

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ



ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ
ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

“Τύποι Εναλλακτικών Επενδύσεων”

Ονοματεπώνυμο: Γεώργιος Χατζηστεργίου

Επιβλέπων Καθηγητής: Αχιλλέας Ζαπράνης

Σεπτέμβριος, 2022

Περίληψη

Το σημερινό περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων υποδηλώνει ότι οι αναμενόμενες αποδόσεις των μετοχών και των ομολόγων θα είναι χαμηλότερες από το μέσο όρο την επόμενη δεκαετία. Όταν τα παραδοσιακά περιουσιακά στοιχεία δεν είναι σε θέση να καλύψουν τις ανάγκες των επενδυτών, τα εναλλακτικά περιουσιακά στοιχεία έχουν λάβει αυξανόμενη προσοχή. Η προηγούμενη έρευνα είχε επικεντρωθεί σε εναλλακτικές επενδύσεις από την οπτική γωνία των θεσμικών επενδυτών. Σε αντίθεση με την πεποίθηση ότι τα εναλλακτικά περιουσιακά στοιχεία είναι πάντα μη ρευστοποιήσιμα, ένας αυξανόμενος αριθμός αποκαλούμενων ρευστών εναλλακτικών επενδύσεων έχει εισαχθεί στα δημόσια χρηματιστήρια. Οι εταιρείες ανάπτυξης επιχειρήσεων, οι εισηγμένες ιδιωτικές μετοχές, οι επενδύσεις σε ακίνητα, τα ομόλογα υψηλής απόδοσης και τα εμπορεύματα έχουν αποδείξει ότι είναι σε θέση να ανταποκριθούν σε μία νέα ζήτηση που οι μετοχές και τα ομόλογα δεν μπορούν. Αυτή η μελέτη καταδεικνύει ότι ενώ οι εναλλακτικές λύσεις που παρατίθενται έχουν υψηλότερο κίνδυνο, ειδικά κατά τη διάρκεια της αναταραχής της αγοράς, μπορούν να βοηθήσουν στην αύξηση της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου και της προσαρμοσμένης απόδοσης του κινδύνου. Τα αποτελέσματα της βιβλιογραφικής ανασκόπησης υποδηλώνουν ότι ανεξάρτητα από τον στόχο του επενδυτή, η συμπερίληψη εναλλακτικών επενδύσεων ενισχύει τα χαρτοφυλάκια των ιδιωτών επενδυτών και ξεπερνά αυτά που περιλαμβάνουν απλώς παραδοσιακά περιουσιακά στοιχεία.

Λέξεις-κλειδιά: διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου, εμπορεύματα, σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου, hedge funds

Abstract

Today's low interest rate environment suggests that expected returns on stocks and bonds will be lower than average over the next decade. When traditional assets are unable to meet the needs of investors, alternative assets have received increasing attention. Previous research has focused on alternative investments from the perspective of institutional investors. Contrary to the belief that alternative assets are always illiquid, a growing number of so-called liquid alternative investments have been listed on public exchanges. Business development companies, listed private equity, real estate, high-yield bonds and commodities have proven to be able to meet a new demand that stocks and bonds cannot. This study demonstrates that while the listed alternatives have higher risk, especially during market turbulence, they can help increase portfolio diversification and risk-adjusted return. The results of the literature review suggest that regardless of the investor's objective, the inclusion of alternative investments strengthens the portfolios of retail investors and outperforms those that include only traditional assets.

Keywords: portfolio diversification, commodities, modern portfolio theory, hedge funds

Πίνακας Περιεχομένων

Περίληψη	ii
Abstract	iii
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1-ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ	i
1.1 Σκοπός και ερευνητικά ερωτήματα	i
1.2 Μεθοδολογία της εργασίας.....	iii
1.3 Δομή τη εργασίας	iii
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2-ΘΕΩΡΙΕΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΚΑΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ	iv
2.1 Σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου.....	iv
2.2 Τροποποιήσεις στη σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου	vii
2.3 Διεθνής διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου	viii
2.4 Κατανομή περιουσιακών στοιχείων	xi
2.5 Διαχείριση περιουσιακών στοιχείων	xiii
2.6 Μέτρα απόδοσης για διαφορετικές κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων	xv
2.7 Εναλλακτικοί εκτιμητές κινδύνου και απόδοσης των περιουσιακών στοιχείων ..	xviii
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3-ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ	xx
3.1 Σύντομη ιστορία των εναλλακτικών επενδύσεων	xx
3.2 Ορισμός των εναλλακτικών επενδύσεων	xxii
3.3 Χαρακτηριστικά των εναλλακτικών επενδύσεων.....	xxiv
3.4 Λόγοι επένδυσης σε εναλλακτικές επενδύσεις.....	xxvi
3.5 Κατηγορίες εναλλακτικών επενδύσεων	xxvii
3.5.1 Hedge Funds	xxviii
3.5.2 Ακίνητα	xxx
3.5.3 Εμπορεύματα.....	xxxii
3.5.4 Ομόλογα υψηλής απόδοσης.....	xxxiv
3.5.5 Ψηφιακά περιουσιακά στοιχεία	xxxv
3.6 Εναλλακτικά περιουσιακά στοιχεία σε περιόδους κρίσεις.....	xxxvi
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4-ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΕΣ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΝΕΑ ΜΟΝΤΕΛΑ	xxxix
4.2 Ναυτιλία	xli
4.3 Νέα επιχειρηματικά μοντέλα για τις εταιρείες εναλλακτικών επενδύσεων...xlii	
4.3.1 Παγκόσμιοι εναλλακτικοί διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων.....	xliv

4.3.2 Ειδικοί	xliv
4.3.3 Διαχειριστές εναλλακτικών επενδύσεων λιανικής.....	xlv
4.3.4 Οι νεοσύστατες εταιρείες (Start-up)	xlvii
4.3.5 Κεφάλαια ταμείων	xlviii
4.4 Νέα μοντέλα σχέσεων για κατόχους και διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων xlix	
4.4.1 Άμεσες επενδύσεις	l
4.4.2 Συνεπένδυση	li
4.4.3 Κοινοπραξίες	li
Βιβλιογραφία	lv

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1-ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ

1.1 Σκοπός και ερευνητικά ερωτήματα

Λόγω μιας σειράς ελκυστικών χαρακτηριστικών απόδοσης και ευκαιριών διαφοροποίησης, οι εναλλακτικές επενδύσεις έχουν αυξηθεί σημαντικά τα τελευταία χρόνια. Οι επενδυτές διερευνούν τα οφέλη διαφοροποίησης από τη συμπερίληψη εναλλακτικών επενδύσεων όπως γεωργική γη και ξυλεία στο παραδοσιακό χαρτοφυλάκιο. Αυτή η αύξηση της κατανομής σε εναλλακτικές επενδύσεις είναι αποτέλεσμα της αυξανόμενης ρευστότητας και των χαμηλών επιτοκίων για περισσότερες από δύο δεκαετίες στις μεγάλες ανεπτυγμένες οικονομίες σε όλο τον κόσμο. Κάτω από τέτοιες οικονομικές συνθήκες μπορεί να είναι δύσκολο για τους επενδυτές να επιτύχουν τους απαιτούμενους στόχους απόδοσης. Για το λόγο αυτό, οι επενδυτές στρέφονται σε εναλλακτικές επενδυτικές κατηγορίες (Levine, 2018).

Ένας άλλος σημαντικός παράγοντας πίσω από την αναζήτηση εναλλακτικών επενδύσεων είναι η παγκοσμιοποίηση. Αυτή η δύναμη ήταν υπεύθυνη για μια μεγαλύτερη διασύνδεση μεταξύ των παραδοσιακών χρηματοπιστωτικών αγορών, όπως οι αγορές μετοχών και ομολόγων, σε όλο τον κόσμο. Τα νέα και τα σημαντικά γεγονότα που συμβαίνουν στον σημερινό κόσμο έχουν μεγαλύτερο αντίκτυπο στις μετοχές και τα ομόλογα παγκοσμίως από ποτέ. Επομένως, προκειμένου να ελαχιστοποιηθεί ο κίνδυνος και να διαφοροποιηθούν πλήρως τα χαρτοφυλάκια, οι επενδυτές πρέπει να κοιτάζουν πέρα από τη σφαίρα των παραδοσιακών αγορών μετοχών και ομολόγων. Οι άνθρωποι επενδύουν τα χρήματά τους με σκοπό να εξασφαλίσουν μελλοντική κατανάλωση και ως εκ τούτου αναζητούν τις καλύτερες επενδύσεις (Van Horne, 2016).

Η επένδυση είναι μια αντιστάθμιση μεταξύ κινδύνου και της αναμενόμενης απόδοσης. Γενικά, ο κανόνας λέει ότι τα περιουσιακά στοιχεία με υψηλότερες αναμενόμενες αποδόσεις είναι πιο επικίνδυνα. Μια έννοια που συμβάλλει σε μια πιο ολοκληρωμένη άποψη για το θέμα είναι η σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου. Ο Markowitz (1952) είχε σημαντική επιρροή στην περαιτέρω ανάπτυξη της σύγχρονης θεωρίας του χαρτοφυλακίου και στην πρακτική λήψης επενδυτικών αποφάσεων. Για

ένα δεδομένο ποσό κινδύνου, η σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου περιγράφει πώς ένας επενδυτής μπορεί να επιλέξει ένα χαρτοφυλάκιο με την υψηλότερη δυνατή αναμενόμενη απόδοση. Αντίθετα, για μια δεδομένη αναμενόμενη απόδοση, η σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου εξηγεί πώς να επιλέξει ένας επενδυτής ένα χαρτοφυλάκιο με τον χαμηλότερο δυνατό κίνδυνο.

Όπως αναφέρθηκε, αντί να λαμβάνουν υπόψη μόνο τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, οι επενδυτές άρχισαν να αναμιγνύουν μη συμβατικά περιουσιακά στοιχεία ή εναλλακτικές επενδύσεις στα χαρτοφυλάκιά τους προκειμένου να αυξήσουν τις αποδόσεις και να μειώσουν τον κίνδυνο. Δεν υπάρχει επίσημος ορισμός των εναλλακτικών επενδύσεων, ωστόσο, γενικά περιλαμβάνει επενδύσεις στις περισσότερες ή όλες τις κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων που δεν διαπραγματεύονται σε παραδοσιακές αγορές ρευστότητας, όπως η αγορά μετοχών και ομολόγων (Caselli, 2018).

Το φάσμα των εναλλακτικών επενδύσεων είναι επομένως πολύ ευρύ. Το σύνολο των εναλλακτικών επενδύσεων μπορεί να χωριστεί σε δύο γενικές ομάδες, χρηματοοικονομικά μέσα και πραγματικά περιουσιακά στοιχεία (Martin 2010). Ένα χρηματοοικονομικό μέσο είναι ένα εμπορεύσιμο περιουσιακό στοιχείο οποιουδήποτε είδους, είτε μετρητά, απόδειξη συμμετοχής ιδιοκτησίας σε μια οικονομική οντότητα είτε συμβατικό δικαίωμα λήψης ή παράδοσης μετρητών ή άλλου χρηματοοικονομικού μέσου. Τα εναλλακτικά χρηματοοικονομικά μέσα περιλαμβάνουν, για παράδειγμα, hedge funds, ακίνητα περιουσιακά στοιχεία και ιδιωτικά κεφάλαια μεταξύ άλλων (Van Horne, 2016).

Η παρούσα εργασία σκοπεύει να διερευνήσει τις ευκαιρίες που έχουν οι επενδυτές σε εναλλακτικά περιουσιακά στοιχεία και ποια κατανομή αν υπάρχει, τέτοιων προϊόντων θα ήταν η βέλτιστη στα χαρτοφυλάκιά τους. Στόχος αυτής της εργασίας είναι να βρει απαντήσεις στα ακόλουθα ερωτήματα:

- Ποιες εναλλακτικές κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων είναι διαθέσιμες στους ιδιώτες επενδυτές;

- Πώς αποδίδουν οι εναλλακτικές λύσεις ρευστότητας έναντι των ιδιωτικών ομολόγων τους και άλλων κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων σε υψηλές και χαμηλές οικονομικές συνθήκες;
- Είναι λογικό για τους επενδυτές να κατανέμουν κεφάλαια σε εναλλακτικά περιουσιακά στοιχεία;
- Ποιες είναι οι εξειδικευμένες εναλλακτικές επενδύσεις;

1.2 Μεθοδολογία της εργασίας

Η παρούσα διπλωματική εργασία χρησιμοποιεί την βιβλιογραφική ανασκόπηση σαν μεθοδολογία. Η εργασία μελετά τη βέλτιστη κατανομή εναλλακτικών λύσεων στα χαρτοφυλάκια επενδυτών χρησιμοποιώντας δευτερογενή δεδομένα από διάφορες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων. Επιπρόσθετα, αυτή η εργασία συγκρίνει τα επιμέρους χαρακτηριστικά των εναλλακτικών επενδύσεων. Περαιτέρω, η μελέτη γίνεται σε παγκόσμια εμβέλεια καθώς όλα αυτά τα μέσα είναι προσβάσιμα σε όλο τον κόσμο. Η θεωρία προτείνει οι αποδόσεις της διακύμανσης και του ιστορικού μέσου όρου να χρησιμοποιούνται ως εκτιμητές κινδύνου και απόδοσης. Ωστόσο, όπως οι Rosadi et al. (2020) αναφέρουν, αυτοί οι εκτιμητές βασίζονται σε υποθέσεις που σπάνια πληρούνται σε πραγματικές εφαρμογές και ότι στην ανάλυση χαρτοφυλακίου, τα αποτελέσματα δεν είναι ποτέ βέλιστα με αβέβαιες παραμέτρους (Levine, 2018).

1.3 Δομή τη εργασίας

Αναφορικά με τη δομή της εργασίας, το πρώτο κεφάλαιο παρέχει μία σύντομη εισαγωγή στο θέμα, αναλύει τον σκοπό της εργασίας και παραθέτει τα ερευνητικά ερωτήματα. Το δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζει όλο το θεωρητικό υπόβαθρο και συγκεκριμένα θεωρίες που έχουν να κάνουν με τη σύγχρονη θεωρία του χαρτοφυλακίου και με τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου. Το τρίτο κεφάλαιο στη συνέχεια παρέχει την βιβλιογραφική ανασκόπηση για τις εναλλακτικές επενδύσεις όπου αναλύονται οι τύποι, τα χαρακτηριστικά και οι λόγοι επένδυσης σε εναλλακτικές επενδύσεις. Το τέταρτο κεφάλαιο αναφέρεται στις εξειδικευμένες

εναλλακτικές επενδύσεις και το πέμπτο κεφάλαιο παρουσιάζει τα συμπεράσματα της εργασίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2-ΘΕΩΡΙΕΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΚΑΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

2.1 Σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου

Από την πρωτοποριακή εργασία του Markowitz (1952), η σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου έχει ασκήσει βαθιά επιρροή τόσο στη θεωρία όσο και στην πρακτική της λήψης επενδυτικών αποφάσεων. Η θεωρία χαρτοφυλακίου Markowitz αναπτύχθηκε με βάση την υπόθεση ότι ο μέσος όρος και η διακύμανση των κατανομών πιθανοτήτων είναι επαρκή στατιστικά στοιχεία για τη λήψη αποφάσεων. Οι Fabbozi et al. (2002) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι αρχικά, η σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου προκάλεσε σχετικά μικρό ενδιαφέρον, αλλά με τον καιρό, η οικονομική κοινότητα υιοθέτησε έντονα τη θέση του Markowitz. Τώρα, περισσότερα από 50 χρόνια αργότερα, τα χρηματοοικονομικά μοντέλα που βασίζονται στις ίδιες αρχές επανεφευρίσκονται συνεχώς για να ενσωματώσουν όλα τα νέα ευρήματα που προκύπτουν από την αρχική εργασία (Hals, 2015).

Μέχρι τη δεκαετία του 1990, οι ερευνητικές μελέτες που χρησιμοποιούν τη σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου περιορίζονταν σε μεγάλο βαθμό σε επενδύσεις σε χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, ιδιαίτερα σε κοινές μετοχές. Τις τελευταίες

δύο δεκαετίες, η λιγότερο ισχυρή απόδοση των κοινών μετοχών όσον αφορά τόσο την αποδοτικότητα της μέσης διακύμανσης όσο και την αντιστάθμιση πληθωρισμού οδήγησε στην πρόταση ότι η αποτελεσματικότητα του χαρτοφυλακίου μπορεί να βελτιωθεί με τη διαφοροποίηση μεταξύ διαφορετικών κατηγοριών επενδύσεων. Δηλαδή, με διαφοροποίηση μεικτών περιουσιακών στοιχείων τόσο σε χρηματοοικονομικά όσο και σε πραγματικά περιουσιακά στοιχεία, όπως ακίνητα, πολύτιμα μέταλλα, γεωργική γη, και παρόμοια περιουσιακά στοιχεία.

Η θεωρία του Markowitz για την επιλογή χαρτοφυλακίου είναι μια κανονιστική θεωρία. Μια κανονιστική θεωρία είναι αυτή που περιγράφει έναν τυπικό κανόνα συμπεριφοράς που πρέπει να ακολουθήσουν οι επενδυτές κατά την κατασκευή ενός χαρτοφυλακίου, σε αντίθεση με μια θεωρία που ακολουθείται πραγματικά. Η θεωρία τιμολόγησης περιουσιακών στοιχείων, όπως το μοντέλο τιμολόγησης περιουσιακών στοιχείων κεφαλαίου (CAPM) συνεχίζει να επισημοποιεί τη σχέση που θα πρέπει να υπάρχει μεταξύ των αποδόσεων των περιουσιακών στοιχείων και του κινδύνου εάν οι επενδυτές κατασκεύαζαν και επέλεγαν χαρτοφυλάκια σύμφωνα με την ανάλυση μέσης διακύμανσης (Hellman & Puri, 2000).

Σε αντίθεση με μια κανονιστική θεωρία, η θεωρία τιμολόγησης περιουσιακών στοιχείων είναι μια θετική θεωρία, μια θεωρία που υποθέτει πώς συμπεριφέρονται οι επενδυτές και όχι πώς πρέπει να συμπεριφέρονται οι επενδυτές. Με βάση αυτή την υποθετική συμπεριφορά των επενδυτών, προκύπτει ένα μοντέλο που παρέχει την αναμενόμενη απόδοση και ονομάζεται μοντέλο τιμολόγησης περιουσιακών στοιχείων. Ένα πλαίσιο παρέχεται από τον συνδυασμό της θεωρίας της σύγχρονης θεωρίας του χαρτοφυλακίου και της θεωρίας τιμολόγησης περιουσιακών στοιχείων για τον προσδιορισμό και τη μέτρηση του επενδυτικού κινδύνου και την ανάπτυξη σχέσεων μεταξύ της αναμενόμενης απόδοσης περιουσιακών στοιχείων και του κινδύνου (Zonouzi et al., 2014).

Η σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου έχει ποσοτικοποιήσει αυτή την έννοια της διαφοροποίησης εισάγοντας τη στατιστική έννοια της συνδιακύμανσης ή της συσχέτισης. Όταν προβάλλει το ρητό στα χρηματοοικονομικά, δηλώνει στην ουσία ότι το να τοποθετούνται όλα τα χρήματα σε επενδύσεις που μπορεί να αθετήσουν

ταυτόχρονα, δηλαδή, των οποίων οι αποδόσεις είναι πολύ συσχετισμένες, δεν είναι μια πολύ σοφή επενδυτική στρατηγική. Η έννοια της διαφοροποίησης είναι πολύ διαισθητική και είναι τόσο ισχυρή που εφαρμόζεται συνεχώς σε διάφορες πτυχές στα χρηματοοικονομικά. Πολυάριθμες καινοτομίες στον χρηματοοικονομικό κόσμο ήταν είτε εφαρμογή της έννοιας της διαφοροποίησης είτε η εισαγωγή νέων μοντέλων που αποκτούν βελτιωμένες εκτιμήσεις των αποκλίσεων και των συνδιακυμάνσεων, επιτρέποντας έτσι μια πιο ακριβή μέτρηση της διαφοροποίησης και του κινδύνου (Potrykus, 2018).

Οι Chow et al. (1999) καταρρίπτουν το μοντέλο μέσης διακύμανσης Markowitz, και εστιάζουν ιδιαίτερα σε εμπειρίες με επενδύσεις αναδυόμενων αγορών και αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου. Οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι οι παράμετροι κινδύνου είναι ασταθείς σε περιόδους κρίσης και εισάγουν μια διαδικασία για τον εντοπισμό πολυμεταβλητών ακραίων τιμών και τη χρήση τους για την εκτίμηση ενός νέου πίνακα συνδιακύμανσης. Η πρόταση είναι ότι ένας πίνακας συνδιακύμανσης που εκτιμάται από ακραίες τιμές χαρακτηρίζει την επικινδυνότητα ενός χαρτοφυλακίου κατά τη διάρκεια της αναταραχής της αγοράς καλύτερα από έναν πίνακα συνδιακύμανσης πλήρους δείγματος.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα που προέκυψαν από την έρευνα υποστηρίζουν την άποψη ότι η μεταβλητότητα και οι συσχετίσεις που εκτιμώνται από ακραίες τιμές διαφέρουν σημαντικά από τις εκτιμήσεις πλήρους δείγματος. Τα επίπεδα μεταβλητότητας των κατασκευασμένων βέλτιστων χαρτοφυλακίων που εκτιμήθηκαν από τον πίνακα συνδιακύμανσης πλήρους δείγματος σχεδόν διπλασιάστηκαν όταν τα χαρτοφυλάκια υποβλήθηκαν στους πίνακες συνδιακύμανσης του ακραίου δείγματος. Επιπλέον, οι πίνακες συνδιακύμανσης ακραίου δείγματος παρήγαγαν πολύ πιο συντηρητικά βέλτιστα μείγματα από τους πίνακες πλήρους δείγματος αλλά με χαμηλότερη αναμενόμενη απόδοση. Αν και η θεωρία πίσω από το σύγχρονο χαρτοφυλάκιο είναι σχετικά απλή, η εφαρμογή της μπορεί να γίνει αρκετά περίπλοκη (Rosadi et al., 2020).

