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου που μπορεί να εμφανιστεί κατά την επιλογή μιας επένδυσης από την πλευρά του Διαχειριστή. Όπως, επίσης, και το πως μπορεί ο Επενδυτής να οδηγηθεί στη σύναψη ενός βέλτιστου συμβολαίου, μέσω της εξάλειψης του ηθικού κινδύνου.

Χάριν απλότητας και ευκολίας, θα θεωρήσουμε ότι μπορούν να επιτευχθούν δύο καταστάσεις, έστω $\mathbf{S} = \{\mathbf{S}_G, \mathbf{S}_B\}$. Όπου στην κατάσταση \mathbf{S}_G θα επιτυγχάνεται ο στόχος της υπεραπόδοσης, σε αντίθεση με την κατάσταση \mathbf{S}_B . Ανάλογα με το επίπεδο κινδύνου που αναλαμβάνει ο Διαχειριστής, θα έχουμε και τις ανάλογες αποδόσεις που θα μπορεί να επιτύχει στις διαφορετικές καταστάσεις. Έστω, λοιπόν ότι θα έχουμε τις αποδόσεις $x = (r_x, r_x)$.

Προκειμένου να διατηρήσουμε την ανάλυσή μας σε ένα γενικό πλαίσιο, θα υποθέσουμε ότι και στις δύο περιπτώσεις, είτε επιτευχθεί υπεραπόδοση, πέρα από το την απόδοση της αγοράς, είτε όχι, στο τέλος θα υπάρξει κάποια αμοιβή για τον Διαχειριστή. Έστω, στην περίπτωση που επιτευχθεί ο στόχος να πάρει t_H , ενώ σε αντίθετη περίπτωση t_L , με $t_H > t_L$.

Επίσης, επιτρέπουμε το t_L να λαμβάνει αρνητικές αμοιβές, ώστε να δημιουργηθεί κάποιο είδος αντι-κινήτρου να προκύψει η κακή κατάσταση \mathbf{S}_B .

Το συμβόλαιο που θέλουμε να δημιουργήσουμε είναι αντισταθμιστικού κινδύνου και θα έχει την εξής μορφή:

(t_H, t_L, b)

Όπου,

t_H : υψηλή αμοιβή απόδοσης

t_L : χαμηλή αμοιβή απόδοσης

b : αμοιβή διαχείρισης

Άρα για κάθε ένα παραπάνω ευρώ που επενδύεται, τα κέρδη υπεραπόδοσης θα είναι ίσα με την παρακάτω σχέση:

$$(r-r_m)$$

Από τα παραπάνω κέρδη, λόγω υπεραπόδοσης της επένδυσης, ο Διαχειριστής θα λάβει μια αμοιβή η οποία θα είναι ίση με:

$$t_H \cdot (r-r_m)$$

Βέβαια σε αντίθετη περίπτωση, δηλαδή αν δεν επιτευχθεί ο αρχικός στόχος, θα οφείλει:

$$t_L \cdot (r-r_m)$$

Η παραπάνω σχέση μηδενίζεται σε περίπτωση περιορισμένης ευθύνης.

Στο παράδειγμά μας, έχουμε δύο αντισυμβαλλόμενους, έναν Διαχειριστή (Δ) και έναν Επενδυτή (E), με ουδέτερες προτιμήσεις ως προς τον κίνδυνο (risk neutral). Ο Διαχειριστής ανάλογα με την επιλογή που θα κάνει, είναι σε θέση να διαμορφώσει δύο διαφορετικά χαρτοφυλάκια ως προς τον κίνδυνο.

Το πρώτο είναι το G και το δεύτερο το B . Το πρώτο χαρτοφυλάκιο, θεωρείται χαρτοφυλάκιο υψηλού κινδύνου που μπορεί να πετύχει αντίστοιχα χαμηλή ή υψηλή απόδοση $G=(r_G, r_G)$ και το δεύτερο χαμηλού κινδύνου με $B=(r_B, r_B)$, όπου $r_G > r_B > r_m > r_B > r_G$.

Η παραπάνω σχέση και σειρά των παραμέτρων μας υποδεικνύουν ότι το χαρτοφυλάκιο G πετυχαίνει μεγαλύτερη υπεραπόδοση συγκριτικά με το B, αλλά συνοδεύεται και από μεγαλύτερη μεταβλητότητα, άρα και από μεγαλύτερο κίνδυνο.

