



Τμήμα : *Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής  
Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα στη  
"Χρηματοοικονομική Ανάλυση"*

Επιβλέπων Καθηγητής: *Δρ. Φίλιππος Α. Νικόλαος*

**"Οι επιδράσεις των Hedge Funds στη Σταθερότητα  
του Χρηματοοικονομικού Συστήματος"**



**Ζαρίφης Δημήτριος**



## **Ευχαριστίες**

---

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά για την αμέριστη υποστήριξη και συμπαράσταση κατά τη διάρκεια της παρούσας εργασίας, τον επιβλέπων καθηγητή μου, επίκουρο καθηγητή του Τμήματος Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιά, κ. Νικόλαο Δ. Φίλιππα.

Ακόμη ευχαριστώ όλους τους διδάσκοντες καθηγητές του Μεταπτυχιακού Προγράμματος και όλους τους συμφοιτητές μου, για την άριστη συνεργασία και για την ωφέλιμη μεταφορά γνώσεων και εμπειριών, που συνέφεραν τα μέγιστα για την επιτυχή ολοκλήρωση του προγράμματος σπουδών.



## Περίληψη

---

Μετά από την σχεδόν-κατάρρευση του (Long Term Capital Management LTCM) τον Σεπτέμβριο του 1998, τα τελευταία χρόνια τα Hedge Funds προσελκύουν πάλι την προσοχή της παγκόσμιας οικονομικής κοινότητας, αλλά αυτή τη φορά το ενδιαφέρον βρίσκεται μετά την εντυπωσιακή αύξηση και τον αυξανόμενο πολλαπλασιασμό τους ως όχημα επικρατούσας εναλλακτικής επένδυσης.

Σκοπός της μελέτης αυτής είναι να κάνει μια επισκόπηση της βιομηχανίας των Hedge Funds από μια οικονομική προοπτική σταθερότητας, με ιδιαίτερη έμφαση στην Ευρωπαϊκή διάσταση.



## Περιεχόμενα

|  | Σελίδα |
|--|--------|
| Εισαγωγή   | 6      |
| 1 Η έννοια των Hedge Funds .....                                   | 8      |
| 1.1 Έλλειψη διαφάνειας .....                                       | 10     |
| 1.2 Προμηθευτές δεικτών .....                                      | 11     |
| 1.3 Επενδύσεις σε δείκτες .....                                    | 11     |
| 1.4 Δείκτες Hedge Funds .....                                      | 12     |
| 1.5 Τι πρέπει να γνωρίζουν οι επενδυτές – μια άλλη προσέγγιση..... | 14     |
| 2 Ιστορική αναφορά .....   | 15     |
| 3 Βασικές διαφορές από τα A/K κλασικού τύπου.....                  | 18     |
| 4 Τα χαρακτηριστικά των Hedge Funds .....                          | 20     |
| 5 Η τυπολογία των Hedge Funds .....                                | 23     |
| 6 Η λειτουργία της βιομηχανίας των Hedge Funds .....               | 29     |
| 6.1 Ο χώρος διαπραγμάτευσης των Hedge Funds .....                  | 29     |
| 6.2 Η βελτίωση της παραγωγικότητας και η αποφυγή αποτυχίας .....   | 35     |
| 6.3 Τα πρόσωπα που εμπλέκονται σε ένα Hedge Fund .....             | 36     |
| 6.4 Οι επενδυτές των Hedge Funds .....                             | 38     |
| 6.5 Το μέγεθος των Hedge Funds .....                               | 40     |
| 7 Πρόσφατη εξέλιξη των Hedge Funds .....                           | 42     |
| 8 Η σημασία της οικονομικής σταθερότητας .....                     | 47     |
| 8.1 Πιθανές θετικές επιδράσεις .....                               | 47     |
| 8.2 Πιθανές αρνητικές επιδράσεις .....                             | 51     |



|       |  |    |
|-------|--|----|
| 8.2.1 | Ο κίνδυνος αύξησης της μόχλευσης και της ρευστότητας των Hedge Funds ..... | 52 |
| 8.2.2 | Η επίδραση στα Πιστωτικά Ιδρύματα .....                                    | 59 |
|       | α Άμεσος κίνδυνος .....  | 59 |
|       | β Έμμεσος κίνδυνος .....   | 64 |
| 8.2.3 | Η επίδραση των Hedge Funds στις Κεφαλαιαγορές .....                        | 65 |
| 9     | Ρυθμιστικές και εποπτικές επιπτώσεις .....                                 | 71 |
| 9.1   | Μέθοδοι διαχείρισης κινδύνου .....   | 71 |
| 9.2   | Δημοσιοποίηση και διαφάνεια .....  | 74 |
| 9.3   | Προστασία της ακεραιότητας του οικονομικού συστήματος .....                | 76 |
| 9.4   | Κανονισμός προϊόντων και διαχειριστών των Hedge Funds .....                | 76 |
| 10    | Συμπεράσματα .....   | 80 |
| 11    | Βιβλιογραφία .....   | 83 |
| 12    | Παραρτήματα .....  | 85 |
| 13    | Γλωσσάριο .....  | 92 |



## **Εισαγωγή**

---

Μετά από την σχεδόν-κατάρρευση του (Long Term Capital Management LTCM) τον Σεπτέμβριο του 1998, τα τελευταία χρόνια τα Hedge Funds προσελκύουν πάλι την προσοχή της παγκόσμιας οικονομικής κοινότητας, αλλά αυτή τη φορά το ενδιαφέρον βρίσκεται μετά την εντυπωσιακή αύξηση και τον αυξανόμενο πολλαπλασιασμό τους ως όχημα επικρατούσας εναλλακτικής επένδυσης. Αν και το μέγεθος της βιομηχανίας των Hedge Funds βρίσκεται ακόμη σε χαμηλά επίπεδα, ο ρυθμός αύξησης δείχνει πως τείνουν να γίνουν σημαντικά και να βρίσκονται στο στόχαστρο πολλών χρηματοοικονομικών οργανισμών. Ενώ ο ρόλος άλλων σημαντικών θεσμικών επενδυτών καθιερώνεται καλά, αναλύεται και γίνεται κατανοητός, το ίδιο πράγμα δεν ισχύει όσον αφορά τα Hedge Funds. Οι δραστηριότητες των Hedge Funds, ο αντίκτυπός τους στις χρηματιστικές αγορές και οι επιπτώσεις στην οικονομική σταθερότητα παραμένουν σχετικά λιγότερο εξερευνημένοι.

Σκοπός αυτής της μελέτης αυτής είναι να κάνει μια επισκόπηση της βιομηχανίας των Hedge Funds από μια οικονομική προοπτική σταθερότητας, με ιδιαίτερη έμφαση στην Ευρωπαϊκή διάσταση.

Στην αρχή της μελέτης και ειδικότερα μέσα από τη ενότητα 1 δίνεται ο καθορισμός της έννοιας ενός Hedge Fund. Μέσα από τη ενότητα 2 γίνεται μία εκτενής αναφορά στη πορεία που έχουν ακολουθήσει μέσα στο χρόνο. Οι βασικές



διαφορές των Hedge Fund από τα Α/Κ κλασικού τύπου εμφανίζονται στην ενότητα 3. Η εξέταση των χαρακτηριστικών γνωρισμάτων τους φαίνονται στην ενότητα 4. Τα Hedge Funds διαφέρουν το ένα από το άλλο από πολλές απόψεις, αλλά το ιδιαίτερο χαρακτηριστικό γνώρισμα τους είναι η στρατηγική επένδυσης που ακολουθούν. Η ταξινόμηση τέτοιων στρατηγικών παρουσιάζονται στην ενότητα 5. Στην ενότητα 6 παρουσιάζονται τα βασικά χαρακτηριστικά της βιομηχανίας των Hedge Funds καθώς επίσης, περιλαμβάνεται μια σύνοψη των διαφορετικών θεσμικών σχέσεων, σχετικών με τις διαδικασίες τους. Οι ποσοτικές εκτιμήσεις της πρόσφατης εξάπλωσης των Hedge Funds παρέχονται στην παράγραφο 7 και οι διάφοροι παράγοντες που εξηγούν αυτήν την εξέλιξη. Στην ενότητα 8, γίνεται αξιολόγηση, η οποία αποτελείται από τον αντίκτυπο των Hedge Funds στην οικονομική σταθερότητα. Η ενότητα 9 εξετάζει τις εποπτικές ανησυχίες οι οποίες αφορούν τη δραστηριότητα των Hedge Funds και τις διάφορες πρωτοβουλίες που λαμβάνονται μέχρι τώρα, ώστε ν' αντιστραφούν αυτές οι ανησυχίες. Τέλος η ενότητα 10 ολοκληρώνεται συνοψίζοντας τα κύρια ζητήματα που αφορούν τις κεντρικές τράπεζες και τη προοπτική για το μέλλον.



## **1. Η έννοια των Hedge Funds**

---

Στη σημαντικότερη καμπή της σύντομης ιστορίας τους βρίσκονται τα Hedge Funds, καθώς το σύνολο των κεφαλαίων επενδυμένα σε αυτά, ξεπέρασε το 1 τρις. δολάρια και ο αριθμός τους τα 9.000 διαφορετικά επενδυτικά σχήματα. Το έντονο ενδιαφέρον των μεγάλων θεσμικών επενδυτών, όπως τα συνταξιοδοτικά ταμεία, που αποτελούν πλέον τον μεγαλύτερο επενδυτή σε Hedge Funds σε παγκόσμιο επίπεδο, και η σταδιακή απελευθέρωση της διάθεσής τους στην Ευρωπαϊκή αγορά, διαμορφώνουν νέο πλαίσιο λειτουργίας καθώς εντείνονται οι πιέσεις για τη σαφέστερη κατηγοριοποίησή τους, τη δημιουργία κανονισμών και τον περιορισμό της απόλυτης ελευθερίας την οποία είχαν μέχρι σήμερα οι διαχειριστές τους. Παράλληλα, μία σειρά νέων προϊόντων βασισμένων στα ίδια τα Hedge Funds, όπως παθητικές επενδύσεις σε δείκτες Hedge Funds, αλλά και δομημένα προϊόντα εγγυημένου κεφαλαίου, μεταβάλλουν δραματικά το προφίλ των επενδυτών.

Τα Hedge Funds έχουν αναδειχθεί ιδιαίτερα δημοφιλής τοποθέτηση για τους θεσμικούς επενδυτές, καθώς στη βραχεία ιστορία τους έχουν αποδείξει ότι διαθέτουν τη δυνατότητα επίτευξης θετικών αποδόσεων ανεξαρτήτων από την πορεία των αγορών. Η παγκόσμια χρηματιστηριακή απαξίωση της τριετίας 2000–2003 και το χαμηλό επίπεδο των επιτοκίων στα βασικότερα νομίσματα ενίσχυσαν τη δυσπιστία των θεσμικών επενδυτών έναντι των κλασικών μορφών επένδυσης και οδήγησαν νέα κεφάλαια στα Hedge Funds, τα οποία, απαλλαγμένα από τον περιορισμό δεικτών αναφοράς, στόχευαν σε απόλυτες αποδόσεις, ανεξάρτητες από τις υποκείμενες αγορές. Η προσέγγιση της αγοράς των Hedge Funds όμως είναι στην καλύτερη





περίπτωση ομιχλώδης, διότι βρίσκεται σε διαρκή αναπτυξιακή δυναμική. Οι ίδιοι οι διαχειριστές τους καλλιεργούν μυστικοπάθεια σχετικά με τη στρατηγική που ακολουθούν, ή τη σύνθεση των χαρτοφυλακίων τους. Επιπλέον, συχνά μεταβάλλουν την προσέγγιση και τη στρατηγική τους ανάλογα με τις εκτιμήσεις τους για την πορεία των αγορών.

Τα hedge funds είναι επενδυτικά οχήματα οργανωμένα κυρίως σε υπεράκτιες–offshore δικαιοδοσίες, όπως οι Μπαχάμες οι Βρετανικές Παρθένοι Νήσοι κ.α, οργανωμένα ως ιδιωτικοί συνεταιρισμοί, τη διαχείριση των οποίων έχουν αναλάβει επαγγελματίες διαχειριστές. Συνδυάζοντας διάφορες στρατηγικές, τόσο στις ίδιες τις αγορές όσο και στις αγορές παραγώγων, και χρησιμοποιώντας συχνά μόχλευση των παγίων τους, στοχεύουν στην επίτευξη απόλυτων θετικών αποδόσεων, ακόμα και κατά την περίοδο πτωτικών αγορών. Οι διάφορες στρατηγικές τις οποίες χρησιμοποιούν οι διαχειριστές των Hedge Funds κυμαίνονται από τον συνδυασμό long και short θέσεων έως τα event driven, τα οποία αγοράζουν ομόλογα και μετοχές χρεοκοπημένων επιχειρήσεων, θεωρώντας ότι η αντίδραση των αγορών είναι υπερβολική σχετικά με την πραγματική αξία τους. Τα πλέον γνωστά και μεγαλύτερα σε μέγεθος είναι τα macro funds, όπως το Quantum του Σόρος, τα οποία επενδύουν στο σύνολο των αγορών όταν η αποτίμηση κάποιου νομίσματος ή άλλου χρηματοοικονομικού παγίου δεν ανταποκρίνεται στην πραγματική του αξία.

Η ταχύτερα αναπτυσσόμενη στρατηγική όμως αφορά τα Funds of Funds, τα οποία επενδύουν σε άλλα funds, εκμεταλλευόμενα την αδιαφάνεια και την ελλιπή πληροφόρηση σχετικά με την ίδια την αγορά των Hedge Funds. Τη στρατηγική αυτή ακολουθούν και τα περισσότερα Hedge Funds τα οποία έχουν δημιουργήσει τράπεζες και εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων και τα οποία συμπεριλαμβάνουν στα χαρτοφυλάκια των επενδυτών τους. Πράγματι, προκειμένου να αποκρυπτογραφηθεί η αγορά των Hedge Funds, οι θεσμικοί επενδυτές είχαν ακολουθήσει μέχρι τώρα διάφορους τρόπους. Μέσω των επενδύσεων σε Funds of Funds, είχε επιχειρηθεί η ορθολογικοποίηση της διαδικασίας επιλογής και διαρκούς ενημέρωσης. Πιο πρόσφατα, η δημιουργία μεγάλου αριθμού δεικτών Hedge Funds στοχεύει στην προσφορά προς τους θεσμικούς επενδυτές εργαλείων για την παρακολούθηση και την αξιολόγηση των τοποθετήσεών τους στις εναλλακτικές μορφές επένδυσης, αφού τους προσφέρει τη δυνατότητα να χρησιμοποιήσουν στα Hedge Funds τις παραδοσιακές



μεθόδους κατασκευής και διαχείρισης χαρτοφυλακίων. Πόσο συμβατά όμως είναι τα Hedge Funds με τις μεθόδους αυτές και πόσο αξιόπιστοι είναι οι δείκτες για μία αγορά, η οποία στην καλύτερη περίπτωση είναι ανομοιογενής και ελάχιστα διαφανής;

### **1.1 Έλλειψη διαφάνειας**

Η βασική κριτική η οποία γίνεται έναντι των Hedge Funds αφορά τη δυσκολία στην αντικειμενική και αποτελεσματική αξιολόγηση της ικανότητας των διαχειριστών τους να προσφέρουν σταθερά ψηλές αποδόσεις. Παρά το γεγονός ότι η αγορά των Hedge Funds έχει βασισθεί στην επίτευξη απόλυτων αποδόσεων, η έλλειψη διαφάνειας δεν έχει επιτρέψει μέχρι τώρα τη δημιουργία εργαλείων κατάλληλων για τον εντοπισμό και την αξιολόγηση των διαχειριστών τους με διαχρονικό τρόπο. Μέχρι και τις αρχές του 2003, οι προσδοκίες, βάσιμες ή μη, υψηλών αποδόσεων ήταν αρκετές για την προσέλκυση κεφαλαίων, ιδίως καθώς οι παραδοσιακές χρηματιστηριακές αγορές ακολουθούσαν σταθερά πτωτική πορεία. Η ευκολία σύστασης ενός Hedge Fund και η αφθονία υποψήφιων πελατών, κυρίως από το Private Banking, δημιούργησε πραγματική έκρηξη στην αγορά. Από 25 δις. δολάρια στις αρχές της δεκαετίας του 1990, τα κεφάλαια τοποθετημένα σε Hedge Funds ξεπέρασαν τα 600 δις. δολάρια στις αρχές του 2003 και το 1 τρις. τον Μάιο του 2004. Η έκρηξη της αγοράς όμως δεν πραγματοποιήθηκε χωρίς απώλειες. Σύμφωνα με πρόσφατη μελέτη σχετικά με την αγορά των εναλλακτικών μορφών επένδυσης, το 50% των νέων Hedge Funds δεν επιβιώνει περισσότερο από δύο χρόνια, ενώ η πιθανότητα ενός fund να συνεχίσει να λειτουργεί για περισσότερο από πέντε χρόνια είναι λιγότερο από 5%. Επιπλέον, ακόμα και μεταξύ των Hedge Funds τα οποία επιβιώνουν, σημειώνονται σημαντικές διαφορές στις αποδόσεις τους έστω και όταν ακολουθούν παρεμφερείς στρατηγικές. Σύμφωνα με μελέτη του Κέντρου Μελετών Διαχείρισης Κινδύνου και Επενδύσεων του EDHEC στο Λονδίνο, υφίσταται σημαντικότερη ανομοιογένεια μεταξύ των αποδόσεων, τόσο των ίδιων των Hedge Funds τα οποία ακολουθούν ίδιες στρατηγικές, όσο και μεταξύ όμοιων κατηγοριών δεικτών Hedge Funds τους οποίους καταρτίζουν διαφορετικοί προμηθευτές. Στο πλαίσιο αυτό η δημιουργία και δημοσιοποίηση δεικτών Hedge Funds ίσως να δημιουργεί για τους υποψήφιους επενδυτές περισσότερα προβλήματα από αυτά τα οποία επιλύει.



## **1.2 Προμηθευτές δεικτών**

Τη στιγμή αυτή υπάρχουν τουλάχιστον 21 διαφορετικοί προμηθευτές δεικτών Hedge Funds, ο καθένας από τους οποίους καλύπτει τόσο τη συνολική αγορά όσο και τις επιμέρους στρατηγικές. Οι επιμέρους προμηθευτές ακολουθούν διαφορετικούς τρόπους επιλογής των Hedge Funds, τα οποία συμπεριλαμβάνουν στους δείκτες τους, αλλά και διαφορετικούς τρόπους στάθμισης. Ανεξάρτητα από τη μεθοδολογία την οποία ακολουθούν, καθώς οι προμηθευτές των δεικτών εξαρτώνται από τους ίδιους τους διαχειριστές που υποβάλλουν εθελοντικά πληροφορίες και τιμές για τα funds τους, εισάγεται το πρώτο στοιχείο υποκειμενικής αδυναμίας του ίδιου του δείκτη, αφού οι διαχειριστές συχνά παραλείπουν να παρουσιάσουν περιόδους αρνητικών αποδόσεων. Επιπλέον, ο ίδιος ο χώρος των Hedge Funds παρουσιάζει μια ιδιαίτερη δυναμική, καθώς κλείνουν funds και δημιουργούνται συνεχώς νέα. Συνεπώς, οι δείκτες, οι οποίοι δεν περιλαμβάνουν funds τα οποία έχουν κλείσει, αλλά μόνον αυτά τα οποία έχουν επιβιώσει, δημιουργούν σημαντική στατιστική απόκλιση, η οποία παρουσιάζει πλασματική υψηλότερη απόδοση από την πραγματική.

## **1.3 Επενδύσεις σε δείκτες**

Παρά τις ελλείψεις των δεικτών, εντείνεται η εισροή νέων κεφαλαίων σε προϊόντα τα οποία συνδέουν την απόδοσή τους με την απόδοση είτε κάποιου συνολικού δείκτη είτε δεικτών επιμέρους στρατηγικών. Σύμφωνα με το Hedgeworld, περίπου 10 δις. δολάρια έχουν τοποθετηθεί σε παθητικές επενδύσεις σε δείκτες Hedge Funds μέχρι τις αρχές Ιουνίου, ποσοστό το οποίο αντιστοιχεί σε μόλις 1% του συνόλου των κεφαλαίων τα οποία είναι τοποθετημένα σε Hedge Funds. Η μέθοδος αυτή όμως επένδυσης σε Hedge Funds είναι ακόμα ελάχιστα γνωστή, αφού πρωτοεμφανίστηκε λιγότερο από ένα χρόνο νωρίτερα και προβλέπεται να προσελκύσει σημαντικό αριθμό νέων επενδυτών. Παράλληλα, οι περισσότερες επενδυτικές τράπεζες προσφέρουν τη στιγμή αυτή δομημένα προϊόντα, συχνά με εγγύηση του κεφαλαίου, ή ακόμα και μιας ελάχιστης απόδοσης τα οποία βασίζονται στην απόδοση κάποιου δείκτη Hedge Fund. Είναι ακόμα νωρίς για να αποφανθεί κανείς εάν πραγματικά τα παραπάνω προϊόντα προσφέρουν το βασικό πλεονέκτημα των Hedge Funds, την απόλυτη απόδοση δηλαδή, η οποία είναι αποτέλεσμα της



ικανότητας του διαχειριστή. Οι δείκτες, οι οποίοι αποτελούνται από μεγάλο αριθμό Hedge Funds, εκ των πραγμάτων περιλαμβάνουν όχι μόνο τους ικανότερους διαχειριστές, καθώς η δημιουργία τους δεν περιλαμβάνει ποσοτικά κριτήρια. Με άλλα λόγια, υπάρχει ο κίνδυνος, η υπεραξία την οποία προσφέρουν οι ικανότεροι διαχειριστές να διαλύεται από τη χαμηλότερη απόδοση των λιγότερο ικανών διαχειριστών οι οποίοι συμπεριλαμβάνονται στον δείκτη. Επιπλέον, ελλοχεύει ο κίνδυνος οι ίδιοι οι διαχειριστές να καταστούν δέσμιοι των αποδόσεων των δεικτών στους οποίους ανήκουν, όπως συμβαίνει και με τους περισσότερους διαχειριστές των κλασικών αμοιβαίων κεφαλαίων.

Η αγορά των Hedge Funds, μετά την περίοδο ταχύτατης ανάπτυξης των τελευταίων ετών, εισέρχεται πλέον σε μία φάση ωρίμασης. Οι επενδύσεις σε Hedge Funds εκδημοκρατίζονται, καθώς δεν αποτελούν πλέον προνόμιο μόνο των πελατών του Private Banking. Η είσοδος των συνταξιοδοτικών ταμείων αλλά και των μικροεπενδυτών θα οδηγήσει σταδιακά στη θεσμοποίηση της λειτουργίας τους και στην ενίσχυση της διαφάνειας. Το ζητούμενο όμως είναι να επιτευχθεί αυτό, χωρίς το τίμημα να είναι η απώλεια της ικανότητάς τους να προσφέρουν απόλυτες αποδόσεις, ανεξάρτητες από την πορεία των αγορών.

#### **1.4 Δείκτες Hedge Funds**

Περισσότεροι από 21 διαφορετικοί προμηθευτές καταρτίζουν και δημοσιοποιούν δείκτες hedge funds. Μεταξύ αυτών είναι οι εξής: Alternative Asset Center (FoHFs), Barclay (GlobalHedgeSource), Blue Chip Hedge Fund Index, CISDM, CSFB/Tremont, Dow Jones, Edhec Alternative Indices, Eureka-Hedge, EvaluatioAssoc. Cap. Markets, Feri Alternative Assets, FTSE Hedge, HedgeFund.Net (Tuna indexes), Hedge Fund Intelligence, Hedge Fund News, Hedge Fund Research, Hennessee Group, MondoHedge, MSCI Hedge Fund Indices, Standard & Poor's, TalentHedge, VaHedge Fund Indexes

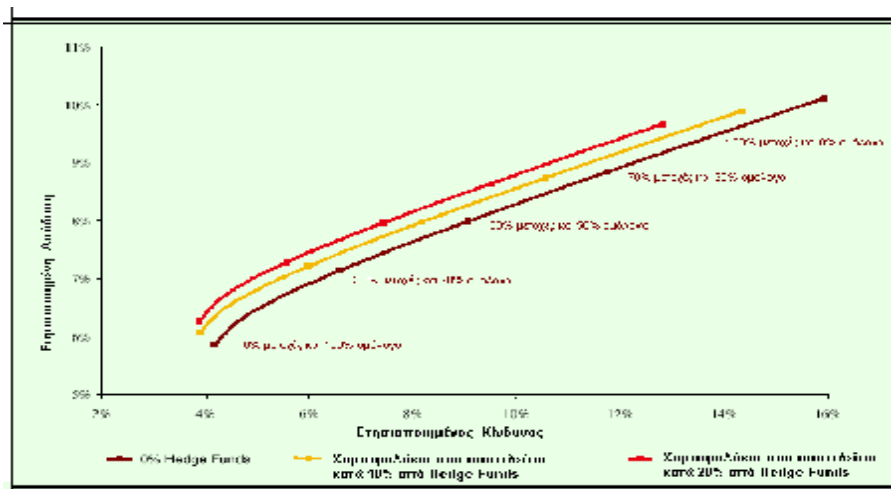
Ενδιαφέρον επίσης παρουσιάζουν τα αποτελέσματα ερευνών που πραγματοποιήθηκαν την τελευταία δεκαετία και αφορούν στην αποδοτικότητα που προσδίδουν τα Hedge Funds σε ένα χαρτοφυλάκιο που αποτελείται από επενδύσεις



παθητικής διαχείρισης. Στο παρακάτω σχήμα (Σχήμα 1), φαίνεται ότι το αποτελεσματικό σύνολο το χαρτοφυλακίου που αποτελείται κατά 10% από Hedge Funds βρίσκεται υψηλότερα από το χαρτοφυλάκιο που δεν περιέχει Hedge Funds, ανεξάρτητα από την αναλογία συμμετοχής ομολόγων και μετοχών σε αυτό.

Ακόμα υψηλότερα βρίσκεται το αποτελεσματικό σύνολο του χαρτοφυλακίου που αποτελείται κατά 20% από Hedge Funds. Αυτό οφείλεται στη χαμηλή συσχέτιση που εμφανίζουν τα Hedge Funds με τις επενδύσεις παθητικής διαχείρισης, αυξάνοντας τη διαφοροποίηση στο χαρτοφυλάκιο, μειώνοντας έτσι τον κίνδυνο. Για δεδομένα λοιπόν επίπεδα κινδύνου η αποδοτικότητα αυξάνεται.

Σχήμα 1. Το αποτελεσματικό σύνολο



Source : Van Hedge Fund Advisors International 2004

Οι στρατηγικές που χρησιμοποιούνται από τα Hedge Funds ποικίλλουν – πολλά, αντιστέκονται στις πτώσεις των αγορών – κάτι που είναι ιδιαίτερα σημαντικό σήμερα με τη χρηματιστηριακή, αλλά και τη γενικότερη οικονομική αστάθεια. Ο αρχικός στόχος των περισσότερων, είναι να μειωθεί η αστάθεια και ο κίνδυνος, σε μια προσπάθεια συντήρησης του κεφαλαίου και να επιφέρουν θετικές αποδόσεις υπό όλες τις συνθήκες της αγοράς. Στο σημείο αυτό πρέπει να σημειωθεί ότι αναφερόμαστε σε αγορές με ικανοποιητικό βάθος ρευστότητας. Γίνεται λοιπόν φανερό ότι η ιδιαιτερότητα των Hedge Funds ως μορφή επένδυσης, προσδιορίζεται πιο σωστά από τα γενικότερα χαρακτηριστικά τους παρά από έναν απλό ορισμό.



### **1.5 Τι πρέπει να γνωρίζουν οι επενδυτές - μια άλλη προσέγγιση...**

Τα hedge funds αποτελούν μια σύγχρονη εναλλακτική μορφή επένδυσης. Αν και φαίνεται να παρουσιάζουν συστηματικά μεγαλύτερες αποδόσεις από διάφορους δείκτες μετοχών και ομολόγων (benchmark) καθώς και από τα αμοιβαία κεφάλαια, συχνά με ταυτόχρονη μείωση του κινδύνου, πρέπει να επισημάνουμε κάποιες αδυναμίες του θεσμού.

Είναι γεγονός ότι τα Hedge Funds προσφέρουν μείωση του συστηματικού κινδύνου λόγω της μη συσχέτισης των αποδόσεών τους με την αγορά. Από την άλλη πλευρά, δεν πρέπει να παραβλέψουμε την εμφάνιση άλλων μορφών κινδύνου που συνδέονται με τη συγκεκριμένη μορφή επένδυσης. Έτσι, η έλλειψη ελέγχου και διαφάνειας, έχει σαν αποτέλεσμα οι επενδυτές να μένουν αρκετές φορές στο σκοτάδι, ενώ η απουσία ισχυρού νομικού πλαισίου δίνει μια αυθαιρεσία στη λειτουργία τους. Γεγονός είναι μάλιστα ότι δεν υπάρχουν δύο όμοια Hedge Funds. Σ' αυτό συντελεί η σχεδόν απόλυτη ελευθερία επενδυτικών κινήσεων, όσον αφορά στην επιλογή επενδυτικής στρατηγικής και παγίων στα οποία επενδύουν.

Ένα άλλο ερώτημα είναι το τίμημα των μεγαλύτερων αποδόσεων. Για παράδειγμα, τα Hedge Funds είχαν δυσφημιστεί κατά τη διάρκεια της ρωσικής κρίσης το 1998 και της κρίσης στην Ασία την ίδια περίοδο, ενώ είχαν κατηγορηθεί για τη μεγάλη υποτίμηση της στερλίνας το 1992. Ωστόσο, κάτι τέτοιο δεν αποδείχθηκε από σχετικές έρευνες.

Τέλος, η μεγάλη ανάπτυξη του θεσμού έχει ανησυχήσει μερίδα οικονομολόγων που υποστηρίζουν ότι η ποσότητα είναι εις βάρος της ποιότητας και φοβούνται ότι το φαινόμενο θα λάβει διαστάσεις φούσκας αν η βιομηχανία των Hedge Funds συνεχίζει να αναπτύσσεται ανεξέλεγκτα. Η ταχύτητα ανάπτυξης του τομέα απειλεί να υπονομεύσει το θεσμό. Αρκετές πλευρές της βιομηχανίας εμφανίζουν ενδείξεις υπερπληθυσμού, ιδιαίτερα τα μετατρέψιμα και οι στρατηγικές long – short, κάτι που μοιραία οδηγεί σε μείωση των αποδόσεων. Είναι, άλλωστε γεγονός ότι τα επιτυχή Hedge Funds είναι «κλειστά».