Η θεωρία υπαγορεύει ότι δεδομένων των εκτιμήσεων των αποδόσεων, των μεταβλητοτήτων και των συσχετίσεων ενός συνόλου επενδύσεων και περιορισμών

στις επενδυτικές επιλογές είναι δυνατό να πραγματοποιηθεί μια βελτιστοποίηση που οδηγεί σε ένα αποτελεσματικό σύνορο με μέση διακύμανση. Αυτό το σύνορο είναι αποτελεσματικό επειδή κάθε σημείο σε αυτό το σύνορο βρίσκεται κάτω από ένα χαρτοφυλάκιο που έχει τη μεγαλύτερη δυνατή αναμενόμενη απόδοση για αυτό το επίπεδο κινδύνου ή οδηγεί στον μικρότερο δυνατό κίνδυνο για αυτό το επίπεδο αναμενόμενης απόδοσης. Τα χαρτοφυλάκια που βρίσκονται στα σύνορα αποτελούν το σύνολο των αποδοτικών χαρτοφυλακίων (Zopouzi et al., 2014).

2.2 Τροποποιήσεις στη σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου

Όσο λαμπρή κι αν είναι η θεωρία στην απλότητα και τη σαφήνιά της, η πολυετής εξέταση οδήγησε σε μια συζήτηση σχετικά με το εάν οι υποθέσεις από τις οποίες βασίζεται το μοντέλο αντικατοπτρίζουν τις πραγματικές συνθήκες της αγοράς. Το πιο σημαντικό, είναι εάν το συμπέρασμά του μπορεί να μεταφερθεί στην πραγματική διαχείριση χαρτοφυλακίου (Francis & Dongcheol, 2013). Ένα διαβόητο πρόβλημα με τη θεωρία του Markowitz είναι ότι βασίζεται στις μη παρατηρήσιμες παραμέτρους των συνδιακυμάνσεων και των αναμενόμενων πλεονασματικών αποδόσεων. Ως εκ τούτου, ενέχει αναμφισβήτητα κίνδυνο εκτίμησης, με την έννοια ότι οι εκτιμώμενες παράμετροι διαφέρουν από τις πραγματικές τιμές.

Επομένως, η συμπερίληψη προσεγγιστικών τιμών στους προαναφερθέντες τύπους οδηγεί σε μη βέλτιστα βάρη. Ειδικότερα, οι αναμενόμενες αποδόσεις είναι ιδιαίτερα δύσκολο να εκτιμηθούν. Σύμφωνα με πολυάριθμες ερευνητικές εργασίες, η χρήση ιστορικών μέσων για την εκτίμηση των αναμενόμενων αποδόσεων οδηγεί σε κακή απόδοση εκτός δείγματος (Kondor et al., 2007). Η σημαντική δυσκολία εκτίμησης των αποδόσεων με ακρίβεια έχει προσελκύσει το ενδιαφέρον για εναλλακτικά σχήματα στάθμισης που δεν χρησιμοποιούν αυτήν την παράμετρο. Αυτά τα σχήματα περιλαμβάνουν τη μέγιστη αποσυσχέτιση, την ισοτιμία κινδύνου (Maillard et al., 2010) και τη μέγιστη διαφοροποίηση.

Τα αντίστοιχα χαρτοφυλάκια μπορούν να υπολογιστούν με αποκλειστική γνώση των συνδιακυμάνσεων, καθιστώντας τα μη ευαίσθητα στα σφάλματα εκτίμησης στην παράμετρο της αναμενόμενης απόδοσης. Ωστόσο, το σφάλμα εκτίμησης στην

αναμενόμενη απόδοση δεν είναι το μοναδικό ζήτημα. Τα σφάλματα εκτίμησης στον πίνακα συνδιακύμανσης μπορεί να είναι επίσης μεγάλα. Η σημασία ενός τέτοιου σφάλματος εκτίμησης οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην αναλογία μεταξύ του αριθμού των περιουσιακών στοιχείων και του αριθμού των παρατηρήσεων (Fan et al., 2008).

Όταν ο λόγος αυτός είναι μεγάλος, οι Kan και Zhou (2007) δείχνουν ότι τα σφάλματα εκτίμησης στον πίνακα συνδιακύμανσης του δείγματος συνεισφέρουν περισσότερο από τα σφάλματα εκτίμησης στις αναμενόμενες αποδόσεις στην απώλεια της αποδοτικότητας του αποδοτικού χαρτοφυλακίου μέσης διακύμανσης. Ωστόσο, όταν το μέγεθος του δείγματος είναι μεγάλο σε σχέση με το μέγεθος, ο πίνακας συνδιακύμανσης του δείγματος είναι κατάλληλος για βελτιστοποίηση χαρτοφυλακίου, όπως φάνηκε σε μια μελέτη από τους Pantaleo et al. (2011).

Έχει διαπιστωθεί ότι οι επενδυτές συνήθως δεν αντιλαμβάνονται τον κίνδυνο με αυτή την έννοια. Οι διακυμάνσεις απόδοσης πάνω από το ελάχιστο που πρέπει να κερδίσουν για να επιτύχουν τους επενδυτικούς τους στόχους δεν έχουν την ίδια βαρύτητα με τις διακυμάνσεις απόδοσης κάτω από το ελάχιστο (Estrada, 2010). Με άλλα λόγια, οι επενδυτές δεν βλέπουν τις διακυμάνσεις πάνω από ένα συγκεκριμένο σημείο αναφοράς ως κακές ή επικίνδυνες. Ο Sharpe (1964) σχολιάζει επιπλέον αυτήν την υπόθεση ότι υπό ορισμένες συνθήκες, το μοντέλο μέσης διακύμανσης μπορεί να αποδειχθεί ότι οδηγεί σε μη ικανοποιητικές προβλέψεις της συμπεριφοράς των επενδυτών.

2.3 Διεθνής διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου

Η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου είναι σημαντικά επωφελής για τους επενδυτές, καθώς οι αποδόσεις του χαρτοφυλακίου αυξάνονται για ένα δεδομένο επίπεδο κινδύνου. Στην πραγματικότητα, εάν οι επενδυτές επενδύσουν διεθνώς, επωφελούνται από πρόσθετα πλεονεκτήματα σε σύγκριση με τα οφέλη από την παραδοσιακή διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου (Driessen & Laeven, 2007). Σε γενικές γραμμές, η διεθνής διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου δημιουργεί πρόσθετα οφέλη για τους επενδυτές. Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία, η σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου και

το μοντέλο τιμολόγησης κεφαλαιακών περιουσιακών στοιχείων πρέπει να τροποποιηθούν ώστε να ληφθεί υπόψη η διεθνής δομή (Bartram & Dufey, 2001).

Η διαφοροποίηση του διεθνούς χαρτοφυλακίου είναι επωφελής για τους επενδυτές εάν η συσχέτιση μεταξύ ξένων και εγχώριων μετοχών είναι χαμηλή. Σύμφωνα με τον Kumar (2011), μια χαμηλή συσχέτιση μεταξύ διαφορετικών χωρών μπορεί να οφείλεται σε τρεις κύριους λόγους που οδηγούν σε χαμηλή συνολοκλήρωση μεταξύ τους. Ο πρώτος λόγος είναι ότι οι χώρες μπορεί να βρίσκονται σε διαφορετική φάση του επιχειρηματικού κύκλου. Ο δεύτερος λόγος είναι ότι οι χώρες μπορούν να έχουν διαφορετικούς οικονομικούς κανονισμούς που έχουν ως αποτέλεσμα διαφοροποιήσεις στις οικονομικές πολιτικές. Ο τρίτος λόγος είναι ότι οι χώρες μπορούν να έχουν συγκεκριμένες επιστροφές οι οποίες επομένως διαφέρουν από τις επιστροφές άλλων χωρών (Van Horne, 2016).

Με άλλα λόγια, η συσχέτιση μεταξύ των χωρών είναι χαμηλή όταν οι χώρες δεν συνολοκληρώνονται (Kumar, 2011). Τα διεθνή οφέλη διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου είναι μεγαλύτερα από τα οφέλη από την παραδοσιακή διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου για τους επενδυτές. Στην πραγματικότητα, η επένδυση στο εξωτερικό είναι επωφελής για τα άτομα, καθώς η συσχέτιση μεταξύ εγχώριων και ξένων μετοχών είναι χαμηλότερη από τη συσχέτιση μεταξύ εγχώριων μετοχών (Mushtaq & Shah, 2014). Ως γρήγορη υπενθύμιση, μια χαμηλή συσχέτιση μεταξύ των μετοχών είναι ευεργετική, καθώς οι τιμές των μετοχών δεν κινούνται μαζί, κάτι που μειώνει τον κίνδυνο ενός χαρτοφυλακίου.

Η συσχέτιση μειώνεται όταν οι συμπεριφορές των μετοχών είναι διαφορετικές (Mushtaq & Shah, 2014). Ως εκ τούτου, η συμπεριφορά και η απόδοση των ξένων μετοχών διαφέρει από τη συμπεριφορά και την απόδοση των εγχώριων μετοχών. Επίσης, η διεθνής διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου οδηγεί σε χαμηλότερη συσχέτιση μεταξύ των μετοχών από την παραδοσιακή διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου. Αυτή η χαμηλή συσχέτιση μεταξύ διαφορετικών χωρών μπορεί να εξηγηθεί από το γεγονός ότι οι συν-κινήσεις μεταξύ χωρών είναι επίσης χαμηλές. Ωστόσο, μια μακροχρόνια σχέση μεταξύ των χωρών συνεπάγεται αύξηση των συν-κινήσεων αυτών των χωρών.

Ως εκ τούτου, οδηγεί σε μείωση των οφελών από τη διεθνή διαφοροποίηση (Valadkhani et al., 2008). Η ανάπτυξη των χωρών έχει επίσης σημαντικό αντίκτυπο στα οφέλη από τη διεθνή διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου. Στην πραγματικότητα, οι αναπτυσσόμενες χώρες έχουν μεγαλύτερα κέρδη από τη διεθνή διαφοροποίηση από τις ανεπτυγμένες χώρες. Σύμφωνα με μια μελέτη που έγινε από τους Driessen και Laeven (2007), ο μέσος λόγος Sharpe, που ορίζεται ως το μέτρο της υπέρβασης απόδοσης του χαρτοφυλακίου σε σχέση με το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο σε σχέση με την τυπική του απόκλιση αυξάνεται κατά 13,5% για την αναπτυγμένες χώρες και μόνο κατά 7,8% για τις αναπτυσσόμενες χώρες όταν επενδύουν στο εξωτερικό. Για παράδειγμα, οι επενδυτές από τις ΗΠΑ έχουν λιγότερα οφέλη από τη διεθνή διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου από τους επενδυτές από αναπτυσσόμενες χώρες.

Αυτή η θεωρία μπορεί να εξηγηθεί από το γεγονός ότι αυτές οι ανεπτυγμένες χώρες όπως οι ΗΠΑ, διαθέτουν ήδη διαφοροποιημένα αποθέματα, ενώ οι μικρές αναπτυσσόμενες χώρες δεν έχουν αυτή τη βέλτιστη διαφοροποίηση. Αυτή η θεωρία μπορεί επίσης να εξηγηθεί από το γεγονός ότι αυτές οι μικρές αναπτυσσόμενες χώρες δεν είναι πλήρως ενσωματωμένες στον χρηματοοικονομικό κόσμο (Driessen & Laeven, 2007). Σήμερα, η διεθνής διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου είναι εύκολα προσβάσιμη για κάθε επενδυτή, καθώς υπάρχει μια παγκοσμιοποίηση του κόσμου που οδηγεί σε ευκολότερη μεταφορά περιουσιακών στοιχείων μεταξύ των χωρών (The Economic Times, 2019)

Με άλλα λόγια, η επένδυση σε όλο τον κόσμο είναι εφικτή για όλους, καθώς οι οικονομικές συναλλαγές είναι ευκολότερες μεταξύ των χωρών (Beine et al., 2010). Μεταξύ άλλων, οι επενδυτές μπορούν εύκολα να επενδύσουν διεθνώς από τότε που εμφανίστηκε τα διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια (ETF) το 1993. Αυτά τα κεφάλαια είναι πραγματικά εύκολα προσβάσιμα για τους επενδυτές σε όλο τον κόσμο (Leung et al., 2017). Αυτά τα διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια είναι πολύ δημοφιλή μεταξύ των επενδυτών, καθώς η ανάγκη διαφοροποίησης τους ικανοποιείται με την επένδυση σε αυτά τα αμοιβαία κεφάλαια (Ben-David et al., 2018).

2.4 Κατανομή περιουσιακών στοιχείων

Υπάρχουν δύο κρίσιμοι παράγοντες που αντιμετωπίζουν οι επαγγελματίες επενδυτές. Πρώτον, σε ποιους τύπους χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων πρέπει να επενδύσουν και, δεύτερον, σε ποια στοιχεία θα ήταν η βέλτιστη κατανομή αυτών. Μια συνηθισμένη πρακτική στον χρηματοπιστωτικό κλάδο κατά την περιγραφή των στρατηγικών κατανομής περιουσιακών στοιχείων προέρχεται από τη θεωρία χαρτοφυλακίου (Markowitz, 1952). Η θεωρία δηλώνει ότι επιλέγοντας ένα βέλτιστο μείγμα περιουσιακών στοιχείων, η αναμενόμενη απόδοση ολόκληρου του χαρτοφυλακίου μπορεί να μεγιστοποιηθεί δεδομένου ενός συγκεκριμένου επιπέδου κινδύνου. Η καθορισμένη αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου μπορεί επίσης να επιτευχθεί με τη μείωση του κινδύνου μέσω της αλλαγής της κατανομής περιουσιακών στοιχείων. Αυτό βασίζεται στη θεμελιώδη αρχή της διαφοροποίησης.

Η διαφοροποίηση υποδηλώνει ότι τα βασικά στοιχεία της έκθεσης σε ένα συγκεκριμένο περιουσιακό στοιχείο στο χαρτοφυλάκιο είναι περιορισμένα, γεγονός που θεωρείται ότι βελτιώνει τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου μειώνοντας παράλληλα τον κίνδυνο. Ωστόσο, ένα βέλτιστο μείγμα περιουσιακών στοιχείων για έναν επενδυτή μπορεί να μην είναι απαραίτητα το ίδιο καλό για έναν άλλον. Οι ατομικές προτιμήσεις θα είναι κρίσιμες για την επιλογή των επιπέδων κινδύνου και των απαιτήσεων απόδοσης που είναι κατάλληλες για τον συγκεκριμένο επενδυτή. Αυτοί οι παράγοντες θεωρούνται συχνά ως καθοδήγηση στη διαδικασία λήψης αποφάσεων των επενδυτικών στρατηγικών (Bodie et al., 2011). Πολλοί επενδυτές περιορίζουν την επιλογή των περιουσιακών τους στοιχείων με βάση συγκεκριμένες συνθήκες.

Ένα παράδειγμα αυτού είναι η ρευστότητα, δηλαδή η ευκολία και η ταχύτητα με την οποία ένα περιουσιακό στοιχείο μπορεί να πωληθεί σε δίκαιη τιμή. Η αγορά μετρητών και χρήματος είναι η πιο ρευστή ενώ τα ακίνητα είναι μεταξύ των λιγότερο ρευστοποιήσιμων στοιχείων. Οι επενδυτές πρέπει να εξετάσουν πόσο πιθανό είναι να ρευστοποιήσουν περιουσιακά στοιχεία σε σύντομο χρονικό διάστημα και να καθορίσουν ελάχιστες ποσοστάσεις ρευστών περιουσιακών στοιχείων ως μέρος της διαδικασίας επενδυτικής απόφασης. Μια άλλη ανησυχία είναι ο επενδυτικός

ορίζοντας, που είναι η προγραμματισμένη ημερομηνία ρευστοποίησης της επένδυσης. Άλλοι περιοριστικοί παράγοντες είναι οι νομικοί κανονισμοί και οι φορολογικοί παράγοντες, και οι δύο είναι κεντρικοί στη διαδικασία της επενδυτικής απόφασης.

Οι αναφερόμενοι περιορισμοί και οι προσωπικές προτιμήσεις μπορεί να εμποδίσουν τον διαχειριστή περιουσιακών στοιχείων να επιτύχει τα πιο αποτελεσματικά σύνορα, όπως καθορίζεται από τη θεωρία των σύγχρονων χαρτοφυλακίων Markowitz (1952). Οι κύριες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων που χρησιμοποιούνται γενικά στα χαρτοφυλάκια περιγράφονται ως παραδοσιακά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία και είναι τα ακόλουθα:

- (i) μέσα χρηματαγοράς, π.χ. μετρητά ή ισοδύναμα μετρητών,
- (ii) τίτλοι σταθερού εισοδήματος, π.χ. ομόλογα και
- (iii) μετοχές που διαπραγματεύονται δημόσια. Οι επενδυτές έχουν επενδύσει σε αυτές τις κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων για δεκαετίες και τα μέσα έχουν καλά κατανοητά χαρακτηριστικά (Bodie et al., 2011).

Ωστόσο, οι επενδυτές έχουν αρχίσει πρόσφατα να αναζητούν συμπληρωματικά περιουσιακά στοιχεία για να προσθέσουν στα επενδυτικά τους χαρτοφυλάκια. Η ευρεία δυσαρέσκεια με τις αγορές μετοχών με κακή απόδοση και τα γενικά χαμηλά επιτόκια, μαζί με νέους περιορισμούς και αλλαγές στους κανονισμούς έχουν αυξήσει το ενδιαφέρον για νέους τύπους χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων. Πολλά από τα νέα περιουσιακά στοιχεία που παρουσιάζονται στην αγορά ταξινομούνται ως εναλλακτικά περιουσιακά στοιχεία. Τα εναλλακτικά περιουσιακά στοιχεία άντεξαν την οικονομική κρίση και είχαν καλή απόδοση τα τελευταία χρόνια και αναμένεται να έχουν μεγαλύτερη ανάπτυξη (McKinsey, 2012).

Τα οικονομικά οφέλη από την επένδυση σε τέτοια περιουσιακά στοιχεία είναι η αποτελεσματική διαφοροποίηση και οι υψηλότερες αποδόσεις λόγω του προφίλ υψηλότερου κινδύνου από τα παραδοσιακά μέσα. Οι αποδόσεις των εναλλακτικών περιουσιακών στοιχείων αναμένεται να αντισταθμίσουν τον πρόσθετο κίνδυνο (IMF, 2005). Με άλλα λόγια, τα εναλλακτικά περιουσιακά στοιχεία παρέχουν καλύτερη

απόδοση κινδύνου από τις παραδοσιακές επενδύσεις. Δεύτερον, οι εναλλακτικοί ισχυρισμοί θεωρείται ότι έχουν χαμηλή συσχέτιση με τους παραδοσιακούς τίτλους και συμβάλλουν θετικά στη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου (Leitner et al., 2007). Η κατηγορία των εναλλακτικών περιουσιακών στοιχείων θεωρείται ότι περιλαμβάνει ιδιωτικά κεφάλαια, hedge funds, ακίνητα, υποδομές και εμπορεύματα. Το κεφάλαιο που διατίθεται σε αυτούς τους τύπους επενδύσεων έχει αυξηθεί ραγδαία τις τελευταίες δεκαετίες και αναμένεται να συνεχίσει να αυξάνεται (McKinsey, 2012).

2.5 Διαχείριση περιουσιακών στοιχείων

Πριν πραγματοποιήσουν μια επένδυση, οι επενδυτές πρέπει πρώτα να αποφασίσουν εάν θα επενδύσουν τα χρήματά τους μόνοι τους ή εάν θα χρησιμοποιήσουν τις υπηρεσίες ειδικών που ονομάζονται διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων. Όσον αφορά αυτή την τελευταία επιλογή, οι επενδυτές έχουν στις μέρες μας όλο και περισσότερες λύσεις για να ξοδέψουν τα χρήματά τους. Πιο συγκεκριμένα, τα ιδρύματα είναι διαθέσιμα για ιδιώτες, εταιρείες επενδύσεων, εταιρείες διαχείρισης επενδύσεων, εταιρείες ιδιωτικών μετοχών και εταιρείες διαχείρισης περιουσίας. Οι διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων είναι επαγγελματίες και ως εκ τούτου θα πρέπει να μειώσουν τις αβεβαιότητες των επενδύσεών τους, καθώς υποτίθεται ότι είναι ειδικοί στον χρηματοοικονομικό τομέα (Boyd, 2017).

Επιπλέον, έχουν περισσότερες γνώσεις σχετικά με τις επενδύσεις καθώς έχουν εύκολη πρόσβαση σε πληροφορίες – τουλάχιστον ευκολότερα από τους ιδιώτες επενδυτές. Ωστόσο, ο όγκος των πληροφοριών είναι τόσο μεγάλος που οι διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων δεν μπορούν να εμπιστευτούν όλες αυτές τις πληροφορίες. Ένα μέρος αυτών των πληροφοριών είναι στην πραγματικότητα μόνο θόρυβος που δεν επηρεάζει πραγματικά τις επενδύσεις, καθώς αυτός ο θόρυβος αποτελείται από ασήμαντες πληροφορίες. Ακόμα κι αν οι διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων πρέπει να είναι απόλυτα λογικοί χάρη στις δεξιότητές τους, αυτό δεν συμβαίνει πάντα (Morningstar, 2019).