Έπειτα θεωρούμε ότι ισχύουν οι παρακάτω σχέσεις, στις οποίες και θα στηριχθούμε στη συνέχεια:

$$r_G = r_B + \Delta r$$

$$\underline{r}_G = \underline{r}_B + \Delta \underline{r}$$

όπου Δr η επιπλέον απόδοση που θα κέρδιζε ο Διαχειριστής, αν επέλεγε μια επένδυση υψηλού ρίσκου, αντί μια άλλη χαμηλού ρίσκου.

Επίσης, υποθέτουμε ότι η πιθανότητα επιτυχίας του G είναι μικρότερη, $\Pi_B > \Pi_G$.

Το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου

Έστω λοιπόν ότι ο Επενδυτής προτείνει ένα βέλτιστο συμβόλαιο στον Διαχειριστή. Η διατύπωση του προβλήματος κατά αυτή τη μορφή, θα μας επιτρέψει να υπολογίσουμε αυτό το βέλτιστο συμβόλαιο για τον Επενδυτή.

Θεωρούμε ότι ο Ε θέλει να αποτρέψει τον Δ να αναλάβει μια επένδυση υψηλού κινδύνου, δηλαδή να επιλέξει το B και όχι το G. Ένα τέτοιο συμβόλαιο θα πρέπει να αποτρέψει τον Δ να επιλέξει το συμβόλαιο G. Αυτό επιτυγχάνεται αν ικανοποιούνται οι δύο ακόλουθοι περιορισμοί.

Περιορισμός Συμμετοχής

$$\Pi_B \cdot t_H \cdot (r_B - r_m) + (1 - \Pi_B) \cdot t_L \cdot (\underline{r}_B - r_m) + b \geq 0$$

Περιορισμός Κινήτρου

$$\Pi_B * t_H * (r_B - r_m) + (1 - \Pi_B) * t_L * (r_B - r_m) + b_B \geq \Pi_G * t_H * (r_G - r_m) + (1 - \Pi_G) * t_L * (r_G - r_m) + b_G$$

Επισημαίνουμε ότι πρέπει $b_G > b_B$.

Η παραπάνω σχέση μας δείχνει ότι ο Δ θα λάβει υψηλότερη διαχειριστική αμοιβή, σε περίπτωση που αναλάβει τη διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου με υψηλό ρίσκο.

Στη συνέχεια μπορούμε να γράψουμε ως εξής τον περιορισμό κινήτρου:

$$\Pi_B * t_H * (r_B - r_m) + (1 - \Pi_B) * t_L * (r_B - r_m) + b_B = \Pi_G * t_H * (r_B + \Delta r - r_m) + (1 - \Pi_G) * t_L * (r_B + \Delta r - r_m) + b_G$$

Έπειτα από κατάλληλη αναδιάρθρωση της παραπάνω σχέσης:

$$\Pi_B * t_H * (r_B - r_m) - \Pi_G * t_H * (r_B + \Delta r - r_m) + (b_B - b_G) = +(1 - \Pi_G) * t_L * (r_B + \Delta r - r_m) - (1 - \Pi_B) * t_L * (r_B - r_m)$$

$$(\Pi_B - \Pi_G) * t_H * (r_B - r_m) - (\Pi_G * t_H * \Delta r) - (b_G - b_B) = t_L * (r_B - r_m) * [(1 - \Pi_G) - (1 - \Pi_B)] - (1 - \Pi_G) * \Delta r$$

$$\Delta \pi * t_H * (r_B - r_m) - (\Pi_G * t_H * \Delta r) - \Delta b = \Delta \pi * t_L * (r_B - r_m) - (1 - \Pi_G) * \Delta r$$

Λύνοντας ως προς t_H , λαμβάνουμε την εξής σχέση:

$$t_H = \Delta b / [\Delta \pi * (r_B - r_m) - (\Pi_G * \Delta r)] + t_L * [(\Delta \pi * (r_B - r_m) - (1 - \Pi_G) * \Delta r) / \Delta \pi * (r_B - r_m) - (\Pi_G * \Delta r)]$$

Το συμβόλαιο με περιορισμένη ευθύνη προϋποθέτει ότι το $t_L=0$. Αυτό συνεπάγεται ότι

$$t_H = \Delta b / \Delta \pi^*(r_\beta - r_m) - (\Pi_G * \Delta r)$$

Για να είναι θετική η ποσότητα για το t_H θα πρέπει ο παρονομαστής να είναι αυστηρά θετικός.