## 2. Ιστορική αναφορά

---

Το 1949, μετά τη λήξη του Β΄ Παγκοσμίου Πολέμου, ο κοινωνιολόγος Alfred Winslow Jones, μαζί με τέσσερις φίλους, δημιούργησε την A. W. Jones & Co., υπό τη μορφή γενικής συντροφιάς. Το αρχικό κεφάλαιο ήταν \$100.000, από τα οποία ο Jones είχε συνεισφέρει τα \$40.000. Τον πρώτο χρόνο, το κέρδος της συντροφιάς επί του κεφαλαίου της ανήλθε στο ικανοποιητικό ποσοστό του 17,3%. Αυτή η κίνηση ουσιαστικά αποτέλεσε τη δημιουργία του πρώτου Hedge Fund. Ο Jones δημιούργησε ένα κεφάλαιο που εκτός από θέσεις αγοράς (long positions), έπαιρνε ταυτόχρονα και θέσεις πώλησης (short positions) στους υποκείμενους τίτλους. Στη διαδικασία αυτή, πρόσθεσε τις τεχνικές της μόχλευσης και του short selling, ενώ εισήγαγε και την έννοια του incentive fee (προμήθεια κινήτρου). Αυτό που κατέστησε το νέο προϊόν πρωτοποριακό για την εποχή του, ήταν ο συνδυασμός των χαρακτηριστικών short position, long position, μόχλευσης και incentive fee, που προϋπήρχαν αλλά χρησιμοποιούνταν έως τότε ξεχωριστά.

Το δεύτερο hedge fund ήταν το City Associates που ιδρύθηκε από τον Carl Jones το 1964, ενώ την τρίτη είσοδο στη βιομηχανία πραγματοποίησε το Fairfield Partners των Barton Biggs και Dick Radcliffe το 1965.

Αυτό, ωστόσο, που έδωσε σημαντική ώθηση στην αγορά, ήταν μία δημοσίευση για το Hedge Fund του A. Jones που έγινε το 1966 από το περιοδικό Fortune. Τα συγκριτικά στοιχεία έδειχναν ότι η απόδοση του νέου κεφαλαίου, την

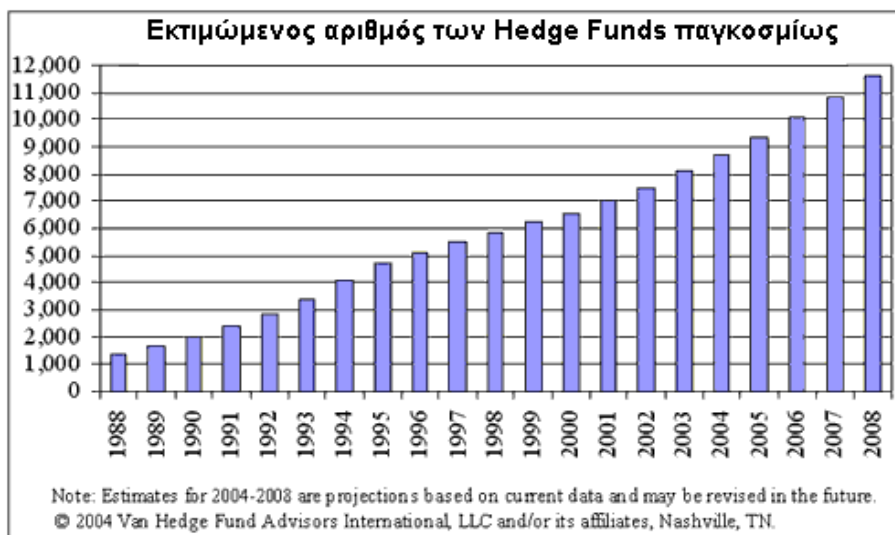


τελευταία πενταετία, υπερέβαινε αυτή του καλύτερου τότε αμοιβαίου κεφαλαίου κατά 44% και του καλύτερου αμοιβαίου κεφαλαίου σε επίπεδο δεκαετίας κατά 87%. Χαρακτηριστικό είναι το γεγονός ότι το 1968 υπήρχαν περί τα 140 Hedge Funds που είχαν δημιουργηθεί από το δημοσίευμα και μετά.

Στην πενταετία που ακολούθησε (1969 – 1974), παρουσιάστηκαν δύο περίοδοι κρίσης που επηρέασαν τα hedge funds στα πλαίσια των δυσμενών επιπτώσεών τους στις αγορές, με μοναδικές εξαιρέσεις τους διαχειριστές Alfred Jones, George Soros και Michael Steinhardt. Το 1986, ένα άρθρο που δημοσιεύτηκε στο περιοδικό Institutional Investor και αναφερόταν στο Tiger Fund του Robertson<sup>1</sup>, έδωσε νέα ώθηση στη βιομηχανία.

Τα τελευταία χρόνια ο θεσμός γνωρίζει μεγάλη άνθηση. Εκτιμάται ότι παρουσιάζουν ανάπτυξη με ρυθμό 20% ετησίως και ότι υπάρχουν περίπου 9.000 ενεργά Hedge Funds παγκοσμίως. Βέβαια, οι εκτιμήσεις για τα χρηματικά ποσά υπό διαχείριση στον επενδυτικό αυτό τομέα διαφέρουν σημαντικά και δεν είναι δυνατό να βρεθούν ακριβή στοιχεία του αριθμού και του μεγέθους τους. Στο (Σχήμα 2, σχήμα 3) παρουσιάζονται εκτιμήσεις για τον αριθμό αλλά και τα κεφάλαια που θα διαχειρίζεται η βιομηχανία των hedge funds τα επόμενα χρόνια.

Σχήμα 2.

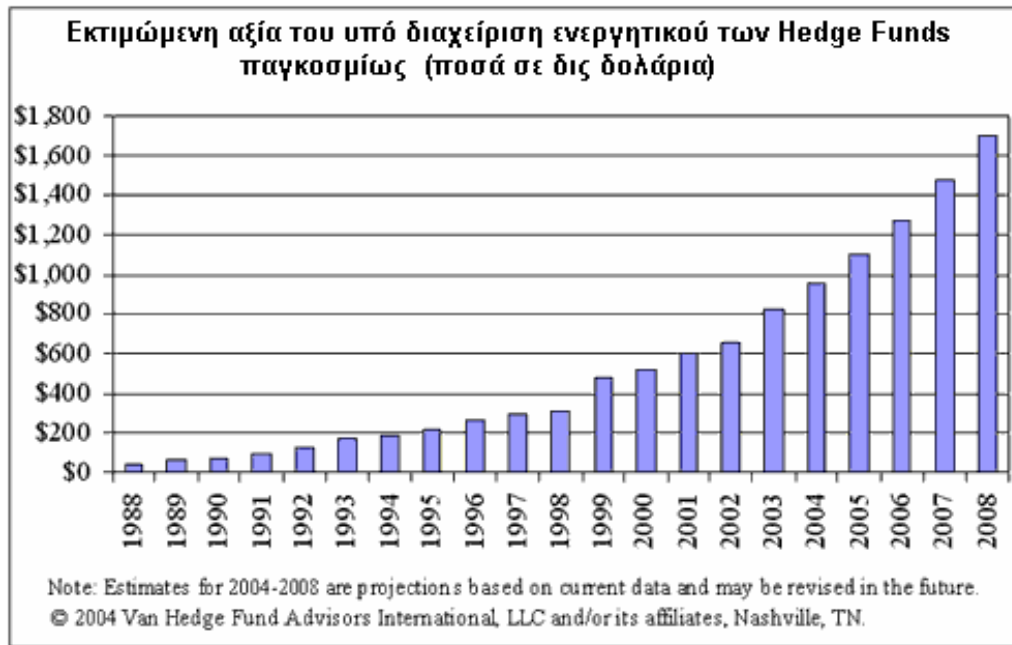


<sup>1</sup> Το Tiger Fund του Robertson, παρουσίαζε τα έξι πρώτα χρόνια λειτουργίας του ετήσια απόδοση 43%, όταν την ίδια περίοδο το αντίστοιχο νόμισμα για τον S&P500 ήταν 18,7%.





Σχήμα 3.





### 3. Βασικές διαφορές από τα Α/Κ κλασικού τύπου

---

Στα αμοιβαία κεφάλαια η χρήση των εργαλείων της μόχλευσης, του short selling και των παραγώγων είναι πολύ περιορισμένη και σε ορισμένες περιπτώσεις απαγορευτική. Επομένως, τα αμοιβαία κεφάλαια μπορούν να κάνουν κέρδη μόνο σε περιπτώσεις bull market. Παράλληλα, δεν μπορούν να αποσυρθούν από την κατηγορία τοποθετήσεων στην οποία εντάσσονται, ακόμα κι αν οι προβλέψεις γι' αυτήν την αγορά είναι δυσοίωνες. Τα Hedge Funds δεν παρουσιάζουν κανένα περιορισμό ως προς την επενδυτική στρατηγική, κάτι που τους προσδίδει μεγάλη ευελιξία. Παρουσιάζουν μάλιστα μικρότερο συστηματικό κίνδυνο από τα αμοιβαία κεφάλαια, καθώς η χρήση short selling και παραγώγων συμβάλλει στην καλύτερη διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων.

Επιπλέον, είναι γνωστό ότι τα αμοιβαία κεφάλαια στοχεύουν σε επίτευξη απόδοσης μεγαλύτερης από ένα συγκρίσιμο δείκτη benchmark. Αντίθετα, τα Hedge Funds προσπαθούν να επιτύχουν μόνο θετικές αποδόσεις, κατά απόλυτη τιμή μεγαλύτερες από κάποιο συγκεκριμένο νούμερο (π.χ. T-Bill rate).

Μάλιστα, κύριο επιχείρημα των Hedge Funds είναι η καλύτερη συμπεριφορά που φαίνεται να έχουν έναντι των αμοιβαίων κεφαλαίων κλασικού τύπου. Ενδεικτικά παραθέτουμε κάποια αποτελέσματα στον πίνακα που ακολουθεί (**Πίνακας 1**).



Πρέπει επίσης να σημειωθεί ότι η συμμετοχή των διαχειριστών με προσωπικό κεφάλαιο στα αμοιβαία κεφάλαια είναι κάτι που απαγορεύεται από το νόμο. Στα Hedge Funds από την άλλη πλευρά, είναι σύνηθες οι διαχειριστές τους να κατέχουν ένα σημαντικό ποσοστό του ενεργητικού τους. Κάτι τέτοιο μάλιστα θεωρείται σημάδι πίστης στην καλή πορεία των κεφαλαίων.

**Πίνακας 1. Σύγκριση των Καλύτερων και Χειρότερων Hedge Funds και A/K στις Η.Π.Α.**

Καθαρές μέσες ετήσιες σωρευτικές αποδόσεις της τελευταίας πενταετίας

(από το 1ο τρίμηνο του 1998 ως το 3ο τρίμηνο του 2003)

|                    | <b>Hedge Funds</b> | <b>A/K</b> |
|--------------------|--------------------|------------|
| Καλύτερα 10        | 39.8%              | 34.7%      |
| 10% των καλύτερων  | 30.3%              | 14.8%      |
| 25% των καλύτερων  | 23.5%              | 10.7%      |
| 25% των χειρότερων | 0.6%               | -1.4%      |
| 10% των χειρότερων | -4.9%              | -4.2%      |
| Χειρότερα 10       | -14.2%             | -26.9%     |

Source : 2003 by Van Hedge Fund Advisors International, LLC and/or its licensors, Nashville, TN, USA.

Όσον αφορά τώρα στις ετήσιες προμήθειες που χρεώνονται στα αμοιβαία κεφάλαια, αυτές είναι δύο κατηγοριών: συμμετοχής και εξαγοράς από 0%-5% και διαχείρισης από 0%-3%. Στα Hedge Funds όμως, εκτός από την προμήθεια διαχείρισης (περίπου 1% ετησίως), το incentive fee κυμαίνεται περίπου στο 20% επί των πραγματοποιηθέντων κερδών. Το γεγονός λοιπόν ότι οι προμήθειες των διαχειριστών είναι ανάλογες των επιδόσεων των Hedge Funds λειτουργεί σαν πόλος έλξης για τους ταλαντούχους διαχειριστές.

Τέλος, τα αμοιβαία κεφάλαια έχουν μια πολύ συγκεκριμένη περιγραφή των τοποθετήσεών τους, ενώ δεν υπάρχει περιορισμός ως προς τον αριθμό των μεριδιούχων. Αντίθετα, τα Hedge Funds μπορούν να αλλάξουν γεωγραφική αγορά, κλάδους και κατηγορία επενδύσεων, αλλά έχουν τον περιορισμό των 499 συμμετεχόντων (εκ των οποίων το 65% εγκεκριμένοι επενδυτές).



## 4. Τα χαρακτηριστικά των Hedge Funds

---

Μιλώντας συγκεκριμένα ο όρος Hedge Funds, δεν αποτελεί σωστό ορισμό εάν λάβουμε υπόψη τα ιδρύματα με τα οποία συσχετίζεται. Έχει ένα ιστορικό υπόβαθρο, καθώς τα πρώτα ιδρύματα αυτού του είδους, ασχολούνταν με buying και short-selling των μετοχών, προσπαθώντας έτσι να εκμηδενίσουν (Hedge) τον κίνδυνο των μεταβολών των ευρέων αγορών. Ωστόσο, η πιθανότητα χρήσης short-selling και άλλων τύπων Hedging, δεν αποτελεί αποκλειστικότητα των Hedge Funds, επιπλέον, από τότε που τα Hedge Funds έχουν αρχίσει να χρησιμοποιούν μία ευρεία ποικιλία από επενδυτικές στρατηγικές οι οποίες δεν περιλαμβάνουν απαραίτητως το Hedging.

Καθώς δεν υπάρχει ούτε νομικός ούτε καν γενικά αποδεκτός ορισμός, ένα Hedge Fund μπορεί να οριστεί γενικά σαν: “μια δεξαμενή επενδυτικών οχημάτων, η οποία οργανώνεται ιδιωτικά, διαχειρίζεται από επαγγελματίες επενδυτικούς διαχειριστές και δεν είναι ευρέως διαθέσιμη στο κοινό”. Ενώ αυτός ο ορισμός διαχωρίζει τα Hedge Funds από τις ιδιωτικές επενδυτικές εταιρίες, στερείται πολλά διακριτικά στοιχεία των Hedge Funds και είναι τόσο γενικός που περιλαμβάνει πολλά άλλα εναλλακτικά επενδυτικά οχήματα, όπως εταιρίες με αυξημένο επιχειρηματικό κίνδυνο, fund ειδικά διαμορφωμένα για κάθε πελάτη και “πακέτα” προϊόντων. Σε αντίθεση με άλλα επενδυτικά “πακέτα” προϊόντων, τα Hedge Funds χρησιμοποιούν εκτενώς το short-selling τη χρηματοοικονομική μόχλευση και τα παράγωγα. Παρόλα αυτά θα ήταν ανακριβές να αποδώσουμε αυτά τα χαρακτηριστικά αποκλειστικά στα



Hedge Funds, καθώς άλλες οικονομικές εταιρίες, συμπεριλαμβανομένων των Τραπεζών και άλλων εγγεγραμμένων ή μη επενδυτικών εταιριών, εμπλέκονται και αυτές σε τέτοιες διαδικασίες. Η κύρια διαφορά είναι ότι τα Hedge Funds, δεν έχουν κανένα περιορισμό για τους τύπους των μεθόδων ή στρατηγικών που μπορούν να χρησιμοποιήσουν το οποίο οφείλεται στην ανεξέλεγκτη ή ελαφρός ελεγχόμενη φύση τους. Μία περίληψη των κυριότερων χαρακτηριστικών των Hedge Funds, παρουσιάζεται στον **(Πίνακας 2)**, ο οποίος δείχνει ότι τα Hedge Funds απεικονίζουν ένα ευέλικτο επιχειρησιακό μοντέλο ή διαδικασία, παρά μια εναλλακτική μορφή επένδυσης.

**Πίνακας 2. Χαρακτηριστικά Hedge Funds**

|                                 |   |
|---------------------------------|---|
| <b>Αποδόσεις</b>                | <ul style="list-style-type: none"><li>• Απόλυτες θετικές αποδόσεις κάτω από όλες τις συνθήκες της αγοράς, χωρίς συσχετισμό με συγκεκριμένο σημείο αναφοράς. Συνήθως οι διαχειριστές δεσμεύουν και τα δικά τους χρήματα, άρα η διατήρηση του κεφαλαίου είναι πολύ σημαντική</li></ul>  |
| <b>Επενδυτικές Στρατηγικές</b>  | <ul style="list-style-type: none"><li>• Λήψη θέσης σε μια ευρεία έκταση αγορών</li><li>• Ελευθερία επιλογής τεχνικών επένδυσης, συμπεριλαμβανομένου του short-selling, της χρηματοοικονομικής μόχλευσης και των παραγώγων.</li></ul>  |
| <b>Κίνητρα</b>                  | <ul style="list-style-type: none"><li>• 1-2% ετήσια αμοιβή διαχειριστή και 15-25% αμοιβή εκτέλεσης.</li><li>• Αρκετά συχνά εφαρμόζονται ο όρος των “High Watermarks” δηλαδή ότι θα πρέπει να καλυφθούν τυχόν απώλειες προηγούμενων ετών και αν σωρευτικά επιτυγχάνεται η απόδοση του συγκρίσιμου δείκτη, τότε δίνεται στο διαχειριστή η προμήθεια κινήτρου.</li></ul> |
| <b>Τιμή εγγραφής / Εξαγοράς</b> | <ul style="list-style-type: none"><li>• Προκαθορισμένο πρόγραμμα με τριμηνιαία ή μηνιαία συνδρομή και εξαγορά.</li><li>• Περίοδοι “κλειδώματος” μέχρι ένα χρόνο, και μέχρι τη πρώτη εξαγορά. Κάποια Hedge Funds διατηρούν το δικαίωμα να αναστέλλουν τις εξαγορές υπό εξαιρετικές συνθήκες.</li></ul>   |
| <b>Τοποθεσία</b>                | <ul style="list-style-type: none"><li>• Offshore οικονομικά κέντρα με χαμηλή φορολογία και ρυθμιστικό καθεστώς, και κάποια άλλα εγχώρια οικονομικά κέντρα.</li></ul>  |
| <b>Νομικό καθεστώς</b>          | <ul style="list-style-type: none"><li>• Η δομή κύριος-τροφοδότης, μπορεί να χρησιμοποιηθεί για επενδυτές με διαφορετική φορολογική κατάσταση, όπου επιλέγουν τα κατάλληλα εγχώρια ή offshore τροφοδοτικά κεφάλαια τα οποία συγκεντρώνονται στο κυρίως κεφάλαιο.</li></ul>   |



|                            |  |
|----------------------------|--|
| <b>Διαχειριστές</b>        | <ul style="list-style-type: none"><li>• Μπορούν ή όχι να είναι εγγεγραμμένοι ή να ελέγχονται από οικονομικούς επιτηρητές.</li><li>• Μπορούν ή όχι να είναι εγγεγραμμένοι ή να ελέγχονται από οικονομικούς επιτηρητές.</li></ul>  |
| <b>Επενδυτές</b>           | <ul style="list-style-type: none"><li>• Άτομα με υψηλά κεφάλαια και επενδυτές οικονομικών ιδρυμάτων.</li><li>• Υψηλά επίπεδα ελάχιστης επένδυσης.</li><li>• Μη ευρέως διαθέσιμα στο κοινό.</li><li>• Οι τίτλοι που εκδίδονται παίρνουν τη μορφή ιδιωτικών τοποθετήσεων.</li></ul>            |
| <b>Ρυθμιστικό καθεστώς</b> | <ul style="list-style-type: none"><li>• Γενικά ελάχιστη ή καθόλου ρυθμιστική επιτήρηση, λόγω της ύπαρξης τους στο εξωτερικό ή λόγω της ελαφριάς προσέγγισης από εγχώριους ρυθμιστές, απαλλάσσονται από οποιεσδήποτε απαιτήσεις για τη προστασία των επενδυτών ή για δημοσιοποίηση.</li></ul> |
| <b>Δημοσιοποίηση</b>       | <ul style="list-style-type: none"><li>• Εθελοντικές ή πολύ περιορισμένες απαιτήσεις δημοσίευσης σε σχέση με τα καταχωρημένα επενδυτικά κεφάλαια.</li></ul>   |

Επιπλέον εκτός από τα κοινά Hedge Funds υπάρχουν και τα FOHFs τα οποία επενδύουν σε ένα αριθμό από άλλα Hedge Funds, με αυτό το τρόπο οι υπηρεσίες διαφοροποίησης και επιλογής παρέχονται στους επενδυτές οι οποίοι δεν είναι ικανοί να δείξουν την επαρκώς οφειλόμενη επιμέλεια, τους λείπει η απαιτούμενη τεχνογνωσία ή απλώς δεν ανταποκρίνονται στις υψηλές απαιτήσεις της ελάχιστης επένδυσης. Τα FOHFs συνήθως χρεώνουν λιγότερο από τα μεμονωμένα Hedge Funds και συχνά προσφέρουν μηνιαίες εξαγορές, για να ανταποκριθούν στους θεσμικούς και λιανικούς επενδυτές.



## 5. Η τυπολογία των Hedge Funds

---

Όπως σημειώθηκε παραπάνω, τα πρώτα Hedge Funds χρησιμοποιήθηκαν σε neutral (ουδέτερες) αγορές ή “Hedged” συναλλαγές, προσπαθώντας να μονώσουν τη θέση τους από τις περιστροφές της αγοράς. Αυτό δεν ισχύει πια, αφού τα Hedge Funds τώρα, χρησιμοποιούν άλλες directional (κατευθυντικές) στρατηγικές. Από τότε που τα Hedge Funds δεν έχουν κανένα περιορισμό στον τύπο των εργαλείων που μπορούν να χρησιμοποιήσουν ή του πως να κατευθύνουν τις λειτουργίες τους, κατηγοριοποιούνται με βάση το επενδυτικό τους προφίλ. Αυτό το κριτήριο είναι πολύ πιο σημαντικό για ένα προφίλ απόδοσης – κινδύνου, από την επιλογή κατηγορίας κεφαλαίου ή τομέα/ γεωγραφικού προσανατολισμού.

Για να απλοποιήσουμε την ανάλυση είναι χρήσιμο να κατηγοριοποιήσουμε τις στρατηγικές σε τρεις κατηγορίες :

- Directional
- Neutral
- Event Driven

Τα directional Hedge Funds γενικά προσφέρουν υψηλές αποδόσεις, ανάλογα με τον υψηλό κίνδυνο και τη μόχλευση στην οποία παίρνουν μέρος. Τα Macro Hedge Fund είναι το συνηθέστερο παράδειγμα αυτής της επενδυτικής κατηγορίας. Τέτοιες επενδύσεις ακολουθούν μια “top-down” προσέγγιση και προσπαθούν να κερδίσουν



από μεγάλες οικονομικές κατευθύνσεις ή γεγονότα. Emerging Markets (αναδυόμενες αγορές) και άλλα Directional Hedge Funds με τοπικό στόχο, σε αντίθεση, εννοούν τις “bottom-up” αγορές και κοιτούν την ανεπάρκεια (μη αποδοτικότητα) των αναπτυσσόμενων αγορών.

Σε αντίθεση με τα Directional funds, τα market neutral Hedge Funds ερευνούν για ευκαιρίες arbitrage, για να εκμεταλλευτούν ορισμένες τιμές διαφοράς, προσπαθώντας να αποφύγουν την έκθεση σε ευρέως αγοραστικές κινήσεις. Εδώ το νόημα του arbitrage, είναι κάπως πιο χαλαρό και συμπεριλαμβάνει συναλλαγές οι οποίες εμπεριέχουν κάποιο κίνδυνο αβεβαιότητας στα συνολικά τους κέρδη. Τέτοιες στρατηγικές είναι ελκυστικές λόγω της χαμηλής αστάθειας, αλλά απαιτούν μέση έως υψηλή μόχλευση, για να ωφεληθούν από μικρές διαφοροποιήσεις των τιμών, ιδιαίτερα σε αμετάβλητες εισοδηματικές αγορές.

Οι Even Driven στρατηγικές βρίσκονται κάπου σε μεσαία επίπεδα αστάθειας, με ανταπόκριση σε χαμηλή έως μέση μόχλευση. Οι ευκαιρίες κέρδους αυξάνουν από “διαφορετικές καταστάσεις” στη ζωή μιας εταιρίας, όπως συγχωνεύσεις και εξαγορές, αναδιοργανώσεις ή χρεοκοπίες. Μια συγχώνευση arbitrage τυπικά είναι short της μετοχής της εταιρίας που αγοράζεται, και long της μετοχής της εταιρίας που αγοράζει. Τα Hedge Funds επενδύουν σε καταπονημένους τίτλους, προσπαθώντας να εκμεταλλευτούν το γεγονός, του ότι είναι δύσκολο να εκτιμηθούν τέτοιοι τίτλοι και οι θεσμικοί επενδυτές αποφεύγουν να επενδύσουν σε αυτούς.

Τέλος τα FOHFs, πρέπει να έχουν χαμηλότερη αστάθεια και είναι ελκυστικά προσαρμοσμένα στον κίνδυνο αποδόσεων, το οποίο οφείλεται στην ποικιλία των πλεονεκτημάτων τους.

Λεπτομερής αναφορά, με όλους τους ορισμούς των κατηγοριών των Hedge Funds παρέχονται στο **(Πίνακας 3)**. Διάφοροι άλλοι ιδιωτικοί πωλητές, μπορεί να χρησιμοποιούν, άλλες, σχετικά διαφορετικές κατηγορίες, που πολύ πιθανό να είναι αβάσιμες, καθώς οι κύριες στρατηγικές ομαδοποιούνται με παρόμοιο τρόπο.

Οι επενδυτές μπορούν να έχουν πρόσβαση στα Hedge Funds με διάφορους τρόπους και η διαφοροποίηση αυτή, έχει σαν αποτέλεσμα τη δημιουργία ενός





πρόσθετου κριτηρίου. Ιδιωτικές τοποθετήσεις περιορισμένων ενδιαφερόντων σε ιδιωτικές συνεργασίες ή σε offshore μετοχικά κεφάλαια είναι οι πιο κοινοί τρόποι να κάνεις άμεσα κεφάλαια. (Σε κάποιες αγορές οι μετοχές των Hedge Funds, είναι σε καταλόγους στο χρηματιστήριο). Οι αυξανόμενες απαιτήσεις από τους λιανικούς επενδυτές και τα ρυθμιστικά εμπόδια για άμεση επένδυση, οδήγησαν στην εμφάνιση των έμμεσων επενδυτικών καναλιών, όπως τα FOHFs ή των διαφόρων εργαλείων συνδεδεμένων με την απόδοση, συμπεριλαμβανομένων και των unit-linked.

### Πίνακας 3. Ορισμοί των κατηγοριών των Hedge Funds

## Directional

### Long/Short Equity Hedge

Αυτή η Directional στρατηγική περιλαμβάνει επενδύσεις προσανατολισμένες σε μετοχές και από τις δύο πλευρές της αγοράς (long & short). Ο στόχος της είναι να μην είναι ουδέτερη. Οι διαχειριστές έχουν την δυνατότητα να μετακινηθούν από τη μικρή, στη μεγάλη κεφαλαιοποίηση, και από μία καθαρή long θέση σε μία καθαρή short. Οι διαχειριστές μπορούν να χρησιμοποιήσουν futures και άλλες επιλογές για να εξασφαλιστούν. Η εστίαση μπορεί να είναι τοπική, όπως στις long/short Αμερικάνικες ή Ευρωπαϊκές μετοχές, ή σε εξειδικευμένους τομείς, όπως για παράδειγμα οι long και short μετοχές τεχνολογίας ή υγείας. Τα long/short equity funds τείνουν να δημιουργούν και να διατηρούν χαρτοφυλάκια τα οποία είναι πολύ πιο συγκεντρωμένα από αυτά των παραδοσιακών μετοχικών κεφαλαίων.

### Dedicated Short Bias

Οι εξειδικευμένοι short-sellers ήταν κάποτε μια εύρωστη κατηγορία Hedge Funds πριν το long bull market αναδείξει την στρατηγική αυτή ως δύσκολη στην εφαρμογή της. Μια νέα short-biased κατηγορία έχει αναδειχθεί. Η στρατηγική βασίζεται στη διατήρηση του net short σε αντίθεση με την έκθεση του pure short. Οι short-biased διαχειριστές λαμβάνουν θέσεις short στις περισσότερες μετοχές και τα παράγωγα. Το χαρτοφυλάκιο του short biased διαχειριστή πρέπει να είναι σταθερά μεγαλύτερο του μηδενός, ώστε να ταξινομηθεί σε αυτή την κατηγορία.



### Global Macro

Οι διαχειριστές των Global Macro φέρουν long και short θέσεις σε οποιαδήποτε κύρια κεφαλαιαγορά, ή αγορά παραγώγων ανά τον κόσμο. Αυτές οι θέσεις αντικατοπτρίζουν τις απόψεις τους στην γενική κατεύθυνση της αγοράς καθώς επηρεάζεται από κύριες οικονομικές τάσεις και/ή γεγονότα. Τα χαρτοφυλάκια αυτών των funds μπορούν να συμπεριλάβουν μετοχές, χρεόγραφα, συνάλλαγμα και οικονομικά προϊόντα με τη μορφή ρευστού ή παράγωγων προϊόντων. Τα περισσότερα κεφάλαια επενδύουν παγκοσμίως και σε ανεπτυγμένες αλλά και σε αναπτυσσόμενες αγορές.

### Emerging Markets

Αυτή η στρατηγική περιλαμβάνει επενδύσεις σε μετοχές ή σε επενδύσεις σταθερού εισοδήματος, σε αναπτυσσόμενες αγορές ανά τον κόσμο. Επειδή πολλές αναπτυσσόμενες αγορές δεν επιτρέπουν το short-selling ούτε προσφέρουν βιώσιμα futures ή άλλα παράγωγα προϊόντα με τα οποία μπορεί να γίνει hedge, η στρατηγική των αναπτυσσόμενων αγορών συχνά εφαρμόζει μόνο long στρατηγικές.