Συνεπώς, ο κίνδυνος κακής επένδυσης δεν εξαφανίζεται εντελώς, ακόμη και με επαγγελματικές συμβουλές (de Larminat, 2013). Όσον αφορά τη διαχείριση

περιουσιακών στοιχείων, όλο και περισσότερες λύσεις είναι διαθέσιμες για τους επενδυτές. Υπάρχουν ουσιαστικά δύο κύριες μέθοδοι διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων, η ύπαρξη παρόμοιων περιουσιακών στοιχείων με παραλλαγές χαρακτηριστικών ή η ύπαρξη διαφορετικών περιουσιακών στοιχείων, που ονομάζονται αντίστοιχα σύστημα στόλου και σύστημα χαρτοφυλακίου. Ένα σύστημα στόλου αποτελείται από παρόμοιες επενδύσεις που ανήκουν στην ίδια κατηγορία ή έχουν παρόμοια χαρακτηριστικά, ενώ ένα σύστημα χαρτοφυλακίου αποτελείται από μια ποικιλία διαφορετικών επενδύσεων.

Υπάρχει ένας αυξανόμενος αριθμός διαθέσιμων λύσεων, καθώς υπάρχει έντονα η προθυμία να ικανοποιηθούν οι ανάγκες των επενδυτών (Petchrompro & Parlidak, 2019). Όσον αφορά τη διαχείριση περιουσιακών στοιχείων που εκτελείται από ειδικούς, οι επενδυτές έχουν πολλαπλές επιλογές. Τα πιο κοινά ιδρύματα είναι τα ακόλουθα, εταιρείες επενδύσεων, εταιρείες διαχείρισης επενδύσεων, εταιρείες ιδιωτικών μετοχών και εταιρείες διαχείρισης περιουσίας (Bloomberg, 2019). Πρώτον, μια εταιρεία επενδύσεων μπορεί να οριστεί ως μια εταιρεία που επενδύει τα κεφάλαια που παρέχονται από τους μετόχους σε μια μεγάλη ποικιλία τίτλων. Πιο συγκεκριμένα, μπορεί να οριστεί ως μια δεξαμενή περιουσιακών στοιχείων που αποτελείται από τίτλους που ανήκουν στους μετόχους του αμοιβαίου κεφαλαίου (Vito, 2011).

Με άλλα λόγια, χρησιμοποιούν τα συγκεντρωμένα κεφάλαια που δεσμεύονται από τους επενδυτές για να επενδύσουν σε τίτλους. Δεύτερον, οι εταιρείες διαχείρισης επενδύσεων διαχειρίζονται επενδύσεις ιδιωτών. Είναι η ενέργεια αγοράς και πώλησης τίτλων που ονομάζεται διαχείριση χαρτοφυλακίου. Τρίτον, μια εταιρεία ιδιωτικού μετοχικού κεφαλαίου ορίζεται ως μια επιχείρηση επενδύσεων που επιδιώκει να έχει υψηλές αποδόσεις λαμβάνοντας διαφορετικές ενέργειες όπως απόκτηση ελέγχου συμμετοχής σε μια εταιρεία-στόχο. Αυτές οι εταιρείες προχωρούν σε ενεργό ιδιοκτησία προκειμένου να έχουν καλύτερες επιδόσεις από άλλες εταιρείες στον ίδιο κλάδο. Αντίστοιχα, η αξία δημιουργείται με την καλύτερη απόδοση της αγοράς (Heel & Kehoe, 2005).

Σύμφωνα με έρευνα που πραγματοποιήθηκε από την Αμερικανική Οικονομική Ένωση το 2015, οι εταιρείες ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων έχουν καλύτερες

επιδόσεις από άλλες ομάδες ιδιοκτησίας, δεδομένου ότι έχουν καλύτερη διαχείριση από αυτές τις τελευταίες ομάδες. Η μελέτη υποστήριξε επίσης ότι οι εταιρείες ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων έχουν καλύτερες πρακτικές από άλλες παραδοσιακές εταιρείες διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων, γεγονός που οδηγεί σε ισχυρότερες επιδόσεις επίσης. Σημαντικό εύρημα είναι επίσης το γεγονός ότι το επίπεδο της διοίκησης μιας εταιρείας συνδέεται με την απόδοσή της (Bloom et al., 2015). Τέλος, οι εταιρείες διαχείρισης περιουσίας προσφέρουν υπηρεσίες όσον αφορά τις οικονομικές αποφάσεις και τη φορολογική βελτιστοποίηση.

Αυτό το ίδρυμα διαφέρει σημαντικά από τα τρία πρώτα, καθώς μια εταιρεία διαχείρισης περιουσίας εξετάζει τα προσωπικά χαρακτηριστικά ενός ατόμου όπως οικονομικές προσδοκίες και φορολογικό προφίλ για να έχει μια ολοκληρωμένη κατανόηση του παγκόσμιου επενδυτικού του στόχου. Ενώ οι κλασικές εταιρείες διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων προσφέρουν τυποποιημένες λύσεις στους πελάτες τους, οι εταιρείες διαχείρισης περιουσίας προσφέρουν εξατομικευμένες λύσεις και υπηρεσίες. Υπάρχει πραγματική προθυμία κατανόησης του προφίλ του πελάτη για τη λήψη βέλτιστων αποφάσεων (Jennings et al., 2011). Αυτές οι εταιρείες διαχείρισης περιουσίας προσφέρουν προσαρμοσμένες οικονομικές συμβουλές στους πελάτες τους. Οι εργαζόμενοι από αυτές τις εταιρείες είναι πολύ ικανοί και επομένως είναι σε θέση να παρέχουν αξιόπιστες συμβουλές (Dubosson et al., 2009).

2.6 Μέτρα απόδοσης για διαφορετικές κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων

Η μελέτη της απόδοσης των επενδύσεων είναι ένα σημαντικό μέρος της επενδυτικής ανάλυσης. Αυτή η απόδοση ονομάζεται συχνά αποδοτικότητα, η οποία περιλαμβάνει ταυτόχρονη ανάλυση του ποσοστού απόδοσης της επένδυσης και του κινδύνου που συνοδεύει αυτό το ποσοστό απόδοσης. Παραδοσιακά, όσο υψηλότερος είναι ο κίνδυνος που σχετίζεται με μια δεδομένη επένδυση, τόσο μεγαλύτερη θα πρέπει να είναι η αναμενόμενη απόδοση (Potrykus, 2018.) Σύμφωνα με τον Potrykus (2018), η επιλογή του μέτρου της αποτελεσματικότητας δεν επηρεάζει την αξιολόγηση των μεμονωμένων επενδύσεων. Κατά τη σύγκριση διαφορετικών αναλογιών όπως είναι ο

δείκτης Sharpe, η κατάταξη των περιουσιακών στοιχείων παραμένει ως επί το πλείστον η ίδια.

Ο Sharpe (1964) συμπλήρωσε τη γνώση του Markowitz (1952, 1959) σχετικά με την υποστήριξη της εστίασης στη μέση τιμή και τη διακύμανση και την επιλογή χαρτοφυλακίων με το χαμηλότερο κίνδυνο για ένα επίπεδο απόδοσης στόχου ή την υψηλότερη απόδοση για ένα επίπεδο στόχου κινδύνου. Αυτή ήταν και η γέννηση της σύγχρονης θεωρίας χαρτοφυλακίου. Ο Sharpe (1964) υποστήριξε ότι, δεδομένου ενός επιτοκίου άνευ κινδύνου, ο βέλτιστος συνδυασμός ριζοκίνδυνων περιουσιακών στοιχείων δίνεται από το χαρτοφυλάκιο της αγοράς, το οποίο είναι αυτό που μεγιστοποιεί τις αποδόσεις που υπερβαίνουν το επιτόκιο άνευ κινδύνου ανά μονάδα μεταβλητότητας.

Ο δείκτης Sharpe υπολογίζεται διαιρώντας το αναμενόμενο ασφάλιστρο κινδύνου του χαρτοφυλακίου με την τυπική απόκλιση των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου. Όσον αφορά τις κύριες συνιστώσες του λόγου Sharpe, της απόδοσης και του κινδύνου μεταβλητότητας, η σύγχρονη έρευνα έχει παρουσιάσει ορισμένες εναλλακτικές μεθόδους υπολογισμού. Παραδοσιακά ο λόγος Sharpe χρησιμοποιεί τον αριθμητικό μέσο όρο ως συνιστώσα απόδοσης και την τυπική απόκλιση ως συνιστώσα κινδύνου (Sharpe, 1964). Οι πιο συνηθισμένες εναλλακτικές λύσεις για αυτό, είναι η αλλαγή της συνιστώσας απόδοσης ή της συνιστώσας κινδύνου και ο υπολογισμός της αναλογίας απόδοσης κινδύνου.

Γενικά, οι μέσοι όροι μπορούν να υπολογιστούν με δύο τρόπους, αριθμητικά ή γεωμετρικά. Το εάν το ένα είναι καλύτερο από το άλλο βασίζεται σε μεγάλο βαθμό στο πλαίσιο της μελέτης (Missiakoulis et al., 2010.) Ωστόσο, στο πλαίσιο της χρηματοοικονομικής και ιδιαίτερα της ανάλυσης των επενδύσεων, αυτό δεν συμβαίνει σχεδόν καθόλου. Οι Poterba και Summers (1988) υποστηρίζουν ότι οι περισσότερες αποδόσεις στα χρηματοοικονομικά συσχετίζονται, μετρούν την επιστροφή και παρουσιάζουν σειριακή συσχέτιση, στην οποία η γεωμετρική μέση απόδοση λειτουργεί καλύτερα, ειδικά σε πολλαπλές περιόδους. Ο γεωμετρικός μέσος όρος θεωρεί τη σύνθεση και επομένως θεωρείται πιο ακριβής μέτρηση των μέσων

αποδόσεων ενός επενδυτικού χαρτοφυλακίου σε πολλαπλές περιόδους (Francis & Ibbotson, 2002, Missiakoulis et al., 2010).

Οι μεγαλύτερες διαφορές μεταξύ του αριθμητικού και του γεωμετρικού μέσου όρου προκύπτουν με την παρουσία υψηλής μεταβλητότητας, λοξότητας και ακραίων τιμών (Missiakoulis et al., 2010). Οι επενδυτικές στρατηγικές με σημαντική μεταβλητότητα έχουν χαμηλότερο γεωμετρικό μέσο από τον αριθμητικό μέσο. Στον λόγο Sharpe, η τυπική απόκλιση που χρησιμοποιείται στον παρονομαστή καταγράφει ήδη την επίδραση της υψηλότερης μεταβλητότητας και μειώνει την αναλογία. Κατά συνέπεια, αν και μπορούν να χρησιμοποιηθούν και τα δύο, το αριθμητικό Sharpe θεωρείται ως πιο διαισθητικό μέτρο από το γεωμετρικό Sharpe.

Πρέπει να σημειωθεί ότι η συνολική γεωμετρική μέση τείνει να έχει κακή απόδοση κατά την εκτίμηση των μέτρων αξιολόγησης και να είναι προσαρμοσμένη στον κίνδυνο, κυρίως για διπλή τιμωρία για τη μεταβλητότητα (Gilligan, 2019.) Ο γεωμετρικός μέσος όρος λειτουργεί καλύτερα για τη μέτρηση των ιστορικών αποδόσεων που συνδυάζονται και επανεπενδύονται σε πολλαπλές περιόδους, ενώ η αριθμητική λειτουργεί καλύτερα για ανάλυση προσανατολισμένη στο μέλλον όπου οι αναμενόμενες βραχυπρόθεσμες τιμές είναι κατάλληλες (Missiakoulis et al., 2010.) Ως εκ τούτου, και τα δύο αυτά μέτρα έχουν τις προκαταλήψεις και τα πλεονεκτήματά τους, τα οποία πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κατά τη χρήση τους.

Επιπλέον, οι εταιρείες διαχείρισης κεφαλαίων τείνουν να συνοψίζουν την απόδοση με τη μέση σύνθετη απόδοση των κεφαλαίων τους. Και για τους δύο αυτούς λόγους, λοιπόν, ένας πιθανός εύλογος στόχος για τους διαχειριστές χαρτοφυλακίου θα ήταν να αυξήσουν το κεφάλαιο που τους εμπιστεύεται με τον ταχύτερο δυνατό ρυθμό, δηλαδή να μεγιστοποιήσουν τη γεωμετρική μέση απόδοση των χαρτοφυλακίων τους (Estrada, 2010.) Σε μια μελέτη που παρουσιάστηκε από την Estrada (2010), η μεγιστοποίηση του λόγου Sharpe λειτουργεί καλύτερα ως μέτρο απόδοσης για τους επενδυτές που αποστρέφονται τον κίνδυνο και είναι αβέβαιοι για την περίοδο διατήρησής τους.

Αντίθετα, η μεγιστοποίηση του γεωμετρικού μέσου όρου (GMM) ταιριάζει καλύτερα σε επενδυτές με λιγότερους κινδύνους, σε αυτούς με μακρύ επενδυτικό ορίζοντα και σε αυτούς που είναι πιθανό να τηρήσουν την αναμενόμενη περίοδο διατήρησής τους. Καθώς η υπεροχή ενός μέτρου έναντι ενός άλλου βασίζεται στις προτιμήσεις των επενδυτών, και τα δύο θα περιλαμβάνονται κατά την αξιολόγηση των επιδόσεων των κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων ανεξάρτητα και ως στοιχεία χαρτοφυλακίων. Έτσι, μπορούμε να αποκτήσουμε μια πιο ολοκληρωμένη κατανόηση των ιδιοτήτων κάθε περιουσιακού στοιχείου.

2.7 Εναλλακτικοί εκτιμητές κινδύνου και απόδοσης των περιουσιακών στοιχείων

Τα εναλλακτικά μέτρα κινδύνου έχουν μελετηθεί για δεκαετίες αφού οι επαγγελματίες κινδύνου και οι ερευνητές παρατήρησαν ότι το χάσμα μεταξύ της πρακτικής της αγοράς και της θεωρητικής προόδου είχε διευρυνθεί πάρα πολύ (Acerbi & Tasche, 2002). Οι Artzner et al. (1999) ήταν από τους πρώτους που πυροδότησαν μια συζήτηση που ευδοκίμούσε για να καθορίσει με σαφή τρόπο ποιες ιδιότητες θα πρέπει να έχει μια στατιστική ενός χαρτοφυλακίου ώστε να θεωρείται λογικό μέτρο κινδύνου. Η απάντηση στο ερώτημα αυτό δόθηκε μέσω ενός πλήρους χαρακτηρισμού τέτοιων ιδιοτήτων μέσω της έννοιας του συνεκτικού μέτρου κινδύνου. Εδώ εισήχθη η αξία σε κίνδυνο (VaR). Ως καλύτερη εναλλακτική, προστέθηκε το αναμενόμενο έλλειμμα, πιο γνωστό ως υπό όρους αξία σε κίνδυνο (CVaR), περνώντας τον πήχη για να θεωρηθεί ως συνεκτικό μέτρο κινδύνου.

Το VaR είναι πραγματικά συνεπές μόνο με βάση την τυπική απόκλιση των κανονικών κατανομών (Rockafellar & Uryasev, 2000). Το VaR είναι ένα αρνητικό μέτρο του κινδύνου, το οποίο είναι η αναμενόμενη χειρότερη απώλεια σε έναν δεδομένο ορίζοντα σε ένα δεδομένο επίπεδο εμπιστοσύνης (Jorion, 1996). Το επίπεδο εμπιστοσύνης σχετίζεται με την πιθανότητα ότι μια παράμετρος θα πέσει μεταξύ τιμών γύρω από τη μέση τιμή για VaR και CVaR. Το VaR παρέχει τελικά έναν ενιαίο αριθμό που συνοψίζει την παγκόσμια έκθεση σε κινδύνους αγοράς και την πιθανότητα δυσμενών κινήσεων στις χρηματοοικονομικές μεταβλητές. Το σπουδαίο

με αυτό είναι ότι μετρά τον κίνδυνο χρησιμοποιώντας τις ίδιες μονάδες (Jorion, 1996).

Επίσης, το 1986 ο Jorion παρουσίασε έναν εναλλακτικό εκτιμητή για την εκτίμηση των αναμενόμενων αποδόσεων. Το μοντέλο βασίζεται στην ανακρίβεια του ιστορικού μέσου όρου ως εκτιμητή, αγνοώντας τις πληροφορίες σε άλλες σειρές. Σύμφωνα με πολλαπλές εργασίες τα αποτελέσματα δεν είναι ποτέ βέλτιστα με αβέβαιες παραμέτρους (He & Litterman 1999). Ενώ όλοι οι εκτιμητές συνεπάγονται κάποιο επίπεδο αβεβαιότητας, το μέτρο του Bayes-Stein είναι μια προσέγγιση που προσπαθεί να βελτιώσει την ακρίβεια της εκτίμησης. Αντί του μέσου όρου του δείγματος, ο εκτιμητής Bayes-Stein λαμβάνεται με συρρίκνωση του μέσου όρου προς μια κοινή τιμή. Ένας εκτιμητής συρρίκνωσης εφαρμόζει τα αποτελέσματα της συρρίκνωσης, δηλαδή τη μείωση της απόστασης κάποιου είδους.

Τέτοιοι εκτιμητές υποδεικνύουν ότι η εκτίμηση μετασχηματίζεται και είναι πιο κοντά σε κάποια προκαθορισμένη τιμή από την αρχική εκτίμηση. Η πιο γνωστή εφαρμογή στη χρηματοδότηση μιας τέτοιας μεθόδου είναι η χρήση εκτιμητών James-Stein (Jobson & Korkie, 1980). Αυτή η μέθοδος σημαίνει συρρίκνωση των μελλοντικών αποδόσεων προς τη μέση αναμενόμενη απόδοση με βάση τη μεταβλητότητα ενός περιουσιακού στοιχείου και την απόσταση της αναμενόμενης απόδοσης από τον μέσο όρο. Αυτό θα πρέπει να μειώσει το σφάλμα εκτίμησης στην περίπτωση δύο ή περισσότερων περιουσιακών στοιχείων στο χαρτοφυλάκιο. Η ιδέα πίσω από αυτή τη μέθοδο μπορεί να ανιχνευθεί στο απαράδεκτο του μέσου όρου του δείγματος, το οποίο αποδείχθηκε από τους Stein (1955) και Brown (1966).

Παραδοσιακά, η επιλογή χαρτοφυλακίου και η στατιστική εκτίμηση διατηρούνται χωριστά, κυρίως επειδή η επιλογή χαρτοφυλακίου έχει αναλυθεί στο πλαίσιο ισοδυναμίας βεβαιότητας, το οποίο προϋποθέτει ότι οι υποκείμενες κινήσεις είναι γνωστές. Ωστόσο, όπως δείχνει ο Jorion (1986), αυτή η διαδικασία δύο σταδίων δεν είναι βέλτιστη από την άποψη της εκτίμησης. Σύμφωνα με τη μελέτη του Jorion (1986), ο απλός μέσος όρος λειτουργεί εξαιρετικά όταν τα δεδομένα αποτελούνται από μία μεταβλητή μόνο, αλλά οι εκτιμητές συρρίκνωσης φαίνονται ανώτεροι όταν ο αριθμός των άγνωστων μέσων είναι περισσότεροι από δύο.

Στο πλαίσιο της βελτιστοποίησης χαρτοφυλακίου, ο Jorion (1986) δείχνει ότι ο εκτιμητής Bayes-Stein εμφανίζεται πάντα να έχει καλύτερη απόδοση από τον κλασικό μέσο όρο του δείγματος και τα κέρδη είναι συχνά σημαντικά. Ο συγγραφέας αξιολόγησε επίσης την εκτός δείγματος απόδοση διάφορων εκτιμητών με βάση τα πραγματικά δεδομένα απόδοσης αποθεμάτων και διαπίστωσε ότι η συρρίκνωση ξεπέρασε σημαντικά τον μέσο όρο του κλασσικού δείγματος. Ωστόσο, όταν συμπεριλήφθηκε ένα μεγάλο σύνολο δειγμάτων, η υπεραπόδοση του Bayes-Stein μειώθηκε σημαντικά. Επιπρόσθετα, αναφέρεται ότι για μεγάλα σύνολα δειγμάτων, τα κέρδη και οι διαφορές μεταξύ των εκτιμήσεων συρρίκνωσης και του οριστικού κανόνα τείνουν στο μηδέν, οπότε οι μέσες τιμές του δείγματος είναι ακριβείς εκτιμήσεις των αναμενόμενων αποδόσεων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3-ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

3.1 Σύντομη ιστορία των εναλλακτικών επενδύσεων

Οι ιδιώτες επενδυτές, σε μεγάλο βαθμό με τη μορφή πλούσιων ατόμων, έχουν αναπτύξει κεφάλαια σε εταιρείες πριν από τη Βιομηχανική Επανάσταση. Ωστόσο, μόνο από τα μέσα έως τα τέλη του 20ου αιώνα άρχισε να διαμορφώνεται η σημερινή βιομηχανία εναλλακτικών επενδύσεων στις Ηνωμένες Πολιτείες. Έκτοτε, ο κλάδος αναπτύχθηκε από μια σειρά εταιρειών στις ΗΠΑ που διαχειρίζονται μερικά δισεκατομμύρια δολάρια σε χιλιάδες εταιρείες σε όλο τον κόσμο που διαχειρίζονται για λογαριασμό των επενδυτών. Οι βασικοί μοχλοί πίσω από αυτήν την ανάπτυξη

ήταν οι κανονιστικές αλλαγές και η τεχνολογική καινοτομία στις εκδηλώσεις της αγοράς των ΗΠΑ και της παγκόσμιας αγοράς. Με βάση τα προαναφερθέντα θεμέλια, ο κλάδος των εναλλακτικών επενδύσεων αναπτύσσεται κάθε δεκαετία που περνάει (Levine, 2018).