$$\begin{aligned} \Delta \pi^*(r_\beta - r_m) - (\Pi_G * \Delta r) &> 0 \\ (\Pi_B - \Pi_G) * (r_\beta - r_m) - \Pi_G * (r_G - r_\beta) &> 0 \\ \Pi_B * (r_\beta - r_m) - \Pi_G * (r_\beta - r_m) - \Pi_G * (r_G - r_\beta) &> 0 \\ \Pi_B * (r_\beta - r_m) - \Pi_G * (r_\beta - r_m + r_G - r_\beta) &> 0 \\ \Pi_B * (r_\beta - r_m) - \Pi_G * (r_G - r_m) &> 0 \end{aligned}$$

Βασιζόμενοι στη συνθήκη πιθανοφάνειας, καταλήγουμε στο ότι ο λόγος πιθανοφάνειας των καταστάσεων θα πρέπει να είναι μεγαλύτερος από τον αντίστροφο λόγο των υπεραποδόσεων στις επιμέρους καταστάσεις. Πιο απλά μπορούμε πούμε ότι τα αναμενόμενα κέρδη από το χαρτοφυλάκιο B θα πρέπει να είναι μεγαλύτερα για τον Επενδυτή από τα αναμενόμενα κέρδη για το G χαρτοφυλάκιο.

Συνθήκη Πιθανοφάνειας

$$\Pi_B / \Pi_G > (r_G - r_m) / (r_\beta - r_m)$$

Βάσει του Περιορισμού Ευθύνης καθώς και της Συνθήκης Πιθανοφάνειας, καταλήγουμε στο ότι το βέλτιστο συμβόλαιο, υπό αυτές τις συνθήκες, θα είναι ίσο με:

$$(t_H, t_L) = (\Delta b / \Delta \pi^*(r_\beta - r_m) - \Pi_G \Delta r, 0)$$

Καταλήγουμε στο ότι όσο αυξάνεται η πιθανότητα επιλογής ενός «κακού» χαρτοφυλακίου, δηλαδή ενός χαρτοφυλακίου υψηλού κινδύνου, μειώνεται η αμοιβή απόδοσης του διαχειριστή. Επίσης, όσο αυξάνεται η αμοιβή διαχείρισης ενός hedge fund, τόσο αυξάνεται και η αμοιβή απόδοσης που θα εισπράξει ο διαχειριστής. Επίσης, όσο αυξάνεται η πιθανότητα να επιτευχθεί ο πρωταρχικός μας στόχος, αυτός της υπεραπόδοσης, τόσο αυξάνεται και πάλι η αμοιβή απόδοσης. Σε αντίθετη περίπτωση, εφόσον δεν επιτευχθεί ο στόχος, και υπό περιορισμένη ευθύνη, δεν ορίζεται κάποια αμοιβή κινήτρου για τον διαχειριστή του fund.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Σήμερα τα Hedge Funds για του έμπειρους πλέον επενδυτές, δεν αποτελούν κάποιο είδος εξωτικού κερδοσκοπικού «οχήματος», αλλά ένα ακόμη χρηματοοικονομικό εργαλείο, που προσφέρεται για περαιτέρω διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου. Επιτακτική χρήζει η ενδελεχής έρευνα τόσο των πραγματικών τους ωφελειών, όσο και των κινδύνων που ενέχουν, ώστε να συμβαδίζουν ικανοποιητικά με τα συμφέροντα των εμπλεκομένων μερών.

Επιπλέον, δε θα πρέπει να παραβλεφθούν οι ευθύνες των διαχειριστών των Hedge Funds, λόγω των υψηλών κινδύνων που αναλαμβάνουν. Θα πρέπει να αποτελεί αναπόσπαστο κομμάτι της επενδυτικής διαδικασίας, η σωστή και μεθοδευμένη διαχείριση τυχόν κινδύνων, ώστε να προστατεύονται τα συμφέροντα των ενδιαφερόμενων μερών, χωρίς σε καμία περίπτωση να τίθεται θέμα στρέβλωσης κινήτρων, από τη μεριά των διαχειριστών, λόγω των υψηλών αμοιβών απόδοσης που τους καταβάλλονται.