### Managed Futures

Αυτή η στρατηγική επενδύει σε συγκεκριμένες κεφαλαιαγορές, σε προϊόντα futures και αγορές συναλλάγματος ανά τον κόσμο. Οι διαχειριστές συνήθως αποκαλούνται ως Commodity Trading Advisors ή CTAs. Οι εμπορικές αρχές είναι γενικά συστηματικές ή αυτεξούσιες. Οι συστηματικοί traders τείνουν να χρησιμοποιούν ειδικές πληροφορίες σχετικά με τις τιμές και το εμπόριο (συχνά τεχνικές πληροφορίες) ώστε να λάβουν αποφάσεις για τις συναλλαγές, ενώ οι αυτεξούσιοι διαχειριστές χρησιμοποιούν, αποφασιστική προσέγγιση.

---

## Event Driven

Αυτές οι στρατηγικές ορίζονται σαν επενδύσεις “ειδικών περιπτώσεων”, σχεδιασμένες για να αιχμαλωτίζουν τις κινήσεις των τιμών που δημιουργούνται από κάποιο σημαντικό εταιρικό γεγονός, όπως συγχωνεύσεις, εταιρικό ανασχηματισμό, ρευστοποίηση, πτώχευση ή αναδιοργάνωση.

### Risk (Merger) Arbitrage

Οι διαχειριστές επενδύουν ταυτόχρονα long και short σε εταιρίες που εμπλέκονται σε συγχώνευση. Οι risk arbitrageurs τυπικά είναι short της μετοχής της εταιρίας που αγοράζεται, και long της μετοχής της εταιρίας που αγοράζει. Καθώς η μετοχή του αγοραστή γίνεται short ο διαχειριστής κάνει hedge out τον κίνδυνο της αγοράς, και απομονώνει την έκθεσή του στο αποτέλεσμα της ανακοινωθείσας συμφωνίας. Σε συμφωνίες με μετρητά, ο διαχειριστής χρειάζεται μόνο το long της πωληθείσας εταιρίας. Ο κύριος κίνδυνος, είναι ο κίνδυνος της συμφωνίας, εάν δηλαδή η συμφωνία αποτύχει να κλείσει.



### Regulation D, or Reg.D

Αυτή η υποομάδα, αναφέρεται σε επενδύσεις σε δημόσιες επιχειρήσεις μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης οι οποίες σημειώνουν κέρδη σε ιδιωτικές κεφαλαιαγορές. Οι επενδύσεις συνήθως παίρνουν τη μορφή μετατρέψιμων τίτλων με μια τιμή εξάσκησης η οποία ταλαντεύεται, ή υπόκειται σε παλαιότερη πρόβλεψη και η οποία απομονώνει τον επενδυτή από μία πτώση της τιμής του υποκείμενου τίτλου.

### Distressed/High Yield Securities

Οι διαχειριστές των Funds επενδύουν στις διεκδικήσεις χρεών, μετοχών, ή εμπορίου, εταιριών οι οποίες βρίσκονται σε οικονομικές δυσκολίες ή ήδη σε κατάσταση χρεοκοπίας. Οι τίτλοι των εταιριών που βρίσκονται σε οικονομικές δυσκολίες τυπικά συναλλάσσονται υπό σημαντικές εκπτώσεις σε σχέση με την ονομαστική τιμή, λόγω ευκολιών στην ανάλυση των σωστών αξιών για τέτοιους τίτλους, λόγω ανικανότητας από πλευράς παραδοσιακών επενδυτών να αξιολογήσουν επακριβώς τέτοιες απαιτήσεις ή να καθοδηγήσουν τα νομικά τους συμφέροντα κατά τη διάρκεια διαδικασιών αναδιοργάνωσης. Διάφορες στρατηγικές έχουν αναπτυχθεί με τις οποίες οι επενδυτές μπορούν να πάρουν hedged ή outright short θέσεις σε τέτοιες απαιτήσεις. Οι διαχειριστές μπορεί επίσης να λάβουν θέση arbitrage από την δομή του κεφαλαίου της εταιρίας, τυπικά με το να αγοράζουν μία σειρά χρεών και κάνοντας short-selling στη κοινή μετοχή, με την ελπίδα να πραγματοποιήσουν κέρδη από μετατοπίσεις του κενού μεταξύ των δύο σειρών.

---

## Market Neutral

### Fixed Income Arbitrage

Ο arbitrageur σταθερού εισοδήματος στοχεύει να δημιουργήσει κέρδος από ανωμαλίες στις τιμές μεταξύ συσχετιζόμενων ποσοστών επένδυσης σε μετοχές. Οι περισσότεροι διαχειριστές συναλλάσσονται σε παγκόσμια κλίμακα με στόχο να δημιουργήσουν σταθερά κέρδη με χαμηλή αστάθεια. Αυτή η κατηγορία περιλαμβάνει interest rate swap arbitrage US (επιτόκιο που κερδίζει χωρίς κίνδυνο μέσω συμφωνιών swap) και non-US αντισταθμιστική κερδοσκοπία μέσω κυβερνητικών ομολόγων.

### Convertible Arbitrage

Αυτή η στρατηγική αναγνωρίζεται από hedge επένδυση στους μετατρέψιμους τίτλους μιας εταιρίας. Μια τυπική επένδυση είναι να κάνουν long το μετατρέψιμο ομόλογο και short τη κοινή μετοχή, προστατεύοντας παράλληλα το τοκοφόρο κεφάλαιο από αγοραστικές κινήσεις.

### Equity Market Neutral

Αυτή η επενδυτική στρατηγική έχει σχεδιαστεί για να εκμεταλλεύεται τις ανεπάρκειες στην αγορά μετοχών και συνήθως περιλαμβάνει την ταυτόχρονη ύπαρξη long και short θέσεων μαζί σε μετοχικά χαρτοφυλάκια του ίδιου μεγέθους μέσα σε μια χώρα. Καλοσχεδιασμένα χαρτοφυλάκια τυπικά ελέγχουν τις βιομηχανίες, τις κατηγορίες και τη κεφαλαιοποίηση της αγοράς. Συχνά εφαρμόζεται και μόγλευση ώστε να ενισχυθούν οι αποδόσεις.



## Multi-Strategy

Τα Multi-Strategy Funds χαρακτηρίζονται από την ικανότητά τους να διανέμουν μοχλευμένο κεφάλαιο, μεταξύ στρατηγικών που βρίσκονται ανάμεσα σε διάφορες παραδοσιακές Hedge Fund τακτικές. Η χρήση πολλών στρατηγικών, και η ικανότητα αναδιανομής του κεφαλαίου μεταξύ τους σαν ανταπόκριση στις ευκαιρίες της αγοράς, σημαίνει πως τέτοια κεφάλαια δεν κατατάσσονται εύκολα σε καμία παραδοσιακή κατηγορία. Η κατηγορία Multi-Strategy περιλαμβάνει επίσης κεφάλαια που υιοθετούν μοναδικές στρατηγικές οι οποίες δεν κατατάσσονται σε καμία από τις ανωτέρω περιγραφές.

---

## Fund of Funds

Ένα κεφάλαιο θα χρησιμοποιήσει τις υπηρεσίες δύο ή περισσότερων κεφαλαίων ή Hedge Funds, στα οποία θα διανεμηθούν μετρητά για τις συναλλαγές εκ μέρους του κεφαλαίου.

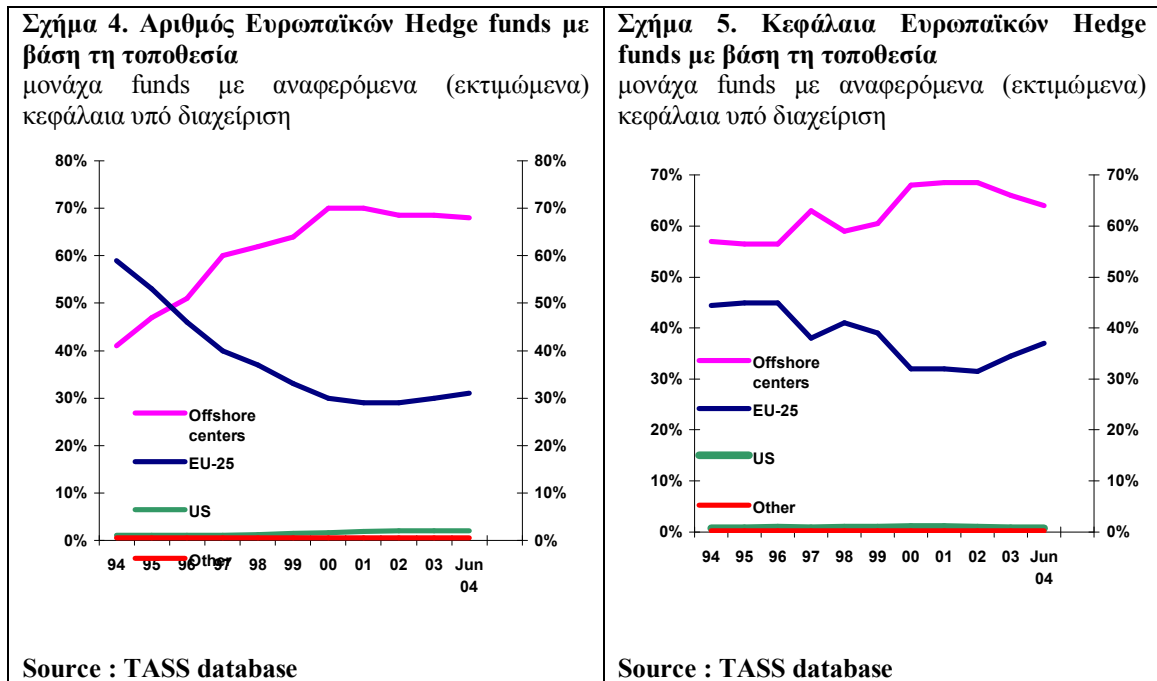


## 6. Η λειτουργία της βιομηχανίας των Hedge Funds

---

### 6.1 Ο χώρος διαπραγμάτευσης των Hedge Funds

Οι καινοτόμες επενδυτικές στρατηγικές των Hedge Funds απαιτούν, την απόλυτη ελευθερία και διορατικότητα πάνω στις εφαρμογές τους. Για το λόγο αυτό οι διαχειριστές, ψάχνουν για ελάχιστη ρυθμιστική παρέμβαση και ευνοϊκή φορολογική μεταχείριση. Offshore φορολογικά καταφύγια είναι οι ιδανικότερες περιπτώσεις, επειδή προσφέρουν χαμηλό ρυθμιστικό καθεστώς και εξωτερικό έλεγχο και είναι σχετικά εύκολη η δημιουργία και λειτουργία ενός Hedge Fund. Τα νησιά Καϋμάν, τα Βρετανικά Παρθένα νησιά, η Βερμούδες και οι Μπαχάμες, είναι τα προτιμότερα offshore οικονομικά κέντρα. Σε σχέση με τη παγκόσμια βιομηχανία Hedge Fund, η Ευρωπαϊκή κατευθύνεται περισσότερο στα Νησιά Καϋμάν, στις Βερμούδες, στα νησιά Channel και στο Guernsey. (Σχήμα 4, σχήμα 5, πίνακας 4)

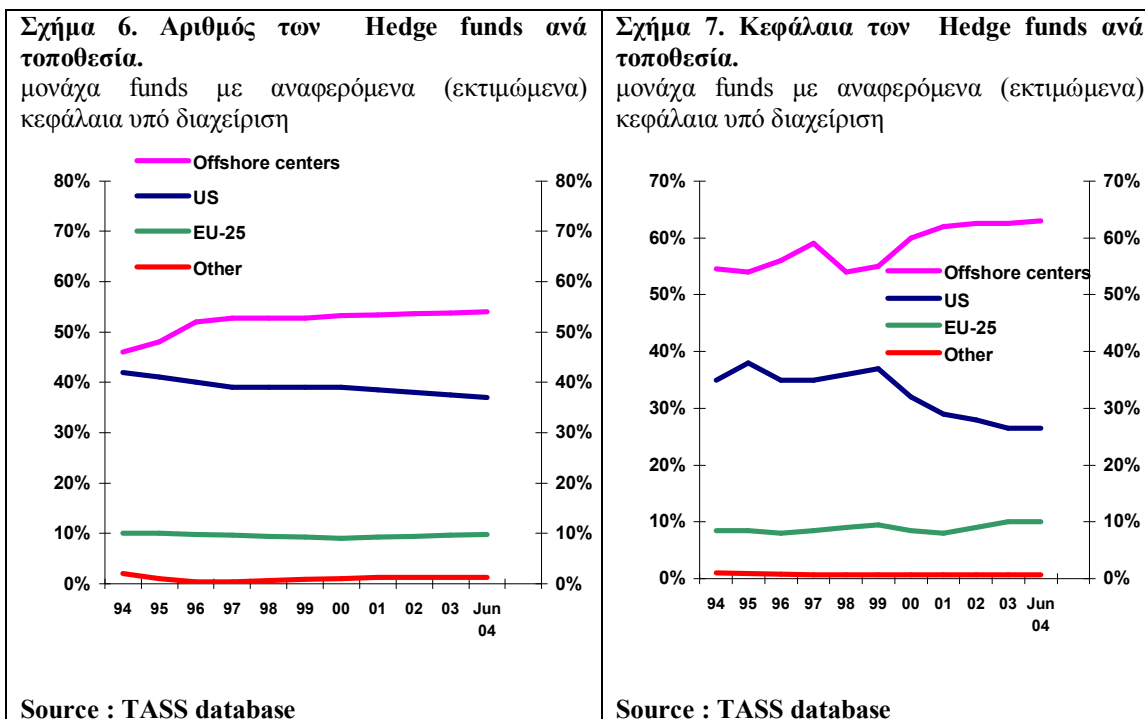


**Πίνακας 4. Offshore Hedge Funds**

|  | 1997 | 2002 | Jun 2004  |                      |
|--|------|------|-----------|----------------------|
|  |      |      | All funds | European Hedge Funds |
| <b>% share of offshore hedge funds</b>                   |      |      |           |                      |
| Number of funds  | 47   | 40   | 54        | 67                   |
| Assets under management                                  | 69   | 49   | 65        | 63                   |
| <b>% share of offshore hedge fund assets by domicile</b> |      |      |           |                      |
| Cayman Islands   | 23   | 54   | 54        | 55                   |
| British Virgin Islands                                   | 21   | 25   | 23        | 18                   |
| Bermuda  | 9    | 10   | 12        | 13                   |
| Bahamas  | 4    | 4    | 4         | 1                    |
| Netherlands Antilles                                     | 35   | -    | 2         | 1                    |
| Other  | 9    | 7    | 4         | 12                   |

Source : TASS database

Λόγω απαιτήσεων των επενδυτών και της “ελαφριάς” προσέγγισης από μερικούς εγχώριους ρυθμιστές, τα νέα Hedge Funds αρχίζουν να λαμβάνουν υπόψη τις εγχώριες κυβερνητικές δικαστικές δικαιοδοσίες γι’ αυτή τη λειτουργία, συμπεριλαμβανομένων, του Λουξεμβούργου, Ιρλανδίας, Ελβετίας, Γερμανίας και μερικών άλλων χωρών. Με βάση το δείγμα του TASS, τα μερίδια των Hedge Funds που είναι εγκατεστημένα στις Η.Π.Α. βρίσκονται σε πτωτική τάση τα τελευταία 10 χρόνια (Σχήμα 6, σχήμα 7).



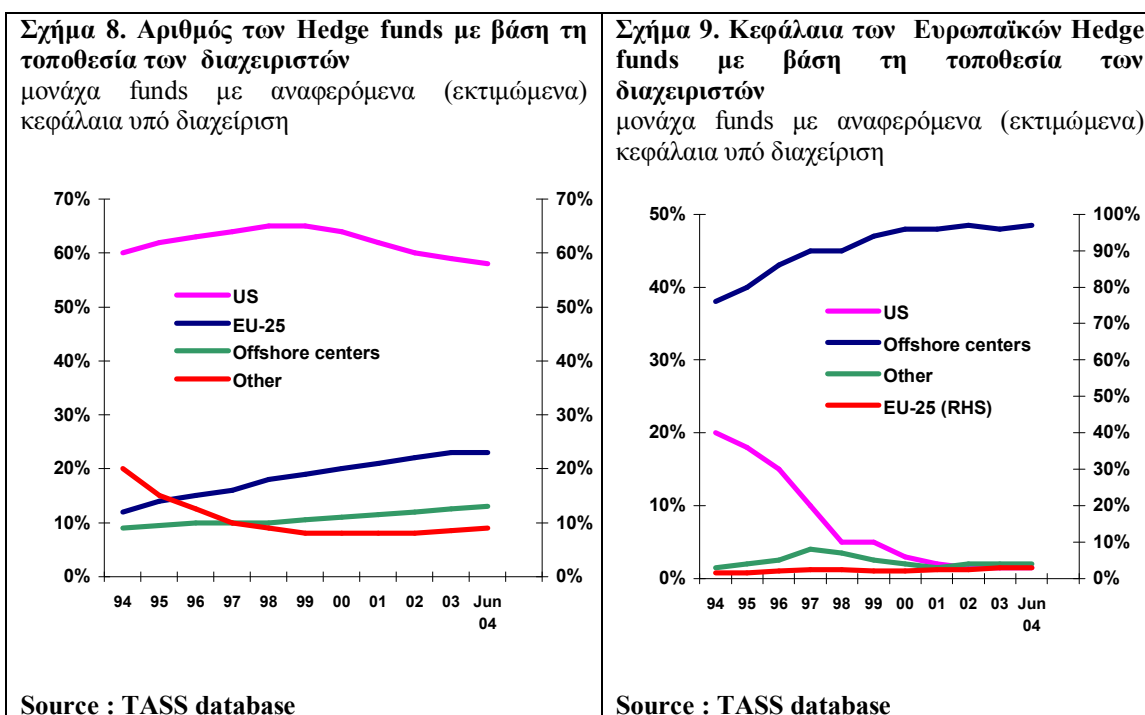
Περίπου το 70% των Ευρωπαϊκών Hedge Funds τα οποία είναι εγκατεστημένα στη EU-25, έχουν δημιουργηθεί στο Λουξεμβούργο και την Ιρλανδία με μετοχές 40% και 30% αντίστοιχα. Το Δουβλίνο είναι ιδιαίτερα δημοφιλής τόπος μεταξύ των διοικούμενων Hedge Funds από την UK, καθώς τα Hedge Funds εκεί μπορούν να καταχωρηθούν στους καταλόγους του Χρηματιστηρίου, με αποτέλεσμα να γίνουν ελκυστικά στους επενδυτές που απαγορεύεται να επενδύσουν έξω από την Ε.Ε. ή στους μη καταχωρημένους τίτλους.

Παρακάτω ο όρος “Ευρωπαϊκά Hedge Funds” αναφέρεται στα κεφάλαια τα οποία είναι εγκατεστημένα στη EU-25 και/ή οι διαχειριστές κατοικούν στην EU-25, τα οποία δεν είναι απαραίτητο να επενδύουν σε Ευρωπαϊκές αγορές. Μερικές φορές ο ίδιος όρος μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε “προμηθευτές δεδομένων” για να προσδιορίσουν τα Hedge Funds που στοχεύουν στις Ευρωπαϊκές αγορές. Η διαφορά αυτή της έννοιας πρέπει να ληφθεί υπόψη για την ανάλυση των διαφόρων στοιχείων που παρατίθενται στη μελέτη. Από μια οικονομική προοπτική σταθερότητας και οι δύο απόψεις είναι σημαντικές, επειδή από τη μία αφορά τους χρηματοδοτικούς οργανισμούς δηλ. τη βιομηχανία διαχείρισης διαθεσίμων που λειτουργεί στην Ευρώπη και κατά δεύτερον στον αντίκτυπο της αγοράς. Η πρώτη προσέγγιση είναι

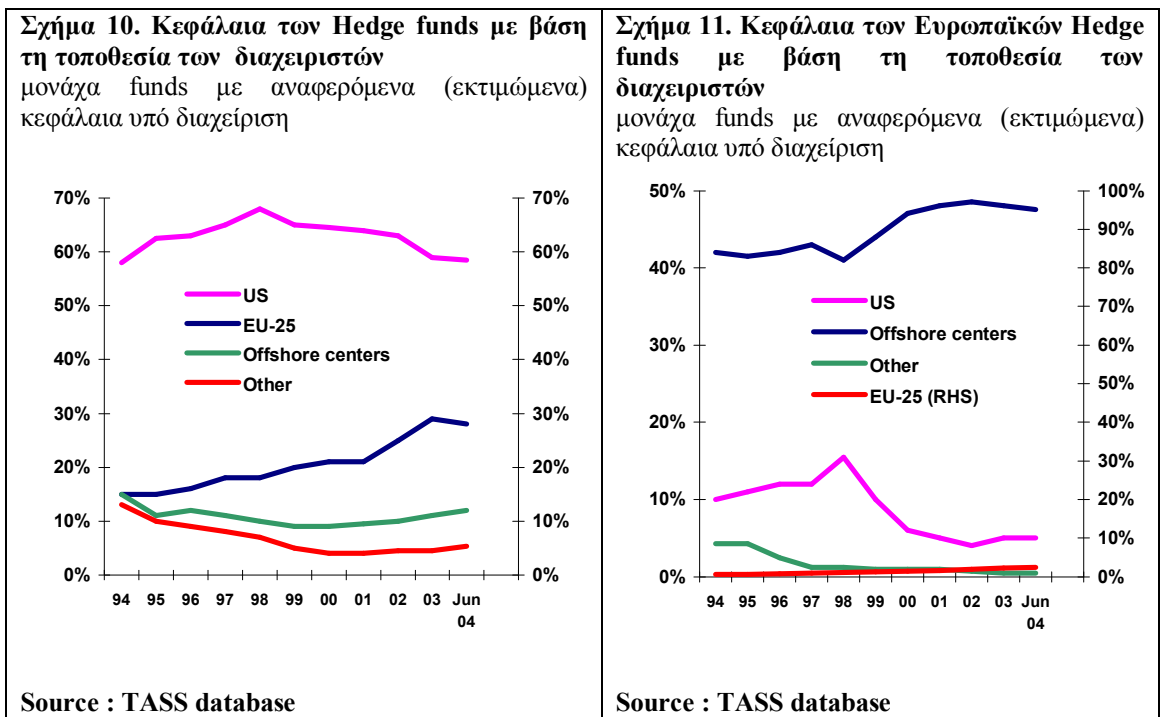


πιο κοινή στη περίπτωση των Τραπεζών και των άλλων χρηματοδοτικών οργανισμών και είναι πιθανώς σταθερότερη σε σχέση με τη δεύτερη. Ο λόγος είναι ότι τα Hedge Funds μπορούν να αλλάξουν το γεωγραφικό προσανατολισμό τους γρήγορα, ο οποίος είναι μικρότερος με βάση τη θέση των διαχειριστών ή μπορούν επίσης να εκθέσουν ως ένα ορισμένο βαθμό μια εσωτερική προκατάληψη.

Σε αντίθεση με τα Hedge Funds, οι διαχειριστές κατοικούν σε σημαντικά οικονομικά κέντρα (Σχήμα 8, σχήμα 9, σχήμα 10, σχήμα 11) και μπορούν ή όχι να εγγραφούν στις τοπικές ρυθμιστικές αρχές. Μερικές φορές πρέπει να καταχωρηθούν επειδή διαχειρίζονται κεφάλαια τα οποία υπόκεινται σε νόμους ή το κάνουν αυτό για να ενισχύσουν την αξιοπιστία τους στα μάτια των επενδυτών. Πολλοί από τους διαχειριστές είναι τραπεζίτες ή μόνο διαχειριστές επενδύσεων, που στοχεύουν να διευθύνουν τη δική τους επενδυτική επιχείρηση.







Με βάση τα στοιχεία του TASS, η συνολική θέση των διαχειριστών Hedge Funds που βρίσκονται στη EU-25 και σε offshore κέντρα, αυξάνεται σταθερά σε βάρος του μεριδίου των Αμερικανών διαχειριστών και από τη πλευρά των αριθμών των κεφαλαίων και των κεφαλαίων υπό διαχείριση. Τα Ευρωπαϊκά Hedge Funds σχεδόν εξ' ολοκλήρου ρυθμίζονται από την EU-25, αν και κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών οι Η.Π.Α. και οι offshore διαχειριστές είναι πιο ενεργοί. Οι περισσότεροι από τους Ευρωπαίους διαχειριστές Hedge Funds βρίσκονται στο Λονδίνο, λόγω του ηγετικού ρόλου του ως οικονομικό κέντρο, της παρουσίας ειδικευμένου τοπικού εργατικού δυναμικού και των υπηρεσιών υποστήριξης που παρέχεται. (Πίνακας 5).



### Πίνακας 5. Ευρωπαϊοί διαχειριστές Hedge Funds

| <b>Country</b>     | <b>Number of managers</b> | <b>% share of EU-15</b> |
|--------------------|---------------------------|-------------------------|
| United Kingdom     | 394                       | 78                      |
| France             | 39                        | 8                       |
| Sweden             | 18                        | 4                       |
| Finland            | 12                        | 2                       |
| Ireland            | 12                        | 2                       |
| Germany            | 8                         | 2                       |
| Spain              | 6                         | 1                       |
| Italy              | 5                         | 1                       |
| Netherlands        | 5                         | 1                       |
| Austria            | 3                         | 1                       |
| Denmark            | 1                         | 0                       |
| Portugal           | 1                         | 0                       |
| Belgium            | -                         | -                       |
| Greece             | -                         | -                       |
| Luxembourg         | -                         | -                       |
| <b>Total EU-15</b> | <b>504</b>                | <b>100</b>              |
| Switzerland        | 36                        | 7                       |
| United States      | 29                        | 6                       |
| Norway             | 4                         | 1                       |
| <b>Total</b>       | <b>573</b>                | <b>114</b>              |



## **6.2 Η βελτίωση της παραγωγικότητας και η αποφυγή αποτυχίας των Hedge Funds**

Τα σχέδια για τη βελτίωση της παραγωγικότητας που χρησιμοποιούνται από τα Hedge Funds είναι ένα σημαντικό στοιχείο της επιτυχίας τους. Οι αμοιβές απόδοσης είναι χαρακτηριστικά ασύμμετρες, δεδομένου ότι ανταμείβουν τις θετικές απόλυτες αποδόσεις, χωρίς μια αντίστοιχη ποινική ρήτρα για τις αρνητικές. Εντούτοις στις περιπτώσεις εκείνες που οι διαχειριστές δεσμεύουν τα χρήματά τους, η συντήρηση του κεφαλαίου είναι πολύ σημαντική και το κίνητρο για διαφυγή από κινδύνους περιορίζεται σε κάποιο βαθμό. Αντίθετα από τους διαχειριστές Hedge Funds, οι παραδοσιακοί διαχειριστές κεφαλαίων μπορεί να χάσουν τη ροή του εισοδήματός τους σε περίπτωση κακής απόδοσης των κεφαλαίων, αλλά δεν υφίσταται μία άμεση απώλεια του πλούτου τους. Δεν είναι ασυνήθιστο για έναν διαχειριστή Hedge Funds να λάβει την πρώτη αποζημίωση απόδοσής του μετά από ένα ή δύο χρόνια, λόγω των υψηλών watermarks<sup>2</sup> και της ελάχιστης ποσοστιαίας απόδοσης.

Τα ποσοστά αποτυχίας των Hedge Funds είναι μάλλον υψηλά και τα ποσοστά “θνησιμότητας” του πρώτου έτους κυμαίνονται χαρακτηριστικά μεταξύ 2% και 4% ή και υψηλότερα. Όπως ήταν αναμενόμενο τα macro και άλλα Hedge Funds με ασταθείς αποδόσεις, παρουσιάζουν χαμηλότερα ποσοστά επιβίωσης. Συχνά τα Hedge Funds κλείνουν για λόγους ανεξάρτητους της κακής τους απόδοσης, όπως είναι οι συγχωνεύσεις, οι αναδιοργανώσεις ή η αποχώρηση των βασικών διαχειριστών. Τα σχέδια για τη βελτίωση της παραγωγικότητας, ειδικότερα η παρουσία υψηλών watermarks, είναι ένας άλλος παράγοντας για τα χαμηλά ποσοστά επιβίωσης. Πράγματι για τους διαχειριστές είναι αντιοικονομικό να συνεχίσει να λειτουργεί ένα κεφαλαίο το οποίο έχει υποστεί μεγάλες απώλειες, οι οποίες οδηγούν μακριά τη λήψη των αμοιβών τους.

---

<sup>2</sup> High watermarks – είναι το όριο εκτίμησης ενός Hedge Fund κάτω από το οποίο οι αμοιβές για την απόδοση δεν πληρώνονται. Με ένα High Watermark οι αμοιβές για την απόδοση πληρώνονται μόνο εάν η συναθροιστική απόδοση ανακτήσει τα προηγούμενα ελλείμματα



| Δείκτης<br>αποτυχίας % | 1995-2002 by assets under management |           |         | 1994-1998 |
|------------------------|--------------------------------------|-----------|---------|-----------|
|                        | ≤\$50m                               | \$50-150m | >\$150m |           |
| 1-year                 | 3.5                                  | 3.8       | 1.5     | 2.0       |
| 2-year                 | 8.5                                  | 10.2      | 4.6     | 2.8       |
| 3-year                 | 11.8                                 | 20.4      | 19.6    | 2.9       |
| 4-year                 | 18.9                                 | 34.5      | 33.0    | 3.6       |
| 5-year                 | 23.7                                 | 38.7      | 42.3    | 3.6       |
| 6-year                 | 27.2                                 | 53.0      | -       | 3.6       |
| 7-year                 | 32.0                                 | 66.0      | -       | 3.6       |

### **6.3 Τα πρόσωπα που εμπλέκονται σε ένα Hedge Fund**

Οι διαχειριστές των Hedge Funds είναι χαρακτηριστικά απρόθυμοι να αναλάβουν τα διοικητικά καθήκοντα και προτιμούν να επικεντρώνονται στις δικές τους στρατηγικές επένδυσης. Συνεπώς οι υπηρεσίες υποστήριξης μεταφέρονται συχνά στους administrators, ειδικότερα από τα μικρού μεγέθους κεφάλαια. Οι administrators χειρίζονται συχνά ποικίλους στόχους, συμπεριλαμβανομένου, της οργάνωσης ενός Hedge Fund, της αξιολόγησης και του υπολογισμού της καθαρής αξίας των περιουσιακών του στοιχείων, της αρχειοθέτησης και της λογιστικής, των νομικών συμβουλών, της υποβολής έκθεσης και της επεξεργασίας των επενδυτικών συναλλαγών. Οι administrator μισθώνονται συνήθως από τα offshore Hedge Funds δεδομένου ότι τα εγχώρια Hedge Funds στηρίζονται στους κύριους μεσίτες για τη λειτουργική υποστήριξη.