- Δεκαετία του 1980: Η οικονομική έκρηξη και η ανάπτυξη της αγοράς αποδείχθηκαν κρίσιμες για την ανάπτυξη των εξαγορών ιδιωτικών μετοχών, καθώς οι εταιρείες χρησιμοποίησαν το χρέος για να αποκτήσουν πολύ μεγαλύτερες εταιρείες από ό,τι θα μπορούσαν διαφορετικά.
- Δεκαετία του 1990: Οι ισχυρές αποδόσεις της αγοράς, σε μεγάλο βαθμό ωθούμενες από εταιρείες που υποστηρίζονται από επιχειρηματικά κεφάλαια, δημιούργησαν μεγάλα ποσά ιδιωτικού πλούτου, που χρησίμευσαν για να τροφοδοτήσουν επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια κινδύνου.
- Δεκαετία 2000: Οι επενδύσεις σε επιχειρηματικά κεφάλαια μειώθηκαν σημαντικά μετά το κραχ του dotcom. Ωστόσο, η πιστωτική οικονομική ανάκαμψη επέτρεψε στις εξαγορές ιδιωτικών μετοχών και στα hedge funds να κλιμακωθούν σε νέα ύψη.
- Δεκαετία 2010: Οι εναλλακτικές επενδύσεις είχαν καλή απόδοση σε σχέση με τις παραδοσιακές επενδύσεις κατά τη διάρκεια και μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση. Το αποτέλεσμα ήταν η αύξηση της ζήτησης για εναλλακτικές επενδύσεις, γεγονός που επέτρεψε την ανάπτυξη μη βασικών εναλλακτικών επενδύσεων.

Ο κλάδος έχει επεκταθεί πέρα από τον πυρήνα και τώρα περιλαμβάνει μια σειρά από πρόσθετες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων. Ορισμένα είναι ειδικά για εναλλακτικές λύσεις, όπως τα δευτερογενή κεφάλαια, τα οποία επιδιώκουν να αποκτήσουν μερίδια σε υπάρχοντα εναλλακτικά κεφάλαια, ενώ άλλα χρησιμοποιούν δομές κεφαλαίων και επενδυτικές τεχνικές τύπου private equity για να στοχεύσουν σε παραδοσιακές κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων όπως ακίνητα, υποδομές ή ιδιωτικό χρέος.

3.2 Ορισμός των εναλλακτικών επενδύσεων

Στον ευρύτερο ορισμό τους, τα εναλλακτικά επενδυτικά περιουσιακά στοιχεία είναι εκείνα που δεν αποτελούν μέρος των παραδοσιακών κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων, όπως μετρητά, μετοχές ή ομόλογα με τα οποία είναι περισσότερο εξοικειωμένοι οι μικροεπενδυτές. Ένας τέτοιος ορισμός θα περιλάμβανε την επένδυση σε κύρια περιουσιακά στοιχεία όπως ακίνητα ή εμπορεύματα ή αγαθά πολυτελείας όπως η τέχνη ή το κρασί. Οι εναλλακτικές λύσεις περιλαμβάνουν επομένως ένα ευρύ φάσμα κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων, συμπεριλαμβανομένων ιδιωτικών κεφαλαίων ακινήτων και ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων υποδομής, δευτερογενών κεφαλαίων και ιδιωτικών χρεωστικών κεφαλαίων (Zopouzi et al., 2014).

Οι εναλλακτικές επενδύσεις μπορούν γενικά να οριστούν ως περιουσιακά στοιχεία που διαφέρουν από τα παραδοσιακά χαρτοφυλάκια που περιλαμβάνουν μετοχές, ομόλογα και μετρητά. Ωστόσο, ένα ευρύ και ποικίλο φάσμα τύπων περιουσιακών στοιχείων και επενδυτικών στρατηγικών εμπίπτει στην ταξινόμηση των εναλλακτικών, συμπεριλαμβανομένων των στρατηγικών αμοιβαίων κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνου, ιδιωτικών κεφαλαίων, ιδιωτικών πιστώσεων, πραγματικών περιουσιακών στοιχείων και ψηφιακών περιουσιακών στοιχείων. Ορισμένα αμοιβαία κεφάλαια κινδύνου, για παράδειγμα, είναι μη παραδοσιακές επενδυτικές στρατηγικές που βασίζονται σε παραδοσιακές κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων, όπως μετοχές και ομόλογα.

Ενώ μεμονωμένες κατηγορίες εναλλακτικών επιλογών έχουν ξεχωριστά χαρακτηριστικά και μπορούν να διαδραματίσουν μοναδικούς ρόλους σε ένα χαρτοφυλάκιο, οι επενδυτές έχουν γενικά κατανεμηθεί σε εναλλακτικούς όταν επιδιώκουν να βελτιώσουν τις αποδόσεις, να διαχειριστούν τον κίνδυνο ή να βελτιώσουν τη διαφοροποίηση. Οι θεσμικοί επενδυτές έχουν αναζητήσει σε εναλλακτικές λύσεις για δεκαετίες για αυτούς τους λόγους, και πολλοί κατέχουν σημαντικές κατανομές. Στην πραγματικότητα, με βάση μια έρευνα σε θεσμικούς επενδυτές, συμπεριλαμβανομένων των συνταξιοδοτικών ταμείων, των κεφαλαίων και

των ιδρυμάτων, βρέθηκε ότι περισσότερο από το 90% των ερωτηθέντων κατανέμουν σε εναλλακτικές λύσεις ρευστότητας ή/και μη ρευστότητας. (Lassiter-Lyons, 2017).

Ειδικότερα, διαπιστώθηκε ότι κατά μέσο όρο, τα συνταξιοδοτικά ταμεία ανέφεραν κατανομή 22% σε εναλλακτικές λύσεις ενώ οι δωρεές και τα ιδρύματα ανέφεραν μέση κατανομή 32%, με το μέγεθος της κατανομής να αυξάνεται γενικά με βάση το επίπεδο ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η υιοθέτηση εναλλακτικών λύσεων μεταξύ χρηματοοικονομικών συμβούλων και μεμονωμένων επενδυτών, από την άλλη πλευρά, ήταν γενικά πιο περιορισμένη. Για πολλά χρόνια, οι εναλλακτικές επενδυτικές στρατηγικές ήταν σε μεγάλο βαθμό διαθέσιμες μόνο σε θεσμικούς επενδυτές. Αυτή η έλλειψη πρόσβασης σε εναλλακτικές λύσεις ήταν ένα από τα κύρια εμπόδια στην ευρεία υιοθέτησή τους (Hals, 2015).

Ωστόσο, οι διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων έχουν επιταχύνει τις προσπάθειές τους να αναπτύξουν και να προσφέρουν καινοτόμες δομές επενδυτικών οχημάτων που μπορούν να δώσουν σε ένα ευρύτερο φάσμα επενδυτών πρόσβαση σε εναλλακτικές λύσεις - μερικές με τη μορφή αμοιβαίων κεφαλαίων και διαπραγματεύσιμων κεφαλαίων (ETF). Ορισμένοι επενδυτές έχουν την άποψη ότι οι εναλλακτικές λύσεις είναι πολύ περίπλοκες και επισημαίνουν την έλλειψη διαθέσιμης έρευνας ως εμπόδιο για την κατανομή τους (Levine, 2018).

Μια άλλη αντίληψη για τις εναλλακτικές λύσεις είναι ότι είναι δύσκολη η πρόσβαση και δυσκίνητη η κατοχή τους, αλλά αυτά τα εμπόδια μπορεί να επιλυθούν από τη δομή της εναλλακτικής επενδυτικής στρατηγικής. Επιπλέον, οι επενδυτές έχουν διαφορετικές απόψεις για το προφίλ κινδύνου και απόδοσης των εναλλακτικών επιλογών. Με μια πιο ολοκληρωμένη κατανόηση του εύρους των εναλλακτικών λύσεων και των βασικών χαρακτηριστικών τους, οι επενδυτές και οι σύμβουλοι μπορεί να είναι καλύτερα εξοπλισμένοι για να προσδιορίσουν ποιες, εάν υπάρχουν, μπορεί να είναι κατάλληλες για τα χαρτοφυλάκιά τους. Οι εναλλακτικές επενδύσεις προσφέρουν στους επενδυτές ένα ξεχωριστό σύνολο χαρακτηριστικών που δεν απαντώνται συνήθως σε κύριες επενδύσεις, όπως δημόσιες μετοχές ή κρατικά ή εταιρικά ομόλογα.

Αυτά περιλαμβάνουν συνήθως ένα ή περισσότερα από τα ακόλουθα χαρακτηριστικά όπως είναι (Zonouzi et al., 2014):

- μακροπρόθεσμες, υψηλού κινδύνου ή μη ρευστοποιήσιμες επενδύσεις που σχετίζονται με υψηλότερες αποδόσεις
- χαμηλή συσχέτιση με τα παραδοσιακά περιουσιακά στοιχεία για την παροχή οφελών διαφοροποίησης
- οφέλη αντιστάθμισης πληθωρισμού και επεκτασιμότητα.

3.3 Χαρακτηριστικά των εναλλακτικών επενδύσεων

Οι εναλλακτικές επενδύσεις έχουν τρία κύρια χαρακτηριστικά, καθένα από τα οποία μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα την ταξινόμηση ενός περιουσιακού στοιχείου ως εναλλακτικής επένδυσης. Η απόδοση των εναλλακτικών επενδύσεων καθορίζεται από την έκθεση σε υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία με μη παραδοσιακές ταμειακές ροές. Αυτές οι ταμειακές ροές δεν συσχετίζονται σε μεγάλο βαθμό με τις παραδοσιακές μετοχές και τα ομόλογα. Ενώ οι παραδοσιακές επενδύσεις χρηματοδοτούνται από ταμειακές ροές από παραδοσιακές εταιρείες εκμετάλλευσης, πολλές εναλλακτικές επενδύσεις χρηματοδοτούνται από ταμειακές ροές από μη παραδοσιακές πηγές όπως επιχειρηματικά κεφάλαια, συμβόλαια ασφάλισης ζωής, έργα τέχνης και γεωργικές εκτάσεις. (Lassiter-Lyons, 2017).

Ως αποτέλεσμα, οι αποδόσεις των εναλλακτικών επενδύσεων συσχετίζονται λιγότερο με τις αποδόσεις του χρηματιστηρίου συνολικά (Chambers et al., 2018). Η απόδοση των εναλλακτικών επενδύσεων καθορίζεται από σύνθετες στρατηγικές συναλλαγών που περιλαμβάνουν μόχλευση, ανοικτές πωλήσεις και χρηματοοικονομικά παράγωγα. Παρόλο που το υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο μπορεί να είναι παραδοσιακό τίτλο, αυτές οι στρατηγικές μπορούν να προκαλέσουν ασυνήθιστα ανοίγματα σε κίνδυνο (Chambers et al., 2018). Η απόδοση των εναλλακτικών επενδύσεων είναι

δομημένη έτσι ώστε να δημιουργεί μη παραδοσιακές πληρωμές, όπως αυτές που βρίσκονται σε εξασφαλίσεις σε χρεωστικούς τίτλους (Chambers et al., 2018).

Και για τις τρεις περιπτώσεις, απαιτούνται εξειδικευμένες μέθοδοι ανάλυσης, επειδή οι αποδόσεις των εναλλακτικών επενδύσεων δεν μιμούνται τις αποδόσεις των παραδοσιακών κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων, όπως οι μετοχές και τα ομόλογα. Ειδικότερα, οι παραδοσιακές επενδύσεις αναλύονται και διαχειρίζονται χρησιμοποιώντας καθιερωμένες μεθόδους που βρίσκονται συνήθως στα βιβλία επενδύσεων αλλά δεν επαρκούν για τη διαχείριση και ανάλυση εναλλακτικών επενδύσεων (Chambers et al., 2018). Ορισμένα εναλλακτικά περιουσιακά στοιχεία προσφέρουν απόλυτες αποδόσεις.

Η συσχέτιση των απόλυτων αποδόσεων με τις αποδόσεις των κύριων κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων είναι χαμηλή ή μηδενική. Για παράδειγμα, οι στρατηγικές ουδέτερης αγοράς και οι στρατηγικές arbitrage ανήκουν σε στρατηγικές απόλυτης απόδοσης (Chambers et al., 2018). Οι απόλυτες αποδόσεις συσχετίζονται ελάχιστα ή καθόλου με τις αποδόσεις των κύριων κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων. Παραδείγματα στρατηγικών απόλυτης απόδοσης είναι οι στρατηγικές ουδέτερης αγοράς και οι στρατηγικές αρμπιτράζ. Ουσιαστικά όλα τα παραδοσιακά περιουσιακά στοιχεία και οι στρατηγικές είναι προϊόντα σχετικής απόδοσης με αποδόσεις που ουσιαστικά συσχετίζονται με αυτές των παραδοσιακών μετοχών και ομολόγων.

Τα παραδοσιακά περιουσιακά στοιχεία και οι στρατηγικές είναι ουσιαστικά όλα τα προϊόντα σχετικών αποδόσεων, πράγμα που σημαίνει ότι οι αποδόσεις συσχετίζονται με παραδοσιακές μετοχές και ομόλογα (Chambers et al., 2018). Τέλος, όσον αφορά το προφίλ κινδύνου-απόδοσης, οι εναλλακτικές επενδύσεις περιλαμβάνουν στρατηγικές που παρουσιάζουν ασυνήθιστα χαρακτηριστικά κινδύνου και απόδοσης. Ο λόγος για αυτό θα μπορούσε να είναι, αφενός, τα θέματα συναλλαγών και, αφετέρου, τα θέματα θέσης. Οι συναλλαγές οδηγούν σε μεγάλες αλλαγές κινδύνου με την πάροδο του χρόνου. Για θέσεις όπως οι ανοικτές πωλήσεις, δημιουργούνται μη παραδοσιακά ανοίγματα σε κίνδυνο (Chambers et al., 2018).

3.4 Λόγοι επένδυσης σε εναλλακτικές επενδύσεις

Οι τρεις βασικοί λόγοι για την προσθήκη εναλλακτικών επενδύσεων σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο είναι οι ακόλουθοι (Levine, 2018):

1. Οι εναλλακτικές επενδύσεις μειώνουν τον κίνδυνο μέσω της διαφοροποίησης. Ο πρωταρχικός στόχος των εναλλακτικών επενδύσεων είναι η μείωση του κινδύνου μέσω της διαφοροποίησης. Ένα από τα κύρια χαρακτηριστικά των εναλλακτικών επενδύσεων είναι η χαμηλή συσχέτισή τους με τις κύριες παραδοσιακές κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων των δημοσίων μετοχών και των περιουσιακών στοιχείων του δημοσίου σταθερού εισοδήματος. Ένα χαρτοφυλάκιο με αναλογία εναλλακτικών περιουσιακών στοιχείων μπορεί να προσφέρει χαμηλότερο κίνδυνο χωρίς να μειώνει την αναμενόμενη απόδοση.

2. Οι εναλλακτικές επενδύσεις ενισχύουν την απόδοση μέσω του συντελεστή alpha. Ένας δεύτερος κύριος στόχος των εναλλακτικών επενδύσεων με βάση το ιστορικό τους είναι να βελτιώσουν την αναμενόμενη απόδοση ενός χαρτοφυλακίου μέσω του συντελεστή alpha. Αυτό επιτυγχάνεται με εναλλακτικά περιουσιακά στοιχεία που προσφέρουν ανώτερες αποδόσεις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο.

3. Οι εναλλακτικές επενδύσεις αποφεύγουν την απαξίωση. Οι κατάλληλες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων για θεσμικές επενδύσεις έχουν αλλάξει σημαντικά με την πάροδο του χρόνου και θα συνεχίσουν να το κάνουν και στο μέλλον. Από τη σκοπιά των θεσμικών επενδυτών, είναι σημαντικό να εντοπιστούν ελκυστικές επενδυτικές ευκαιρίες σε πρώιμο στάδιο, προκειμένου να επωφεληθούν από το πλεονέκτημα της πρώτης κίνησης. Από την άλλη, όσοι περίμεναν καιρό να επενδύσουν σε εναλλακτικές επενδύσεις, πιθανότατα θα πετύχουν απογοητευτικές επιδόσεις, καθώς οι εναλλακτικές επενδύσεις είναι τόσο διαδεδομένες που θεωρούνται παραδοσιακές (Chambers et al., 2018)

3.5 Κατηγορίες εναλλακτικών επενδύσεων

3.5.1 Hedge Funds

Τα κύρια χαρακτηριστικά των επενδύσεων σε αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου (hedge funds) συνίστανται συχνά σε δεσμεύσεις για τη δημοσιότητα διαθέσιμων τίτλων που συχνά σχετίζονται με ομόλογα και μετοχές. Επιπλέον, τα αμοιβαία κεφάλαια κινδύνου γενικά απαιτούν μικρότερη περίοδο δέσμευσης για την επένδυση, που συνήθως αποτελείται από ένα έως δύο χρόνια, σε σύγκριση με τις επενδύσεις ιδιωτικών μετοχών (Marston, 2011). Το πλαίσιο της διαρθρωτικής οργάνωσης των αμοιβαίων κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνου αποτελείται από τους ομόρρυθμους εταίρους που είναι διαχειριστές και τους ετερόρρυθμους εταίρους τους επενδυτές.

Μια σημαντική κατανόηση όταν μιλάμε για τα hedge funds και τους διαχειριστές τους είναι ότι κάθε διαχειριστής κεφαλαίων ισχυρίζεται ότι χρησιμοποιεί μια μοναδική στρατηγική, η οποία εξηγεί τις μεγάλες διακυμάνσεις στις αποδόσεις. Εν ολίγοις, θα μπορούσε κανείς να πει ότι η επιλογή του διαχειριστή είναι το παν όταν πρόκειται για hedge funds (Marston, 2011). Σύμφωνα με τον Connor (2005) οι διαφορετικές στρατηγικές μπορούν να ομαδοποιηθούν σε τέσσερις μεγάλες κατηγορίες, σχετική αξία, βάσει γεγονότων, τακτική και αντιστάθμιση μετοχών. Σε γενικές γραμμές, τα αμοιβαία κεφάλαια κινδύνου που χρησιμοποιούν μια προσέγγιση σχετικής αξίας αναζητούν ευκαιρίες αρμπιτράζ εκμεταλλευόμενοι την εσφαλμένη τιμολόγηση των περιουσιακών στοιχείων.

Τα hedge funds με γνώμονα τα γεγονότα επικεντρώνονται σε επενδυτικές ευκαιρίες, όπως αλλαγές στη διάρθρωση του κεφαλαίου ή δραστηριότητες συγχωνεύσεων και εξαγορών. Η τακτική διαπραγμάτευση αναφέρεται στην πρόβλεψη των κινήσεων σε παγκόσμια μακροοικονομικά γεγονότα, ενώ η στρατηγική αντιστάθμισης μετοχών περιλαμβάνει τη λήψη θέσης long ή short στα ίδια κεφάλαια προκειμένου να εξαιρεθεί το μεγαλύτερο μέρος του συστηματικού κινδύνου διατηρώντας το συντελεστή βήτα κοντά στο μηδέν. Πέρα από τη στρατηγική τους, τα hedge funds προσπαθούν να παράγουν αποδόσεις που έχουν χαμηλή συσχέτιση με τα

παραδοσιακά περιουσιακά στοιχεία και ενεργούν ανεξάρτητα από τις κινήσεις της αγοράς με αποτέλεσμα να διατηρούν τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου σταθερές σε περιόδους αβεβαιότητας (Connor, 2005).

Μετρημένα με στοιχεία ενεργητικού υπό διαχείριση (AuM), τα αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου είναι μια από τις μεγαλύτερες κατηγορίες εναλλακτικών επενδύσεων (Chambers et al., 2018). Είναι συνήθως ιδιωτικά οργανωμένα και επενδύουν σε περιουσιακά στοιχεία που διαπραγματεύονται κυρίως στο δημόσιο, όπως μετοχές, ομόλογα, νομίσματα, εμπορεύματα και παράγωγα. Σε αντίθεση με τις παραδοσιακές επενδυτικές ομάδες όπως τα αμοιβαία κεφάλαια, τα αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου είναι σε θέση να χρησιμοποιούν μόχλευση και ανοικτές πωλήσεις. Γενικά, μόνο εξειδικευμένοι θεσμικοί και πλούσιοι μεμονωμένοι επενδυτές έχουν πρόσβαση σε υπηρεσίες αμοιβαίων κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνου.

Η εφαρμογή στρατηγικών διαπραγμάτευσης που βασίζονται σε δεξιότητες ή σύνθετες στρατηγικών αποτελεί βασικό χαρακτηριστικό των hedge funds. Κατά συνέπεια, οι στρατηγικές τους παράγουν αποδόσεις με διαφορετικά ανοίγματα κινδύνου και απόδοσης από ό,τι οι παραδοσιακές επενδυτικές ομάδες (Chambers et al., 2018). Οι αποδόσεις τους τείνουν να είναι μεταξύ μετοχών και ομολόγων και έχουν χαμηλότερο κίνδυνο από μια μακροχρόνια επένδυση σε μετοχές. Υπό ιδανικές συνθήκες, η συσχέτιση μεταξύ αντισταθμιζόμενων κεφαλαίων και μετοχών/ομολογίων υποτίθεται ότι είναι χαμηλή, αλλά η ικανότητα μετριασμού του κινδύνου των αμοιβαίων κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνου ποικίλλει ανάλογα με τη στρατηγική (Chambers et al., 2018).

Οι στρατηγικές hedge fund είναι μη παραδοσιακές επενδυτικές στρατηγικές που χρησιμοποιούν μια σειρά διαφορετικών προσεγγίσεων για τη διαχείριση τίτλων, πολλές με στόχο τη δημιουργία αποδόσεων που δεν σχετίζονται με τις παραδοσιακές αγορές περιουσιακών στοιχείων. Οι στρατηγικές αμοιβαίων κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνου συχνά επενδύουν σε δημόσιες μετοχές και ομόλογα, αλλά μπορεί επίσης να κατέχουν ιδιωτικά περιουσιακά στοιχεία ή παράγωγα, όπως δικαιώματα προαίρεσης, ανταλλαγές και συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, για

την παροχή των υποκείμενων επενδυτικών ανοιγμάτων. Τα παράγωγα έχουν συνήθως ενσωματωμένη μόχλευση που μπορεί να ενισχύσει τις αποδόσεις, τόσο θετικές όσο και αρνητικές.