Μέσω της παρούσας έρευνας προσπαθήσαμε να εξαλείψουμε τους κινδύνους που εμφανίζονται συνήθως κατά τη σύναψη ενός συμβολαίου. Στόχος μας ήταν να σχεδιάσουμε ένα βέλτιστο συμβόλαιο για τον Επενδυτή, ικανό να προσελκύσει το ενδιαφέρον του Διαχειριστή, από πλευράς αμοιβής, χωρίς όμως να θέσει σε κίνδυνο τα συμφέροντα του πρώτου. Καταφέραμε λοιπόν να δημιουργήσουμε ένα βέλτιστο συμβόλαιο τόσο για τον Επενδυτή, όσο και για το Διαχειριστή, το οποίο και καταδεικνύει ότι τα αναμενόμενα κέρδη από την επιλογή ενός «καλού» χαρτοφυλακίου, δηλαδή ενός χαρτοφυλακίου με χαμηλό κίνδυνο, είναι περισσότερα απ'ότι ενός υψηλού κινδύνου, όπως επίσης ότι υπεραποδόσεις και το ύψος της αμοιβής διαχείρισης, είναι ικανά να συμβάλλουν σημαντικά στην αύξηση της αμοιβής απόδοσης-κινήτρου για τον διαχειριστή.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Παράρτημα 1

$$\ln [(r_{\beta}- r_m)/(\underline{r}_{\beta}- r_m) * e^{-\alpha(1-t_L)^* (\underline{r}_{\beta}-r_m)}] = \ln (e^{-\alpha(1-t_H)^* (r_{\beta}-r_m)})$$

$$\ln (r_{\beta}-r_m) / (\underline{r}_{\beta}- r_m) + (-\alpha(1-t_L)^* (\underline{r}_{\beta}-r_m)) * \ln(e) = (-\alpha(1-t_H)^* (r_{\beta}-r_m)) * \ln(e)$$

$$\ln (r_{\beta}- r_m)/(\underline{r}_{\beta}- r_m) - \alpha^*(\underline{r}_{\beta}-r_m-t_L^* \underline{r}_{\beta} + t_L^* r_m) * \ln(e) = -\alpha^*(r_{\beta}-r_m-t_H^* r_{\beta} + t_H^* r_m) * \ln(e)$$

$$\ln (r_{\beta}- r_m)/(\underline{r}_{\beta}- r_m) - \alpha^* \underline{r}_{\beta} + \alpha^* r_m + \alpha^* t_L^* \underline{r}_{\beta} - \alpha^* t_L^* r_m = -\alpha^* r_{\beta} + \alpha^* r_m + \alpha^* t_H^* r_{\beta} - \alpha^* t_H^* r_m$$

$$\ln (r_{\beta}- r_m)/(\underline{r}_{\beta}- r_m) - \alpha^* \underline{r}_{\beta} + \alpha^* t_L^* \underline{r}_{\beta} - \alpha^* t_L^* r_m = -\alpha^* r_{\beta} + \alpha^* t_H^* r_{\beta} - \alpha^* t_H^* r_m$$

$$\ln (r_{\beta}- r_m)/(\underline{r}_{\beta}- r_m) + \alpha^* (r_{\beta} - \underline{r}_{\beta}) + \alpha^* t_L^* \underline{r}_{\beta} - \alpha^* t_L^* r_m = \alpha^* t_H^* r_{\beta} - \alpha^* t_H^* r_m$$

απαλοιφή του όρου α

$$(1/\alpha)^* \ln (r_{\beta}/\underline{r}_{\beta}) + \Delta r_{\beta} + t_L^* \underline{r}_{\beta} - t_L^* r_m = t_H^* r_{\beta} - t_H^* r_m$$

$$[(1/\alpha)^* \ln (r_{\beta}- r_m)/(\underline{r}_{\beta}- r_m) + \Delta r_{\beta} + t_L^* (\underline{r}_{\beta}-r_m)] / (r_{\beta}-r_m) = t_H \quad (1)$$

$$\Pi_B^* t_H^* (r_{\beta}- r_m) + (1- \Pi_B)^* t_L^* (\underline{r}_{\beta}- r_m) = 0 \quad (2)$$