Οι κύριοι μεσίτες, είναι Τράπεζες ή εταιρίες τίτλων που προσφέρουν προμήθεια και άλλες επαγγελματικές υπηρεσίες στα Hedge Funds και σε άλλους θεσμικούς πελάτες. Οι Prime brokerage<sup>3</sup> υπηρεσίες αναμιγνύονται στην εκκαθάριση και τον διακανονισμό των συναλλαγών, τις υπηρεσίες των πελατών, τη χρηματοδότηση, τη διαχείριση κινδύνου και κάθε λειτουργική υποστήριξη. Στους πελάτες μπορεί να προσφερθεί η πρόσβαση στην έρευνα και τις συμβουλευτικές υπηρεσίες. Για τα νέα Hedge Funds, οι κύριες υπηρεσίες εισαγωγής με τις οποίες οι

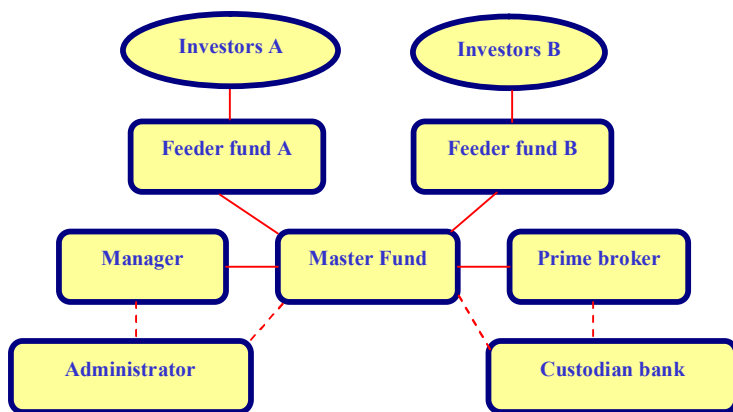
<sup>3</sup> Η βασική ή κύρια χρηματιστηριακή διαμεσολάβηση. Ο όρος αναφέρεται στην επίσημη εξουσιοδότηση ανάληψης εργασιών διάθεσης, χρηματοδότησης, δανεισμού και άλλων εργασιών που αφορούν χρεόγραφα, η οποία δίδεται σε χρηματιστηριακούς οίκους από τους εκδότες χρεογράφων ή από τις αρχές που εποπτεύουν τις κεφαλαιαγορές αγορές.



κύριοι μεσίτες εμφανίζουν τους διαχειριστές, στους πιθανούς επενδυτές, μπορούν να είναι ιδιαίτερα ζωτικής σημασίας. Το σημαντικότερο μερίδιο του εισοδήματος των κύριων μεσιτών προέρχεται από προμήθειες, την παροχή μόχλευσης και το δανεισμό μετοχών που προέρχονται από το short-selling.

Τα περιουσιακά στοιχεία των Hedge Funds κατατίθενται πολλές φορές σε μία Τράπεζα “επιβλέπων” αντί για τον κύριο μεσίτη εκκαθάρισης. Έναντι των τελευταίων, μια Τράπεζα “επιβλέπων” υπόκειται στα πιστωτικά καθήκοντα και έχει υποχρέωση να προστατεύσει τα περιουσιακά στοιχεία των κεφαλαίων και να ενεργήσει με βάση τα συμφέροντά της. Τέτοια ρύθμιση παρέχει μία επιπλέον προστασία στους επενδυτές των Hedge Funds, δεδομένου ότι οι κύριοι μεσίτες κρατούν το μεγαλύτερο μέρος από τα περιουσιακά στοιχεία του κεφαλαίου σαν ασφάλεια έναντι της θέσης που κατέχει το πρωταρχικό κεφάλαιο, για να προστατεύσουν κυρίως τα συμφέροντά τους. Η χαρακτηριστική δομή των Hedge Funds απεικονίζεται στο (Σχήμα 12), αν και είναι μια απλοποιημένη μορφή γιατί πολλές φορές υπάρχουν πολύ πιο σύνθετες εφαρμογές.

Σχήμα 12. Simplified single Hedge Fund structure





## 6.4 Οι επενδυτές των Hedge Funds

Τα Hedge Funds γενικά εξασφαλίζουν τους επενδυτές τους, στόμα με στόμα, μέσω χρηματιστηριακών εκπροσώπων που αγοράζουν και πουλάνε μετοχές για λογαριασμό των πελατών τους, μέσω μεσιτών ή μέσω επενδυτικών συμβούλων. Μία πρόσφατη έρευνα από την Deutsche Bank, δείχνει ότι περισσότεροι από το 40% των επενδυτών επιλέγουν τους νέους διαχειριστές των Hedge Funds, από στόμα σε στόμα και από τους κύριους μεσίτες που προσφέρουν τη κύρια εισαγωγή (**Πίνακας 6**).

### **Πίνακας 6. Πως οι επενδυτές μαθαίνουν τα χαρακτηριστικά των νέων διαχειριστών**

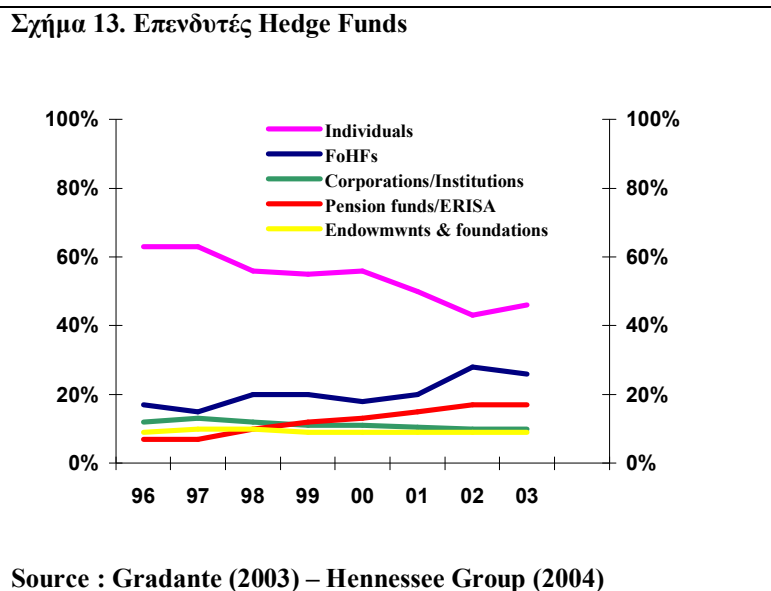
|                         |     |
|-------------------------|-----|
| Network (word of mouth) | 22% |
| Prime brokers           | 19% |
| From actual managers    | 16% |
| Third-party marketers   | 13% |
| Large scale conferences | 9%  |
| Niche conferences       | 8%  |
| Newsletters             | 7%  |
| Consultants             | 5%  |
| Other                   | 1%  |

Source : Deutsche Bank (2004)

Για μεγάλο χρονικό διάστημα ο υψηλός καθαρός πλούτος των θεσμικών επενδυτών ήταν η κυρίαρχη πηγή χρηματοδοτήσεων των Hedge Funds (**Σχήμα 13**). Εντούτοις, η αυξανόμενη γνώση για τα προϊόντα των Hedge Funds και τις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο ιδιότητες διαφοροποίησής τους, έχουν προτρέψει την απαίτηση των θεσμικών επενδυτών. Τα χαμηλά επιτόκια καταθέσεων και το “κυνήγι των αποδόσεων” έχουν συμβάλει στην ανάπτυξη αυτή. Π.χ. μια έρευνα από την Pioneer Investments, δείχνει πως περίπου το 50% από τους πρωτοπόρους διαχειριστές στην UK επενδύουν ή σχεδιάζουν να επενδύσουν τα χρήματά τους σε Hedge Funds. Η διάθεση για επένδυση σε Hedge Funds δεν είναι ίδια μεταξύ των θεσμικών επενδυτών. Τα συνταξιοδοτικά ταμεία και οι χρηματοδοτήσεις από δωρεές, αναφέρονται για να παρουσιάσουν το ενδιαφέρον που επικρατεί, αλλά αυτό φαίνεται να είναι πολύ μικρότερο στη περίπτωση των Ασφαλιστικών εταιριών, τουλάχιστον στην Ευρώπη. Οι Ευρωπαίοι ασφαλιστές διαθέτουν μονάχα το 1-2% του



χαρτοφυλακίου τους στα Hedge Funds, αλλά επανεξετάζουν τις στρατηγικές και σκοπεύουν ν' αυξήσουν τα ποσοστά τους.



Η επένδυση σε Hedge Funds είναι, ακόμη νέα και σύνθετη επιλογή. Εκτός από τον κίνδυνο αποδόσεων, οι επενδυτές των Hedge Funds αντιμετωπίζουν διάφορους άλλους κινδύνους, μερικοί από αυτούς αφορούν την ακεραιότητα των διαχειριστών. (Πίνακας 7).

**Πίνακας 7. Κίνδυνοι επενδυτών**

|                                     |   |
|-------------------------------------|---|
| <b>Κίνδυνος ρευστότητας</b>         | Περιορισμένη δυνατότητα να αποσύρουν τα χρήματά τους σε σύντομο χρονικό διάστημα, δεδομένου ότι οι μεγάλες περιόδους κλειδώματος ή άλλοι περιορισμοί εξαγοράς είναι σε ισχύ.  |
| <b>Κίνδυνος αξιολόγησης</b>         | Αν και γενικά η αξιολόγηση μεταφέρεται στους administrator ή τους κύριους μεσίτες, ο διαχειριστής διατηρεί το τελικό δικαίωμα να κάνει οποιαδήποτε τροποποίηση, με αποτέλεσμα η απόδοση των Hedge Funds να παραποιηθεί  |
| <b>Ανθρώπινος Κίνδυνος</b>          | Η επιτυχία των Hedge Funds εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τους βασικούς διαχειριστές, με αποτέλεσμα μία αποχώρηση τους μπορεί να επιφέρει μεγάλες επιπτώσεις στις αποδόσεις τους.  |
| <b>Κίνδυνος αλλαγής στρατηγικών</b> | Ο κίνδυνος πως ο διαχειριστής μπορεί να αλλάξει ή να εγκαταλείψει τις αρχικές του στρατηγικές χωρίς καμιά πληροφόρηση των επενδυτών, το μελλοντικό προφίλ κινδύνου – απόδοσης, και ο συσχετισμός με άλλες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων, μπορεί πλέον να μη ταιριάζει στο επιθυμητό χαρτοφυλάκιο των επενδυτών. |
| <b>Κίνδυνος μεγέθους</b>            | Μερικές στρατηγικές δεν μπορούν πλέον να είναι βιώσιμες όταν υπερβαίνουν τα περιουσιακά στοιχεία υπό διαχείριση, από το ορισμένο κατώτατο όριο.   |



## 6.5 Το μέγεθος των Hedge Funds

Τα περισσότερα από τα Hedge Funds είναι σχετικά μικρά: στη πλειοψηφία τους έχουν λιγότερο από \$100 εκατ. περιουσιακά στοιχεία υπό διαχείριση, ενώ περισσότερα από το 1/3 είναι κάτω από \$25 εκατ. (Πίνακας 8, πίνακας 9, σχήμα 14,15,16,17). Τα Ευρωπαϊκά Hedge Funds δεν διαφέρουν πάρα πολύ από τα κορυφαία, αλλά είναι μικρότερα, ιδιαίτερα σε σύγκριση με τα offshore Hedge Funds. Στο τέλος Ιουνίου 2004 υπήρχαν 61 Hedge Funds με περιουσιακά στοιχεία υπό διαχείριση, τα οποία υπερβαίνουν \$1 δις. Τα 16 από αυτά (1/4) ήταν Ευρωπαϊκά.

Δεν υπάρχει κανένα σημαντικό αποδεικτικό στοιχείο, εάν το μέγεθος των Hedge Funds επηρεάζει και τις αποδόσεις τους, αν και υπάρχουν ενδείξεις πως τα μικρότερα σε μέγεθος ξεπερνούν τα μεγαλύτερα, ενώ τα μεσαίου μεγέθους υπερτερούν και των δύο ομάδων. Αυτό προτείνει το φαινόμενο της “mid-life κρίσης” για τους διαχειριστές των Hedge Funds, σχετικά με την αύξηση των περιουσιακών στοιχείων υπό διαχείριση<sup>4</sup>. Η σύνθεση, φυσικά, μπορεί να ποικίλει, ανάλογα με τη στρατηγική των Hedge Funds και μόνο τα macro Hedge Funds φαίνεται να είναι η εξαίρεση.

**Πίνακας 8. Hedge funds με βάση το μέγεθος των κεφαλαίων**

μόνα funds με αναφερόμενα (εκτιμώμενα) κεφάλαια υπό διαχείριση τον Jun 2004

| Jun 2004         | Offshore funds |                |         | All funds |                |         | European funds |                |         |
|------------------|----------------|----------------|---------|-----------|----------------|---------|----------------|----------------|---------|
|                  | <= \$100m      | \$100m - \$1bn | > \$1bn | <= \$100m | \$100m - \$1bn | > \$1bn | <= \$100m      | \$100m - \$1bn | > \$1bn |
| % of number      | 63             | 34             | 3       | 68        | 30             | 2       | 59             | 38             | 2       |
| % of capital     | 12             | 63             | 25      | 15        | 63             | 22      | 13             | 69             | 18      |
| Average size \$m | 31             | 308            | 1469    | 31        | 298            | 1419    | 35             | 295            | 1330    |
| <b>End-2002</b>  |                |                |         |           |                |         |                |                |         |
| % of number      | 64             | 33             | 3       | -         | -              | -       | -              | -              | -       |
| % of capital     | 9              | 48             | 43      | -         | -              | -       | -              | -              | -       |
| Average size \$m | 32             | 304            | 2687    | -         | -              | -       | -              | -              | -       |

Source : TASS database

**Πίνακας 9. Το μέγεθος των Hedge funds**

| end-2002    | Under \$5m | \$5-25m | \$25-100m | \$100-500m | Over %500m |
|-------------|------------|---------|-----------|------------|------------|
| % of number | 16         | 29      | 32        | 19         | 4          |

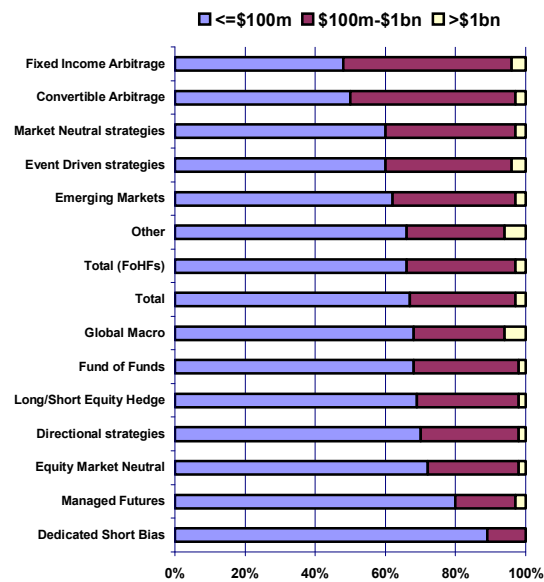
Source : PricewaterhouseCoopers (2004a)

<sup>4</sup> Hedges (2004a)



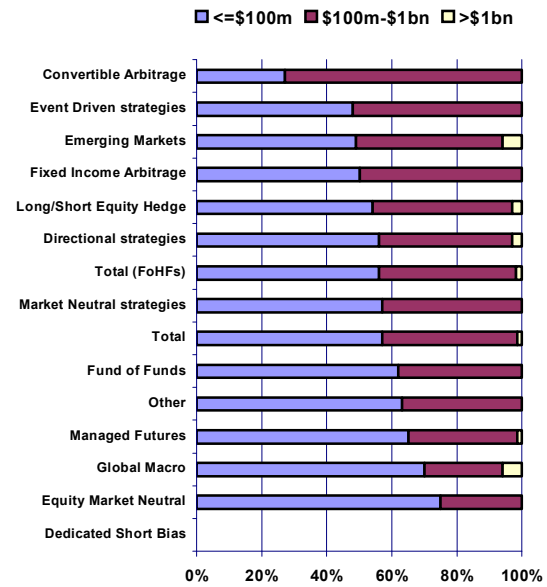


**Σχήμα 14. Αριθμός των Hedge funds με βάση τη στρατηγική και το μέγεθος**  
μονάχα funds με αναφερόμενα (εκτιμώμενα) κεφάλαια υπό διαχείριση τον Jun 2004



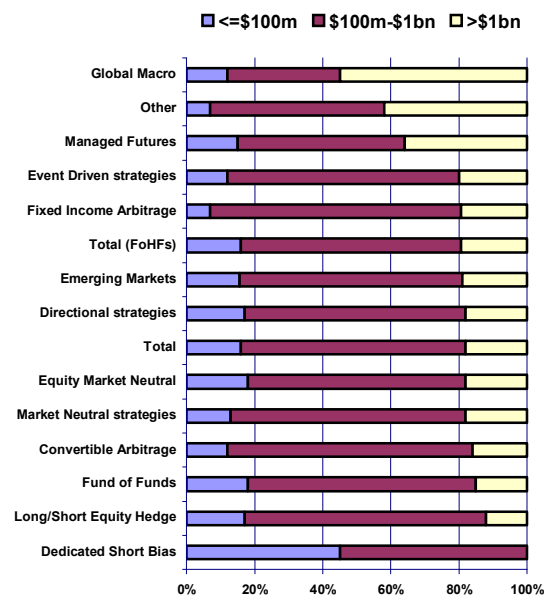
Source : TASS database

**Σχήμα 15. Αριθμός των Ευρωπαϊκών Hedge funds με βάση τη στρατηγική και το μέγεθος**  
μονάχα funds με αναφερόμενα (εκτιμώμενα) κεφάλαια υπό διαχείριση τον Jun 2004



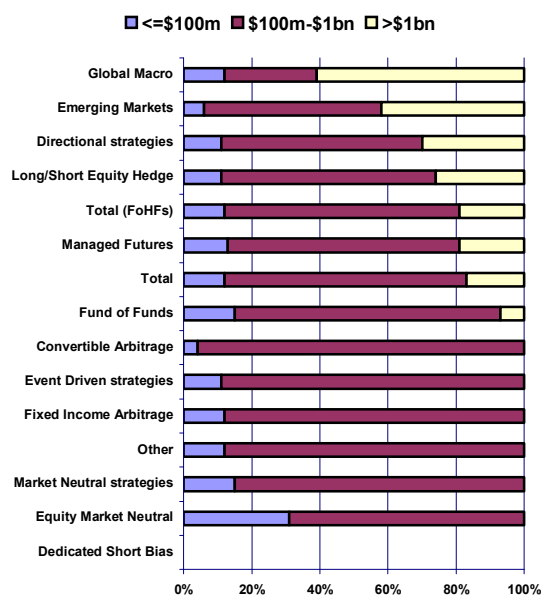
Source : TASS database

**Σχήμα 16. Κεφάλαια των Hedge funds με βάση τη στρατηγική και το μέγεθος**  
μονάχα funds με αναφερόμενα (εκτιμώμενα) κεφάλαια υπό διαχείριση τον Jun 2004



Source : TASS database

**Σχήμα 17. Κεφάλαια των Ευρωπαϊκών Hedge funds με βάση τη στρατηγική και το μέγεθος**  
μονάχα funds με αναφερόμενα (εκτιμώμενα) κεφάλαια υπό διαχείριση τον Jun 2004



Source : TASS database



## 7. Πρόσφατη εξέλιξη των Hedge Funds

---

Σε ένα περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων και χαμηλών αποδόσεων, στις οικονομικές αγορές, οι επενδυτές έψαχναν για εναλλακτικές επενδύσεις, ώστε να βελτιώσουν τη προσαρμογή στον κίνδυνο (risk-adjusted) των αποδόσεών τους και τα Hedge Funds αποτελούσαν ένα κύριο υποψήφιο. Όλες οι πηγές δεδομένων επιβεβαιώνουν μία μεγάλη αύξηση στον αριθμό των Hedge Funds και των κεφαλαίων υπό διαχείριση (**Annex A, Πίνακες 1-4**). Σύμφωνα με έρευνα του TASS<sup>5</sup>, οι εισροές στη βιομηχανία των Hedge Funds το 2<sup>ο</sup> τρίμηνο του 2004 συνέχισε να ξεπερνά προηγούμενες μετρήσεις, φτάνοντας στα \$43 δις, (το νούμερο αυτό αποκλείει τα FOHFs). Οι τελευταίες εκτιμήσεις από το σύνολο των κεφαλαίων υπό διαχείριση φτάνουν κοντά στο \$1 τρις,

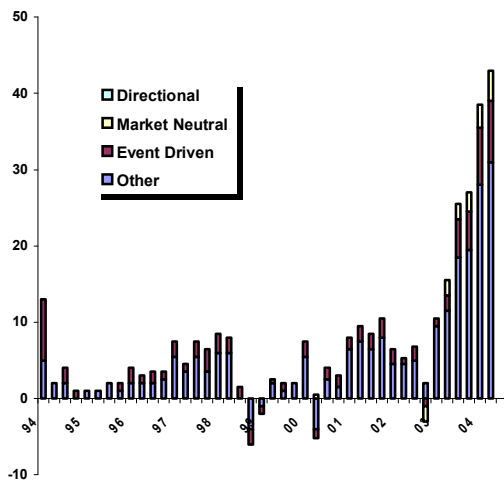
Από το 1993 και μετά, το ενεργητικό των Hedge Funds υπό διαχείριση έχει αυξηθεί σε ποσοστό 26%. Σε αυτή τη περίοδο υπήρξαν μονάχα μερικά τρίμηνα με αρνητικές εισροές, και η μοναδική περίπτωση στην οποία υπήρχαν 2 συνεχή αρνητικά τρίμηνα, ήταν τη περίοδο του 1998, όπου είχε συμβεί η κατάρρευση του LTCM (**Σχήμα 18, σχήμα 19**). Το επεισόδιο αυτό ταρακούνησε τη βιομηχανία, αλλά αποδείχτηκε μόνο μια μικρή οπισθοδρόμηση, στην μακροπρόθεσμη ανοδική πορεία τους.

---

<sup>5</sup> TASS - Trading Advisors Selection System

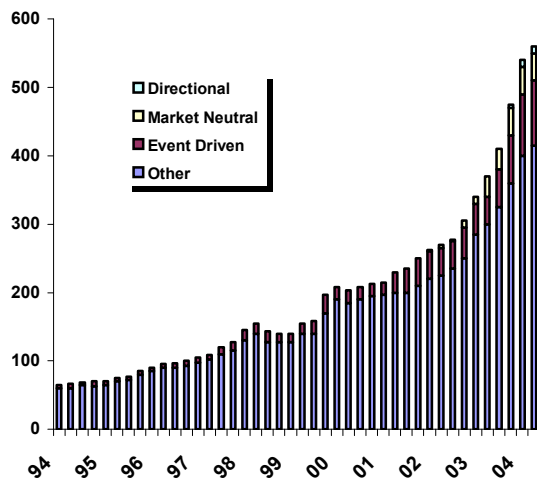


**Σχήμα 18. Εισροές Hedge fund**  
\$ δις, αποκλείοντας τα FOHFs



Source : TASS Research

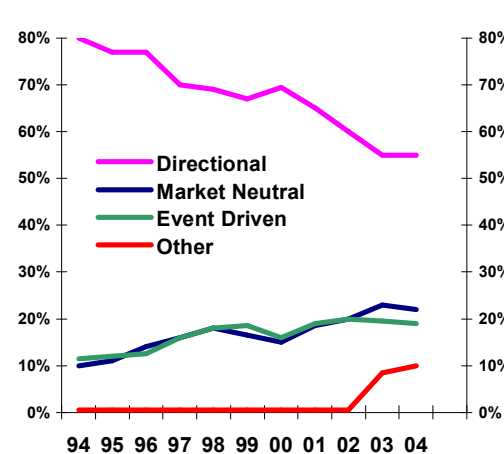
**Σχήμα 19. Κεφάλαια Hedge fund**  
\$ δις, αποκλείοντας τα FOHFs



Source : TASS Research

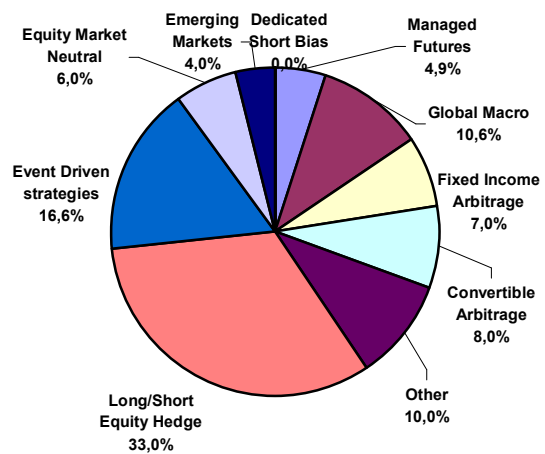
Στο 1<sup>ο</sup> και 2<sup>ο</sup> τρίμηνο του 2004, όλες οι στρατηγικές που ακολούθησαν τα Hedge Funds, κατέγραψαν θετικές εισροές. Τα κεφάλαια με τις directional στρατηγικές συντήρησαν το μερίδιο της αγοράς, από το σύνολο των κεφαλαίων υπό διαχείριση, αν και το μερίδιο αυτό, ήταν σε μια πτωτική πορεία από το 1994 και μετά, το οποίο οφειλόταν σε μεγάλο μέρος στη πτώση των global macro funds (Σχήμα 20, σχήμα 21). Επίσης οι event driven και οι market neutral στρατηγικές είχαν σημαντικά κέρδη τη τελευταία 10ετία, αλλά και κατά τη διάρκεια των τελευταίων 2 ετών, ξεπεράστηκαν από άλλα (συνήθως multi-strategy) κεφάλαια. Τα τελευταία 4 τρίμηνα ήταν επίσης αρκετά επιτυχή για τα event driven κεφάλαια.

**Σχήμα 20. Διάρθρωση κεφαλαίων Hedge fund ανά στρατηγική**  
(αποκλείοντας τα FOHFs)



Source : TASS Research

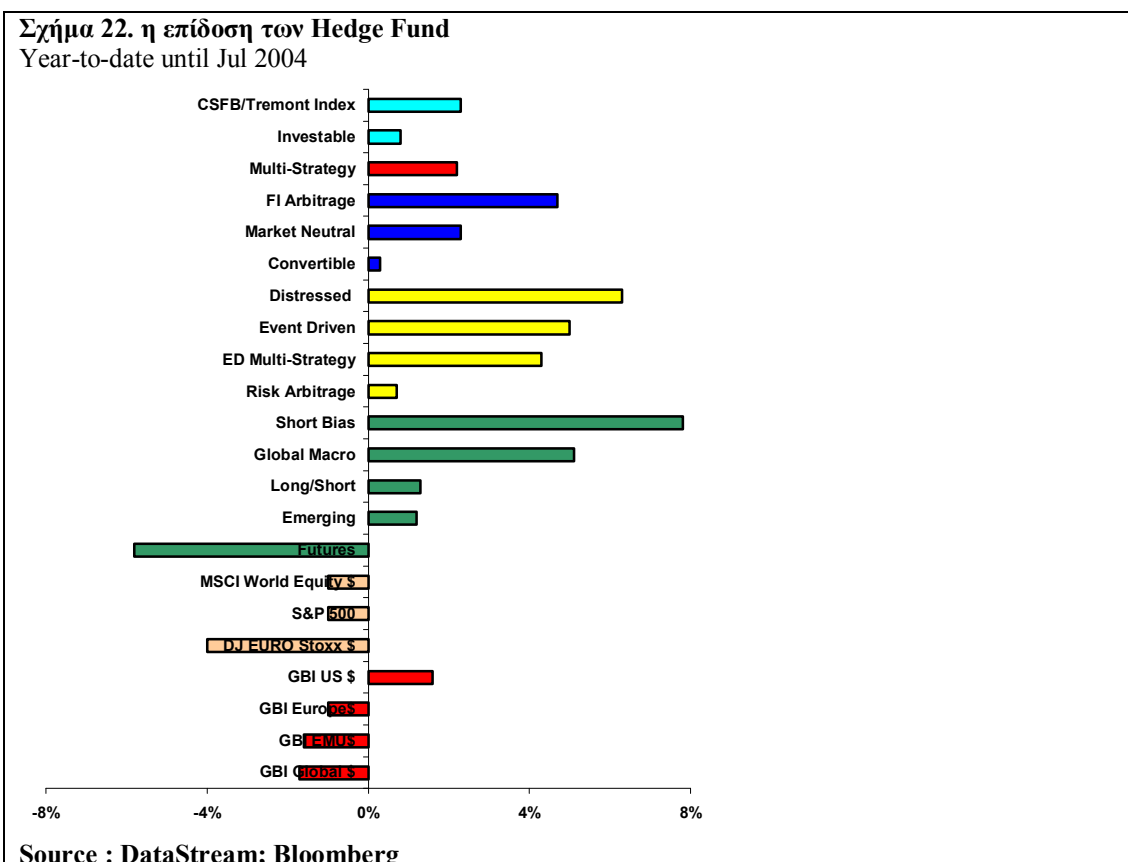
**Σχήμα 21. Διάρθρωση κεφαλαίων Hedge fund ανά στρατηγική**  
(αποκλείοντας τα FOHFs)



Source : TASS Research



Οι επενδυτές φέρνουν νέα κεφάλαια με τη προοπτική πως οι προηγούμενες αποδόσεις θα συνεχίσουν να υφίστανται. Οι πρόσφατες σχετικά περιορισμένες αποδόσεις όμως των Hedge Funds (**Σχήμα 22**) δημιουργούν το ερώτημα εάν είναι σε θέση να διατηρήσουν την εντυπωσιακή ιστορική διαδρομή τους, καθώς ολοένα και αυξάνεται ο αριθμός νέων Hedge Funds. Επίσης ένας αυξανόμενος αριθμός διαχειριστών, μπορεί να εκμεταλλευτεί τις ίδιες ευκαιρίες της αγοράς, στηριγμένος στα παραπάνω πρότυπα.