Οι στρατηγικές αμοιβαίων κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνου μπορεί να έχουν διαφορετικά προφίλ κινδύνου από τις παραδοσιακές επενδύσεις, με ποικίλα επίπεδα έκθεσης στην αγορά μετοχών, καθώς και μια σειρά συστηματικών και ιδιότυπων κινδύνων που προκύπτουν μέσω μόχλευσης, βραχυκύκλωσης και δυνητικά συγκεντρωμένων θέσεων. Για παράδειγμα, οι στρατηγικές αντιστάθμισης μετοχικού κεφαλαίου, όπως τα αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου που είναι ουδέτερα για την αγορά, αναζητούν αποδόσεις που δεν συνδέονται με έναν υποκείμενο δείκτη αγοράς. Αντίθετα, αυτές οι στρατηγικές συνήθως προσπαθούν να προσφέρουν μια μέτρια, θετική απόδοση ανεξάρτητα από τους κύκλους της αγοράς και τη βραχυπρόθεσμη δυναμική (Bartram & Dufey, 2001).

Οι στρατηγικές αμοιβαίων κεφαλαίων αντιστάθμισης σχετικής αξίας περιλαμβάνουν την αγορά ενός τίτλου που θεωρείται υποτιμημένος και την πώληση ενός παρόμοιου τίτλου που θεωρείται υπερτιμημένος για να επωφεληθούν από τις προσωρινές διαφορές στην τιμή. Οι στρατηγικές που βασίζονται σε επιλογές χρησιμοποιούν επιλογές που επιδιώκουν να αντισταθμίσουν τον καθοδικό κίνδυνο, να ενισχύσουν το εισόδημα ή να επωφεληθούν από την εσφαλμένη τιμολόγηση της αστάθειας στις αγορές περιουσιακών στοιχείων και στη διάρθρωση του κεφαλαίου (Marston, 2011).

Οι στρατηγικές αμοιβαίων κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνου που βασίζονται σε γεγονότα επιδιώκουν να εκμεταλλευτούν την εσφαλμένη τιμολόγηση που μπορεί να συμβεί πριν ή μετά από εταιρικά γεγονότα, όπως συγχωνεύσεις, εξαγορές, πτωχεύσεις και κλήσεις κερδών. Οι μακροοικονομικές στρατηγικές χρησιμοποιούν ανάλυση των μακροοικονομικών τάσεων, των επιχειρηματικών κύκλων και των καθεστώτων της αγοράς για να εντοπίσουν τις αποκλίσεις μεταξύ των προσδοκιών της αγοράς (Bartram & Dufey, 2001).

Αυτές οι στρατηγικές συχνά επενδύουν σε κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων, σε αντίθεση με μεμονωμένες μετοχές ή ομόλογα. Το μετατρέψιμο αρμπιτράζ

περιλαμβάνει την αγορά μετατρέψιμων τίτλων, συχνά ομολόγων που μπορούν να μετατραπούν σε μετοχές, και την ταυτόχρονη έλλειψη μετοχών της ίδιας εταιρείας, επιδιώκοντας να επωφεληθούν από ευκαιρίες λανθασμένης τιμολόγησης (Maier, 2009).

Προκειμένου να γίνει πλήρως κατανοητός ο ορισμός των ιδιωτικών μετοχών, θα παρουσιαστεί ένας διαχωρισμός του όρου τόσο για επιχειρηματικά κεφάλαια όσο και για εξαγορές, για να γίνουν ευδιάκριτα τα χαρακτηριστικά των κατηγοριών των περιουσιακών στοιχείων (Dimeo, 2012). Το επιχειρηματικό κεφάλαιο στοχεύει σε εταιρείες που βρίσκονται στη φάση εκκίνησης ή επέκτασής τους. Με άλλα λόγια, οι επιχειρήσεις που προσελκύουν το ενδιαφέρον των επενδυτών είναι συνήθως εταιρείες πρώιμου σταδίου, που συχνά ανήκουν σε βιομηχανίες υψηλής ανάπτυξης όπως η πληροφορική, οι τηλεπικοινωνίες ή η βιοτεχνολογία (Hellman et al., 2000).

Επιπλέον, το επιχειρηματικό κεφάλαιο μπορεί επίσης να περιλαμβάνει την κεφαλαιοποίηση επιχειρήσεων για την ανάπτυξη νέων προϊόντων και τεχνολογιών, την επέκταση των εργασιών, τις δραστηριότητες εμπορευματοποίησης, την εσωτερίκευση, την πραγματοποίηση εξαγορών ή την ανατροπή μη κερδοφόρων επιχειρήσεων (Lassiter-Lyons, 2017). Τα πλεονεκτήματα της πρόσβασης σε επιχειρηματικά κεφάλαια ως κατηγορία περιουσιακών στοιχείων στο συνολικό χαρτοφυλάκιο οφείλονται κυρίως στο γεγονός ότι σπάνια συσχετίζεται στον ίδιο βαθμό που συσχετίζονται τα ομόλογα και οι μετοχές μεταξύ τους.


Τα πλεονεκτήματα του επιχειρηματικού κεφαλαίου σε σύγκριση με τις εξαγορές είναι τα χαρακτηριστικά του ότι είναι πιο διαφανή και σε ορισμένες περιπτώσεις λιγότερο περίπλοκα σε σύγκριση με τα αμοιβαία κεφάλαια κινδύνου και με άλλες εναλλακτικές επενδύσεις. Ένας άλλος τύπος εναλλακτικής επένδυσης που έχει κερδίσει μεγάλη προσοχή μέσω της στόχευσης του πλειοψηφικού ελέγχου στις σχετικές επενδύσεις είναι οι εξαγορές (Marston, 2011). Μια μελέτη από τους Harris et al. (2013) διαπίστωσε ότι τα κεφάλαια εξαγοράς ξεπέρασαν τις δημόσιες αγορές, ιδιαίτερα τον S&P 500, κατά τις δεκαετίες του 1980, του 1990 και του 2000. Τα χαρακτηριστικά διαφέρουν από τα επιχειρηματικά κεφάλαια με την έννοια της


επένδυσης σε πιο ώριμες εταιρείες, κυρίως εστιασμένες στη χρηματοδότηση επεκτάσεων, ενοποιήσεων ή διασπάσεων τμημάτων (Bance, 2004).

3.5.2 Ακίνητα


Τα ακίνητα είναι ένα τμήμα εντός εναλλακτικών επενδύσεων που χαρακτηρίζεται από τον ευρύ του ορισμό και τις αποδόσεις που έχουν χαμηλή συσχέτιση με παραδοσιακά περιουσιακά στοιχεία, όπως μετοχές και ομόλογα (Kallberg et al., 1996). Πρόσθετο πλεονέκτημα είναι η δυνατότητα παροχής αντιστάθμισης έναντι αναμενόμενου και απροσδόκητου πληθωρισμού. Ο ευρύς ορισμός της ακίνητης περιουσίας αφορά επενδύσεις όπως πολυκατοικίες, κτίρια γραφείων, εμπορικά κέντρα και άλλα είδη εμπορικών ακινήτων. Η εισροή κεφαλαίων αποτελείται κυρίως από ενοίκια από ενοικιαστές και από τα κέρδη που προκύπτουν κατά την πώληση της ακίνητης περιουσίας (Marston, 2011).

Μερικά από τα χαρακτηριστικά που καθιστούν την μη εισηγμένη αγορά ακινήτων αναποτελεσματική είναι η ανεπαρκής και δαπανηρή πληροφόρηση, το κόστος συναλλαγής, η περιορισμένη ρευστότητα και οι χρονικές καθυστερήσεις στην παραγωγή (Maier, 2009). Προκειμένου να αποφευχθεί το πρόβλημα έλλειψης ρευστότητας με την επένδυση σε ακίνητα, μπορεί κανείς να επενδύσει απευθείας σε δημόσια διαπραγματεύσιμα καταπιστεύματα επενδύσεων σε ακίνητα (REITs). Εκτός από τη ρευστότητα, υπάρχουν περισσότερα πλεονεκτήματα με την επένδυση σε καταπιστεύματα επενδύσεων σε ακίνητα που θα εξηγηθούν παρακάτω, όπως (Plumb, 2016):

 Διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου: Τα καταπιστεύματα επενδύσεων σε ακίνητα λειτουργούν ως αμοιβαίο κεφάλαιο και επιτρέπουν στον επενδυτή να διαφοροποιηθεί σε πολλές διαφορετικές επενδύσεις σε ακίνητα. Τα καταπιστεύματα επενδύσεων σε ακίνητα έχουν δείξει μια μέτρια συσχέτιση με τις μετοχές και τα ομόλογα, γεγονός που τις καθιστά ένα καλό περιουσιακό στοιχείο όσον αφορά τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου.

 Τρέχον εισόδημα: Τα καταπιστεύματα επενδύσεων σε ακίνητα πληρώνουν πολύ υψηλότερο μέρος από τις περισσότερες μετοχές και υψηλότερη απόδοση από

τα περισσότερα ομόλογα. Στις ΗΠΑ, τα καταπιστεύματα επενδύσεων σε ακίνητα απαλλάσσονται από τη φορολογία εάν διανέμουν τουλάχιστον το 90% του του εισοδήματός τους στους επενδυτές τους. Το απαιτούμενο μέρος μπορεί να διαφέρει από χώρα σε χώρα, αλλά σε γενικές γραμμές είναι περίπου 80-90% παγκοσμίως.

 Αντιστάθμιση πληθωρισμού: Ο πληθωρισμός επηρεάζει τις τιμές των ακινήτων και το εισόδημα από ενοίκια τείνει να αυξάνεται με τον γενικευμένο πληθωρισμό, γεγονός που καθιστά την ακίνητη περιουσία κατάλληλη αντιστάθμιση έναντι του πληθωρισμού (S&P, 2013).

Τυχόν οικονομικοί πόροι που χρησιμοποιούνται άμεσα για τη δημιουργία αξίας ορίζονται ως πραγματικά περιουσιακά στοιχεία (Chambers et al., 2018). Σε αντίθεση με τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, τα οποία εξαρτώνται από τις ταμειακές ροές, τα πραγματικά περιουσιακά στοιχεία περιλαμβάνουν ακίνητα, υποδομές, εμπορεύματα και φυσικούς πόρους. Επιπλέον, γίνεται διάκριση μεταξύ των δύο βασικών κατηγοριών ακινήτων. Υπάρχουν υλικά περιουσιακά στοιχεία όπως γη, γεωργική γη και ξυλεία και άυλα περιουσιακά στοιχεία ή πνευματική ιδιοκτησία όπως διπλώματα ευρεσιτεχνίας και πνευματικά δικαιώματα (Chambers et al., 2018).

Για τους επενδυτές, τα πραγματικά περιουσιακά στοιχεία χρησιμεύουν κυρίως ως διαφοροποιητές χαρτοφυλακίου. Προηγούμενη έρευνα δείχνει ότι οι κατηγορίες πραγματικών περιουσιακών στοιχείων όπως η γη, η γεωργική γη, η ξυλεία και η υποδομή δεν έχουν σχεδόν καμία συσχέτιση με τις παραδοσιακές μετοχές και μόνο ελάχιστες συσχετίσεις μεταξύ τους (Harris et al., 2013). Τα ακίνητα περιλαμβάνουν ένα ευρύ φάσμα περιουσιακών στοιχείων από ιδιωτικά ακίνητα μέχρι καλές τέχνες και συλλεκτικά αντικείμενα. Οι ιδιωτικές επενδύσεις σε ακίνητα περιλαμβάνουν ιδιοκτησιακά μερίδια σε εμπορικά ακίνητα ή γη σε διάφορους τομείς, όπως κτίρια γραφείων, λιανικό εμπόριο, βιομηχανίες και πολυκατοικίες.

Οι στρατηγικές χρέους ιδιωτικών ακινήτων προσφέρουν έκθεση σε δάνεια για τέτοια ακίνητα. Οι στρατηγικές μετοχικού κεφαλαίου ιδιωτικής ακίνητης περιουσίας εμπίπτουν σε τέσσερις κύριες κατηγορίες που αντικατοπτρίζουν τα χαρακτηριστικά κινδύνου και απόδοσης τους. Οι βασικές στρατηγικές παρέχουν γενικά έκθεση σε

καλά μισθωμένα κτίρια σε περιζήτητες αγορές. Αυτά τα ακίνητα τείνουν να έχουν ποιοτικούς ενοικιαστές με μακροχρόνιες μισθώσεις και ως εκ τούτου οι αποδόσεις καθορίζονται τόσο από το τρέχον εισόδημα όσο και από την ανατίμηση του κεφαλαίου (Bance, 2004).

Οι στρατηγικές προστιθέμενης αξίας μπορεί να προσφέρουν έκθεση σε λιγότερο επιθυμητά ακίνητα που απαιτούν βελτίωση κεφαλαίου ή έχουν χαμηλά επίπεδα πληρότητας και επομένως τείνουν να έχουν υψηλότερα προφίλ κινδύνου και απόδοσης. Τέλος, τα ευκαιριακά κεφάλαια περιλαμβάνουν αμφισβητούμενα ακίνητα που μπορεί να είναι κενά ή βρίσκονται πολύ νωρίς στη φάση ανάπτυξης. Οι αποδόσεις γενικά καθοδηγούνται από την ανατίμηση του κεφαλαίου και αυτές οι στρατηγικές τείνουν να είναι πιο κατάλληλες για επενδυτές με υψηλότερη ανοχή στον κίνδυνο (Bartram & Dufey, 2001).

Τα εμπορεύματα ταξινομούνται επίσης στα πραγματικά περιουσιακά στοιχεία και περιλαμβάνουν βασικά αγαθά, πρώτες ύλες και φυσικούς πόρους, όπως πετρέλαιο, φυσικό αέριο, πολύτιμα μέταλλα και γεωργικά προϊόντα. Η υποδομή αντιπροσωπεύει φυσικές δομές, εγκαταστάσεις και άλλα περιουσιακά στοιχεία που επιτρέπουν την αποθήκευση ή τη μεταφορά αγαθών, υπηρεσιών, ενέργειας και πληροφοριών, όπως γέφυρες, αυτοκινητόδρομοι, αγωγοί και κέντρα δεδομένων (Bartram & Dufey, 2001).

3.5.3 Εμπορεύματα

Ένα άλλο περιουσιακό στοιχείο με ενδιαφέροντα χαρακτηριστικά που εμπίπτει στο τμήμα των εναλλακτικών επενδύσεων είναι τα εμπορεύματα. Το περιουσιακό στοιχείο αποτελείται από δύο κύριες ευθυγραμμίσεις. ένα με αναλώσιμα χαρακτηριστικά και ένα άλλο που έχει τα χαρακτηριστικά αλλοίωσης, δηλαδή μετατροπή αργού πετρελαίου σε προϊόντα πετρελαίου ή βενζίνη. Σε αντίθεση με τα παραδοσιακά περιουσιακά στοιχεία τα εμπορεύματα μπορούν να διακριθούν σε κατηγορίες. Πρώτον, τα χαρακτηριστικά της αγοράς εμπορευμάτων ως εκφρασμένα σε δολάρια, για παράδειγμα η γενική υποτίμηση του δολαρίου οδηγεί σε αύξηση των τιμών των εμπορευμάτων (Anson, 2006).

Δεύτερον, τα εμπορεύματα προσφέρουν στους επενδυτές τους μια αποτελεσματική αντιστάθμιση τόσο έναντι του αναμενόμενου όσο και του απροσδόκητου πληθωρισμού. Αυτό μέσω των θεμελιωδών αρχών της μεταφοράς του χαρακτηριστικού ως πραγματικού περιουσιακού στοιχείου και επομένως έχουν μια εγγενή αξία αντανακλώντας τις αλλαγές στο επίπεδο τιμολόγησης. Τρίτον, τα εμπορεύματα καθορίζονται από την τρέχουσα κατάσταση της οικονομίας και ως εκ τούτου ποικίλλουν ανάλογα με τον οικονομικό κύκλο, επομένως οι περίοδοι ισχυρής επέκτασης αντιστοιχούν σε αυξανόμενες τιμές των εμπορευμάτων λόγω της αυξημένης ζήτησης και των αντισταθμιστικών ιδιοτήτων των εμπορευμάτων για τον πληθωρισμό (Marston, 2011).

Τέλος, ένα βασικό προϊόν δεν είναι περιουσιακό στοιχείο που παράγει εισόδημα που δεν αποφέρει δηλαδή συνεχή ροή ταμειακών ροών. Επομένως, τα εμπορεύματα δεν μπορούν να εκτιμηθούν μέσω παραδοσιακών μεθόδων αποτίμησης, αντίθετα εξαρτώνται από την αλληλεπίδραση μεταξύ προσφοράς και ζήτησης. Επιπλέον, τα εμπορεύματα διακρίνονται περαιτέρω από τα παραδοσιακά περιουσιακά στοιχεία λόγω της εγγενούς χαμηλής συσχέτισης με τις μετοχές και τα ομόλογα.

Ωστόσο, τελευταία, η αυξημένη ελκυστικότητα της κατηγορίας περιουσιακών στοιχείων είχε ως αποτέλεσμα την ισχυρότερη δυναμική της αγοράς με αποτέλεσμα την αύξηση του όγκου συναλλαγών και του συνολικού κύκλου εργασιών (Ben-David et al., 2018). Αυτό, κυρίως λόγω του αυξανόμενου ενδιαφέροντος για τα εμπορεύματα που έχει συμβάλει σε υψηλότερο βαθμό αποτελεσματικότητας τιμολόγησης και αυξημένες εισροές κεφαλαίων, οι οποίες έμμεσα μπορούν να οδηγήσουν σε υψηλότερους συσχετισμούς με παραδοσιακά περιουσιακά στοιχεία εξαλείφοντας τα οφέλη διαφοροποίησης (Belousova & Dorfleitner, 2012).

3.5.4 Ομόλογα υψηλής απόδοσης

Τα ομόλογα υψηλής απόδοσης, γνωστά και ως "junk bonds", είναι ομόλογα με πιστοληπτική ικανότητα κάτω από το S&P BBB (Berk & DeMarzo, 2020). Οι μικροεπενδυτές μπορούν να διατηρήσουν τον έλεγχο του κινδύνου των ομολόγων υψηλής απόδοσης εάν ο επενδυτής διαφοροποιήσει διατηρώντας ένα

διαπραγματεύσιμο αμοιβαίο κεφάλαιο (ETF) αυτών των προϊόντων. Πολλά γνωστά ETF υψηλής απόδοσης περιλαμβάνουν τα Barclays High Yield Bonds που εκδίδονται από τη BlackRock, τη μεγαλύτερη εταιρεία ιδιωτικών μετοχών στον κόσμο. Ωστόσο, υπάρχουν κόστη που συνδέονται με τους επενδυτές που διαπραγματεύονται τα ETF. Για παράδειγμα, η Barclay χρεώνει ετήσια προμήθεια 0,15% επί του επενδυμένου κεφαλαίου (Meziani, 2006).

Ο Jark (2020) υποστηρίζει ότι ο όρος "junk bonds" είναι παραπλανητικός. Ενώ ορισμένα ομόλογα είναι πάντα επικίνδυνα και χρεοκοπημένα, η ποιότητα της πλειοψηφίας των ομολόγων είναι αρκετά υψηλή. Επιπλέον, τονίζει πόσο πιο σταθερά είναι τα ομόλογα υψηλής απόδοσης από το χρηματιστήριο, τοποθετώντας τις αποδόσεις και τη μεταβλητότητά τους μεταξύ ομολόγων και μετοχών. Επιπλέον, σε περίπτωση χρεοκοπίας μιας εταιρείας, οι ομολογιούχοι εισπράττουν το κεφάλαιό τους ενώπιον των κατόχων μετοχών.

Έτσι, οι περισσότεροι θεσμικοί και διαπιστευμένοι επενδυτές διαφοροποιούν τα χαρτοφυλάκια τους επενδύοντας σε ομόλογα υψηλής απόδοσης (Jark, 2020). Ανεξάρτητα από αυτό, θα εξακολουθεί να υπάρχει ένα στοιχείο αβεβαιότητας σχετικά με τις υψηλές αποδόσεις, καθώς έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα αθέτησης υποχρεώσεων από τα παραδοσιακά ομόλογα. Σύμφωνα με τον Houweling (2012), τα junk ομόλογα φαίνεται να πέφτουν γρήγορα κατά τη διάρκεια της ύφεσης.

3.5.5 Ψηφιακά περιουσιακά στοιχεία

Τα ψηφιακά περιουσιακά στοιχεία, όπως το bitcoin, έχουν σχεδιαστεί για να λειτουργούν ως μέσα ανταλλαγής που αποθηκεύονται σε ένα αποκεντρωμένο καθολικό γνωστό ως blockchain. Είναι επίσης γνωστά ως κρυπτονομίσματα. Οι επενδυτές και οι έμποροι μπορούν να αγοράσουν και να πουλήσουν αυτά τα περιουσιακά στοιχεία σε χρηματιστήρια παρόμοια με άλλες αγορές δημοσίων τίτλων. Τα Stablecoins είναι μια κατηγορία ψηφιακών περιουσιακών στοιχείων που έχουν σχεδιαστεί για να προσφέρουν σταθερότητα τιμών που υποστηρίζονται από ένα αποθεματικό περιουσιακό στοιχείο. Είναι χαρακτηριστικές μορφές νομίσματος fiat.