(1)-(2)

$$\Pi_B^* (r_{\beta}- r_m) * [(1/\alpha)^* \ln (r_{\beta}- r_m)/(\underline{r}_{\beta}- r_m) + \Delta r_{\beta} + t_L^* (\underline{r}_{\beta}-r_m)] / (r_{\beta}-r_m) + (1- \Pi_B)^* t_L^* \underline{r}_{\beta} = 0$$

$$[(\Pi_B^* (r_{\beta}- r_m) * 1/\alpha)^* \ln (r_{\beta}- r_m)/(\underline{r}_{\beta}- r_m) + \Pi_B^* r_{\beta} * \Delta r_{\beta} + \Pi_B^* r_{\beta} * t_L^* (\underline{r}_{\beta}-r_m)] / (r_{\beta}-r_m) +$$

$$+ (1- \Pi_B)^* t_L^* (\underline{r}_{\beta}- r_m) = 0 \quad (3)$$

$$\text{Έστω ότι } (\Pi_B^* (r_{\beta}- r_m) * 1/\alpha)^* \ln (r_{\beta}- r_m)/(\underline{r}_{\beta}- r_m) + \Pi_B^* (r_{\beta}- r_m) * \Delta r_{\beta} = c \quad (4)$$

*Όπου c ένας θετικός αριθμός.

Οπότε (4)-(3)

$$[c + \Pi_B^* (r_{\beta}- r_m) * t_L^* (\underline{r}_{\beta}-r_m)] / (r_{\beta}-r_m) + (1- \Pi_B)^* t_L^* (\underline{r}_{\beta}- r_m) = 0$$

$$t_L = -c / (\Pi_B^* (r_{\beta}- r_m) + (1- \Pi_B)^* (\underline{r}_{\beta}- r_m))$$

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

- J. S. Aikman (2010), *When Prime Brokers Fail: The Unheeded Risk to Hedge Funds, Banks, and the Financial Industry*.
- Hudson (2014), *Funds.Private Equity, Hedge and all Core Structures*, Wiley
- Vikas Agarwal & Narayan Y. Naik (2005), *Hedge Funds*.
- Rajiv Jaitly, *Practical Operational Due Diligence on Hedge Funds: Processes, Procedures and Case Studies*, Issue 13 January 2016, pp. 30-46.

ΔΙΑΔΙΚΤΥΑΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

- <http://www.dailyfx.gr/>
- www.euro2day.gr
- <http://www.bankofcyprus.com>
- <https://www.nbgam.gr>
- http://www.3kip.gr/el/static/Regulations_el.aspx
- http://www.hpmf.gr/edupl/enhmerwtiko_epitroph_kefalaiagoras_2016.pdf
- <http://www.investopedia.com/ask/answers/173.asp>
- <http://www.hedgefundmarketing.org/difference-mutual-fund-hedge-fund/>
- <http://www.capitalinvest.gr>
- www.kathimerini.gr
- www.fortunegreece.com

ΑΡΘΡΑ

- Rajesh K. Aggarwal & Philippe Jorion (2010), *The performance of emerging hedge funds and managers*, *Journal of Financial Economics*, Volume 96, Issue 2, Pages 238–256.
- Stuart A. McCrary (2005), *Hedge Fund Course*
- William N. Goetzmann, Jonathan E. Ingersoll Jr., Stephen A. Ross (2003), *High-Water Marks and Hedge Fund Management Contracts*, *The Journal of Finance*.
- Francois-Serge Lhabitant, (2007), *Delegated portfolio management: Are hedge fund fees too high?* *Journal of Derivatives & Hedge Funds* Volume 13 Number 3.
- J. S. Aikman (2010), *When Prime Brokers Fail: The Unheeded Risk to Hedge Funds, Banks, and the Financial Industry*.
- Carl Ackermann, Richard McEnally, David Ravenscraft (1999), *The Performance of Hedge Funds: Risk, Return, and Incentives*, *The Journal of Finance*, Pages 833-874.
- James E. Hodder and Jens Carsten Jackwerth (2007), *Incentive Contracts and Hedge Fund Management*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 42, No. 4, pp. 811–826.
- Agarwal, Vikas, Naveen D. Daniel and Narayan Y. Naik. 2007. “*Role of Managerial Incentives and Discretion in Hedge Fund Performance*.” *George State University Working Paper*.
- Gaurav S. Amin and Harry M. Kat, *Hedge Fund Performance 1990–2000: Do the “Money Machines” Really Add Value?*, *Get access* Volume 38, Issue 2 June 2003, pp. 251-274.

ΛΟΙΠΕΣ ΠΗΓΕΣ

- Βασικές γνώσεις επενδυτικής τραπεζικής, Λήψη, Διαβίβαση και Εκτέλεση Εντολών, Ε΄ Έκδοση, Νοέμβριος 2015.