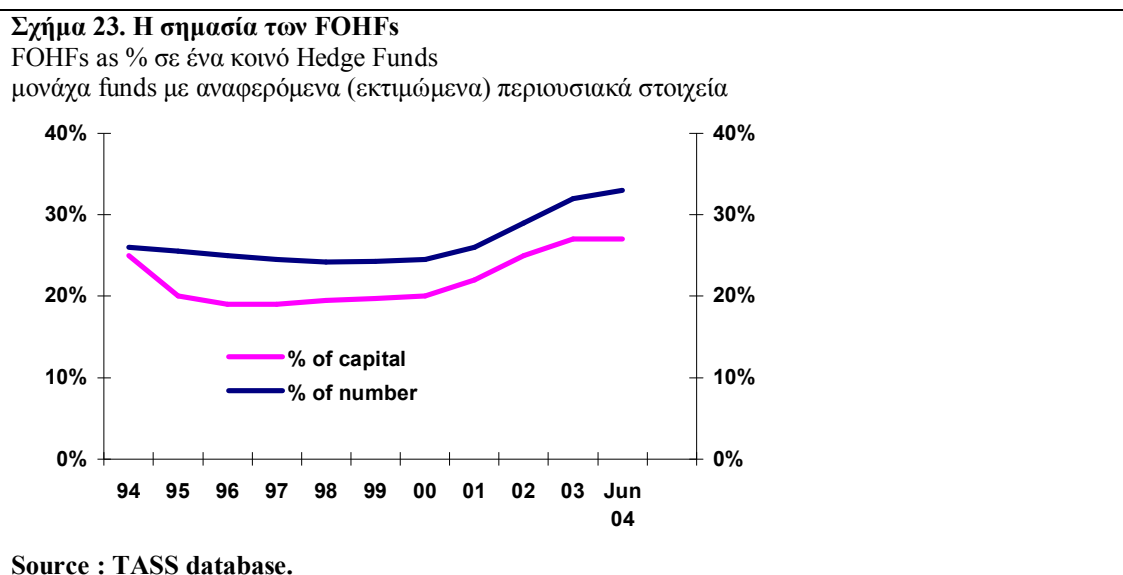
Η επίδραση των θεσμικών απαιτήσεων στη διαφάνεια, είναι διαφορούμενη. Αφενός μειώνει τα κίνητρα για τα Hedge Funds ώστε να είναι πιο διαφανείς, αφετέρου δε τα Hedge Funds αναγκάζονται να αποκαλύψουν περισσότερες πληροφορίες, προκειμένου να προσελκύσουν νέα κεφάλαια. Η έκβαση εξαρτάται τελικά από τη δύναμη διαπραγμάτευσης που μπορούν να εξασκήσουν τα δύο παραπάνω μέρη των ενδιαφερόμενων.

Η κάποια κατάτμηση γίνεται προφανής μεταξύ των κοινών Hedge Funds. Μερικά από αυτά προτιμούν να ασχοληθούν μόνο με τους θεσμικούς επενδυτές και



τα FOHFs. Άλλα προσπαθούν να διατηρήσουν μια λίγο-πολύ ισορροπημένη δομή επενδυτών με υψηλό καθαρό πλούτο, όπου και αποτελεί ένα σημαντικό μερίδιο του συνόλου των κεφαλαίων υπό διαχείριση. Σύμφωνα με τους συμμετέχοντες στην αγορά, οι θεσμικοί επενδυτές δεν εξετάζουν τα μικρά σε μέγεθος Hedge Funds ή δεν παρέχουν το κεφάλαιο εκκίνησής τους. Η σύγχρονη τάση είναι, πως τα μικρότερα Hedge Funds με λιγότερο από \$100 εκατ. υπό διαχείριση, λαμβάνουν συνήθως τα κεφάλαιά τους από τα FOHFs, ενώ μόνο τα μεγαλύτερα από \$1 δις παίρνουν τα χρήματά τους από τους θεσμικούς επενδυτές.

Ο ρόλος των FOHFs αυξάνεται και οφείλουν να παρέχουν μεγαλύτερη επιμέλεια στους επενδυτές (**Σχήμα 23**). Εντούτοις υπάρχουν λίγα στοιχεία στο κατά πόσο αποτελεσματικά εκτελούν τον στόχο τους και κατά πόσο καλά είναι διαφοροποιημένα. Προκειμένου να εγγυηθεί η ελάχιστη διαφοροποίηση (πχ. Ένα Γερμανικό FOHFs μπορεί να διαθέσει λιγότερο από 20% του κεφαλαίου του υπό διαχείριση σε ένα κοινό Hedge Fund). Τα FOHFs είναι το κύριο μέσο για το “retailisation” της βιομηχανίας των Hedge Funds και σε κάποιες Ευρωπαϊκές αγορές μόνο FOHFs επιτρέπονται για δημόσια προσφορά. Υπάρχουν κάποιες ανησυχίες που οι λιανικοί επενδυτές δεν μπορούν να συνειδητοποιήσουν ή δεν υπάρχει κατάλληλη πληροφόρηση, πως οι προμήθειες των FOHFs όπου είναι μεγαλύτερες από αυτές που χρεώνονται από τους υποκείμενους τίτλους των Hedge Funds και αυτό μπορεί να ασκήσει σημαντική επίδραση στις τελικές αποδόσεις των FOHFs.





Η βιομηχανία των Hedge Funds γίνεται όλο και περισσότερο θεσμοποιημένη. Οι Τράπεζες ιδρύουν τα Hedge Funds με το εμπορικό σήμα τους προκειμένου να προσφέρουν στους επενδυτές το πλήρες φάσμα των διαθέσιμων παραδοσιακών και εναλλακτικών επενδύσεων. Προσπαθούν επίσης, να συμμετάσχουν σε κάτι το οποίο πιθανώς να αποδειχθεί πως είναι μία δομική αλλαγή στη βιομηχανία της διαχείρισης διαθεσίμων των πελατών της.

Οι δαπάνες ενός Hedge Fund αυξάνονται, δεδομένου ότι οι διαχειριστές αντιμετωπίζουν τα πιο σύνθετα ρυθμιστικά ζητήματα, φορολογίας και ξεπλύματος βρώμικου χρήματος. Οι επενδύσεις σε συστήματα διαχείρισης υποδομής και κινδύνου είναι επίσης πολύ μεγάλες. Μόνο τα μεγάλα Hedge Funds μπορούν να ωφεληθούν από τις οικονομίες κλίμακας, έτσι ώστε η βιομηχανία των Hedge Funds να γίνει περισσότερο συγκεντρωμένη με το πέρασμα του χρόνου. Η είσοδος των Hedge Funds των Τραπεζών μπορεί περαιτέρω να συμβάλει σε αυτή τη τάση.

Δελεασμένοι από τις υψηλές προμήθειες, πολλοί ταλαντούχοι τραπεζίτες και παραδοσιακοί διαχειριστές κεφαλαίων φεύγουν από τα Hedge Funds, και εδώ τίθεται το ερώτημα εάν το προσωπικό που θα παραμείνει, θα είναι σε θέση να αντιμετωπίσει τις νέες προκλήσεις. Οι Επενδυτικές Τράπεζες αντιδρούν σε αυτήν την “διαρροή εγκεφάλων” με την καθιέρωση των εσωτερικών Hedge Funds και με την προσφορά των ελκυστικότερων σχεδίων αποζημιώσεων στο προσωπικό τους. Το μέγεθος του υπό διαχείριση ενεργητικού των πελατών, από τους παραδοσιακούς χρηματοοικονομικούς οργανισμούς συνεχίζει να είναι υψηλότερο από εκείνο των Hedge Funds. Είναι επομένως σημαντικό πως αυτή η εξέλιξη δεν παρακωλύει τη σταθερότητα και την οικονομική μεσολάβηση της παραδοσιακής εταιρίας διαχείρισης κεφαλαίων.

Η πρόσφατη επέκταση των Hedge Funds έχει επιπτώσεις βεβαίως στην παγκόσμια βιομηχανία διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων και οι δημόσιες αρχές θα πρέπει να αποφασίσουν σχετικά με το κατάλληλο ρυθμιστικό πλαίσιο που να τους αφήνει λίγο ή πολύ άνετους με αυτό το νέο επιχειρησιακό πρότυπο.



## 8. Η σημασία της οικονομικής σταθερότητας

---

### 8.1 Πιθανές θετικές επιδράσεις

Ο συνολικός όγκος των Hedge Funds είναι ακόμα σχετικά μικρός, όμως ο ενεργός ρόλος τους στις αγορές αυξάνει τη σημασία τους πολύ περισσότερο από τον όγκο τους. Κάθε επιπρόσθετος μέτοχος στις αγορές προσδίδει συμπληρωματική ρευστότητα στην αγορά. Ωστόσο, η είσοδος των Hedge Funds είναι πολύ σημαντική, καθώς πολλές φορές παίρνουν εναλλακτικές μορφές, και μπορούν να ανυψώσουν τη θέση και να αλλάξουν τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου των μετόχων, πολύ πιο συχνά απ' ό,τι τα παραδοσιακά ομόλογα. Ευημερούν λόγω της ικανότητας να αντιλαμβάνονται τις ανεπάρκειες, καθώς εξισορροπούν τις διαφορές στις τιμές, για το ίδιο κίνδυνο επί των αγορών.

Τα Hedge Funds επίσης, δραστηριοποιούνται σε ένα μεγάλο αριθμό αγορών, κυρίως σε νέες και πολύπλοκες αγορές, όπου ο κίνδυνος μπορεί δυσκολότερα να εκτιμηθεί ποσοτικά, και οι διαχειριστές των Hedge Fund έχουν πλεονέκτημα, λόγω των εξελιγμένων μοντέλων τους. Η αγορά παραγώγων, είναι ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα. Σύμφωνα με το British Bankers' Association<sup>6</sup> το μερίδιο των Hedge

---

<sup>6</sup> Βρετανική ένωση τραπεζιτών – Είναι η επίσημη επαγγελματική ένωση που εκπροσωπεί τις βρετανικές τράπεζες.



Funds σαν πωλητές στην αγορά παραγώγων, έχει κυμανθεί από 5% το 2001, σε 15% το 2003, ενώ σαν αγοραστές αυξήθηκε από 12% σε 16%. Τα περισσότερα οικονομικά ιδρύματα είναι συνήθως διστακτικά στην έκθεσή τους σε τέτοιο κίνδυνο και προτιμούν να παράγουν κέρδος και άλλους τύπους εισοδήματος με χαμηλότερο κίνδυνο. Η παρουσία των Hedge Fund σαν ενεργοί συμμετέχοντες στις αγορές, συνεισφέρουν στην εξέλιξη και ρευστοποίηση νέων εξειδικευμένων OTC Markets<sup>7</sup>, που οδηγούν στην διαμόρφωση καλύτερων εργαλείων για τη διαχείριση κινδύνου και ενισχύουν τη διάχυση του κινδύνου μεταξύ των συμμετεχόντων.

Έχει αναφερθεί πως η δράση των Hedge Fund μπορεί να οδηγήσει σε χαμηλότερη αστάθεια της αγοράς επειδή είναι λιγότερο πιθανό να εμπλακούν σε “Momentum Trading” (δηλ. Αγορές σε ανερχόμενες αγορές και πωλήσεις σε πτωτικές αγορές ) και επιβάλλοντας μακροπρόθεσμη εκπλήρωση των υποχρεώσεων για τους επενδυτές. Άλλο ένα στοιχείο που υποστηρίζει αυτή την άποψη, είναι πως οι επενδυτές είναι πρόθυμοι να ρισκάρουν το κεφάλαιό τους σε αγορές όπου επικρατούν συνθήκες αστάθειας, ώστε να απορροφηθούν οι αναταραχές στην αγορά. Με την ικανότητά τους να εμπλέκονται σε Short-Selling και να ακολουθούν αντίθετες κατευθύνσεις, μπορούν επίσης να δράσουν ως αντίβαρο στην ομαδοποίηση της αγοράς.

Επιπλέον, τα Hedge Funds δείχνουν να προσφέρουν ελκυστικά προνόμια διαφοροποίησης (Πίνακας 10). Σύμφωνα με στοιχεία των τελευταίων 10 ετών, όλοι οι συντελεστές συσχέτισης (Correlation Coefficients) μεταξύ των δεικτών της οικογένειας CSFB/Tremont Hedge Fund<sup>8</sup> και των δεικτών των μεγαλύτερων χρηματιστηρίων βρίσκονται κάτω από το 0.62, και ακόμα και σε αρνητικά επίπεδα σε μερικές περιπτώσεις.

Το να συμπεριλάβει ένας επενδυτής τα Hedge Funds στο χαρτοφυλάκιό του γίνεται ακόμα πιο εξαναγκαστικό όταν λαμβάνεται υπ’ όψη η απόδοση κεφαλαίου προσαρμοσμένη στον κίνδυνο. Εξαιρουμένων μερικών συγκεκριμένων directional στρατηγικών, οι άλλες στρατηγικές των Hedge Funds, φαίνεται να υπερτερούν των

<sup>7</sup> Over-the-Counter Markets – Μια ομάδα εξουσιοδοτημένων χρηματιστηριακών εμπόρων οι οποίοι παρέχουν τη δυνατότητα εμπορίας εταιρικών μετοχών οι οποίες δεν είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο.

<sup>8</sup> Hedge Fund Index





χρηματιστηριακών αγορών όσο αφορά την απόδοση που έχουν στα κεφάλαιά τους προσαρμοσμένα στον κίνδυνο. Έτσι, με τα Hedge Funds, μπορούν να επιτευχθούν νέοι συνδυασμοί στο χώρο της απόδοσης - κινδύνου, έτσι ώστε η πληρότητα των κεφαλαιαγορών να αυξηθεί. Αυτό τελικά συντελεί στην κοινωνική ευημερία. Ωστόσο, τα αποδεικτικά στοιχεία για την ανωτερότητα των Hedge Fund δεν είναι ακόμη συμπερασματικά, καθώς υπάρχουν επιφυλάξεις όσο αφορά στο πόσο ακριβείς είναι οι δείκτες τους και στην ευαισθησία των συγκρίσεων στην επιλογή της περιόδου δειγματοληψίας. Ακόμα, τα αναφερθέντα κέρδη θα μπορούσαν να είναι πιο ομαλά από τα πραγματικά λόγω της πιθανώς υψηλότερης έκθεσης σε μη ρευστότητα και της λιγότερο συχνής τιμολόγησης αυτής της έκθεσης.



**Πίνακας 10. Πίνακας συσχετισμού Hedge Funds, μετοχών και αποδόσεων αγοράς ομολόγων**

Jan 1994 – Jun 2004 \*, Μηνιαίες αποδόσεις.

|                      | CSFB/Tremont Index | Investable | Multi-Strategy | Market Neutral | Convertible | FI Arbitrage | ED Multi-Strategy | Distressed | Risk Arbitrage | Event Driven | Futures | Emerging | Global Macro | Short Bias | Long/Short | DJ EURO Stoxx \$ | S&P 500 | MSCI World Equity \$ | GBI Global \$ | GBI US \$ | GBI EMU \$ | GBI Europe \$ |
|----------------------|--------------------|------------|----------------|----------------|-------------|--------------|-------------------|------------|----------------|--------------|---------|----------|--------------|------------|------------|------------------|---------|----------------------|---------------|-----------|------------|---------------|
| GBI Europe \$        | -0.10              | 0.29       | 0.21           | -0.10          | -0.11       | -0.01        | -0.24             | -0.11      | -0.10          | -0.17        | 0.34    | -0.21    | -0.07        | 0.09       | 0.00       | 0.12             | -0.09   | 0.00                 | 0.92          | 0.52      | 1.00       | 1             |
| GBI EMU \$           | -0.12              | 0.28       | 0.15           | -0.14          | -0.13       | -0.06        | -0.26             | -0.14      | -0.09          | -0.21        | 0.34    | -0.24    | -0.08        | 0.11       | -0.03      | 0.09             | -0.12   | -0.03                | 0.91          | 0.51      | 1          |               |
| GBI US \$            | 0.15               | 0.37       | 0.04           | 0.09           | 0.10        | 0.18         | -0.11             | -0.07      | -0.13          | -0.10        | 0.36    | -0.10    | 0.26         | 0.11       | 0.04       | -0.15            | -0.06   | -0.13                | 0.65          | 1         |            |               |
| GBI Global \$        | -0.05              | 0.30       | 0.16           | 0.05           | -0.09       | -0.04        | -0.21             | -0.09      | -0.07          | -0.15        | 0.36    | -0.18    | -0.05        | 0.02       | 0.05       | 0.11             | -0.01   | 0.07                 | 1             |           |            |               |
| MSCI World Equity \$ | 0.47               | 0.12       | 0.11           | 0.37           | 0.11        | 0.03         | 0.51              | 0.56       | 0.45           | 0.58         | -0.15   | 0.53     | 0.18         | -0.75      | 0.61       | 0.86             | 0.94    | 1                    |               |           |            |               |
| S&P 500              | 0.48               | 0.05       | 0.07           | 0.40           | 0.13        | 0.03         | 0.48              | 0.55       | 0.44           | 0.55         | -0.21   | 0.48     | 0.23         | -0.76      | 0.58       | 0.75             | 1       |                      |               |           |            |               |
| DJ EURO Stoxx \$     | 0.45               | 0.24       | 0.18           | 0.25           | 0.12        | 0.07         | 0.48              | 0.46       | 0.47           | 0.51         | -0.11   | 0.44     | 0.22         | -0.57      | 0.57       | 1                |         |                      |               |           |            |               |
| Long/Short           | 0.78               | 0.71       | 0.14           | 0.36           | 0.26        | 0.21         | 0.64              | 0.58       | 0.50           | 0.65         | -0.05   | 0.59     | 0.43         | -0.72      | 1          |                  |         |                      |               |           |            |               |
| Short Bias           | -0.48              | -0.33      | -0.06          | -0.36          | -0.23       | -0.07        | -0.54             | -0.63      | -0.49          | -0.63        | 0.22    | -0.57    | -0.13        | 1          |            |                  |         |                      |               |           |            |               |
| Global Macro         | 0.86               | 0.52       | 0.11           | 0.22           | 0.29        | 0.45         | 0.42              | 0.31       | 0.12           | 0.37         | 0.25    | 0.41     | 1            |            |            |                  |         |                      |               |           |            |               |
| Emerging             | 0.65               | 0.47       | -0.03          | 0.23           | 0.32        | 0.29         | 0.68              | 0.59       | 0.42           | 0.68         | -0.11   | 1        |              |            |            |                  |         |                      |               |           |            |               |
| Futures              | 0.11               | 0.44       | -0.03          | 0.15           | -0.19       | -0.08        | -0.25             | -0.15      | -0.21          | -0.22        | 1       |          |              |            |            |                  |         |                      |               |           |            |               |
| Event Driven         | 0.66               | 0.54       | 0.16           | 0.38           | 0.59        | 0.39         | 0.93              | 0.94       | 0.67           | 1            |         |          |              |            |            |                  |         |                      |               |           |            |               |
| Risk Arbitrage       | 0.38               | 0.48       | 0.06           | 0.32           | 0.41        | 0.12         | 0.65              | 0.56       | 1              |              |         |          |              |            |            |                  |         |                      |               |           |            |               |
| Distressed           | 0.57               | 0.42       | 0.11           | 0.35           | 0.51        | 0.31         | 0.76              | 1          |                |              |         |          |              |            |            |                  |         |                      |               |           |            |               |
| ED Multi-Strategy    | 0.68               | 0.58       | 0.20           | 0.36           | 0.60        | 0.44         | 1                 |            |                |              |         |          |              |            |            |                  |         |                      |               |           |            |               |
| FI Arbitrage         | 0.45               | 0.27       | 0.27           | 0.09           | 0.53        | 1            |                   |            |                |              |         |          |              |            |            |                  |         |                      |               |           |            |               |
| Convertible          | 0.40               | 0.40       | 0.35           | 0.32           | 1           |              |                   |            |                |              |         |          |              |            |            |                  |         |                      |               |           |            |               |
| Market Neutral       | 0.34               | 0.20       | 0.21           | 1              |             |              |                   |            |                |              |         |          |              |            |            |                  |         |                      |               |           |            |               |
| Multi-Strategy       | 0.16               | 0.47       | 1              |                |             |              |                   |            |                |              |         |          |              |            |            |                  |         |                      |               |           |            |               |
| Investable           | 0.78               | 1          |                |                |             |              |                   |            |                |              |         |          |              |            |            |                  |         |                      |               |           |            |               |
| CSFB/Tremont Index   | 1                  |            |                |                |             |              |                   |            |                |              |         |          |              |            |            |                  |         |                      |               |           |            |               |

Source: DataStream; Bloomberg



## 8.2 Πιθανές αρνητικές επιδράσεις

Το γεγονός πως το LTCM<sup>9</sup> όπου σχεδόν κατέρρευσε, δείχνει το πώς οι ενέργειες των Hedge Funds μπορούν να βλάψουν χρηματοοικονομικά ιδρύματα και κεφαλαιαγορές. Μία σειρά από αρνητικά γεγονότα μπορεί να ξεκινήσει, με συνέπεια ζημιές σε ήδη ανεπτυγμένες αγορές. Ξεκινούν ελλείψεις ρευστότητας, οι οποίες ενισχύονται περαιτέρω από τη μη-ρευστότητα κεφαλαίων σε αγορές υπό πίεση. Έτσι, ο κίνδυνος των ανεπτυγμένων αγορών (εάν δεν υποστηρίζεται από επαρκή αποθέματα ρευστότητας ή ικανότητα δανεισμού) μπορεί να ωθήσει σε αθέτηση των υποσχέσεων κυρίων μεσιτών ή άλλων οικονομικών ιδρυμάτων. Το ξεχείλισμα στις αγορές εξαρτάται από το μέγεθος του Hedge Fund και τη σχετική σημασία της θέσης του σε συγκεκριμένες αγορές. Η αλυσίδα των αρνητικών γεγονότων μπορεί επίσης να προκληθεί από μαζικές εξόδους από αγορές στις οποίες τα Hedge Funds και τα ιδιοκτησιακά γραφεία συναλλαγών μεγάλων τραπεζών λαμβάνουν παρόμοια θέση. Οι συγκεντρώσεις, οι διασυνδέσεις και το ξεχείλισμα μπορούν τελικά να οδηγήσουν σε κρίση.

---

<sup>9</sup> Μεγάλη καταστροφή υπέστη το Long-Term Capital Management (LTCM) το 1998. Το LTCM ιδρύθηκε το 1994 από τον Τζον Μεριγουέδερ που ήταν πριν treasurer στη Salomon Brothers και αριστοτέχνης στις πράξεις hedging. Πλαισιώθηκε στο Δ.Σ. από ικανά στελέχη όπως ο πρώην Υποδιοικητής της FED Ντέιβιντ Μάλινς και οι νομπελίστες Μάριον Σκόουλς και Ρόμπερτ Μέρτον. Το LTCM είχε αποδεχθεί ένα μεγάλο στοίχημα ότι το spread μεταξύ των ομολόγων του θησαυροφυλακίου των ΗΠΑ και των εταιρικών ομολόγων των ΗΠΑ θα σμίκρυνε. Διέθεσε 120 δις. δολάρια ΗΠΑ για την αγορά εταιρικών ομολόγων με χρηματοδότηση από τη βραχυχρόνια πώληση ενός ισοδύναμου ποσού από ομόλογα του θησαυροφυλακίου των ΗΠΑ μέσω της αγοράς repos. Το στοίχημα στηρίχθηκε σε κεφάλαια επενδυτών ύψους 2,3 δις. δολαρίων. Αλλά η κρίση στη Ρωσία οδήγησε σε άνοδο των τιμών των κρατικών ομολόγων και σε ελεύθερη πτώση των ιδιωτικών εταιρικών ομολόγων. Έχασε 4 δις. δολάρια ΗΠΑ, κατέρρευσε και τελικά διεσώθη μετά από πρωτοβουλία της FED και μετά από παρέμβαση των 14 πιστωτριών τραπεζών. Τη διοίκησή του ανέλαβε εποπτική αρχή από 6 πιστώτριες τράπεζες μεταξύ των οποίων η Merrill Lynch, η Goldman Sachs και η J.P. Morgan.



### **8.2.1 Ο κίνδυνος αύξησης της μόχλευσης και της ρευστότητας των Hedge Funds.**

Είναι σημαντικό να κατανοήσουμε το ρόλο της αύξησης της μόχλευσης των Hedge Fund, έτσι ώστε να βγάλουμε τα συμπεράσματα σχετικά με την επίδρασή της. Τα Hedge Fund αποκτούν μόχλευση με πολλούς τρόπους, τυπικά όμως, προτιμούν παράγωγα και άλλες μορφές διακανονισμού όπου οι θέσεις καθορίζονται, ορίζοντας περιθώρια, παρά την πλήρη ονομαστική αξία της θέσης. Διακανονισμοί επαναγοράς και Short sales είναι επίσης δημοφιλείς τακτικές. Οι άμεσες πιστώσεις με τη μορφή δανεισμού είναι σχετικά ασυνήθιστες, όμως πιστωτικές γραμμές για σκοπούς ρευστοποίησης χρησιμοποιούνται ευρέως.

Μερικοί τρόποι μέτρησης της μόχλευσης δίνονται στον **(Πίνακα 11)**. Μετρήσεις της μόχλευσης που βασίζονται σε ισολογισμούς, αδυνατούν να προσδιορίσουν τον κίνδυνο των περιουσιακών στοιχείων. Μετρήσεις που βασίζονται στο κίνδυνο αποφεύγουν αυτό το πρόβλημα συσχετίζοντας τον κίνδυνο με την ικανότητα απορρόφησής του. Παρ' όλα αυτά, οι μετρήσεις που βασίζονται στον κίνδυνο, ακόμα και αν είναι προσαρμοσμένες για να αντιμετωπίσουν τυχόν μη-ρευστότητα των κεφαλαίων, δεν μπορούν να αιχμαλωτίσουν τον κίνδυνο της ρευστοποίησης που προέρχεται από εξαγορά ή κακοταίριασμα στη χρηματοδότηση (έλλειψη αντιστοιχίας στη διάρκεια των υποχρεώσεων των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης). Η υπόθεση του LTCM δείχνει καθαρά το ρόλο της χρηματοδότησης των ρευστοποιήσεων στο να κλιμακώνει τις επιπτώσεις των ειδήσεων αποδεκτών ζημιών. Άρα, ο κίνδυνος της μόχλευσης πρέπει να εκτιμάται σε συνδυασμό με τον κίνδυνο ρευστότητας που εκδηλώνεται, από τη μη ρευστοποίηση κεφαλαίου και τον κίνδυνο χρηματοδότησης.

Οι πληροφορίες στη βάση δεδομένων TASS φαίνεται να επιβεβαιώνουν ότι οι σταθερού εισοδήματος και οι convertible (μετατρέψιμες) στρατηγικές arbitrage τείνουν να έχουν τη μεγαλύτερη μόχλευση (**Σχήμα 24, σχήμα 25**) μολονότι ο βαθμός του στη market neutral στρατηγική, equity market neutral είναι ένας από τους χαμηλότερους από όλες τις στρατηγικές. Κατά κανόνα, τα FOHFs δεν δείχνουν να δίνουν μεγάλη μόχλευση μολονότι μερικά από αυτά, χρησιμοποιούν τη μόχλευση



πάνω από 200. Τα προϊόντα FOHFs με προστασία κεφαλαίου είναι αρκετά δημοφιλή μεταξύ των επενδυτών που δεν ρισκάρουν αλλά ο σχεδιασμός τέτοιων προϊόντων υπονοεί ότι το FOHF θα πρέπει να υιοθετήσει μόχλευση ώστε να επιτύχει το κέρδος που στοχεύει.