Τα ψηφιακά νομίσματα της κεντρικής τράπεζας είναι πρωτοβουλίες υπό την καθοδήγηση της κυβέρνησης που προσπαθούν να δημιουργήσουν εγγενώς ψηφιακό νόμισμα fiat σε ένα δίκτυο blockchain. Τα μη ανταλλάξιμα διακριτικά (NFT) είναι ξεχωριστά μοναδικά ψηφιακά στοιχεία. Σε αντίθεση με τα ανταλλάξιμα κρυπτονομίσματα, δεν μπορούν να διαπραγματεύονται ή να ανταλλάσσονται με ισοδυναμία. Τα NFT μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την αναπαράσταση εγγενών ψηφιακών ή πραγματικών αντικειμένων, όπως έργα τέχνης, συλλεκτικά αντικείμενα και ακίνητα.

3.6 Εναλλακτικά περιουσιακά στοιχεία σε περιόδους κρίσεις

Μέχρι στιγμής, έχει μελετηθεί καλά πώς αποδίδουν τα ρευστά περιουσιακά στοιχεία όπως μετοχές, ομόλογα και πιστώσεις σε μια οικονομική ύφεση ή κρίση. Σε γενικές γραμμές, οι μετοχές έχουν κακή απόδοση, ενώ τα ομόλογα παρέχουν καθοδική προστασία. Το ερώτημα είναι, λοιπόν, πού ταιριάζουν τα εναλλακτικά περιουσιακά στοιχεία σε αυτό το περιβάλλον. Ενώ τα εναλλακτικά περιουσιακά στοιχεία έχουν αυξήσει τις κατανομές τους σε χαρτοφυλάκια επενδυτών, τα ομόλογα έκαναν το αντίθετο. Σήμερα, όχι μόνο έχουν μειωμένο βάρος στα περισσότερα χαρτοφυλάκια, αλλά αμφισβητείται η ικανότητά τους να παρέχουν επαρκή προστασία απόδοσης για την επόμενη ύφεση. Έτσι, οι εναλλακτικές επενδύσεις μπορούν να φέρουν αυξημένο φορτίο σε πολλά χαρτοφυλάκια κατά την επόμενη ύφεση.

Οι Christoph et al. (2020) ερεύνησαν την απόδοση των εναλλακτικών επενδύσεων κατά τη διάρκεια της τρέχουσας κρίσης Covid-19 και των προηγούμενων κρίσεων κατά τις προηγούμενες δεκαετίες. Τα ακίνητα έχουν, γενικά, μια καλή διαφοροποίηση κατά τη διάρκεια της οικονομικής ύφεσης, εκτός από τις περιπτώσεις όπου η αποτίμηση είναι εξαιρετικά υψηλή, όπως στην ύφεση στις αρχές της δεκαετίας του 1990 ή στη Μεγάλη Ύφεση το 2008. Ωστόσο, η απόδοση έχει αναμειχθεί σε ιστορικές κρίσεις και υποκατηγορίες περιουσιακών στοιχείων όπως λιανικής, γραφείου και βιομηχανίας. Επιπλέον, καθώς τα μη εισηγμένα ακίνητα είναι μια ετερογενής και σπάνια διαπραγματεύσιμη κατηγορία περιουσιακών στοιχείων, η χαμηλή μεταβλητότητά τους κατά τη διάρκεια κρίσεων και η καλή απόδοση μπορεί συχνά να οφείλονται σε έλλειψη παρατηρήσεων (Cho et al., 2013).

Τα ιδιωτικά κεφάλαια, από την άλλη, δεν έχουν δώσει κανένα πλεονέκτημα σε περιόδους κρίσης. Σε γενικές γραμμές, τα ιδιωτικά κεφάλαια δεν είναι καλός παράγοντας διαφοροποίησης, καθώς σημειώνουν μεγάλες απώλειες όπως οι μετοχές σε μια οικονομική ύφεση, καθώς οι ίδιοι οικονομικοί παράγοντες τις επηρεάζουν. Ωστόσο, όπως και τα ακίνητα, εξαρτώνται από το επιχειρηματικό μοντέλο και το στυλ των ιδιωτικών κεφαλαίων. Για παράδειγμα, το Venture Capital αναμένεται να αυξήσει ελαφρώς τη διαφοροποίηση. Ορισμένες επιχειρήσεις με γνώμονα την τεχνολογία κερδίζουν ενώ αλυσίδες εστιατορίων, επιχειρήσεις εκδηλώσεων, ταξίδια ή επιχειρήσεις που σχετίζονται με το πετρέλαιο έχουν πληγεί σοβαρά.

Τέτοια ευρήματα αναφέρθηκαν επίσης από τους Nielsen (2010) και Brammer και Rants (2015). Η μελέτη των Junge και Petersen (2020) πραγματοποιήθηκε χρησιμοποιώντας το εισηγμένο δείκτη αναφοράς αναπαραγωγής υγρών ως δείκτη για τον δείκτη ιδιωτικών μετοχών, ο οποίος μπορεί να υπερεκτιμήσει τον αντίκτυπο σε σύντομες χρονικές περιόδους. Ο Marston (2011) σημείωσε επιπλέον ότι καθώς τα δημόσια περιουσιακά στοιχεία όπως οι μετοχές και τα καταπιστεύματα επενδύσεων σε ακίνητα τιμολογούνται καθημερινά στα χρηματιστήρια, δεν μπορεί να ειπωθεί το ίδιο για τα ιδιωτικά περιουσιακά στοιχεία όπως τα ιδιωτικά κεφάλαια. Υποστήριξε επίσης ότι τα εισηγμένα ρευστά αντίγραφα ακινήτων και ιδιωτικών κεφαλαίων αντιδρούν πιο γρήγορα σε χρηματοοικονομικές κρίσεις από τα αντίστοιχα ιδιωτικά.

Αυτό συμβαίνει επειδή τέτοια ιδιωτικά περιουσιακά στοιχεία βασίζονται σε εκτιμήσεις και όχι σε τιμές αγοράς (Cho et al., 2013). Για παράδειγμα, κατά τη διάρκεια της Μεγάλης Ύφεσης το 2008, η απόδοση FTSE/NAREIT στα εισηγμένα καταπιστεύματα επενδύσεων σε ακίνητα μειώθηκε κατά 63,4%. Εν τω μεταξύ, ο δείκτης NCREIF που αντανάκλα τις θεσμικές κατοχές ακίνητης περιουσίας μειώθηκε μόνο κατά 10,5%. Σίγουρα η διαφορά μεταξύ των εμπορικών ακινήτων που κατέχονται σε καταπιστεύματα επενδύσεων σε ακίνητα και εκείνων που κατέχονται σε θεσμικά χαρτοφυλάκια δεν μπορεί να είναι τόσο μεγάλη. Ενώ τέτοιες αξίες μπορεί να φαίνεται ότι προστατεύουν τους επενδυτές από την ύφεση της αγοράς, αυτά φαίνονται βέβαια μακριά από την αλήθεια (Kempen, 2017). Η μόγλευση δεν μπορεί ούτε να εξηγήσει τη διαφορά. Ενώ είναι πιθανό ότι τα καταπιστεύματα επενδύσεων

σε ακίνητα έχουν μεγαλύτερη επιρροή λόγω της υψηλότερης μόχλευσης, ο Kempen (2017), ανακάλυψε ότι τόσο τα εισηγμένα όσο και τα μη εισηγμένα ακίνητα είχαν περίπου την ίδια μόχλευση, περίπου 40% μόχλευση στη συνολική αξία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4-ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΕΣ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΝΕΑ ΜΟΝΤΕΛΑ

4.1 Μουσικά δικαιώματα

Τα δικαιώματα είναι μη συσχετισμένα περιουσιακά στοιχεία και επομένως μια μοναδική μορφή εναλλακτικής επένδυσης. Οι επενδυτές μπορούν να συμμετέχουν στις επενδύσεις αγοράς και πώλησης δικαιωμάτων μουσικής, πνευματικής ιδιοκτησίας και άλλων περιουσιακών στοιχείων που δημιουργούν ταμείο (Plumb, 2016). Αυτά τα εναλλακτικά περιουσιακά στοιχεία προσφέρουν μια σταθερή και χαμηλού κινδύνου εναλλακτική σε σύγκριση με τις μετοχές. Μπορούν να δημιουργήσουν σταθερές ταμειακές ροές για πολλά χρόνια. Τα δικαιώματα θεωρούνται ως χρηματική αποζημίωση που καταβάλλεται στον κάτοχο ενός περιουσιακού στοιχείου όπως τα δικαιώματα μουσικής ή η πνευματική ιδιοκτησία. Ο ιδιοκτήτης έχει την επιλογή να χορηγήσει άδεια χρήσης του στοιχείου για χρήση από άλλο μέρος (Malladi & Fabozzi, 2016).

Με βάση τη χρήση, ο ιδιοκτήτης λαμβάνει ένα ποσοστό από τα καθαρά έσοδα του περιουσιακού στοιχείου. Το εισόδημα αυτό καταβάλλεται στους επενδυτές σε συγκεκριμένα χρονικά διαστήματα, όπως ετήσια, τριμηνιαία ή μηνιαία. Σε σύγκριση με τις μετοχές, οι οποίες κυμαίνονται καθημερινά, τα δικαιώματα διακρίνονται από τη χαμηλότερη μεταβλητότητά τους (Butler, 2014). Η αποτίμηση αυτών των εναλλακτικών περιουσιακών στοιχείων βασίζεται στη δημιουργία εισοδήματος από διαφορετικές κατηγορίες δικαιωμάτων. Αφού υπολογιστεί ένα καθαρό εισόδημα για τα δικαιώματα, ο πωλητής προσθέτει ένα πολλαπλάσιο για να φτάσει στην τιμή αγοράς ή αποτίμησης. Ο προσδιορισμός ενός πολλαπλού είναι υποκειμενικός.

Οι ακόλουθοι δείκτες θα μπορούσαν να είναι καθοριστικοί για τον προσδιορισμό των πολλαπλασίων. Η διασημότητα του καλλιτέχνη ή του τραγουδιού, πόσο συχνά έχει αδειοδοτηθεί και εάν υπάρχει ισχυρή συνέπεια στα κέρδη (Plumb, 2016). Η οικονομική ανάλυση βασίζεται στα κέρδη που παράγονται τα τελευταία τρία έως πέντε χρόνια. Λαμβάνονται υπόψη τρεις κύριες πηγές εισοδήματος (Plumb, 2016):

1. Δικαιώματα δημόσιας εκτέλεσης: Εάν ένα τραγούδι παίζεται σε συναυλίες, παίζεται στο ραδιόφωνο ή στο Διαδίκτυο ή μεταδίδεται σε πλατφόρμες όπως το Spotify, τότε καταβάλλονται δικαιώματα δημόσιας εκτέλεσης.

2. Μηχανικά δικαιώματα: Τα μηχανικά δικαιώματα καταβάλλονται στους τραγουδοποιούς όταν κάποιος κάνει ένα αντίγραφο του τραγουδιού τους.

3. Έσοδα από την τηλεόραση και τον κινηματογράφο: Τα έσοδα αυτά δημιουργούνται όταν ένα τραγούδι χρησιμοποιείται σε διαφημιστικό ή σε άλλα μέσα, όπως η τηλεόραση.

Έτσι, ο πιο σημαντικός παράγοντας όσον αφορά το πόσα χρήματα κερδίζει ένα τραγούδι είναι η συχνότητα χρήσης του. Όσο πιο δημοφιλές είναι το τραγούδι, τόσο πιο συχνά θα παίζεται και τόσο περισσότερα χρήματα θα κερδίσει (Lassiter-Lyons, 2017). Από την άλλη πλευρά, η μουσική βιομηχανία έχει τα δικά της προβλήματα που μπορούν να προσθέσουν ρίσκο στα περιουσιακά στοιχεία. Σύμφωνα με το Hipgnosis Songs Fund, μια εταιρεία επενδύσεων μουσικής, είναι δύσκολο να τιμολογηθούν τα τραγούδια επειδή η μέθοδος αποτίμησης είναι εγγενώς αναδρομική. Η μουσική βιομηχανία βρίσκεται σε μια κατάσταση ραγδαίας αλλαγής, η οποία με τη σειρά της επηρεάζει τα μελλοντικά έσοδα (Plumb, 2016).

Όσον αφορά τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου, τα δικαιώματα εκμετάλλευσης προσφέρουν επίσης μια καλή ευκαιρία για την επίτευξη υψηλών αποδόσεων με σχετικά χαμηλότερο κίνδυνο. Πολλά συνταξιοδοτικά ταμεία στρέφονται σε δικαιώματα εκμετάλλευσης για να αυξήσουν τις αποδόσεις τους (Lassiter-Lyons, 2017). Σύμφωνα με την εταιρεία συμβούλων PWC, η μουσική βιομηχανία προβλέπεται να αναπτυχθεί έως το 2025 λόγω της απότομης αύξησης των συνδρομητικών υπηρεσιών μουσικής. Έτσι, οι πληρωμές δικαιωμάτων σε καλλιτέχνες και ιδιοκτήτες ωφελημάτων πνευματικής ιδιοκτησίας θα αυξηθούν λόγω της μουσικής τάσης (PWC, 2015).

4.2 Ναυτιλία

Η ναυτιλία σχετίζεται με τη μεταφορά αγαθών από ένα μέρος στον κόσμο σε άλλο. Η αγορά είναι παγκόσμια, τόσο για πλοιοκτήτες όσο και για πελάτες. Οι παράγοντες που επηρεάζουν τους ναύλους, αφενός, και το κόστος κατασκευής, λειτουργίας και την υπολειμματική αξία ενός πλοίου, από την άλλη, εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από παγκόσμιους οικονομικούς και πολιτικούς παράγοντες. Οι μεγαλύτεροι κίνδυνοι για τους πλοιοκτήτες περιλαμβάνουν χρηματοοικονομικούς κινδύνους όπως συναλλαγματικές ισοτιμίες, κινδύνους επιτοκίου, κινδύνους αναχρηματοδότησης, οικονομική ανάπτυξη, τιμές εμπορευμάτων, καθώς και πολιτικούς κινδύνους όπως δασμοί, κανονισμοί, πόλεμοι, πολιτική αστάθεια και άλλα (Bahl, 2018).

Η ναυτιλιακή βιομηχανία υπόκειται σε συνεχείς αλλαγές. Η τάση είναι προς γιγάντια πλοία μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων και γιγαντιαία δεξαμενόπλοια. Τα μικρά πλοία εκδιώκονται από την αγορά, καθώς το επίκεντρο είναι η αποτελεσματικότητα, το χαμηλότερο κόστος μεταφοράς και η αυτοματοποίηση. Επιπλέον, η αυξανόμενη διαφάνεια μέσω παγκόσμιων αναμεταδοτών δημοσιοποιεί τη θέση κάθε πλοίου στη γη. Ο αυξανόμενος παγκόσμιος πληθυσμός και η συνεχής επέκταση των υποδομών, ακόμη και σε αναπτυσσόμενες χώρες που προηγουμένως ήταν δυσπρόσιτες, οδηγούν σε σταθερά αυξανόμενη ευημερία στις αναδυόμενες αγορές, γεγονός που υποστηρίζει τη ζήτηση για προϊόντα και συνεπώς τη βιομηχανία μεταφορών (Bricker & Johnson, 2015).

Ένα ταμείο πλοίου είναι ένα ταμείο κλειστού τύπου. Σε αυτή τη μορφή επένδυσης, η εταιρεία αμοιβαίων κεφαλαίων συλλέγει τα χρήματα των επενδυτών προκειμένου να πραγματοποιήσει ένα συγκεκριμένο έργο. Αυτό μπορεί να περιλαμβάνει, για παράδειγμα, την κατασκευή πλοίων. Όταν το αμοιβαίο κεφάλαιο ξεκινά, καθορίζεται μια περίοδος τοποθέτησης κατά την οποία οι επενδυτές μπορούν να αποκτήσουν μετοχές. Μόλις συγκεντρωθεί το απαιτούμενο κεφάλαιο, το ταμείο κλείνει. Το κλείσιμο δεν σημαίνει μόνο ότι κανένας άλλος επενδυτής δεν μπορεί να επενδύσει χρήματα στο αμοιβαίο κεφάλαιο, αλλά σημαίνει επίσης ότι τα μερίδια του αμοιβαίου κεφαλαίου δεν είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμα και επομένως είναι δύσκολο να

μεταπωληθούν πριν από τη λήξη της καθορισμένης περιόδου (Berk & DeMarzo, 2020).

Εάν ο επενδυτής βρει αγοραστή, η τιμή εξαρτάται από την προσφορά και τη ζήτηση και όχι από το πόσο αρχικά κοστίζουν τα μερίδια του αμοιβαίου κεφαλαίου. Τα ναυτιλιακά ταμεία είναι γνωστά για τις μακροπρόθεσμες επενδύσεις τους. Η διάρκεια του ταμείου είναι γενικά μεταξύ δέκα και είκοσι πέντε ετών. Κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, το πλοίο πρέπει να απασχολείται τακτικά με παραγγελίες για να μην υποστεί ζημιά. Η επιστροφή εξαρτάται από την αξιοποίηση του πλοίου. Οι επενδυτές χρηματοδοτούν κυρίως την κατασκευή πλοίων μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων, κρουαζιερόπλοιων, δεξαμενόπλοιων και φορτηγών πλοίων (Auxmoney, 2015).

4.3 Νέα επιχειρηματικά μοντέλα για τις εταιρείες εναλλακτικών επενδύσεων

Η αυξανόμενη πολυπλοκότητα των θεσμικών επενδυτών και η αυξανόμενη σημασία των μικροεπενδυτών αλλάζει την ισορροπία δυνάμεων μεταξύ των ετερόρρυθμων εταιρών και των γενικών εταιρών. Το αποτέλεσμα είναι μια αναμόρφωση του ανταγωνιστικού τοπίου και των επιχειρηματικών μοντέλων που πιθανότατα θα αποδειχθούν επιτυχημένα στο μέλλον. Τελικά, η αλλαγή στη φύση της κεφαλαιακής βάσης θα οδηγήσει τόσο στην ενοποίηση του κλάδου όσο και σε μια ολόενα και πιο έντονη διχοτόμηση του κλάδου. Υπό αυτή την έννοια, το εναλλακτικό επενδυτικό τοπίο πρόκειται να υποβληθεί στην ίδια διαδικασία ωρίμανσης που έχουν ήδη περάσει η επενδυτική τραπεζική και η διαχείριση περιουσιακών στοιχείων (Foulke, 2015).

Το νέο τοπίο θα ευθυγραμμιστεί κατά μήκος δύο αξόνων. Το πρώτο είναι κατά κλίμακα και εξειδίκευση των γενικών εταιρών. Το δεύτερο καθορίζει το μέγεθος και την πολυπλοκότητα των ετερόρρυθμων εταιρών που παρέχει το κεφάλαιο που πρόκειται να επενδυθεί (Schaub & Schmid, 2013). Εν τω μεταξύ, οι αποφάσεις σχετικά με το είδος των ετερόρρυθμων εταιρών από το οποίο θα αντληθούν κεφάλαια θα καθορίσουν τις στρατηγικές επιλογές που θα διαθέτουν οι γενικοί εταίροι. Σχεδόν εξ ορισμού, το κόστος εξυπηρέτησης μιας βάσης λιανικής είναι πολύ υψηλότερο από

αυτό που σχετίζεται με τους θεσμικούς επενδυτές. Υπάρχουν και άλλες διαφορές που θα βοηθήσουν στο διαχωρισμό των επιχειρηματικών μοντέλων που εστιάζουν στο λιανικό εμπόριο από αυτά των ομοτίμων τους που εστιάζονται στο ίδρυμα (Schaub & Schmid, 2013).

Το ποσό του κεφαλαίου που μπορούν να επενδύσουν μεμονωμένοι μικροεπενδυτές σε οποιοδήποτε συγκεκριμένο αμοιβαίο κεφάλαιο είναι σχετικά μικρό, πράγμα που σημαίνει ότι οι εταιρείες επενδύσεων θα είναι σε ισχυρή θέση να υπαγορεύσουν πώς θα κατανεμηθούν τα οικονομικά οφέλη. Ωστόσο, η μικρή κλίμακα σημαίνει επίσης ότι οι επιχειρήσεις θα θεωρήσουν πολύ πιο δαπανηρή την εξυπηρέτηση των λιανικών επενδυτών για οποιοδήποτε δεδομένο ποσό κεφαλαίου που θα αντληθεί. Μαζί, αυτές οι δύο διαρθρωτικές διαφορές σημαίνουν ότι οι μικροεπενδυτές μπορούν να αναμένουν να πληρώσουν υψηλότερες προμήθειες διαχείρισης από τους θεσμικούς επενδυτές.

Η άντληση κεφαλαίων λιανικής θα σημαίνει τη δημιουργία μεγάλων αλυσίδων διανομής και την επένδυση στο μάρκετινγκ και το branding για να βοηθήσει τη μετατροπή της εταιρείας σε ένα αξιόπιστο οικιακό όνομα. Από αυτή την άποψη, οι εταιρείες που εστιάζουν στο λιανικό εμπόριο θα ακολουθήσουν την πορεία που έχουν ήδη ακολουθήσει οι διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων όπως η Fidelity και η Vanguard. Αναμένεται επίσης από ορισμένες εταιρείες να ακολουθήσουν μια υβριδική στρατηγική (Boyd, 2017).

Το αντίστροφο μπορεί να ισχύει για τους παραδοσιακούς διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων, οι οποίοι μπορεί να αποφασίσουν να προσφέρουν εναλλακτικά επενδυτικά προϊόντα τόσο σε ιδιώτες όσο και σε θεσμικούς επενδυτές. Στη συνέχεια θα χρησιμεύουν ως διαχειριστές εναλλακτικών επενδύσεων λιανικής και θα ανταγωνίζονται για τον χώρο που καταλαμβάνουν ιστορικά τα funds. Έτσι λοιπόν τα πέντε μοντέλα που εντοπίζονται για τις εταιρείες εναλλακτικών επενδύσεων είναι τα ακόλουθα (Van Horne, 2016):

α) παγκόσμιοι εναλλακτικοί διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων

β) ειδικοί

γ) διαχειριστές εναλλακτικών επενδύσεων λιανικής

δ) νεοσύστατες εταιρείες

ε) κεφάλαια ταμείων

4.3.1 Παγκόσμιοι εναλλακτικοί διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων

Οι παγκόσμιοι εναλλακτικοί διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων επενδύουν απευθείας σε μια σειρά από κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων για λογαριασμό τόσο θεσμικών όσο και ιδιωτών επενδυτών. Δημιουργούν τη σύνθετη εσωτερική υποδομή για την εξυπηρέτηση θεσμικών και λιανικών επενδυτών και για την κάλυψη των συνακόλουθων κανονιστικών απαιτήσεων. Προκειμένου να αντιμετωπιστούν οι ανάγκες των θεσμικών επενδυτών, οι παγκόσμιοι εναλλακτικοί διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων θα τονίσουν συνήθως την ικανότητά τους να δημιουργούν τον συντελεστή alpha, π.χ. μέσω της ανάπτυξης εσωτερικών λειτουργικών ομάδων (Honghui et al., 2016).

Αυτές οι επενδύσεις μπορεί επίσης να ωφελήσουν τους ιδιώτες επενδυτές, αν και η εταιρεία πιθανότατα θα προσπαθήσει να αποσπάσει όσο το δυνατόν μεγαλύτερο μέρος του περιθωρίου κέρδους για τον εαυτό της σε αυτόν τον τομέα, π.χ. μέσω τελών που σχετίζονται με τη διανομή. Ο τύπος της υποδομής που δημιουργούν οι παγκόσμιοι εναλλακτικοί διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων τους διακρίνει επίσης από τους παραδοσιακούς διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων. Μόνο οι πρώτοι έχουν τη δυνατότητα να προμηθεύονται και να επενδύουν απευθείας σε ιδιωτικές συμφωνίες και να προσθέτουν άμεσα αξία στα περιουσιακά στοιχεία μετά την απόκτηση. Η διάκριση είναι ιδιαίτερα ισχυρή σε κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων που σχετίζονται με ιδιωτικές μετοχές ή σε δυσμενείς καταστάσεις (Mushtaq & Shah, 2014).

4.3.2 Ειδικοί

Οι ειδικοί συνήθως εστιάζουν στη δημιουργία άλφα σε ένα σχετικό σύνολο περιοχών ή τομέων και συνήθως εντός μιας κατηγορίας περιουσιακών στοιχείων. Η κλίμακα

και το εύρος αυτών των εταιρειών κυμαίνεται από μια σκόπιμη εστίαση σε έναν μεμονωμένο τομέα ή περιοχή έως μια διευρυμένη εστίαση σε πολλούς στενά συνδεδεμένους τομείς ή παιχνίδια σε διάφορες περιοχές (π.χ. αναπτυσσόμενες αγορές). Η δομή του ειδικού μοντέλου σημαίνει ότι οι θεσμικοί επενδυτές είναι η φυσική πηγή κεφαλαίου (Rahim & Masih, 2016).

Οι ειδικοί επικεντρώνονται σχεδόν αποκλειστικά στη μεγιστοποίηση των αποδόσεων, ενώ ελαχιστοποιούν τα έξοδα που δεν σχετίζονται με τις επενδύσεις. Οι περισσότεροι δεν επιδιώκουν να επεκταθούν πέρα από τη βασική τους τεχνογνωσία, προσφέροντας στους ετερόρρυθμους εταίρους μια σειρά προϊόντων, καθώς αυτό θα υπονόμεινε την κύρια πρόταση αξίας τους. Σε αντίθεση με τους παγκόσμιους εναλλακτικούς διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων, συνήθως δεν επενδύουν σημαντικά στην ανάπτυξη της θεσμικής υποδομής που είναι απαραίτητη για να εισαχθούν δημόσια, να παρέχουν επενδυτικές ευκαιρίες σε ιδιώτες επενδυτές ή να εμπλακούν στη δημιουργία επωνυμίας εκτός της επενδυτικής σφαίρας (Khan et al., 2017).

Η αυξανόμενη κλίμακα και η πολυπλοκότητα των ετερόρρυθμων εταιριών αυξάνει την πίεση στους γενικούς εταίρους. Το αποτέλεσμα είναι μια σταθερή ενοποίηση του τμήματος, η οποία οδηγείται από θεσμικούς επενδυτές που συγκεντρώνουν μεγαλύτερες κατανομές σε επιχειρήσεις που έχουν απόδοση. Αν και αυτή η τάση ασκεί πίεση στους κατεστημένους φορείς, μειώνει επίσης τον ανταγωνισμό από νεοεισερχόμενους που συχνά ανταγωνίζονται στο εξειδικευμένο μοντέλο. – Οι ετερόρρυθμοι εταίροι θέτουν υψηλά ελάχιστα επίπεδα επένδυσης και τους αρέσει να επενδύουν σε εταιρείες που έχουν εκτεταμένο ιστορικό. Μια έρευνα θεσμικών επενδυτών διαπίστωσε ότι μόνο το 18% ενδιαφέρεται να επενδύσει σε κεφάλαια για πρώτη φορά το επόμενο έτος (Zonouzi et al., 2014).

4.3.3 Διαχειριστές εναλλακτικών επενδύσεων λιανικής

Σε αντίθεση με τις άλλες στρατηγικές, αυτό το μοντέλο βρίσκεται ακόμη στα αρχικά στάδια ανάπτυξης. Δομικά, είναι παρόμοιο με τους παγκόσμιους εναλλακτικούς διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων, καθώς επιδιώκει να αξιοποιήσει οικονομίες κλίμακας προσφέροντας εναλλακτικά προϊόντα σε πολλαπλές γεωγραφίες και

κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων. Ωστόσο, αυτό το μοντέλο αντιστρέφει την αλυσίδα αξίας. Οι διαχειριστές εναλλακτικών επενδύσεων λιανικής ασχολούνται πρώτα και κύρια με την παροχή εύκολης πρόσβασης σε εναλλακτικές λύσεις για μια μεγάλη ομάδα ανώνυμων λιανικών επενδυτών με τις υποκείμενες συμφωνίες και τις ομάδες επενδύσεων να αντιμετωπίζονται ως ανταλλάξιμες (Qadan & Yagil, 2015).

Αυτό έρχεται σε αντίθεση με τους παγκόσμιους εναλλακτικούς διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων, οι οποίοι εστιάζουν πρώτα και κύρια στις υποκείμενες συμφωνίες και τις επενδυτικές ομάδες ως πηγή ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος – δημιουργώντας μια πιο στενή ευθυγράμμιση με τους θεσμικά ετερόρρυθμους εταίρους που διαθέτουν τους πόρους για την λεπτομερή δέουσα επιμέλεια της ομάδας επενδύσεων. Από αυτή την άποψη, το μοντέλο των διαχειριστών εναλλακτικών επενδύσεων λιανικής είναι κοντά στην εστίαση στην πρόσβαση που προσφέρουν ιστορικά τα funds of funds και δεν είναι αδιανόητο ότι τα μεγαλύτερα funds θα μπορούσαν να κατακτήσουν αυτόν τον χώρο (Boyd, 2017).

Είναι επίσης ένα επιχειρηματικό μοντέλο που μπορεί να είναι κατάλληλο για τμήματα διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων ορισμένων τραπεζών, αξιοποιώντας την ισχυρή υποδομή και το εμπορικό σήμα που ήδη διαθέτουν (Petchrompro & Parlikad, 2019). Η αλλαγή της έμφασης οδηγεί σε ένα επιχειρηματικό μοντέλο που είναι ταυτόχρονα διαφοροποιημένο και βιώσιμο, κυρίως επειδή ένα πυκνό σύνολο καταναλωτικών και χρηματοοικονομικών κανονισμών χρησιμεύει ως εμπόδιο στην είσοδο (Liu, 2016).

Η φύση του υποκείμενου επενδυτικού μοντέλου διαδραματίζει βασικό ρόλο, καθώς οι ρυθμιστικές απαιτήσεις που αφορούν ζητήματα όπως η ρευστότητα και η διαφάνεια μπορεί να έχουν διαφορετική επίδραση, για παράδειγμα, σε hedge fund, ιδιωτικά κεφάλαια και πιστωτικές στρατηγικές. Οι διαχειριστές εναλλακτικών επενδύσεων λιανικής που ανταγωνίζονται σε παγκόσμια κλίμακα θα πρέπει να επενδύσουν σε μεγάλο βαθμό στις υπηρεσίες μάρκετινγκ που απαιτούνται για την ανύψωση της αξίας της επωνυμίας τους (Foulke, 2015).

4.3.4 Οι νεοσύστατες εταιρείες (Start-up)

Νέες εταιρείες με σαφώς καθορισμένη πρόταση αξίας θα συνεχίσουν να εισέρχονται στο εναλλακτικό επενδυτικό οικοσύστημα, αν και κάτι τέτοιο θα είναι όλο και πιο δύσκολο. Οι εταιρείες που επικεντρώνονται στην επένδυση σε μη ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία, τα οποία απαιτούν δέσμευση κεφαλαίων για πολλά χρόνια, θα δυσκολευτούν ιδιαίτερα να αντλήσουν κεφάλαια. Οι περισσότεροι δεν θα έχουν εκτεταμένο ιστορικό και θα πρέπει να επιδιώξουν να αντλήσουν κεφάλαια απευθείας από άτομα υψηλής καθαρής θέσης ή έμμεσα μέσω ενός διαχειριστή κεφαλαίων ή ενός διαχειριστή περιουσίας ή περιουσιακών στοιχείων (Levine, 2018).

Ακολουθώντας αυτό το μονοπάτι θα επιτρέψει στα κεφάλαια να παρακάμψουν την πρόκληση της συγκέντρωσης χρημάτων από μεγάλα ιδρύματα, τα οποία, όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, δεν είναι διατεθειμένα να υποστηρίξουν νέες επιχειρήσεις. Η έκταση αυτής της πρόκλησης φαίνεται στο γεγονός ότι μόλις εννέα εταιρείες εξαγοράς ιδιωτικών κεφαλαίων στην Ευρώπη προσέλκυσαν το 71% όλων των κεφαλαίων που συγκεντρώθηκαν και σχεδόν το 50% όλων των ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων που συγκεντρώθηκαν στην Ευρώπη κατά το πρώτο εξάμηνο του 2013 (World Economic Forum, 2015).

Οι περισσότερες νεοσύστατες εταιρείες αναμένεται να χρησιμοποιήσουν αυτό το μοντέλο, με αξιοσημείωτη εξαίρεση τα κεφάλαια spin-out που διαχειρίζονται ομάδες με μακρά ιστορία. Ωστόσο, οι εταιρείες που είναι σε θέση να έχουν σταθερά καλύτερες επιδόσεις θα έχουν ένα φυσικό κίνητρο να αυξήσουν τα κεφάλαιά τους. Εκείνοι που δεν μπορούν να διακριθούν μέσω της απόδοσής τους είτε θα δυσκολευτούν να αντλήσουν νέα κεφάλαια από εξελεγμένους επενδυτές είτε μπορεί να επιδιώξουν να συνεργαστούν με διαχειριστές εναλλακτικών επενδύσεων λιανικής προκειμένου να αποκτήσουν πρόσβαση σε λιγότερο εξελεγμένους ιδιώτες επενδυτές (Cesarone et al., 2016).

4.3.5 Κεφάλαια ταμείων

Τα κεφάλαια ταμείων (funds of funds) προσφέρουν ιστορικά σε ιδρύματα και σε ιδιώτες επενδυτές υψηλής καθαρής αξίας έναν εύκολο τρόπο πρόσβασης σε εναλλακτικές επενδύσεις. Ωστόσο, ο τομέας έχει δεχθεί έντονες πιέσεις τα τελευταία χρόνια, με τον αριθμό των εταιρειών και των υπό διαχείριση περιουσιακών στοιχείων να μειώνονται τα τελευταία χρόνια για κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων όπως εξαγορές ιδιωτικών μετοχών και αμοιβαία κεφάλαια κινδύνου. Ο βασικός λόγος είναι η αυξανόμενη εξοικείωση των θεσμικοί ετερόρρυθμων εταίρων με εναλλακτικές επενδύσεις.

Ο αντίκτυπος μπορεί εύκολα να φανεί στον χώρο των αμοιβαίων κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνου, όπου τα κεφάλαια που διατίθενται σε αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου μειώνονται από το 45% του συνόλου των κεφαλαίων των αμοιβαίων κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνου το 2006 σε μόλις 25% το 2013. Τα αμοιβαία κεφάλαια όλων των τύπων χρειάζονται τώρα κλίμακα για να επιβιώσουν. Τα κεφάλαια ταμείων (funds of funds) παραμένουν δυναμικά και εξελίσσονται με το μεταβαλλόμενο τοπίο. Μια τάση του κλάδου που προμηνύει καλό για το μέλλον τους είναι η πτώση της συσχέτισης μεταξύ των προηγούμενων και μελλοντικών επιδόσεων από τους γενικούς εταίρους (World Economic Forum, 2015).

Οι ετερόρρυθμοι εταίροι δεν θα μπορούν πλέον να βασίζονται κυρίως σε προηγούμενες επιδόσεις, αλλά θα πρέπει να επιδεικνύουν μεγάλη επιμέλεια σε μεμονωμένους διευθυντές. Η τάση λιανικής πώλησης μπορεί να υποστηρίξει τη μελλοντική ανάπτυξη για τα funds of funds, αντικαθιστώντας μέρος του κεφαλαίου που χάθηκε λόγω της θεσμοθέτησης των ετερόρρυθμων εταίρων. Η Morningstar σημειώνει ότι η αυξανόμενη σημασία του μικροεπενδυτή σημαίνει ότι οι διαχειριστές hedge fund αποκτούν πρόσβαση σε μια εντελώς νέα δεξαμενή κεφαλαίων.

Αυτοί οι ανταγωνιστές θα ασκήσουν πίεση στα κεφάλαια ταμείων, το οποίο θα δυσκολευτεί να ανταγωνιστεί με τη γκάμα των προϊόντων, το τεράστιο δίκτυο διανομής και την επωνυμία που μπορούν να προσφέρουν στους ιδιώτες επενδυτές οι παραδοσιακοί διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων. Παραδοσιακά

χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν συνεργαστεί με διαχειριστές των κεφαλαίων ταμείων για την εισαγωγή μιας σειράς νέων προϊόντων με παρόμοια χαρακτηριστικά με τα κεφάλαια ταμείων. Ένα τέτοιο παράδειγμα είναι η συνεργασία της Fidelity με τον διαχειριστή αμοιβαίων κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνου Arden Asset Management. Η Morningstar (2019) αναφέρει ότι πέντε από τις έξι μεγαλύτερες εναλλακτικές αμοιβαίες εκδόσεις ήταν στην κατηγορία των πολλαπλών εναλλακτικών.

4.4 Νέα μοντέλα σχέσεων για κατόχους και διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων

Με την πάροδο των ετών, οι περισσότεροι ετερόρρυθμοι εταίροι έχουν κατανείμει κεφάλαια σε εναλλακτικές επενδύσεις σε ένα εναλλακτικό επενδυτικό κεφάλαιο ή επενδύοντας ακόμη λιγότερο απευθείας μέσω ενός αμοιβαίου κεφαλαίου. Ωστόσο, οι μακροοικονομικές και βιομηχανικές τάσεις οδηγούν πολύ μεγάλους θεσμικούς εταίρους στην αναζήτηση νέων δομών σχέσεων που ξεπερνούν πολύ αυτόν τον κανόνα. Εντελώς νέα μοντέλα σχέσεων εμφανίζονται και γίνονται σχετικά κοινά, ιδιαίτερα στους τομείς της αγοράς ιδιωτικών μετοχών και των αμοιβαίων κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνου.

Η αλλαγή μπορεί να μην επηρεάζει τους μικρότερους επενδυτές που επιδιώκουν ένα παραδοσιακό μοντέλο επένδυσης κεφαλαίων, αλλά ήδη φέρνει επανάσταση στις προσεγγίσεις πολλών από τους μεγαλύτερους ή πιο εξελιγμένους ετερόρρυθμους εταίρους. Η ώθηση για επανεξέταση του παραδοσιακού μοντέλου αντί της απλής μείωσης των προμηθειών διαχείρισης, καθοδηγείται από την επιθυμία δημιουργίας υψηλότερων αποδόσεων και τις αυξανόμενες δυνατότητες των εταίρων ως αποτέλεσμα της θεσμοθέτησης (World Economic Forum, 2015). Στη συνέχεια αναλύονται τα νέα μοντέλα σχέσεων που προκύπτουν τόσο για τους κατόχους όσο και για τους διαχειριστές των εναλλακτικών επενδύσεων.

4.4.1 Άμεσες επενδύσεις

Ένα μοντέλο που ακολουθείται από ορισμένους θεσμικούς επενδυτές είναι η απευθείας επένδυση σε συμφωνίες. Αρκετές μεταβλητές καθορίζουν ποια ιδρύματα είναι πιθανό να ακολουθήσουν αυτή τη διαδρομή, καθώς και ποιους τύπους τάξεων περιουσιακών στοιχείων και γεωγραφιών είναι πιθανό να φέρουν στο εσωτερικό τους (Khan et al., 2017). Η φύση των ετερόρρυθμων εταιρών και οι επενδυτικές του ανάγκες και περιορισμοί είναι βασικοί καθοριστικοί παράγοντες για το εάν είναι σε καλή θέση να επιδιώξει άμεσες επενδύσεις κανείς. Δεδομένου ότι ένας από τους πρωταρχικούς στόχους είναι η μείωση του κόστους, και ειδικότερα των σταθερών δαπανών, η ύπαρξη της απαραίτητης κλίμακας για την ανάπτυξη μεγάλων ποσών κεφαλαίου σε μια δεδομένη κατηγορία περιουσιακών στοιχείων είναι κρίσιμη.

Η διατήρηση μιας ομάδας εσωτερικών επενδύσεων είναι αρκετά δαπανηρή, πράγμα που σημαίνει ότι η άμεση επένδυση είναι συνήθως μια επιλογή μόνο για τους πολύ μεγαλύτερους θεσμικούς επενδυτές. Ωστόσο, μικρότερα ιδρύματα που διατηρούν υψηλές κατανομές σε εναλλακτικές λύσεις, όπως δωρεές και ιδρύματα, μπορεί να είναι σε θέση να υποστηρίξουν και ομάδες εσωτερικών επενδύσεων. Οι εταίροι πρέπει επίσης να εξετάσουν την ικανότητά τους να προσελκύουν και να διατηρούν μια εσωτερική ομάδα ικανή να επενδύει σε εναλλακτικές επενδυτικές κατηγορίες.

Ο βαθμός πολυπλοκότητας που σχετίζεται με την ανάλυση και πιθανή διαχείριση και λειτουργία διαφορετικών μορφών εναλλακτικών επενδύσεων ποικίλλει σε μεγάλο βαθμό ανά κατηγορία περιουσιακών στοιχείων και περιοχή. Η ικανότητα προέλευσης, ανάλυσης, απόκτησης, διαχείρισης και εκμετάλλευσης περιουσιακών στοιχείων ιδιωτικού μετοχικού κεφαλαίου, συμπεριλαμβανομένης της εξαγοράς ολόκληρων εταιρειών, είναι απίστευτα απαιτητική σε κάθε στάδιο της διαδικασίας και απαιτεί μια μεγάλη ομάδα επαγγελματιών επενδυτών (Petchrompro & Parlindak, 2019).

4.4.2 Συνεπένδυση

Το μοντέλο συνεπένδυσης παρέχει μια λεωφόρο για ιδρύματα που θα ήθελαν να συμμετέχουν πιο ενεργά σε συμφωνίες, αλλά δεν θέλουν να αντλήσουν πλήρως επενδύσεις σε μια συγκεκριμένη κατηγορία περιουσιακών στοιχείων. Η συνεπένδυση ενισχύει την παραδοσιακή σχέση, καθώς επιτρέπει στους εταίρους να αναπτύξουν επιλεκτικά μετοχικό κεφάλαιο απευθείας μαζί με τους γενικούς διευθυντές με τους οποίους έχει σχέσεις. Το μοντέλο προσφέρει δύο πλεονεκτήματα σε σχέση με τα παραδοσιακά και τα μοντέλα άμεσης επένδυσης.

Πρώτον, η συνεπένδυση είναι ένας αποτελεσματικός τρόπος για τη μείωση του μέσου κόστους επένδυσης με οποιονδήποτε δεδομένο εταίρο, καθώς δεν χρεώνεται συνήθως προμήθειες διαχείρισης ή απόδοσης στις συνεπενδύσεις. Το δικαίωμα συνεπένδυσης χρησιμεύει ως δικαίωμα προαίρεσης, του οποίου η πλήρης αξία αποτυπώνεται μόνο όταν ένας εταίρος επιλέξει να το ασκήσει. Η αξία του δικαιώματος προαίρεσης είναι μεγαλύτερη για τον ετερόρρυθμο εταίρο που έχει τη δυνατότητα να διεξάγει τη δέουσα επιμέλεια σχετικά με τις ευκαιρίες συνεπένδυσης και να ανταποκρίνεται σε μια προτεινόμενη συμφωνία σε εύλογο χρονικό διάστημα (Qadan & Yagil, 2015).

4.4.3 Κοινοπραξίες

Οι επίσημες κοινοπραξίες είναι μια τρίτη πιθανή νέα δομή, συνήθως μεταξύ ενός γενικού και ετερόρρυθμου εταίρου. Σε σχέση με τη συνεπένδυση, μια κοινοπραξία προσφέρει πολύ μεγαλύτερο βαθμό μονιμότητας και ευελιξίας. Ένας ετερόρρυθμος εταίρος μπορεί να συνεργαστεί με έναν προτιμώμενο γενικό εταίρο και να διατηρήσει τον έλεγχο μιας μεμονωμένης επένδυσης και του χρόνου απόκτησης και πώλησής της. Εξαλείφει όλες τις αμοιβές διαχείρισης και απόδοσης που παραδοσιακά εισρέουν σε έναν εξωτερικό διευθυντή, επειδή ο γενικός και ετερόρρυθμος εταίρος μοιράζονται τα διαχειριστικά καθήκοντα μέσω της κοινής επιχείρησης (Rahim & Masih, 2016).