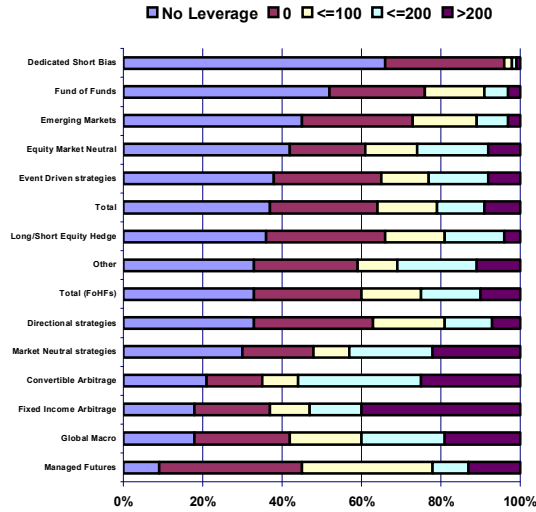
**Πίνακας 11. Παραδείγματα τρόπων μέτρησης της Μόχλευσης – Ρευστότητας**  
**Leverage measures**

| Accounting-based                      |  |
|---------------------------------------|--|
| Gross on-Balance-Sheet Leverage       | Total on balance sheet assets / Equity   |
| Net On-Balance-Sheet Leverage         | (Total on balance sheet assets – Matched book assets) / Equity   |
| Gross Accounting Leverage             | (Total on balance sheet assets + total on balance sheet liabilities + Gross off-balance sheet transaction) / Equity                      |
| Gross Economic Leverage               | (Risky assets + Risky liabilities + Gross off-balance sheet notional) / Equity   |
| Net Economic Leverage                 | (Risky assets – matched book assets + Risky liabilities – matched book liabilities + Gross off-balance sheet notional – Hedges) / Equity |
| Risk-based                            |  |
| VaR Leverage                          | Correlated VaR / Equity  |
| Scenario (stress) VaR Leverage        | Scenario (stress test) derived VaR / Equity  |
| Asset Liquidity Adjusted VaR Leverage | Correlated VaR with liquidation horizon scaled volatilities / Equity   |
| Liquidity measures                    |  |
| Absolute liquidity                    | Cash   |
|                                       | Cash + Borrowing capacity  |
|                                       | Cash / Equity  |
| Relative measures                     | (Cash + Borrowing capacity) / Equity   |
|                                       | VaR / (Cash + Borrowing capacity)  |

Source : Management Funds Association (2003); FSF (2000)

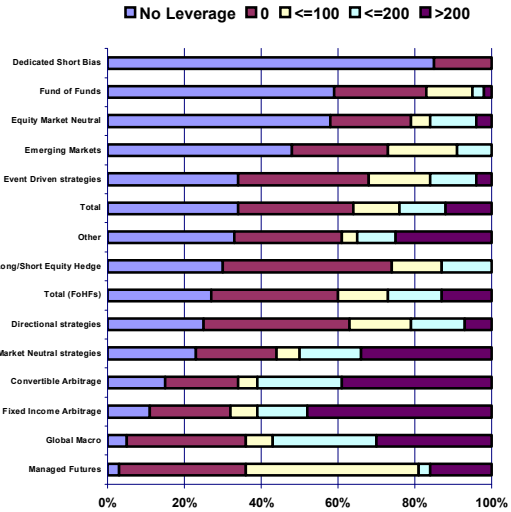


**Σχήμα 24. Η μόχλευση των Hedge funds ανά στρατηγική**  
**% αριθμός από Funds**  
διανομή της μέσης μόχλευσης  
μονάχα funds με αναφερόμενα (εκτιμώμενα)  
κεφάλαια υπό διαχείριση τον Jun 2004



Source : TASS database

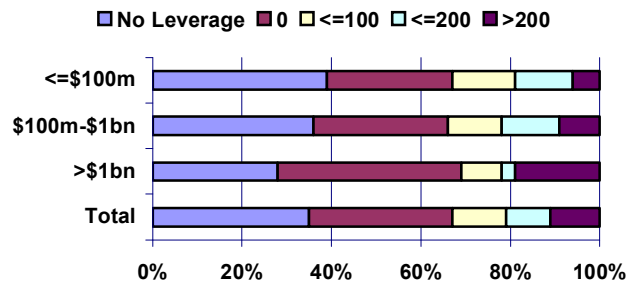
**Σχήμα 25. Η μόχλευση των Hedge funds ανά στρατηγική**  
**% κεφάλαια υπό διαχείριση**  
διανομή της μέσης μόχλευσης  
μονάχα funds με αναφερόμενα (εκτιμώμενα)  
κεφάλαια υπό διαχείριση τον Jun 2004



Source : TASS database

Η μόχλευση φαίνεται να ποικίλλει σημαντικά ανάλογα με το μέγεθος του Hedge Fund και τα μεγαλύτερα Hedge Funds με κεφάλαιο μεγαλύτερο από \$1δισ υπό διαχείριση, εκδηλώνουν υψηλότερα επίπεδα μόχλευσης. Στην τελευταία κατηγορία, το μερίδιο του κεφαλαίου του Hedge Fund με δείκτη μόχλευσης πάνω από 200, είναι 19% - το υψηλότερο μεταξύ όλων των κατηγοριών (Σχήμα 26).

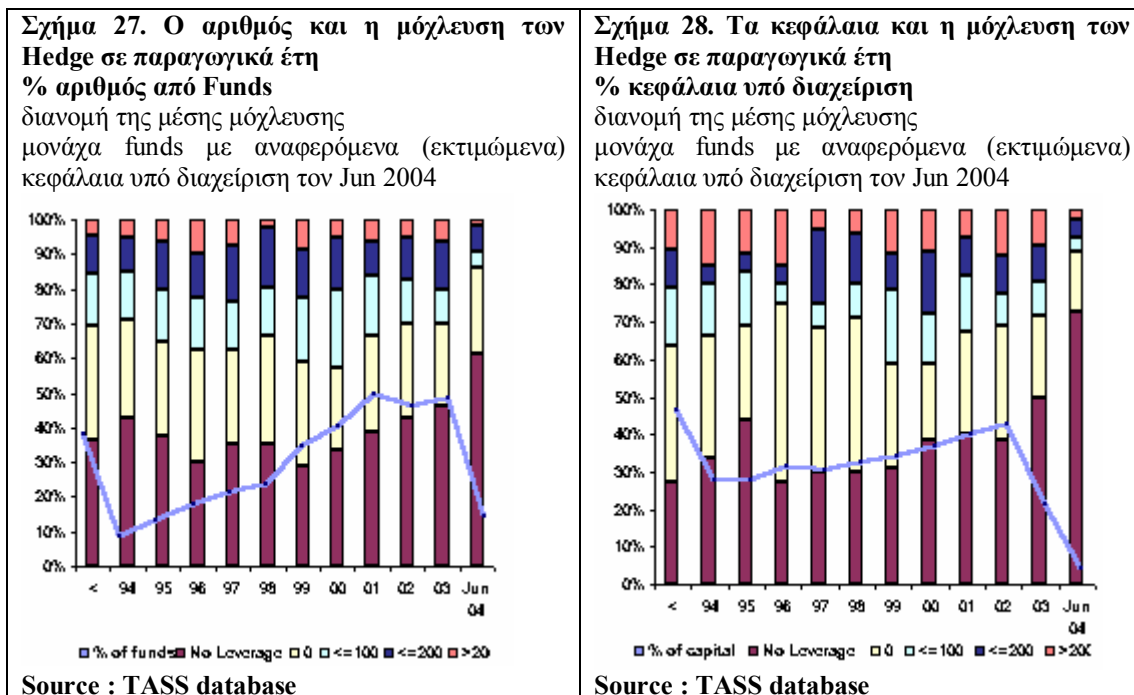
**Σχήμα 26. Η μόχλευση των Hedge funds με βάση το μέγεθος**  
**% κεφάλαια υπό διαχείριση**  
διανομή της μέσης μόχλευσης  
μονάχα funds με αναφερόμενα (εκτιμώμενα) κεφάλαια υπό διαχείριση τον Jun 2004



Source : TASS database



Οι πληροφορίες που παρουσιάζονται μέχρι στιγμής δεν εξασφαλίζουν γνώση σχετικά με την εξέλιξη της μόχλευσης. Παρ' όλους τους περιορισμούς στα στοιχεία και τα δεδομένα, θα δούμε πώς η μόχλευση ποικίλλει μεταξύ των ενεργών funds σε διαφορετικές νέες χρονιές. Παραδόξως, τα αρχαιότερα funds τείνουν να είναι περισσότερο μοχλευμένα από ότι τα νεότερα (Σχήμα 27, σχήμα 28). Για το λόγο αυτό υπάρχουν δύο πιθανές εξηγήσεις.



- εάν τα Hedge Fund δίνουν πληροφορίες για τη μόχλευση μόνο κατά την έναρξη της εφαρμογής τους, τότε οι διαχειριστές των ενεργών και νεότερων funds απωθούν περισσότερο τη μόχλευση, ειδικά μετά την κατάρρευση του LTCM το 1998.
- αν μια μεγάλη πλειοψηφία από Hedge Fund συνεχώς ανανεώνει τις πληροφορίες σχετικά με τη μόχλευση, τότε οι διαχειριστές παλαιότερων funds, ίσως και πιο έμπειροι, τείνουν να χρησιμοποιούν υψηλότερα επίπεδα μόχλευσης.

Η αλήθεια μπορεί να βρίσκεται κάπου ανάμεσα, αλλά όπως και να έχει, αυτές οι πληροφορίες υποστηρίζουν την άποψη ότι η μόχλευση, έχει μειωθεί γενικά σε όλη την αγορά των Hedge Fund και συνολικά, σήμερα, είναι χαμηλότερη από ότι ήταν τη στιγμή της κατάρρευσης του LTCM.



Αν αυτή η κυριαρχούσα άποψη είναι σωστή, τότε φαίνεται να υπάρχει χαμηλότερη δυνατότητα για υποχρεωτική εκκαθάριση των θέσεων των Hedge Funds σε περιόδους με μεγάλη πίεση. Ωστόσο, η ανάλυση μιας πιθανής επίδρασης πάνω στην αγορά, θα πρέπει να εμπεριέχει τη μόχλευση και τις θέσεις των ιδιοκτησιακών γραφείων συναλλαγών των τραπεζών και των ασφαλιστικών επιχειρήσεων, αφού ίσως να υιοθετούν στρατηγικές όμοιες με τα Hedge Fund.

Η συγκέντρωση πληροφοριών σχετικά με την ρευστοποίηση των Hedge Fund είναι εξίσου προβληματική διαδικασία, αλλά παρόλα αυτά, κάποια συμπεράσματα μπορούν να βγουν από την μελέτη του κινδύνου που παίρνουν και συγκεκριμένα, η ευπάθεια τους σε ξαφνικές αποχωρήσεις επενδυτών. Σε σύγκριση με τα Hedge Funds, οι τράπεζες και οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί έχουν διάφορες και πιο σταθερές πηγές εισοδήματος και χρηματοδότησης. Ως ένα σημείο, αυτό μπορεί να αντισταθμίζεται από λιγότερο ευέλικτες δομές κόστους και υψηλότερα μεγέθη των μη-ρευστοποιημένων περιουσιακών στοιχείων.

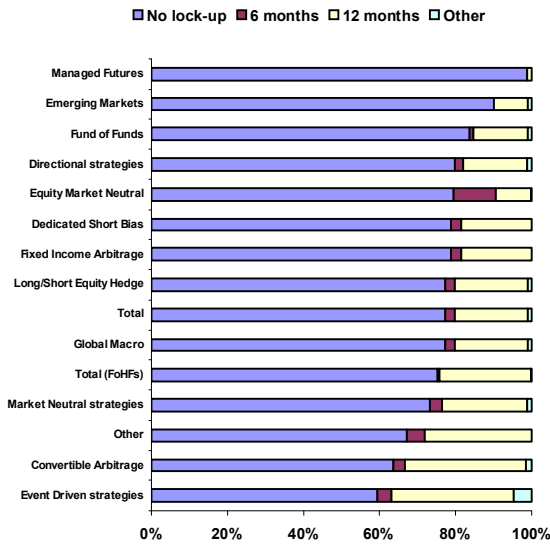
Σύμφωνα με δεδομένα από το TASS, τα managed futures και τα global macro funds μπορεί να είναι σχετικά πιο ευπαθή στο επενδυτικό πανικό (**Σχήμα 29, σχήμα 30**). Τα σταθερά εισοδήματα και τα convertible arbitrage funds τα οποία χρησιμοποιούν και τα δύο υψηλά επίπεδα μόχλευσης, τοποθετούνται σε ίδιο σημείο, ή ακόμα και καλύτερα από την συνολική αγορά.

Τα Hedge Funds γενικά προτιμούν αγορές με μεγάλη ρευστότητα, αλλά παραμένει αβέβαιο αν τα Hedge Funds σε μικρότερη ρευστότητα, λαμβάνουν τα σωστά προστατευτικά μέτρα. Αυτά, μπορεί να είναι για παράδειγμα, οι λιγότερο συχνές εξαγορές, μακροχρόνιες περίοδοι κλειδώματος, υψηλότερα αποθέματα ρευστότητας ή γραμμές πίστωσης για απρόβλεπτες ελλείψεις σε ρευστότητα. Με βάση πληροφορίες από το TASS, (**Σχήμα 31, σχήμα 32**) μακροχρόνια υπάρχει μια τάση για διάδοση των περιόδων κλειδώματος, αλλά η συχνότητα εξαγοράς αυξάνεται, και συγκεκριμένα, η μηνιαία και τριμηνιαία συχνότητα εξαγοράς τείνει να γίνει ο κανόνας για την αγορά.



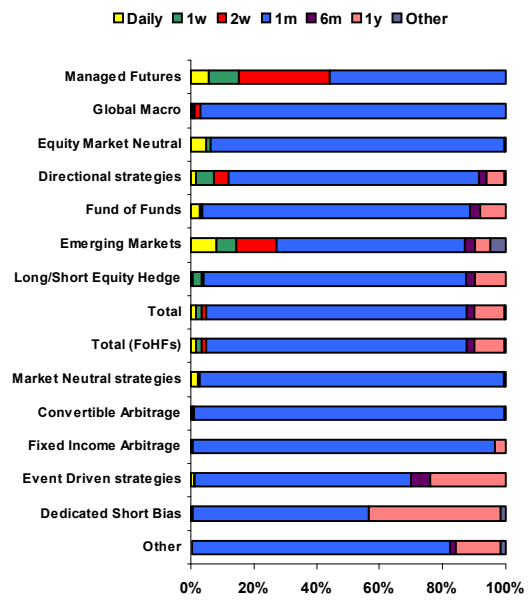


**Σχήμα 29. Οι περίοδοι κλειδώματος των Hedge funds ανά στρατηγική**  
% κεφάλαια υπό διαχείριση  
μονάχα funds με αναφερόμενα (εκτιμώμενα)  
κεφάλαια υπό διαχείριση τον Jun 2004



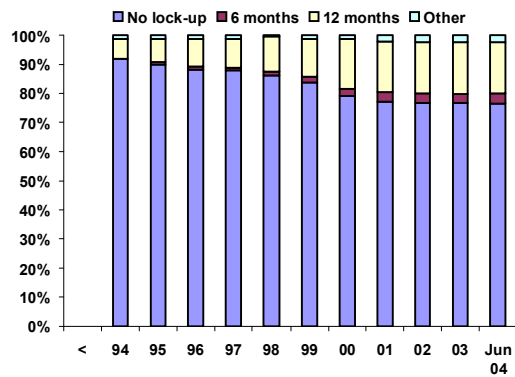
Source : TASS database

**Σχήμα 30. Συχνότητα εξαγορών των Hedge funds**  
% κεφάλαια υπό διαχείριση  
μονάχα funds με αναφερόμενα (εκτιμώμενα)  
κεφάλαια υπό διαχείριση τον Jun 2004



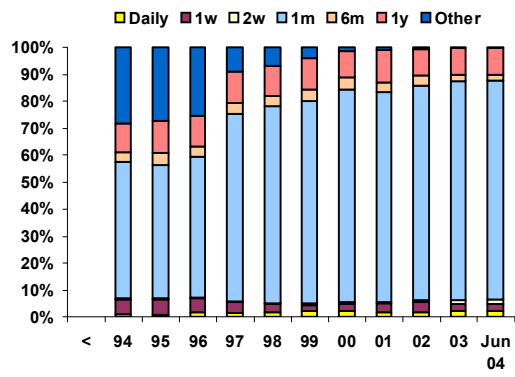
Source : TASS database

**Σχήμα 31. Εξέλιξη των περιόδων κλειδώματος**  
% κεφάλαια υπό διαχείριση  
μονάχα funds με αναφερόμενα (εκτιμώμενα)  
κεφάλαια υπό διαχείριση τον Jun 2004



Source : TASS database

**Σχήμα 32. Εξέλιξη της συχνότητας εξαγορών**  
% κεφάλαια υπό διαχείριση  
μονάχα funds με αναφερόμενα (εκτιμώμενα)  
κεφάλαια υπό διαχείριση τον Jun 2004



Source : TASS database

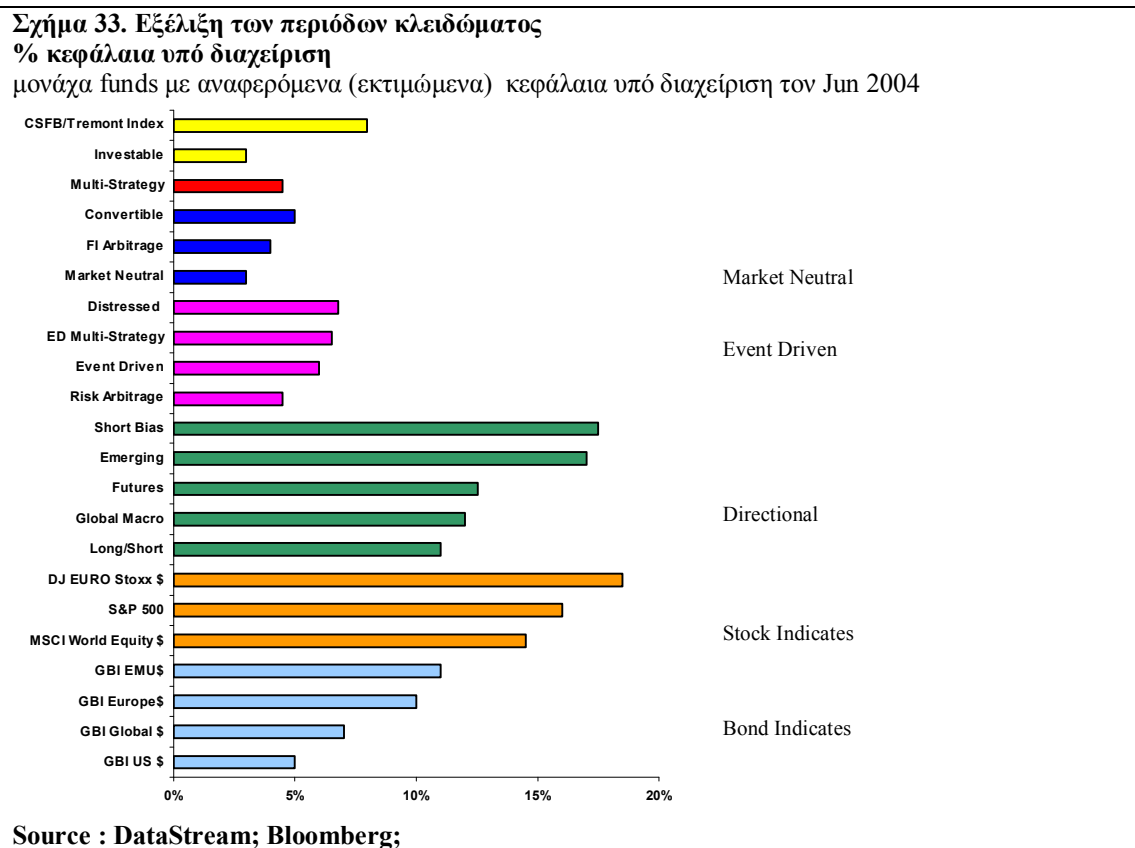
Ο κίνδυνος της αγοράς, η μόχλευση και ο κίνδυνος ρευστότητας μπορούν να αλληλεπιδρούν μεταξύ τους, και μία ανάλυση για το πόσο ευάλωτες είναι, θα έπρεπε κανονικά να προσπαθεί να αναγνωρίσει πιθανούς συνδυασμούς και συγκεντρώσεις



υψηλής αστάθειας, υψηλής μόχλευσης, υψηλότερου funding risk<sup>10</sup> και μεγαλύτερου μεγέθους Hedge Fund.

Είναι πιθανό, η μέτρια απόδοση να ενθαρρύνει τους διαχειριστές των Hedge Fund να χρησιμοποιήσουν μεγαλύτερη μόχλευση ή περισσότερες επιθετικές στρατηγικές. Μετά από χαμηλή απόδοση, το κεφάλαιο μπορεί να εκρεύσει με τρόπο που να ωθήσει τα Hedge Fund σε ρευστοποίηση της θέσης τους. Αυτό μπορεί να φέρει μια κατάσταση αντιεπενδυτική σε όλη την αγορά, η οποία μπορεί να οδηγήσει σε συστηματικό κίνδυνο.

Ωστόσο, υπάρχει και ένας αριθμός από ελαφρυντικούς παράγοντες. Επενδυτές ιδρυμάτων και FOHFs τα οποία ήδη απαριθμούν το μισό των πόρων που διαχειρίζονται τα Hedge Fund, θα έπρεπε να έχουν κατανοήσει καλύτερα τις λειτουργίες των Hedge Fund. Έτσι, ίσως γίνουν πιο υπομονετικοί όταν αντιμετωπίζουν προσωρινή πτώση στην απόδοση.



<sup>10</sup> Η διαδικασία αντικατάστασης βραχυπρόθεσμων δανείων με μακροπρόθεσμα χρεόγραφα (μετοχές ή ομολογίες).



Επιπλέον, μακροχρόνιες περιόδους κλειδώματος, και λιγότερο συχνές εξαγορές, θα έπρεπε να δίνουν στα Hedge Funds περισσότερο χρόνο για να αναπληρώσουν προηγούμενα ελλείμματα και να αποκαταστήσουν την υπευθυνότητά τους. Ωστόσο, η εξάπλωση των FOHFs η οποία δίνει την πιθανότητα μηνιαίων εξαγορών σημαίνει πως τα θεμελιώδη Hedge Funds ίσως απαιτήσουν πιο ευέλικτα σχήματα εξαγοράς στο μέλλον. Έτσι, η αγορά των Hedge Fund μπορεί να ρισκάρει να χάσει ένα από τα αμυντικά της στοιχεία, δηλαδή, μακροχρόνιες περιόδους κλειδώματος, και πιθανότητες μη συχνής εξαγοράς.

### **8.2.2 Η Επίδραση σε Πιστωτικά Ιδρύματα**

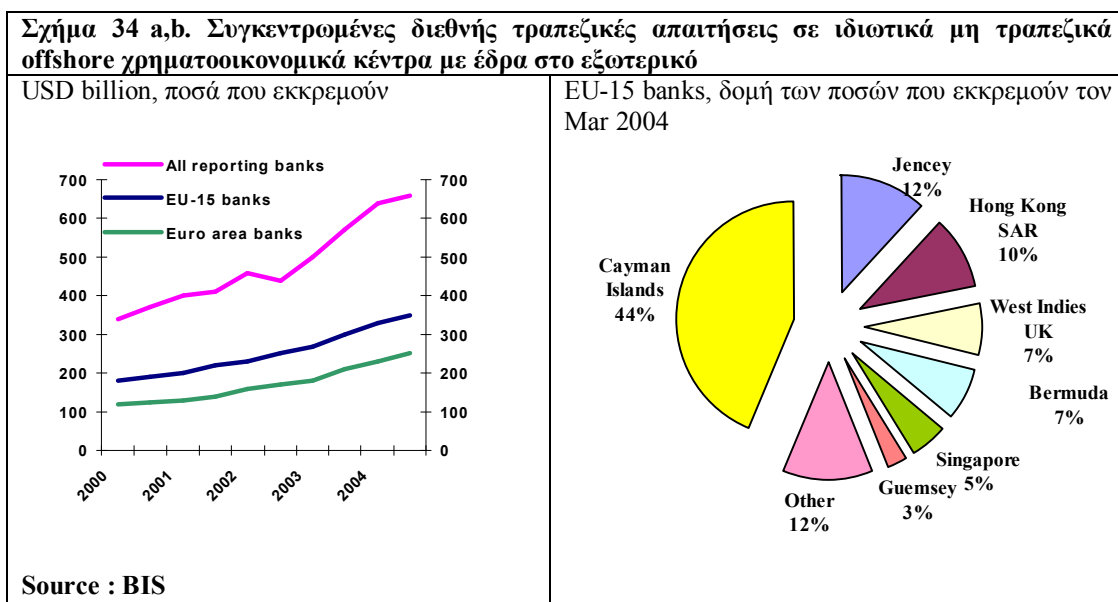
#### **A. Άμεσος κίνδυνος**

Η άμεση έκθεση πίστωσης των πιστωτικών ιδρυμάτων και των prime brokers στα Hedge Funds είναι ο πιο εμφανής τρόπος με τον οποίο μπορούν να επηρεάσουν την σταθερότητα του οικονομικού συστήματος. Κύριοι χρηματομεσίτες δίνουν μόχλευση, συνιστούν πιστωτικές γραμμές και εγγυήσεις, και έχουν αγοροπωλησιακή έκθεση των Hedge Fund στις OTC και σε άλλες αγορές. Άλλοι τύποι άμεσης έκθεσης περιλαμβάνουν οι εισροές εισοδημάτων από κύριες χρηματομεσιτικές υπηρεσίες και την έκθεση του κινδύνου της άμεσης αγοράς, καθώς οι τράπεζες επενδύουν τα δικά τους χρήματα σε Hedge Fund.

Οι διαθέσιμες πληροφορίες σχετικά με τις άμεσες εκθέσεις είναι πολύ λίγες για να επιβεβαιώσουν το αντίκτυπο των Hedge Fund στους κύριους χρηματομεσίτες. Οι πληροφορίες που διατίθενται στο κοινό από τους κύριους χρηματομεσίτες είναι πολύ περιορισμένες, μολονότι μετά το περιστατικό του LTCM, έγιναν αναγκαίες πιο αναλυτικές αποκαλύψεις των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων σε σχέση με της αγοροπωλησίες σε Hedge Fund. Η μεγαλύτερη διαφάνεια ήταν και είναι, το κυρίως όργανο που κάνει την αγοραστική πειθαρχία αποτελεσματική και η οποία εμποδίζει μελλοντικά συστημικές αποδιοργανώσεις



Μία πολύ γενική ένδειξη των άμεσων εκθέσεων των τραπεζών προς τα Hedge Fund μπορεί να αποκομιστεί εάν εξετάσουμε τα δεδομένα του BIS<sup>11</sup> που αφορούν διεκδικήσεις διεθνών τραπεζών από ιδιωτικούς μη-τραπεζικούς δανειστές σε offshore οικονομικά κέντρα (Σχήμα 34a,b). Αυτές οι εκθέσεις αυξάνονται παράλληλα και σχεδόν γραμμικά με την ανάπτυξη της αγοράς των Hedge Fund. Το πρώτο τρίμηνο του 2004, η έκθεση των EU-15 τραπεζών σε μη-τραπεζικούς οργανισμούς σε κέντρα offshore αποτελούσε περίπου τα 4/5 των συνολικών εκθέσεων τους σε offshore οικονομικά κέντρα, και 52% όλων των αναφερομένων τραπεζικών εκθέσεων σε μη-τραπεζικούς δανειστές σε offshore οικονομικά κέντρα.



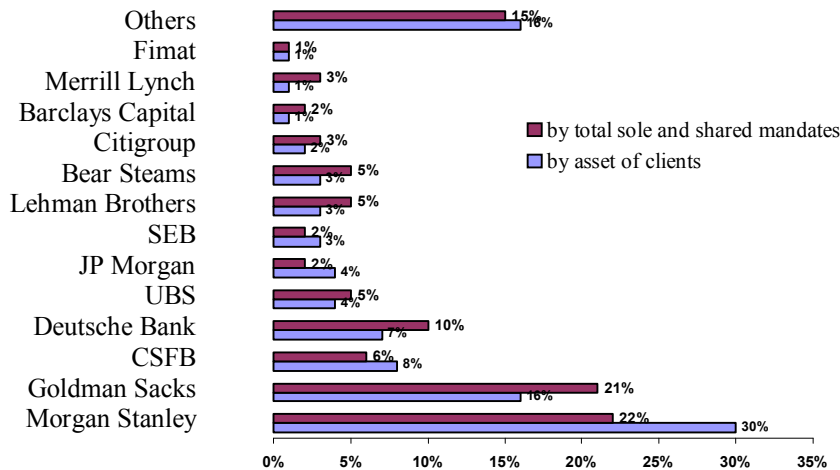
Σύμφωνα με άλλες πηγές, κάποιοι από τους μεγαλύτερους κύριους χρηματομεσίτες, κυρίως οι Αμερικανοί, βασίζονται πολύ, στη ροή του εισοδήματος από κύριες χρηματομεσιτικές υπηρεσίες, σε Hedge Fund. Σε μερικές περιπτώσεις, τέτοια έσοδα αναφέρεται πως αποτελούν το 25% με 40% της αξίας συναλλαγών και προμηθειών. Πολλές τράπεζες έχουν επίσης αυξήσει τις δικές τους εμπορικές δραστηριότητες, όπως φαίνεται από τους υψηλότερους VaR αριθμούς που αναφέρθηκαν πρόσφατα. Η διάθεση να ρισκάρουν περισσότερο, πιθανώς σχετίζεται με λιγότερο ασταθείς αγοραστικές συνθήκες και με την ανεπαρκή ανάπτυξη άλλων παραδοσιακών πηγών εισοδήματος.

<sup>11</sup> Bank for International Settlement – Η BIS είναι ένας διεθνής οργανισμός ο οποίος προωθεί η συνεργασία μεταξύ Κεντρικών Τραπεζών και άλλων πρακτορείων με σκοπό την νομισματική και οικονομική σταθερότητα. Οι τραπεζικές της υπηρεσίες παρέχονται αποκλειστικά σε Κεντρικές Τράπεζες και διεθνής οργανισμούς



Υπάρχει μεγάλη συγκέντρωση στις κύριες κεφαλαιαγορές. Δύο εταιρείες, η Morgan Stanley και η Goldman Sachs ελέγχουν περισσότερο από 40% των συνολικών κεφαλαίων πελατών (Σχήμα 35).

Σχήμα 35. Ευρωπαϊκά Hedge Fund κύριων χρηματομεσιτών  
Jan 2004, μερίδιο αγοράς



Source : EuroHedge (2004)

Άλλοι κύριοι χρηματομεσίτες στην πρώτη δεκάδα παγκοσμίως, η οποία περιλαμβάνει δύο EU-25 και δύο ελβετικές τράπεζες, υστερούν φανερά πίσω από τους 2 ηγέτες. Ο σκληρός ανταγωνισμός έχει οδηγήσει το 2003 σε μια πτώση των μετοχών των 2 μεγαλύτερων κυρίων χρηματομεσιτών. Κάποιοι χρηματομεσίτες συγκεντρώνονται κυρίως σε ολιγάριθμες Hedge Fund στρατηγικές και ίσως να είναι περισσότερο ευάλωτοι σε συγκεκριμένους τύπους διάσπασης σε συγκεκριμένες αγορές.

Ο σκληρός ανταγωνισμός στην αγορά των Hedge Fund μερικές φορές έχει ως αποτέλεσμα μια κατάσταση, όπου οι κύριοι χρηματομεσίτες πρέπει να διαθέσουν χρήματα για νέες επενδύσεις, ώστε να ιδρύσουν μία κύρια χρηματιστηριακή διαμεσολαβητική σχέση. Ωστόσο, τέτοιες επενδύσεις μπορούν επίσης να βελτιώσουν την κερδοφορία του κύριου χρηματομεσίτη μέσω υψηλότερων εσόδων και επικερδών αμοιβών για τη διαχείριση των Hedge Fund.

Υπάρχουν ενδείξεις πως ο σκληρός ανταγωνισμός επιδρά πάνω στους όρους των τραπεζικών πιστώσεων για τα Hedge Fund. Οι πιστώσεις έχουν γίνει περισσότερο



διαθέσιμες, και τα Hedge Fund μπορούν να διαπραγματευτούν ευνοϊκότερες προσβάσεις σε πιστώσεις για την κανονική λειτουργία τους, αλλά και για απρόσμενα ελλείμματα από ρευστοποιήσεις. Καταξιωμένοι χρηματομεσίτες ισχυρίζονται πως υπάρχει κάποια διάβρωση στα επίπεδα των πιστώσεων από νεοεισαχθέντες, στην δραστηριότητα των κυρίων χρηματομεσιτών.

Ωστόσο, οι μέθοδοι για την διαχείριση κινδύνου, έχουν βελτιωθεί σημαντικά μετά τη κατάρρευση του LTCM. Οι περισσότερες εκθέσεις σε Hedge Fund ασφαλίζονται με υποθήκες και οι μεγαλύτερες τράπεζες χρησιμοποιούν εκτενώς μετρήσεις του VaR και stress tests για να ορίσουν ποσοτικά μελλοντικές εκθέσεις πιστώσεων και να προστατευθούν από σενάρια του τύπου LTCM. Παρόλα αυτά, η ενσωμάτωση της ρευστότητας των περιουσιακών στοιχείων σε διάφορες πιστωτικές εκθέσεις παραμένει η κύρια πρόκληση για τους διαχειριστές κινδύνου. Επίσης, η ροή πληροφοριών από τα Hedge Fund στις τράπεζες έχει ενδεχομένως βελτιωθεί. Οι κύριοι χρηματομεσίτες φαίνεται πως νομίζουν ότι ο συνδυασμός μεγαλύτερης διαφάνειας και διασφάλισης με υποθήκες, τους δίνει τη δυνατότητα να διαχειρίζονται αποτελεσματικά τον κίνδυνο που σχετίζεται με τα Hedge Fund.

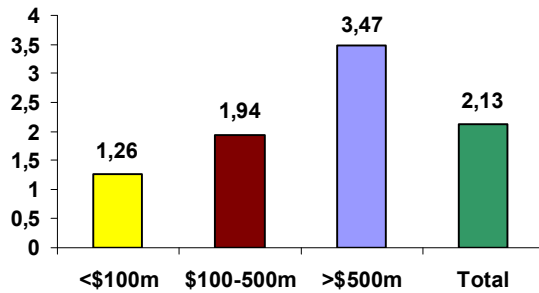
Παρόλα αυτά, υπάρχει και η πιθανότητα σε ένα ανταγωνιστικό περιβάλλον η ποιότητα της διαχείρισης κινδύνου να μειωθεί σε ανεπαρκή επίπεδα. Ενώ η αγορά των κυρίων χρηματομεσιτών είναι αρκετά συγκεντρωμένη, θα ήταν σχετικά εύκολο για τους επόπτες να παρακολουθούν τις δραστηριότητες τους και να εντοπίζουν οποιαδήποτε σημαντική διάβρωση στα επίπεδα της διαχείρισης κινδύνου.

Τα Hedge Fund, και ειδικότερα τα μεγάλα, προτιμούν να χρησιμοποιούν περισσότερους από έναν κύριους χρηματομεσίτες, ώστε να διαφοροποιήσουν και να προστατεύσουν τις ιδιοκτησιακές εμπορικές στρατηγικές τους (**Σχήμα 36**).

Ωστόσο, οι ραγδαίες εξελισσόμενες ανάγκες και τα κίνητρα που δίνουν οι κύριοι χρηματομεσίτες μπορούν να τα επηρεάσουν με τέτοιο τρόπο, ώστε να βασίζονται τις υπηρεσίες τους σε έναν μόνο κύριο χρηματομεσίτη.



**Σχήμα 36. Μέσος αριθμός κύριων μεσιτών που χρησιμοποιούνται από τα Hedge Funds end-2001**



Source : International Financial Services (2004)

Όμως τις περισσότερες φορές, οι πιστωτές δεν λαμβάνουν πληροφορίες επί καθημερινής βάσης, σχετικά με τις θέσεις και τον κίνδυνο που αντιμετωπίζουν τα Hedge Fund. Υψηλότερες εχέγγυες απαιτήσεις θα μπορούσαν να δώσουν τη λύση. Οι περισσότερο κατανοητές πληροφορίες σε συνδυασμό με καλύτερη διαχείριση κινδύνου, θα μπορούσε να είναι μια εναλλακτική επιλογή. Αυτό, θα μπορούσε επίσης να υποστηρίξει την ζήτηση για περισσότερες ενεργές πληροφορίες, σε συνδυασμό με τη συγκέντρωση πιο εξειδικευμένων πληροφοριών από τοπικούς κύριους χρηματομεσίτες.

Οι κύριοι χρηματομεσίτες όλο και περισσότερο δημιουργούν θεσμικά Hedge Fund ώστε να συγκρατούν τους υπαλλήλους και να ικανοποιούν τις απαιτήσεις των επενδυτών. Αρκετά συχνά, πρώην υπάλληλοι επιλέγουν την πρώην τράπεζά τους ως τον κύριο χρηματομεσίτη, πράγμα το οποίο θα μπορούσε να επηρεάσει τα risk management standards που εφαρμόζονται. Φήμη και νομικός κίνδυνος μπορούν επίσης να εμφανιστούν από τα παράπονα πελατών για ζημιογόνες επενδύσεις σε Hedge Fund που εμπορευματοποιούνται από τις τράπεζες.



## **B. Έμμεσος κίνδυνος**

Εκτός από το άμεσο κίνδυνο, οι τράπεζες και οι prime brokers αντιμετωπίζουν έναν αριθμό από έμμεσους κινδύνους που απορρέουν από τις δραστηριότητες των Hedge Fund. Έμμεσος πιστωτικός κίνδυνος μπορεί να εμφανιστεί λόγω του πιστωτικού κινδύνου των επιμέρους παραγόντων ή οργανισμών οι οποίοι εκτίθενται κατά μεγάλο ποσοστό σε Hedge Fund. Επιπλέον, η αξία των θέσεων στην αγορά, στα χαρτοφυλάκια των κυρίων χρηματομεσιτών μπορεί να επηρεαστεί αρνητικά από την δράση των Hedge Funds στις κεφαλαιαγορές, όπως φαίνεται και στην ακόλουθη υποενότητα. Τέλος, οι κύριοι χρηματομεσίτες μπορεί να χάσουν εισόδημα από την δική τους επιχείρηση διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων, εάν η διόγκωση των Hedge Funds συνεχιστεί. Ωστόσο, οι τράπεζες δείχνουν να λαμβάνουν την απειλή των Hedge Funds αρκετά σοβαρά και είναι έτοιμες να ρυθμίσουν τις επιχειρήσεις τους ανάλογα.





### **8.2.3 Η επίδραση των Hedge Funds στις Κεφαλαιαγορές**

Τα Hedge Funds χρησιμοποιούν ενεργές, ευκαιριακές και καμία φορά μοχλευμένες εμπορικές στρατηγικές. Ανατρέπουν τα χαρτοφυλάκιά τους πολύ συχνότερα από ότι τα παραδοσιακά ομόλογα, ώστε οι βραχυπρόθεσμη επιρροή στις αγορές να μπορεί να είναι μεγαλύτερη από ότι θα υποδείκνυε το διαχειριζόμενο κεφάλαιο. Τα Hedge Funds προτιμούν ρευστές και «ανώνυμες» αγορές στις οποίες μπορούν να εισέλθουν και να εξέλθουν άμεσα και με χαμηλό κόστος. Οι δράσεις τους τείνουν να είναι σποραδικές και, σε αντίθεση με τα παραδοσιακά ομόλογα, δεν χρειάζεται να είναι πλήρως επενδεδυμένα συνεχώς.

Η επίδραση των Hedge Funds στις κεφαλαιαγορές έχει συζητηθεί εκτενώς. Οι προσπάθειες για την εκτίμηση της επίδρασής τους όμως, εμποδίζονται από την έλλειψη στοιχείων. Παρόλα αυτά, οι περιγραφές διαφόρων περιστατικών στα οποία αναφέρεται να εμπλέκονται τα Hedge Fund βρίσκονται σε αρκετές αναφορές διεθνών οργανισμών. Οι περισσότερες από αυτές σχετίζονται με Macro Hedge Funds, τα οποία προσπαθούν να εκμεταλλευτούν τις αμφιβολίες σχετικά με την διατήρηση ασταθών μακροοικονομικών πολιτικών. Σε ορισμένες περιπτώσεις υπήρξαν υποψίες πως τα Hedge Funds εξέθεσαν ανεπανόρθωτα την ακεραιότητα της αγοράς, καθώς εμπλέκονταν σε υποτιθέμενη παραπλάνηση, δολοπλοκία, ή άλλη πιθανώς αθέμιτη εμπορική πρακτική. Ωστόσο, είναι δύσκολο να γίνει ο διαχωρισμός μεταξύ φαινομενικώς παραπλανητικού εμπορίου και ορθολογικής οικονομικής συμπεριφοράς. Για παράδειγμα, το FSF στην αναφορά του για τους Υψηλά Μοχλευμένους Οργανισμούς αρνήθηκε να συμπεράνει ότι τα Hedge Funds εκθέτουν την ακεραιότητα της αγοράς στις συγκεκριμένες περιπτώσεις που εξετάστηκαν, επειδή τα αληθινά κίνητρα ήταν άγνωστα και εξαιρετικά δύσκολο να πιστοποιηθούν. Επιπλέον, πολύ συχνά η κατάρρευση της αγοράς έχει προκληθεί από τα διεθνή ή μεγάλα τοπικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα και τους εγχώριους επενδυτές και όχι από τα Hedge Funds.

Υπό κανονικές συνθήκες, τα Hedge Funds συνεισφέρουν στην ρευστοποίηση και την αποτελεσματική λειτουργία των κεφαλαιαγορών, αλλά σε ειδικές περιπτώσεις, και ειδικότερα σε μικρές ή μεσαίες αγορές οι δράση τους μπορεί να προκαλέσει αστάθεια.



Οι δημιουργοί πολιτικών, θα πρέπει να στοχεύουν στη διεύρυνση της βάσης επενδυτών των αγορών τους, καθώς αυτό ελαχιστοποιεί τον κίνδυνο απροσδόκητων εξελίξεων λόγω της μεγάλης κερδοσκοπικής δραστηριότητας ή μαζικής εξόδου των βραχυχρόνιων επενδυτών όπως τα Hedge Funds. Με βάση αυτά, η έκδοση δεικτών συγκέντρωσης Hirschman-Herfindahl (Hirschman-Herfindahl concentration indices) από το BIS για ορισμένα OTC markets είναι ευπρόσδεκτη. Οι πληροφορίες συγκέντρωσης σε αυτές και σε άλλες σχετικά αδιαφανείς αγορές μπορούν να διασφαλίσουν ένα προειδοποιητικό σήμα για τη συσσώρευση συγκεντρωμένων θέσεων, σε συγκεκριμένες αγορές, και να προφυλάξουν τους συμμετέχοντες από τον κίνδυνο που εμπλέκονται.

Δεδομένης της σχετικά μέτριας απόδοσης των Hedge Funds, ο κίνδυνος μίας απότομης αναστροφής των εισροών δεν μπορεί να απορριφθεί. Η βάση των επενδυτών πιθανώς να είναι επαρκώς διαφοροποιημένη σε εξελιγμένες αγορές και μια αναστροφή των εισροών σε Hedge Funds, δεδομένου του σχετικού μέτριου μεγέθους τους, δεν θα έπρεπε να προκαλεί σημαντικές επιπλοκές. Ωστόσο, σε μικρότερες ή λιγότερο ρευστές αγορές ένα τέτοιο σενάριο θα μπορούσε να προκαλέσει προσωρινή καταπόνηση στις ρευστοποιήσεις.

Ένα άλλο σημαντικό ερώτημα είναι το αν τα Hedge Funds σταθεροποιούν ή αποσταθεροποιούν τις κεφαλαιαγορές. Για το σκοπό αυτό, χρειάζεται να διαχωρίσουμε 2 τύπους trading: Το trading θετικής και το trading αρνητικής ανάδρασης. (Αρνητικές και θετικές πληροφοριακές παρατηρήσεις).

- Οι θετικές πληροφοριακές παρατηρήσεις ή αλλιώς (Momentum Trading)<sup>12</sup> σχετίζονται με την αγορά χρηματοοικονομικών εγγράφων αφού η τιμή έχει ανέβει, και με την πώλησή τους αφού η τιμή έχει πέσει. Τέτοια μέθοδος μπορεί να προκαλέσει αμφιταλάντευση των τιμών και μπορεί να οδηγήσει σε overshooting<sup>13</sup> ή bubbles<sup>14</sup>. Το momentum trading μπορεί να προκληθεί από δυναμικό hedging,

<sup>12</sup> Προσδιορίζει τον επιταχυνόμενο ρυθμό ανόδου της τιμής ή της εμπορευσιμότητας μιας μετοχής ή της αγοράς γενικότερα

<sup>13</sup> δηλώνει ότι μια επένδυση μπορεί ξεπερνά και τις πιο αισιόδοξες προσδοκίες

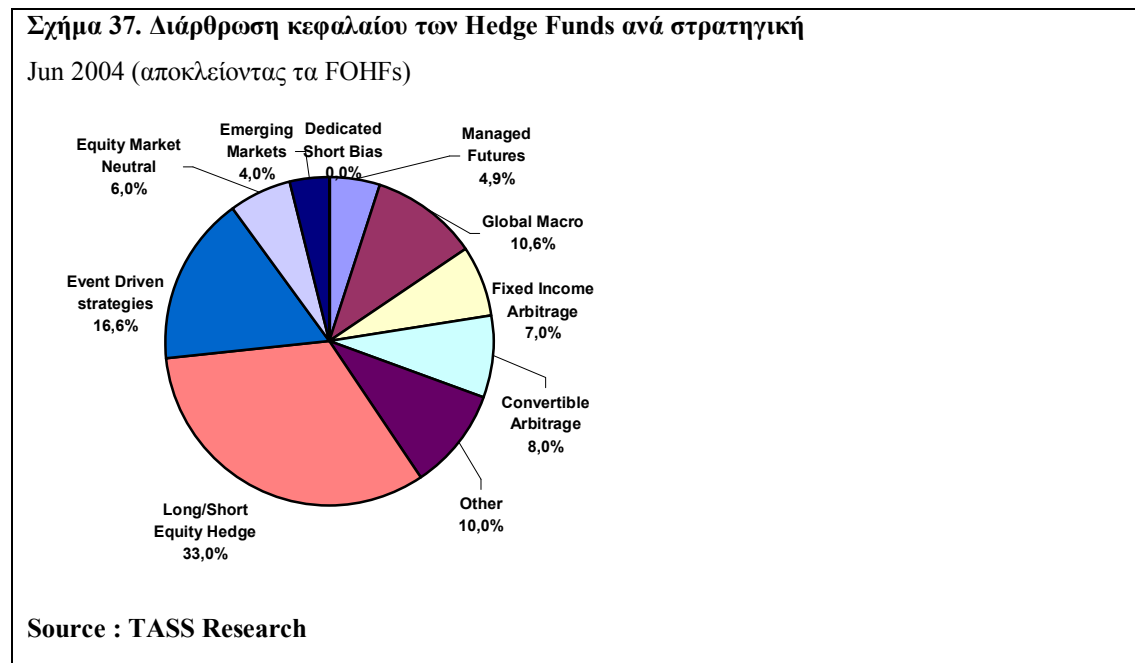
<sup>14</sup> κερδοσκοπία που βασίζεται στη διασπορά ψευδών ειδήσεων σχετικά με τις μελλοντικές τιμές χρεογράφων και ιδιαίτερα με τις τιμές των μετοχών.



από stop loss orders<sup>15</sup>, παρόμοιο position-taking από άλλους συμμετέχοντες στην αγορά, αναγκαστικές ρευστοποιήσεις που σχετίζονται σε margin calls<sup>16</sup> ή από απλές στρατηγικές που ακολουθούν την τάση.

- Οι αρνητικές πληροφοριακές παρατηρήσεις ή αλλιώς (contrarian trading)<sup>17</sup> μπορεί να έχουν μια σταθεροποιητική επιρροή στις αγορές.

Διαισθητικά, τα Hedge Funds έπρεπε να είναι πιο αντιθετικά, αφού μόνο το trading ενάντια στο πλήθος θα αναμενόταν να δημιουργήσει μόνιμα υπερβολικά κέρδη. Ωστόσο, οι αγορές δεν είναι πλήρως αποδοτικές και η ακολούθηση των τάσεων, μπορεί ορισμένες φορές να είναι επικερδής. Τα Managed Futures Hedge Funds (5 από το σύνολο των κοινών Hedge Fund κεφαλαίων υπό διαχείριση) (**Σχήμα 37**) αναφέρεται πως εκμεταλλεύονται τις προσεγγίσεις (**Πίνακας 14**) ακολούθησης τάσεων και αυτός είναι πιθανώς ο κύριος παράγοντας για την αρνητική year-to-date απόδοση σε σχετικά ευρέως οροθετημένες αγορές.



Άλλες directional στρατηγικές – global macro (11), emerging markets (4), long/short equity (33) – μπορούν να υπάρχουν και στις δύο άκρες του φάσματος, ενώ

<sup>15</sup> εντολή σταματήματος των απωλειών

<sup>16</sup> επιπρόσθετα κεφάλαια που θα πρέπει ένα πρόσωπο που έχει μια βραχυπρόθεσμη ή μακροπρόθεσμη θέση να καταβάλλει για να καλύψει μια σημαντική αλλαγή στη τιμή της συγκεκριμένης θέσης.

<sup>17</sup> επενδυτές οι οποίοι ενεργούν αντίθετα από τη γενική κίνηση των άλλων επενδυτών σε μια δεδομένη στιγμή.



εξειδικευμένοι short sellers είναι μάλλον πιο αντιθετικοί. Σύμφωνα με στοιχεία του TASS, τα global macro funds δείχνουν να εφαρμόζουν εκτενώς τακτικές που ακολουθούν την τάση, αλλά παράλληλα, βασίζονται και σε περισσότερο θεμελιώδεις αναλύσεις. Οι στρατηγικές Event driven (17), market neutral (relative value and arbitrage) (20), πιθανώς να υιοθετούν περισσότερο αντιθετικές απόψεις. Άρα, είναι πολύ δύσκολο να καθορίσουμε αν τα Hedge Funds είναι γενικά momentum traders ή contrarians (αντιθετικά).

**Πίνακας 12. Μερίδια των Hedge Funds με τη χρήση επιλεγμένων στρατηγικών**  
μονάχα funds με αναφερόμενα (εκτιμώμενα) κεφάλαια υπό διαχείριση τον Jun 2004

| Strategy                       | Number of funds | % indicated using particular investment approach |                |             | Capital USD billion | % indicated using particular investment approach |                |             |
|--------------------------------|-----------------|--|----------------|-------------|---------------------|--|----------------|-------------|
|                                |                 | Contrarian                                       | Trend follower | Fundamental |                     | Contrarian                                       | Trend follower | Fundamental |
| <b>Directional</b>             | <b>1341</b>     | <b>10</b>  | <b>13</b>      | <b>57</b>   | <b>163.8</b>        | <b>6</b>   | <b>11</b>      | <b>66</b>   |
| Long/Short Equity Hedge        | 885             | 11   | 3              | 67          | 102.6               | 7  | 2              | 73          |
| Delicated Short Bias           | 19              |  |                | 37          | 0.8                 |  |                | 70          |
| Global Macro                   | 114             | 10   | 24             | 56          | 20.6                | 5  | 18             | 83          |
| Emerging Markets               | 126             | 4  | 1              | 53          | 19.1                | 2  | 0              | 63          |
| Managed Futures                | 197             | 11   | 61             | 16          | 20.7                | 3  | 60             | 16          |
| <b>Event Driven</b>            | <b>253</b>      | <b>11</b>  | <b>1</b>       | <b>45</b>   | <b>48.9</b>         | <b>8</b>   | <b>0</b>       | <b>47</b>   |
| <b>Market Neutral</b>          | <b>404</b>      | <b>2</b>   | <b>1</b>       | <b>33</b>   | <b>73.1</b>         | <b>2</b>   | <b>0</b>       | <b>28</b>   |
| Fixed Income Arbitrage         | 108             | 1  | 2              | 38          | 27.0                | 1  | 0              | 35          |
| Convertible Arbitrage          | 126             | 2  |                | 21          | 27.8                | 2  |                | 20          |
| Equity Market Neutral          | 170             | 3  | 1              | 39          | 18.4                | 4  | 0              | 28          |
| <b>Other</b>                   | <b>97</b>       | <b>5</b>   | <b>8</b>       | <b>30</b>   | <b>21.2</b>         | <b>19</b>  | <b>0</b>       | <b>44</b>   |
| <b>Fund of Funds</b>           | <b>710</b>      | <b>14</b>  | <b>19</b>      | <b>41</b>   | <b>87.8</b>         | <b>7</b>   | <b>18</b>      | <b>40</b>   |
| <b>Total (excluding FoHFs)</b> | <b>2095</b>     | <b>8</b>   | <b>9</b>       | <b>50</b>   | <b>307.0</b>        | <b>6</b>   | <b>6</b>       | <b>52</b>   |
| <b>Total</b>                   | <b>2805</b>     | <b>10</b>  | <b>12</b>      | <b>48</b>   | <b>394.8</b>        | <b>6</b>   | <b>9</b>       | <b>49</b>   |

Source : TASS database

Υπάρχουν απόψεις που υποστηρίζουν πως καθώς ο αριθμός των νέων Hedge Fund αυξάνεται, ίσως αυξάνεται και η προσπάθειά τους να εκμεταλλευτούν τις ίδιες ευκαιρίες στην αγορά, πιθανώς στηριζόμενα στα ίδια μοντέλα. Το λεγόμενο crowding of positions (αποκλεισμός θέσης) είναι άλλη μια μορφή momentum trading και μπορεί να αποσταθεροποιήσει και τις ανερχόμενες, αλλά κυρίως, τις πτωτικές αγορές. Οι θέσεις των ιδιοκτησιακών γραφείων συναλλαγών των επενδυτικών τραπεζών και άλλων συμμετεχόντων στην αγορά θα πρέπει επίσης να ληφθεί υπ' όψη, καθώς



μερικές φορές εμπλέκονται σε “αντιγράφημες” συναλλαγές, βασισμένες στην υπόθεση ότι τα Hedge Funds έχουν πολύ καλή γνώση της αγοράς.

Υπάρχουν ενδείξεις ότι ορισμένες στρατηγικές, όπως τα convertible arbitrage, έχουν εξαντλήσει τα όρια της χωρητικότητάς τους, σε σχέση με το μέγεθος της αγοράς. Καθώς το κεφάλαιο των Hedge Fund που διαχειρίζονται αυξάνεται, και καθώς τα Hedge Fund ανταγωνίζονται για να εκμεταλλευτούν τις ίδιες ανεπάρκειες στην αγορά, ορισμένες στρατηγικές ίσως να μην είναι πλέον εφαρμόσιμες. Μόνο τα κεφάλαια με νέες ιδέες ή αυτά τα οποία συναλλάσσονται σε νέες ανερχόμενες αγορές μπορούν να συνεχίσουν να αποφέρουν “alpha<sup>18</sup>”. Σύμφωνα με εκθέσεις της αγοράς, τα όρια χωρητικότητας ορισμένων στρατηγικών ή αγορών, κάνουν τις απεριόριστες ξένες κεφαλαιαγορές ελκυστικές, και όσον αφορά για τα Hedge Fund ακόμη περισσότερο.

Ωστόσο, υπάρχουν ενδείξεις ότι η επικρατέστερη συγκέντρωση στον κλάδο των Hedge Fund δεν είναι πολύ υψηλή, αφού κανένα Hedge Fund δεν συγκρίνεται σε μέγεθος με αυτό του LTCM κατά την ακμή του. Αυτό, σε συνδυασμό με τον μεγάλο αριθμό από ενεργά Hedge Fund μπορεί να σημαίνει ότι οι πιθανότητες και τον κίνδυνο των μεγάλων και πολυπληθών συναλλαγών είναι μικρότερο. Το 2000, το IMF<sup>19</sup> υπολόγισε τη “συσχέτιση μεσαίου ζευγαριού” όλων των Hedge Funds στις ίδιες κατηγορίες στρατηγικής επενδύσεων, και βρήκε ότι αυτή η συσχέτιση, πως είναι σχετικά χαμηλή. Άρα, οι ξεχωριστές αποδόσεις των Hedge Funds ήταν ποικίλες αντικατοπτρίζοντας τις διαφορετικές θέσεις ακόμα και μεταξύ των κεφαλαίων που ακολούθησαν γενικά παρόμοιες στρατηγικές.

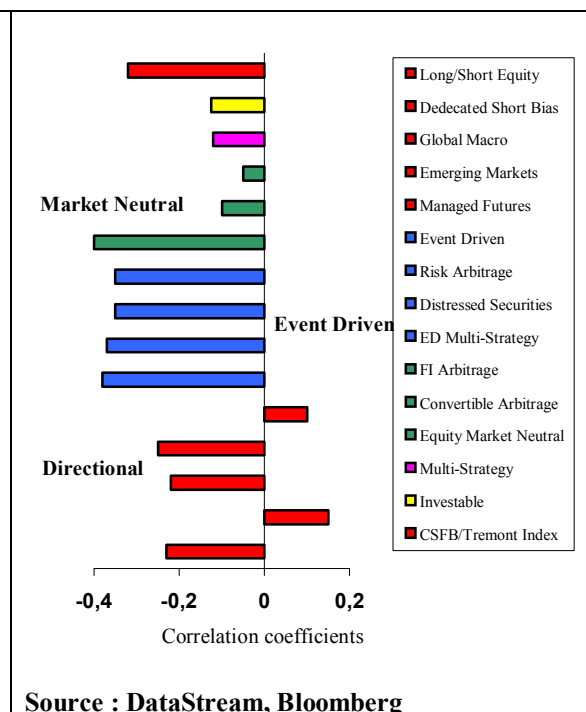
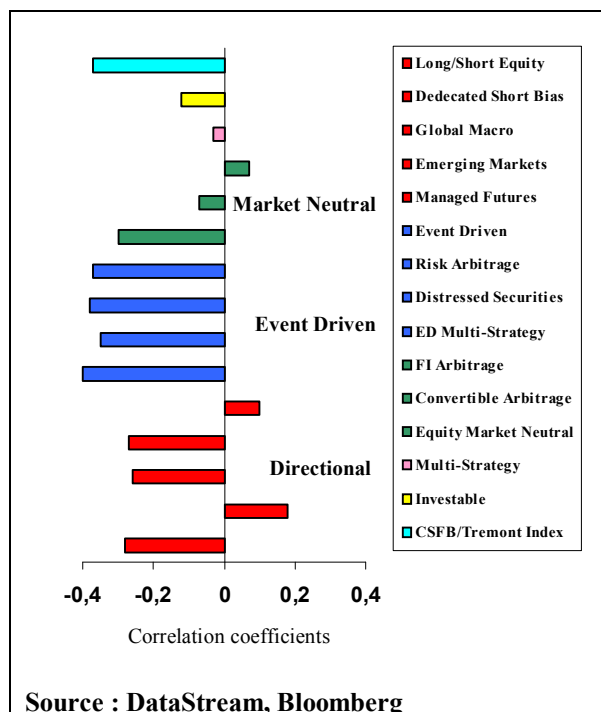
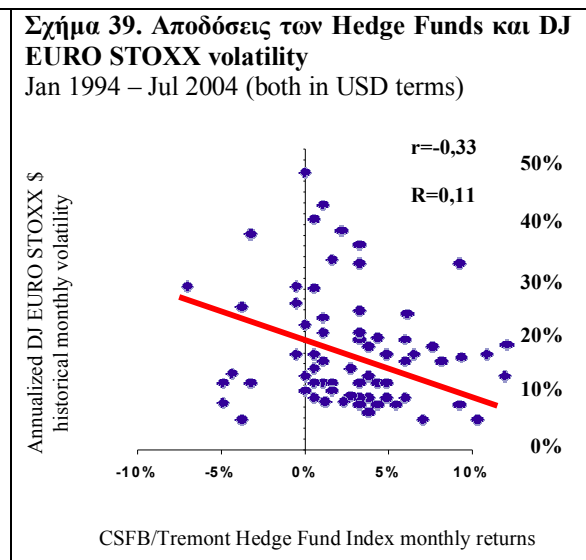
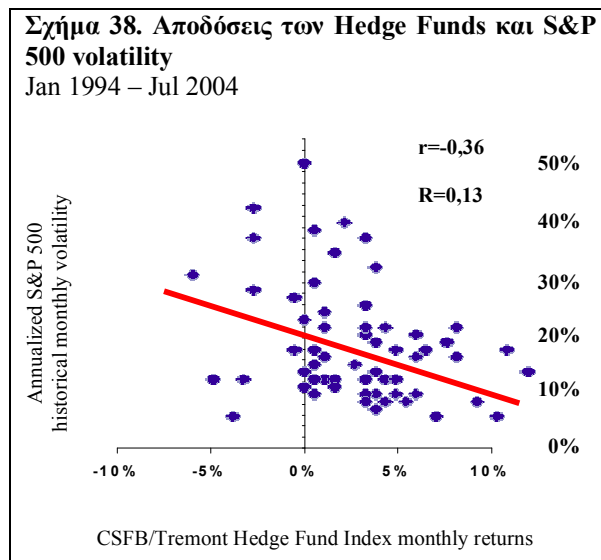
Η συμβατική γνώση υποδειχνει ότι τα Hedge Funds ευημερούν σε ασταθείς κεφαλαιαγορές. Αυτό πολλές φορές χρησιμοποιείται και σαν δικαιολογία για τις φθίνουσες αποδόσεις που έχουν παρατηρηθεί πρόσφατα σε περιβάλλον χαμηλής σχετικά αστάθειας. Δεν υπάρχουν συμπερασματικές αποδείξεις για αυτό το θέμα. Πράγματι, ενάντια στην κοινή γνώμη, οι αρχικοί υπολογισμοί δείχνουν πως τα τελευταία 10 χρόνια, τα Hedge Funds κατά μέσο όρο τείνουν να αποδίδουν καλύτερα σε λιγότερο ασταθείς αγορές. Οι συντελεστές συσχέτισης μεταξύ του ετήσιου S&P 500, του Dow Jones EURO STOXX και των μηνιαίων αποδόσεων του

<sup>18</sup> Ο συντελεστής alpha μετράει την απόδοση ενός χρεογράφου λαμβάνοντας υπόψη παράγοντες που την επηρεάζουν και δεν σχετίζονται άμεσα με τη χρηματιστηριακή αγορά

<sup>19</sup> International Monetary Fund – Το IMF είναι ένας οργανισμός που αποτελείται από 184 χώρες, και έχει στόχο τη καλλιέργεια της διεθνούς νομισματικής συνεργασίας, τη διασφάλιση της οικονομικής σταθερότητας, τη προώθηση του διεθνών συναλλαγών, τις υψηλής απασχόλησης και διατηρητέα οικονομική ανάπτυξη, καθώς και τη μείωση της φτώχειας.