Σε αντάλλαγμα, ο ετερόρρυθμος εταίρος πρέπει να πληρώσει για ένα μέρος του σταθερού κόστους που σχετίζεται με τη διατήρηση της μόνιμης επενδυτικής ομάδας της κοινής επιχείρησης. Οι ετερόρρυθμοι εταίροι έχουν ευελιξία ως προς το μέρος της

επενδυτικής διαδικασίας για το οποίο είναι υπεύθυνοι. Μια κοινή επιχείρηση μακροπρόθεσμα μπορεί να βοηθήσει τους ετερόρρυθμους εταίρους να προσλάβουν ταλέντα που διαφορετικά θα υπόκεινταν σε θεσμικούς περιορισμούς ως προς την αποζημίωση. Μια κοινή επιχείρηση μπορεί επίσης να χρησιμεύσει ως συμπλήρωμα ενός βασικού χαρτοφυλακίου εναλλακτικών επενδύσεων εταίρων, καθώς οι τελευταίοι μπορούν να ελέγχουν τις επενδυτικές επιλογές σε επίπεδο συμφωνίας και όχι μόνο σε επίπεδο αμοιβαίων κεφαλαίων (Filiz et al., 2018).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5-ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

5.1 Συμπεράσματα

Για περισσότερα από 20 χρόνια, καθιερωμένα ιδρύματα και εξαιρετικά πλούσια άτομα έχουν προσθέσει τα εναλλακτικά περιουσιακά στοιχεία στα χαρτοφυλάκια τους, με κύρια ιδέα τη διαφοροποίηση των ανοιγμάτων τους και την ενίσχυση των μακροπρόθεσμων αποδόσεων. Τα εναλλακτικά περιουσιακά στοιχεία ορίζονται συχνά ως επενδύσεις που δεν κατηγοριοποιούνται ως παραδοσιακά περιουσιακά στοιχεία στα οποία έχει πρόσβαση η πλειοψηφία των επενδυτών, όπως μετοχές, ομόλογα ή μετρητά. Ο όρος εναλλακτικές επενδύσεις αναφέρεται σε ιδιωτικά κεφάλαια, ιδιωτικό χρέος, ακίνητα, εμπορεύματα και ομόλογα υψηλής απόδοσης (Ben-David et al., 2018).

Οι εναλλακτικές επενδύσεις έχουν γενικά θεωρηθεί ως αποκλειστική πολυτέλεια μόνο των ιδρυμάτων και των υπερπλούσιων ατόμων. Καθώς τα εισιτήρια εισόδου ποικίλλουν μεταξύ εκατομμυρίων δολαρίων και οι ρυθμιστικές αρχές απαιτούν επαγγελματική διαπίστευση, αυτές οι επενδύσεις δεν είναι άμεσα προσβάσιμες για τους παραδοσιακούς ιδιώτες επενδυτές. Οι εναλλακτικές επενδύσεις μπορούν γενικά να οριστούν ως περιουσιακά στοιχεία που διαφέρουν από τα παραδοσιακά χαρτοφυλάκια που περιλαμβάνουν μετοχές, ομόλογα και μετρητά.

Ωστόσο, ένα ευρύ και ποικίλο φάσμα τύπων περιουσιακών στοιχείων και επενδυτικών στρατηγικών εμπίπτει στην ταξινόμηση των εναλλακτικών, συμπεριλαμβανομένων των στρατηγικών αμοιβαίων κεφαλαίων αντιστάθμισης

κινδύνου, ιδιωτικών κεφαλαίων, ιδιωτικών πιστώσεων, πραγματικών περιουσιακών στοιχείων και ψηφιακών περιουσιακών στοιχείων. Ορισμένα αμοιβαία κεφάλαια κινδύνου, για παράδειγμα, είναι μη παραδοσιακές επενδυτικές στρατηγικές που βασίζονται σε παραδοσιακές κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων, όπως μετοχές και ομόλογα (Leung et al., 2017).

Ενώ μεμονωμένες κατηγορίες εναλλακτικών επιλογών έχουν ξεχωριστά χαρακτηριστικά και μπορούν να διαδραματίσουν μοναδικούς ρόλους σε ένα χαρτοφυλάκιο, οι επενδυτές έχουν γενικά κατανεμηθεί σε εναλλακτικούς επενδυτές όταν επιδιώκουν να βελτιώσουν τις αποδόσεις, να διαχειριστούν τον κίνδυνο ή να βελτιώσουν τη διαφοροποίηση. Κοιτάζοντας το μέλλον, ο κλάδος των εναλλακτικών επενδύσεων έχει τεράστιες δυνατότητες να συνεχίσει να αναπτύσσεται, αλλά και να μετατοπίζεται ως απάντηση σε πολλά επίκαιρα ερεθίσματα, που κυμαίνονται από την πανδημία του COVID-19 έως την πρόοδο της 3D τεχνολογίας εκτύπωσης. Ενώ οι επενδυτές πρέπει πάντα να είναι προετοιμασμένοι για το απροσδόκητο, υπάρχουν αρκετοί παράγοντες που έχουν ήδη αρχίσει να επηρεάζουν τον κλάδο και τους οποίους οι σοφοί επενδυτές θα πρέπει να συνυπολογίσουν στα μελλοντικά σχέδια.

Ακολουθεί μια διερεύνηση πολλών κινήτρων που αναμένεται να επηρεάσουν τον τομέα των εναλλακτικών επενδύσεων στο εγγύς μέλλον. Οι εναλλακτικές επενδύσεις είναι ένας διαρκώς εξελισσόμενος κλάδος και οι ευκαιρίες εμφανίζονται τακτικά. Ο κλάδος αναμένεται να δει νέες ευκαιρίες για διεθνείς επενδύσεις καθώς και νέους τύπους εναλλακτικών λύσεων για επενδύσεις. Κάθε νέα αγορά που ανοίγει όχι μόνο είναι ένα μέρος που δίνει τη δυνατότητα στους επενδυτές να αναζητήσουν ευκαιρίες αλλά ορισμένες από τις συγκεκριμένες στρατηγικές που λειτούργησαν σε ανεπτυγμένες ή παλαιότερες αγορές θα λειτουργήσουν για λίγο σε νέες αγορές έως ότου υπάρχει αρκετός ανταγωνισμός.

Τόσο από την παγκοσμιοποίηση όσο και από την αύξηση των ιδεών και της τεχνολογίας, υπάρχουν πάντα νέες ευκαιρίες για επενδύσεις. Αυτό είναι που κάνει τον κόσμο των εναλλακτικών επιλογών τόσο συναρπαστικό, επειδή αυτές οι νέες ιδέες για κέρδος σχεδόν πάντα θα διατυπώνονται στη γλώσσα των εναλλακτικών επενδύσεων. Οι τεχνολογικές εξελίξεις επανεφευρίσκουν συνεχώς τον τρόπο με τον

οποίο αλληλεπιδρούν οι άνθρωποι με τον κόσμο και ο τομέας των εναλλακτικών επενδύσεων δεν αποτελεί εξαίρεση. Επιπλέον, η μετάβαση των προσωπικών δραστηριοτήτων στον ψηφιακό χώρο προβλέπεται να επηρεάσει τον τομέα των ακινήτων.

Τίποτα δεν ανάγκασε τη μετάβαση στον ψηφιακό χώρο όπως η πανδημία COVID-19, η οποία απαιτούσε lockdown, ακυρώσεις εκδηλώσεων και μια παγκόσμια μετάβαση σε απομακρυσμένη εργασία για τον μετριασμό της εξάπλωσης του ιού. Η συνειδητοποίηση ότι η επιχείρηση μπορεί να προχωρήσει κανονικά χωρίς τη χρήση χώρων εργασίας αυτοπροσώπως έχει ωθήσει πολλές εταιρείες να επανεκτιμήσουν εάν η ενοικίαση χώρων γραφείου είναι απαραίτητη ή εάν η μείωση του προσωπικού είναι καλύτερη επιλογή για να επιτρέψει σε ένα κλάσμα των εργαζομένων να εργάζονται αυτοπροσώπως τη δεδομένη στιγμή. Αυτό προβλέπεται ότι θα προκαλέσει κυματισμό σε όλο τον επενδυτικό χώρο σε ακίνητα καθώς μειώνεται η ζήτηση για χώρους γραφείων και κατοικίες προσβάσιμες από γραφεία.

Η πανδημία του COVID-19 έχει επίσης επηρεάσει τις επενδυτικές συμπεριφορές. Καθώς εξελισσόταν η πανδημία, οι επενδυτές έλαβαν ασφαλέστερες επενδυτικές αποφάσεις και απέφυγαν να δοκιμάσουν νέα πράγματα, όπως είναι οι εναλλακτικές επενδύσεις. Ωστόσο, οι ειδικοί προβλέπουν ότι καθώς οι άνθρωποι αρχίζουν να αισθάνονται πιο ασφαλείς για την κατάσταση του κόσμου, οι επενδυτικές τους συμπεριφορές θα αντικατοπτρίζουν αυτή την άνεση με την επανεισαγωγή πιο επικίνδυνων ή νέων τύπων επενδύσεων.

Επίσης, με την κρίση της κλιματικής αλλαγής να γίνεται ολοένα και πιο σημαντική, ο κλάδος των εναλλακτικών επενδύσεων αναμένεται να αντικατοπτρίζει την ανάγκη για πιο βιώσιμη χρήση των φυσικών πόρων, χαμηλότερες εκπομπές άνθρακα και σχέδια για την αντιστάθμιση της ζημίας που έχει ήδη γίνει. Έτσι λοιπόν, οι ειδικοί ενθαρρύνουν τους επενδυτές να εξετάσουν τρόπους με τους οποίους μπορούν να αξιοποιήσουν το κεφάλαιο για να επηρεάσουν θετικά το περιβάλλον. Μερικοί τέτοιοι τρόποι είναι να επενδύσουν σε εταιρείες που εφαρμόζουν ενεργά βιώσιμες πρακτικές και να αποεπενδύσουν σε εταιρείες που κάνουν ζημιά στο περιβάλλον.

Βιβλιογραφία

Acerbi, C., & Tasche, D. (2002). Expected Shortfall: A Natural Coherent Alternative to Value at Risk. *Economic Notes*, 31(2), pp. 379-388.

Bance, A. (2004). *Why and how to invest in private equity*. EVCA Investor Relations Committee Paper.

Bartram, S. M., & Dufey, G. (2001). International Portfolio Investment: Theory, Evidence, and Institutional Framework. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 10(3).

Belousova, J & G. Dorfleitner (2012). On the diversification benefits of commodities from the perspective of euro investors. *Journal of Banking and Finance*, 36(9), pp. 2455-2472.

Beine, M., Cosma, A., & Vermeulen, R. (2010). The dark side of global integration: Increasing tail dependence. *Journal of Banking & Finance*, 34, pp. 184-192.

Ben-David, I., Franzoni, F., & Moussawi, R. (2018). Do ETFs increase volatility? *The Journal of Finance*, 73(6), pp. 2471-2535.

- Berger, D., Pukthuanthong, K., & Yang, J. (2011). International diversification with frontier markets. *Journal of Financial Economics*, 101(1), pp. 227-242.
- Berk, J. B., & DeMarzo, P. M. (2020). *Corporate finance*. Harlow, England; Munich: Pearson.
- Bloom, N., Sadun, R., & Van Reenen, J. (2015). Do Private Equity Owned Firms Have Better Management Practices? 105(5), pp. 442-446.
- Bodie, Z., Kane, A. & A.J. Marcus (2011). *Investments and portfolio management*. Ninth edition. McGraw-Hill, New York.
- Bricker, C. J., & Johnson C. M. (2015). *Liquid Alternatives: The Next Dimension in Asset Allocation*. AllianceBernstein L.P.
- Cesarone, F., Moretti, J., & Tardella, F. (2016). Optimally chosen small portfolios are better than large ones. *Economics Bulletin*, 36(4), pp. 1876-1891.
- Chow, G., Jacquier, E., Kritzman, M., Lowry, K., (1999). Optimal Portfolios in Good Times and Bad. *Financial Analysts Journal*, 55(3), pp. 65-73.
- Connor, G. (2005). *An Introduction to Hedge Fund Strategies*. London: London School of Economics Credit Suisse Research (2012). Credit Suisse global wealth report 2012.
- Driessen, J., & Laeven, L. (2007). International portfolio diversification benefits: Cross-country evidence from a local perspective. *Journal of Banking & Finance*, 31(6), pp. 1693-1712.
- Dubosson, M., Fragnière, E., & Tuchschnid, N. S. (2009). Wealth Management Manufacturing: Delivering More Value? *The Journal of Wealth Management*, 11(4), pp. 48-59.
- Estrada, J. (2010). Geometric Mean Maximization: An Overlooked Portfolio Approach? *The Journal of Investing*, 19(4).

- Fabozzi, F.J., Gupta, F., Markowitz, H.M., 2002, The Legacy of Modern Portfolio Theory. *The Journal of Investing*, 11(3), 7-22.
- Fan, J., Fan, Y., & Lv, J. (2008). High dimensional covariance matrix estimation using a factor model. *Journal of Econometrics*, 147(1), pp. 186–197.
- Filiz, I., Nahmer, T., Spiwoks, M., & Bizer, K. (2018). Portfolio diversification: the influence of herding, status-quo bias, and the gambler's fallacy. *Financial Markets and Portfolio Management*, 32(2), pp. 167-205.
- Foulke, D. (2015). *Appraisal Arbitrage Is in Trouble*. Available at: <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2018-02-22/appraisal-arbitrage-is-in-trouble> (12/8/22)
- Francis, J. C., & Dongcheol, K. (2013). *Modern Portfolio Theory: Foundations, Analysis, and New Developments*. First edition. Hoboken, New Jersey: Wiley, c2013.
- Francis, J.C., & Ibbotson, R. (2002). *Investments, A Global Perspective*. Upper Saddle River, New Jersey: Prentice-Hall.
- Gilligan, S. P. (2019). *Arithmetic vs Geometric Mean: Which to use in Performance Appraisal*. Available at: <https://longspeakadvisory.com/arithmetic-vs-geometric-mean-which-to-use-in-performance-appraisal> (03/7/22)
- Harris, R, S., Jenkinson, T., & Kaplan, S, N. (2013). *Private equity performance – what do we know?* Fama-Miller Working Paper, Chicago Booth Research Paper no pp. 11-44.
- Hals, T. (2015). *Hedge funds hot "appraisal" strategy for deals may become a lot less appealing*. Retrieved from <https://www.reuters.com/article/us-m-a-law-appraisals-insight-idUSKBN0MF0DZ20150319> (18/8/22)
- Heel, J., & Kehoe, C. (2005). Why some private equity firms do better than others. *The McKinsey Quarterly*, (1).

- Hellman, T. & M. Puri (2000). The interaction between product marketing and financing strategy: The role of venture capital. *Review of Financial Studies*, 13(4), pp. 959-984.
- Honghui, C., Singal, V., & Whitelaw, R. F. (2016). Comovement revisited. *Journal of Financial Economics*, 121(3), pp. 624-644.
- Jennings, W. W., Horan, S. M., Reichenstein, W., & Brunen, J. L. (2011). Perspectives from the Literature of Private Wealth Management. *The Journal of Wealth Management*, 14(1), pp. 8-40.
- Junge, C., & Petersen, F. H. (2020.) *Alternative Investeringer Gennem Kriser. Finans/ Invest*, 6, pp. 1-12.
- Kallberg, J. G., Liu, C. H. & Greig, D. W. (1996). The Role of Real Estate in the Portfolio Allocation Process. *Real Estate Economics*, 24(1), pp. 359–377.
- Kan, R., & Zhou, G. (2007). Optimal portfolio choice with parameter uncertainty. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(3), pp.621-635.
- Kaplan, H.M., 1985, Farmland as a Portfolio Investment. *The Journal of Portfolio Management*, 11(2), pp. 73-78.
- Khan, M. T., Tan, S.-H., Chong, L.-L., & Ong, H.-B. (2017). Investment characteristics, stock characteristics and portfolio diversification of finance professionals. *Borsa Istanbul Review*, 17(3), pp. 164-177.
- Kondor, I., Pafka, S., & Nagy, G. (2007). Noise sensitivity of portfolio selection under various risk measures. *Journal of Banking & Finance*, 31(5), pp. 1545–1573.
- Kumar, S. S. (2011). Are Emerging Markets Relevant for Portfolio Diversification? *Review of Market Integration*, 3(2), pp. 103-119.
- Lassiter-Lyons, S. (2017). *How to Invest in Royalties*. Available at: <https://theincomeinvestors.com/how-to-invest-in-royalties/> (15/8/22)

Leitner, C., A. Mansour and S. Nalyor (2007). *Alternative investments in perspective*. RREEF Research, Deutsche Bank Group

Leung, T., Lorig, M., & Pascucci, A. (2017). Leveraged ETF implied volatilities from *ETF dynamics*. 27(4), pp. 1035-1068.

Liu, E. X. (2016). Portfolio Diversification and International Corporate Bonds. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51(3), pp. 959-983.

Maier, G. H. (2009). *Real Estate Market Efficiency. A Survey of Literature*. Vienna: Research Institute for Regional and Spatial Economics. WU Vienna University of Economics and Business.

Maillard, S., Roncalli, T., & Teïletche, J. (2010). The properties of equally weighted risk contribution portfolios. *The Journal of Portfolio Management*, 36(4), pp. 60–70.

Malladi, R., & Fabozzi, F. J. (2016). Equal-weighted strategy: Why it outperforms value-weighted strategies? Theory and evidence. *Journal of Asset Management*, 18(3), pp. 188-208.

Markowitz, H.M., (1952). Portfolio Selection, *Journal of Finance*, 7, pp. 77-91.

Marston, R. (2011). *Portfolio Design: A modern approach to asset allocation*. John Wiley and Sons LTD.

McKinsey & Company Research (2012). *The mainstreaming of alternative investments – fueling the next wave of growth in asset management*. Available at: www.mckinsey.com (8/8/22)

Missiakoulis, S., Vasiliou, D., & Eriotis, N. (2010). Arithmetic Mean: A Bellwether for Unbiased Forecasting of Portfolio Performance. *Managerial Finance*, 36(11), pp. 958-968.

Morningstar (2019). *Cross-Border Liquid Alternative Fund Landscape 2019: A Fast-Growing Asset Class Still Needing to Prove Its Worth*. Morningstar Manager Research Services.

- Mushtaq, R., & Shah, S. Z. (2014). International Portfolio Diversification: United States and South Asian Equity Markets. *Panoeconomicus*, 2(1), pp. 241-252.
- Pantaleo, E., Tumminello, M., Lillo, F., & Mantegna, R. N. (2011). When Do Improved Covariance Matrix Estimators Enhance Portfolio Optimization? An Empirical Comparative Study of Nine Estimators. *Quantitative Finance*, 11(7), pp. 1067–1080.
- Petchrompo, S., & Parlikad, A. (2019). A review of asset management literature on multi-asset systems. *Reliability Engineering & System Safety*, 181, pp. 181-201.
- Plumb, B. (2016). Royalties: *The Alternative Assets of the Music Industry*. Available at: <http://www.finalternatives.com/node/33395> (12/8/22)
- Poterba, J., & Summers, L. (1988). Mean Reversion in Stock Prices: Evidence and Implications. *Journal of Financial Economics*, 22, pp. 27-59.
- Potrykus, M. (2018). Comparison of Investment Performance Measures Using the Example of Selected Stock Exchanges. *Financial Sciences*, 23(2), pp. 30-46.
- PwC (2015). *Alternative asset management 2020 - Fast forward to centre stage*. Available at: <https://www.pwc.com/jg/en/publications/alternative-asset-management-2020.pdf> (17/8/22)
- Qadan, M., & Yagil, J. (2015). Are international economic and financial co-movements characterized by asymmetric co-integration? *Review of Accounting and Finance*, 14(4), pp. 398-412.
- Rahim, A. M., & Masih, M. (2016). Portfolio diversification benefits of Islamic investors with their major trading partners: Evidence from Malaysia based on MGARCH-DCC and wavelet approaches. *Economic Modelling*, 54, pp. 425-438.
- Rockafellar, R. T., & Uryasev, S. P. (2000). Optimization of conditional value-at-risk. *Journal of Risk*, 2, pp. 21–42.

- Rosadi, D., Setiawan, E. P., Templ, M., & Filzmoser, P. (2020). Robust Covariance Estimators for Mean-Variance Portfolio Optimization with Transaction Lots. *Operations Research Perspective*, 7, pp. 100-154.
- Schaub, N., & Schmid, M. (2013). Hedge fund liquidity and performance: Evidence from the financial crisis. *Journal of Banking & Finance*, 37(3), pp. 671–692.
- Scholtens, B., Spierdijk, L., (2010). Does Money Grow on Trees? The Diversification Properties of U.S. *Timberland Investments*, *Land Economics*, 86(3), pp. 514-529.
- Sharpe, W. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442.
- Valadkhani, A., Chancharat, S., & Harvie, C. (2008). A factor analysis of international portfolio diversification. *Studies in Economics and Finance*, 25(3), pp. 165-174.
- Van Horne, R.H. (2016). Liquidity risk measurement for mutual funds investing in less-liquid assets. *Nauki o Finansach Financial Sciences*, 2(27), pp. 65-79.
- Vito, B. (2011). Revisiting the Inadvertent Investment Company. *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 16(1), pp. 125-135.
- Zonouzi, S. J., Mansourfar, G., & Azar, F. B. (2014). Benefits of international portfolio diversification. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 7(4), pp. 457-472.