CSFB/Tremont Hedge Fund Index είναι αρνητικές. Με άλλα λόγια, η υψηλότερη αστάθεια συνδυάστηκε με χαμηλότερες αποδόσεις των Hedge Funds. (Σχήμα 38, σχήμα 39). Τα αποτελέσματα είναι παρόμοια σχεδόν για όλες τις Hedge Fund στρατηγικές. Μόνο οι εξειδικευμένοι short-sellers και τα managed future funds, τα οποία αποτελούν μόνο το 5% του συνολικού κεφαλαίου υπό διαχείριση, τείνουν να αποδίδουν καλύτερα σε ασταθείς αγορές. Έτσι, ενώ οι short-sellers είναι πιθανότερο να είναι αντιθετικοί, οι αποδόσεις τους τείνουν να αυξάνονται σε ασταθείς αγορές καθώς η αστάθεια είναι συνήθως μεγαλύτερη σε πτωτικές, παρά σε ανερχόμενες αγορές.





## 9. Ρυθμιστικές και εποπτικές επιπτώσεις

---

### 9.1 Μέθοδοι διαχείρισης κινδύνου

Από την στιγμή της κατάρρευσης του LTCM, διάφορες δημόσιες και ιδιωτικές πρωτοβουλίες έχουν προωθηθεί για να εξετάσουν μερικές από τις ανησυχίες που προκαλούνται από τα Hedge Funds. Αρκετές από αυτές τις πρωτοβουλίες στοχεύουν στη βελτίωση των μεθόδων διαχείρισης κινδύνου των αντισυμβαλλόμενων στις ηλεκτρονικές συναλλαγές των Hedge Funds. Η λογική αυτής της προσέγγισης είναι ότι ένας τέτοιος έμμεσος κανονισμός είναι πιθανώς αποτελεσματικότερος από τον άμεσο κανονισμό των Hedge Funds, ο οποίος μπορεί να μεταφέρει την έδρα του, αρκετά εύκολα από μια χώρα σε μία άλλη και επομένως μπορεί εύκολα να συμμετέχει σε ρυθμιστική κερδοσκοπική αγοροπωλησία. Επιπλέον, η ίδια η βιομηχανία Hedge Funds έχει πάρει διάφορες πρωτοβουλίες να αναπτύξει (να μην δεσμεύεται νομικά) τις υγιείς μεθόδους, με στόχο να ενισχυθεί η προστασία επενδυτών και η υγεία της αγοράς.

Όσον αφορά στις πρωτοβουλίες δημόσιου τομέα, υπάρχει πρώτιστη η εργασία της Επιτροπής της Βασιλείας (Basel Committee on Banking Supervision BCBS)<sup>20</sup>. Το 1999, το BCBS εξέδωσε έναν κατάλογο υγιών μεθόδων των αλληλεπιδράσεων των τραπεζών με τους πάρα πολύ μοχλευμένους οργανισμούς "Highly Leveraged Institutions" (HLIs)<sup>21</sup>. Οι υγιείς αυτοί μέθοδοι προσπάθησαν να εξετάσουν μερικά από τα σημαντικότερα διοικητικά λάθη που προέκυψαν από το επεισόδιο LTCM, δηλ. μια

---

<sup>20</sup> Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία

<sup>21</sup> Basel Committee on Banking Supervision (1999)



μεγαλύτερη εμπιστοσύνη στο να εγγυηθούν για τις mark-to-market<sup>22</sup> εκθέσεις και το ελλιπές βάρος που δόθηκε στις πιστωτικές αναλύσεις της HLIs. Οι υγιείς μέθοδοι εξέτασαν συγκεκριμένα τους τομείς, όπως οι πολιτικές και οι διαδικασίες για την αλληλεπίδραση των τραπεζών με HLIs, η συλλογή πληροφοριών και την πιστωτική ανάλυση των HLIs, τα μέτρα έκθεσης και τον έλεγχο τέτοιων εκθέσεων, των πιστωτικών ορίων, και των συγκεκριμένων χαρακτηριστικών των HLIs.

Σε ακόλουθη έκθεση, το BCBS κατέληξε στο συμπέρασμα ότι αν και οι τράπεζες είχαν βελτιώσει τις μεθόδους διαχείρισης κινδύνου τους, θα υπήρξαν ακόμα διάφορες περιοχές που θα απαιτείτο συνεχής προσοχή. Αυτοί ήταν ειδικότερα η οφειλόμενη διαδικασία επιμέλειας για τις πιστωτικές σχέσεις με τα HLIs, την ανάπτυξη των βελτιωμένων μέτρων έκθεσης, και τη χρήση του stress testing. Αυτά τα συμπεράσματα ήταν βασικά επιβεβαιωμένα σε μια κοινή έκθεση που δημοσιεύθηκε από το BCBS και την IOSCO<sup>23</sup> μετά από κάποιο χρονικό διάστημα.

Όσον αφορά στις πρωτοβουλίες ιδιωτικού τομέα, πρέπει να αναφερθούν εκείνες της Counterparty Risk Management Policy Group (CRMPG)<sup>24</sup>, και του International Swaps and Derivatives Association (ISDA)<sup>25</sup>. Το CRMPG ή "η ομάδα Corrigan" είναι ομάδα δώδεκα σημαντικών, διεθνώς ενεργών τραπεζών και εταιριών τίτλων που αναπτύσσουν πρότυπα για τις ενισχυμένες μεθόδους διαχείρισης κινδύνου για τις οικονομικές εταιρίες και που παρέχουν την πίστωση στα παράγωγα και τις αγορές χρεογράφων. Αυτά τα βελτιωμένα πρότυπα είναι βασισμένα στις ακόλουθες ευρείες αρχές:

- οι ενισχυμένες πληροφορίες που μοιράζονται μεταξύ των αντισυμβαλλόμενων,

<sup>22</sup> Η καθημερινή αναπροσαρμογή των εντολών που ισχύουν μέχρι την εκτέλεση ή την ανάκλησή τους, ώστε να δείχνουν κέρδη ή ζημιές που προκύπτουν από τις διακυμάνσεις στις τιμές που παρουσιάστηκαν στο χρηματιστήριο.

<sup>23</sup> International Organisation of Securities Commissions - Αντικειμενικοί στόχοι της IOSCO είναι η προστασία του επενδυτικού κοινού, η διασφάλιση αξιοπιστών, αποτελεσματικών αγορών, που θα χαρακτηρίζονται από διαφάνεια, καθώς και η μείωση του συστημικού κινδύνου.

<sup>24</sup> Το CRMPG, ήταν ένα group αποτελούμενο από κύριες εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες το οποίο ανέπτυξε συστάσεις που θα βοηθούσαν τη μείωση των χρηματοοικονομικών κινδύνων, οι οποίοι επισημάνθηκαν από τις αναταράξεις στην αγορά το 1998.

<sup>25</sup> Η διεθνής ένωση διαπραγματευτών SWAPS





- ένα ενσωματωμένο πλαίσιο για να αξιολογήσουν τον κίνδυνο αγοράς, τον κίνδυνο ρευστότητας και τη μόχλευση,
- stress testing και ρευστοποίησης που εκτιμώνται στις πιστωτικές εκθέσεις των αντισυμβαλλόμενων,
- η ανάγκη να λάβουν υπόψη ότι η πιθανή ρευστοποίηση κοστίζει στον καθορισμό των ορίων και των προτύπων εξασφάλισης, αυξήσεις στην ποιότητα των πληροφοριών, και
- βελτιώσεις στα πρότυπα των εγγράφων της βιομηχανίας.

Εξακολουθώντας στα γεγονότα της αγοράς της δεκαετίας του '90, το ISDA αναθεώρησε επίσης τις εξασφαλίσεις διαχείρισης του, οι οποίες οδήγησαν σε 22 συστάσεις για να ενισχυθούν οι μέθοδοι που θα ακολουθήσουν. Οι περιοχές κάλυψης συστάσεων όπως:

- η σχέση μεταξύ της εξασφάλισης και της πιστωτικής ανάλυσης,
- η διαχείριση των κινδύνων σχετικών με τις εξασφαλίσεις,
- ψήφισμα διαφωνίας,
- το μήκος του κύκλου των εξασφαλίσεων,
- η σειρά αποδεκτής εξασφάλισης,
- περιθώρια,
- νομικές και τεκμηριωμένες εκδόσεις, και
- αντικατάσταση των εξασφαλίσεων.

Τέλος, το IIF, η διεθνής ένωση των χρηματοδοτικών οργανισμών, δημοσίευσε το 1999 διάφορες συστάσεις στον τομέα του κινδύνου διαχείρισης.



## 9.2 Δημοσιοποίηση και διαφάνεια

Η διεθνής εποπτική και κεντρική τραπεζική κοινότητα έχει γίνει όλο και περισσότερο πεπεισμένη ότι η πειθαρχία της αγοράς μπορεί να διαδραματίσει έναν σημαντικό ρόλο στη διατήρηση της οικονομικής σταθερότητας. Μια προϋπόθεση για την πειθαρχία της αγοράς ώστε να είναι αποτελεσματική, είναι η επαρκής δημόσια κοινοποίηση για τους κινδύνους που οι οικονομικοί μεσάζοντες υφίστανται. Μετά από τα γεγονότα της αγοράς την δεκαετία του '90, διάφορες διεθνείς πρωτοβουλίες προωθήθηκαν για να βελτιώσουν την δημοσιοποίηση από τους ρυθμισμένους καθώς επίσης και ανεξέλεγκτους (όπως τα Hedge Funds) μεσάζοντες.

Ο αποκαλούμενος "Fisher II" ομάδα εργασίας (2001) έκανε συστάσεις πως οι οικονομικοί μεσάζοντες, συμπεριλαμβανομένων των Hedge Funds, πρέπει περιοδικά να αποκαλύψουν, όταν οι κίνδυνοι είναι υλικοί, τις ποσοτικές πληροφορίες σχετικές με τον κίνδυνο αγοράς στη δραστηριότητα των εμπορικών συναλλαγών, η έκθεση των οργανισμών στον κίνδυνο αγοράς, τον κίνδυνο ρευστότητας, τον πιστωτικό κίνδυνο και τον ασφαλιστικό κίνδυνο. Μέχρι το σημείο που τα Hedge Funds δεν αποκάλυψαν αυτές τις πληροφορίες σε εθελοντική βάση, η ομάδα πρότεινε πως οι αρμόδιες αρχές θα πρέπει να απαιτήσουν τη δημοσιοποίηση.

Σαν συνέχιση των συστάσεων, το Joint Forum<sup>26</sup> δημιούργησε μια ομάδα εργασίας για να αξιολογήσει το βαθμό στον οποίο οι συστάσεις υιοθετήθηκαν. Εντούτοις σχετικά με τα Hedge Funds η ομάδα εργασίας ήταν ανεπιτυχής στη λήψη της συνεργασίας ενός ικανοποιητικού αριθμού ιδρυμάτων το οποίο θα παρέχει μια σημαντική βάση για την περαιτέρω αναθεώρηση. Αυτό αποδόθηκε στις πιθανές ανησυχίες για την εμπιστευτικότητα των πελατών, την ιδιόκτητη φύση των θέσεων των κεφαλαίων και μια γενική απροθυμία να συμμετέχει σε έναν διάλογο με τη ρυθμιστική κοινότητα. Η ομάδα εργασίας δεν κατέληξε πουθενά από αυτά τα συμπεράσματα σχετικά με τον κανονισμό των Hedge Funds.

---

<sup>26</sup> Το Joint Forum είναι μια διεθνής ομάδα από τεχνικά εξειδικευμένους ανθρώπους, οι οποίοι εργάζονται κάτω την "ομπρέλα" της BCBS IAIS και του IOSCO



Η ανεπαρκής δημοσιοποίηση και η διαφάνεια καθοδηγούνται σε μεγάλη έκταση στην κατά ένα μεγάλο μέρος ανεξέλεγκτη φύση των Hedge Funds. Επιπλέον, τα προβλήματα αξιολόγησης είναι συχνά, η άμεση αιτία των αποτυχιών των Hedge Funds. Εκτός από χαμηλό ρυθμιστικό πλαίσιο και έλεγχο, τα πρότυπα που ισχύουν να προστατεύσουν τα κεφάλαια, άλλοι παράγοντες που εξηγούν αυτόν τον τύπο λειτουργικού κινδύνου είναι οι στρατηγικές επένδυσης που ακολουθούνται, το μικρό μέγεθος της επιχείρησης των Hedge Funds και οι σχετικές με την απόδοση αμοιβές (που δημιουργούν ένα κίνητρο για τους διευθυντές για να παραποιήσουν τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων) Ένας άλλος παράγοντας που περιπλέκεται στη σημαντική δημοσιοποίηση, είναι ότι κανένα γενικά αποδεκτό πρότυπο αγοράς δεν έχει προκύψει ακόμα για να μετρήσει επαρκώς τη μόχλευση, η οποία είναι τόσο κρίσιμη γιατί αξιολογεί τον κίνδυνο των Hedge Funds.



### **9.3 Προστασία της ακεραιότητας του οικονομικού συστήματος**

Με την αύξηση της βιομηχανίας των Hedge Funds, παράλληλα αυξήθηκε και ο αριθμός περιπτώσεων απάτης. Όπως είδαμε παραπάνω, η κατά ένα μεγάλο μέρος ανεξέλεγκτη φύση των Hedge Funds, τα καθιστά ιδιαίτερα τρωτά στις διαστρεβλώσεις και την απάτη. Στον προτεινόμενο κανόνα, σχετικά με την εγγραφή ορισμένων συμβούλων των Hedge Funds, το SEC<sup>27</sup> υπολογίζοντας τα προηγούμενα πέντε έτη ενέργησε ενάντια στην απάτη των Hedge Funds που είχαν συμπληρώσει συνολικά περισσότερο από \$1 τρις. Οι περιπτώσεις περιλάμβαναν τις ακαθάριστες απόδοσης των Hedge Funds, την πληρωμή των περιττών και άγνωστων επιτροπών, και την κατάχρηση τους για να ιδιοποιηθούν τα περιουσιακά στοιχεία των πελατών. Οι σύμβουλοι για να προστατεύσουν τα κεφάλαια τους ήταν και αυτοί βασικοί συμμετέχοντες στα πρόσφατα σκάνδαλα που περιλαμβάνουν τις πρόσφατες εμπορικές συναλλαγές αμοιβαίων κεφαλαίων και τον ακατάλληλο συγχρονισμό της αγοράς. Δεδομένου ότι η διαχείριση των Hedge Funds είναι διεθνούς φύσης έχει υποστηριχτεί ότι η επιχείρηση αυτή είναι ιδιαίτερα τρωτή σε προσπάθειες ξεπλύματος χρημάτων. Οι διαχειριστές Hedge Funds πρέπει επομένως να ελέγξουν κατάλληλα, άμεσα ή έμμεσα, τη ταυτότητα των επενδυτών που παίρνουν θέσεις στα κεφάλαιά τους.

### **9.4 Κανονισμός προϊόντων και διαχειριστών των Hedge Funds**

Αυτή τη στιγμή, δεν υπάρχει κανένα κοινό Ευρωπαϊκό ρυθμιστικό καθεστώς για τα Hedge Funds. Λόγω των στρατηγικών επένδυσής τους, δεν emπίπτουν χαρακτηριστικά στο πεδίο των οδηγιών του UCITS. Μια επίπτωση είναι πως δεν ωφελούνται από ένα "Ευρωπαϊκό διαβατήριο", το οποίο αποτρέπει το marketing τους σε ολόκληρη την ΕΕ. Οι Ευρωπαίοι επενδυτικοί διαχειριστές, σε αντίθεση, υπόκεινται ήδη στις Οδηγίες της Αγοράς & Χρηματοπιστωτικών Μέσων (Financial Instruments & Markets Directive)<sup>28</sup> που αντικατέστησε πρόσφατα την (Investment Services Directive). Ως

<sup>27</sup> Securities and Exchange Commission - Οργανισμός εποπτείας που λειτουργεί στην αγορά των ΗΠΑ, με σκοπό την προστασία των επενδυτών από τους κινδύνους των συναλλαγών σε χρεόγραφα, παρακολουθώντας και εφαρμόζοντας την κείμενη νομοθεσία.

<sup>28</sup> Η MiFiD αποτελεί τον θεμέλιο λίθο του κανονιστικού πλαισίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης για τις κινητές αξίες, και έχει σαν σκοπό να οδηγήσει στην υιοθέτηση ενός αποτελεσματικού ενιαίου διαβατηρίου που να επιτρέπει στις ΕΠΕΥ και στις ρυθμιζόμενες αγορές να λειτουργούν σε ολόκληρη την Ευρώπη, επί τη βάσει μιας κοινής ομάδας κανόνων που θα προάγουν την προστασία των Ευρωπαίων επενδυτών.



εκ τούτου, Ευρωπαϊκά Hedge Funds είναι συχνά οργανωμένα εκεί όπου διανέμονται, αν και υπάρχει μια αυξανόμενη χρήση των πανευρωπαϊκών τοποθεσιών τους.

Τον Ιανουάριο του 2004, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο ενέκρινε ένα ψήφισμα σχετικά με τα Hedge Funds βασισμένο σε έκθεση της Επιτροπής οικονομικών και Νομισματικών Υποθέσεων ( Economic & Monetary Affairs Committee EMAC)<sup>29</sup>. Σε αυτό το ψήφισμα, το Κοινοβούλιο πρότεινε να εισαγάγει ένα ελαφρύ ρυθμιστικό καθεστώς για τα “Sophisticated Alternative Investment Vehicles” (SATVs), τα οποία περιλαμβάνουν τα Hedge Funds. Το αντικείμενο αυτής της πρότασης θα ήταν να παρουσιαστούν τα εγχώρια κεφάλαια που είναι προς το παρόν σε offshore εταιρίες και να παρασχεθούν το όφελος ενός “ευρωπαϊκού διαβατηρίου”. Η βιομηχανία κλήθηκε επίσης για να αναπτύξει έναν αυτορυθμιστικό κώδικα δεοντολογίας. Προς το παρόν, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το Συμβούλιο δεν έχουν επανεξετάσει ακόμα την πρόταση του Κοινοβουλίου.

Ο εσωτερικός κανονισμός των Hedge Funds πραγματοποιείται σε τρία επίπεδα:

- ο διαχειριστής κεφαλαίων,
- το ίδιο το κεφάλαιο, και
- η διανομή του κεφαλαίου.

Στις περισσότερες Ευρωπαϊκές χώρες, οι παραδοσιακοί διαχειριστές κεφαλαίων έχουν την άδεια, να διαχειριστούν εσωτερικά ή/και offshore εγκατεστημένα Hedge Funds.π.χ., στη UK το FSA<sup>30</sup> εφαρμόζει ένα ρυθμιστικό καθεστώς στους διαχειριστές Hedge Funds που είναι παρόμοιο με αυτό για όλους τους διαχειριστές επένδυσης. Ύστερα από διαβουλεύσεις της βιομηχανίας που πραγματοποιήθηκαν το 2004, το FSA έχει επιβεβαιώσει ότι δεν έχει καμία πρόθεση να εισαγάγει ένα ειδικό καθεστώς για να ρυθμίσει τους διαχειριστές Hedge Funds δεδομένου ότι το παρόν καθεστώς κρίθηκε γενικά κατάλληλο. Αυτή η θέση είναι ιδιαίτερα σχετική για την Ευρωπαϊκή βιομηχανία Hedge Funds, δεδομένου ότι η πλειοψηφία των Ευρωπαϊκών Hedge Funds-

<sup>29</sup> Η EMAC είναι μία από τις πιο σημαντικές Κοινοβουλευτικές επιτροπές, που ασχολείται με το Euro, τη φορολογική και συνταξιοδοτική πολιτική, καθώς επίσης και με τις ρυθμίσεις των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

<sup>30</sup> Financial Services Authority (FSA) - ενιαία εποπτική αρχή του χρηματοοικονομικού τομέα, είναι υπεύθυνο, πέραν της κεφαλαιαγοράς, και για την εποπτεία των τραπεζών και των ασφαλιστικών εταιρειών.



κοινών διαχειριστών ρυθμίζεται από Λονδίνο. Πιο πρόσφατα, εντούτοις, οι διαχειριστές Hedge Funds καθιερώνονται επίσης στις χώρες όπως Γαλλία, Ιρλανδία, Ιταλία και Σουηδία.

Τα περισσότερα Hedge Funds έχουν την κατοικία τους σε offshore δικαιοδοσίες, λόγω του ελαφρύτερου ρυθμιστικού καθεστώτος που ισχύει. Αλλά και μερικές ευρωπαϊκές αρμοδιότητες, όπως Γαλλία, Ιρλανδία, Ιταλία, Λουξεμβούργο και Σουηδία, έχουν προσπαθήσει να προσελκύσουν τις επιχειρήσεις των Hedge Funds με την παροχή ενός εύκαμπτου καθεστώτος. Ειδικά η Ιρλανδία είναι δημοφιλής ως κατοικία εντοπισμού των ευρωπαϊκών Hedge Funds, όπου παρατίθενται συχνά στη χρηματιστηριακή αγορά. Το Λουξεμβούργο έχει λάβει διάφορα μέτρα για να προελκύσει τις επιχειρήσεις Hedge Funds, αλλά θεωρείται όλο και περισσότερο ως εναλλακτική λύση η Ιρλανδία. Οι λόγοι να επιλεγεί μια ευρωπαϊκή θέση παρά τα πλεονεκτήματα που προσφέρθηκαν από τα off-shoring κέντρα, είναι να στοχεύουν οι επενδυτές που έχουν μια προτίμηση για τα κεφάλαια της ΕΕ ή που είναι νομικά περιορισμένοι στο να επενδύσουν έξω από την ΕΕ, με αποτέλεσμα οι ευρωπαϊκές θέσεις να ωφεληθούν από τις διεθνείς πρωτοβουλίες ενάντια στα offshore οικονομικά κέντρα, που κατηγορούνται για τη συμμετοχή στον επιβλαβή φορολογικό ανταγωνισμό και που δεν συμμορφώνονται με τα διεθνή πρότυπα και να αποτρέψουν το ξέπλυμα χρημάτων.

Τέλος, όσον αφορά στη διανομή των Hedge Funds, στοχεύουν παραδοσιακά στους επενδυτές με υψηλό πλούτο ή τους θεσμικούς επενδυτές έτσι ώστε να μην πέφτουν κάτω από το καθεστώς προστασίας, σε ισχύ για τους λιανικούς επενδυτές. Μερικές φορές, οι λιανικοί επενδυτές έχουν κερδίσει την έμμεση πρόσβαση στα Hedge Funds μέσω των αποκαλούμενων “wrappers”, δηλ. οικονομικά προϊόντα (όπως τα structure notes τα unit-linked ασφαλιστήρια συμβόλαια) η απόδοση των οποίων συνδέεται με αυτήν ενός Hedge Fund ή ενός χαρτοφυλακίου από Hedge Funds.

Υπάρχει μια τάση προς το "retailisation" των Hedge Funds και διάφορες ευρωπαϊκές χώρες έχουν επιτρέψει πρόσφατα τη διανομή των Hedge Funds στους λιανικούς επενδυτές. Αλλά η άδεια της διανομής των προϊόντων Hedge Funds στους λιανικούς επενδυτές προκαλεί τις συγκεκριμένες ανησυχίες προστασίας καταναλωτών, όπως η ανεπαρκής δημοσιοποίηση, ο κίνδυνος του mis-buying και του



mis-selling, η έλλειψη ικανοποιητικής διαφοροποίησης, οι δυσανάλογες διοικητικές δαπάνες, κ.λπ. Μερικές από αυτές τις ανησυχίες μπορούν να εξεταστούν αν επιτραπεί σε ορισμένες παραλλαγές των Hedge Funds στο να εμπορευματοποιηθούν, όπως τα FOHFs ή τα κεφάλαια με μια capital protection.

Από τις προηγούμενες αναφερθείσες διαβουλεύσεις του, UK's το FSA κατέληξε στο συμπέρασμα ότι δεν υπήρξε καμία μεγάλη επιθυμία εκ μέρους της βιομηχανίας να παραγάγει και να πουλήσει λιανικά προϊόντα Hedge Funds. Εντούτοις, σύμφωνα με πρόσφατες εκθέσεις τύπου, από το FSA, επανεξετάζεται η απαγόρευση για πώληση των Hedge Funds στους λιανικούς επενδυτές. Η Γερμανία, σε αντίθεση, υιοθέτησε στο τέλος του 2003 μια νέα πράξη επένδυσης που εφάρμοσε ένα νέο νομικό πλαίσιο για τα εσωτερικά Hedge Funds και το marketing των ξένων κεφαλαίων στη Γερμανία. Η νέα πράξη διακρίνει ρητά μεταξύ των κοινών Hedge Funds και των FOHFs. Οι προηγούμενοι ξέρουν μετά βίας τους οποιουσδήποτε περιορισμούς επένδυσης, ενώ οι τελευταίοι υπόκεινται στους σε πιο αυστηρούς περιορισμούς δεδομένου ότι είναι τα μόνα Hedge Funds που μπορούν να διανεμηθούν από τη δημόσια προσφορά. Π.χ., τα τελευταία δεν επιτρέπονται για να χρησιμοποιήσουν μόγλευση ή το short selling, μπορούν μόνο να επενδύσουν στα κοινά Hedge Funds και υπόκειται σε ορισμένες απαιτήσεις διαφοροποίησης.



## **10. Συμπεράσματα**

---

Το ελάττωμα του LTCM αποδείχθηκε πως ήταν μόνο μια προσωρινή αποτυχία για την πολύ μεγάλη ανάπτυξη της παγκόσμιας βιομηχανίας των Hedge Funds. Η αυξανόμενη εξάπλωση των Hedge Funds σαν εναλλακτική μορφή επένδυσης για τους θεσμικούς αλλά και για τους μικροεπενδυτές δημιουργεί ερωτήματα για τις επιπτώσεις στην ευρύτερη οικονομική σταθερότητα αυτής της μορφής οικονομικής μεσολάβησης.

Παρόλο που τα Hedge Funds συσχετίζονται άμεσα με τα αρνητικά γεγονότα της LTCM περιόδου, είναι εξίσου σημαντικό να κατανοήσουμε πως έχουν και θετικές επιδράσεις στο οικονομικό σύστημα : συνεισφέρουν στη ρευστότητα της αγοράς, παίζουν σημαντικό ρόλο στην διαδικασία ανεύρεσης τιμών, συνεισφέρουν στην εξάλειψη των ανεπαρκειών στην αγορά, και προσφέρουν πλεονέκτημα διαφοροποίησης στους επενδυτές.

Η ενδεχόμενη απειλή για το οικονομικό σύστημα από τα Hedge Funds δημιουργείται από την επίδραση στα πιστωτικά ιδρύματα ή τις κεφαλαιαγορές. Οι άμεσες εκθέσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων στα Hedge Funds είναι αποτέλεσμα του ρόλου τους ως κύριοι επενδυτές. Σε αυτό το πλαίσιο, εξασφαλίζουν μόχλευση, εκδίδουν γραμμές πίστωσης και προκαλούν εκθέσεις συναλλαγών. Οι πληροφορίες δείχνουν μια ισχυρή συγκέντρωση στον κλάδο των κυρίων χρηματομεσιτών, έχοντας περιορισμένο σύνολο σημαντικών και παγκοσμίου εύρους χρηματοοικονομικών





παραγόντων. Φαίνεται επίσης, πως ο συγκεκριμένος κλάδος έχει γίνει αυξανόμενα ανταγωνιστικός με το πέρασμα του χρόνου, με πολλούς δευτεροβάθμιους επενδυτές να προσπαθούν να αποκτήσουν επιθετικά, το δικό τους μερίδιο στην αγορά. Από το τέλος της δεκαετίας του 1990, έχει σημειωθεί μεγάλη πρόοδος από τον ιδιωτικό αλλά και από τον δημόσιο τομέα στην περαιτέρω πρόοδο των risk-management standards τα οποία, απευθύνονται σε κάποιες από τις ανησυχίες που εμπλέκονται με την έκθεση σε Hedge Funds. Ωστόσο, κάτω από συνθήκες σκληρού ανταγωνισμού είναι εξίσου σημαντικό, αυτά τα risk-management standards να εφαρμόζονται δραστικά και να μην διαβρώνονται. Οι τραπεζικοί επόπτες μπορούν σε αυτό το πλαίσιο, να παρακολουθούν στενά προηγούμενες συμβουλές του BCBS, πιθανώς και σε συνεργασία με ασφαλιστικούς επόπτες.

Η έμμεση σχέση μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων και των Hedge Funds είναι δυσκολότερο να αποτιμηθεί αλλά μπορεί να είναι σημαντική. Στοιχεία από την αγορά, όπως τα νούμερα VaR, δείχνουν πως ένας αριθμός από μεγάλα πιστωτικά ιδρύματα (συμπεριλαμβανομένων και Ευρωπαϊκών) διατίθενται να ρισκάρουν και εμπλέκονται σε στρατηγικές Hedge Funds. Υπό αυτές τις συνθήκες, τα αρνητικά γεγονότα στην αγορά, μπορούν όχι μόνο να επηρεάσουν την άμεση σχέση μεταξύ πιστωτικών ιδρυμάτων και Hedge Funds (για παράδειγμα, μέσω έκθεσης πιστώσεων, ή εισοδήματος από προμήθειες), αλλά επίσης μπορούν να επηρεάσουν τα ιδιοκτησιακά market positions των πιστωτικών ιδρυμάτων.

Είναι πολύ δύσκολο να παρουσιαστούν συμπερασματικά στοιχεία για την επίδραση των Hedge Funds στις κεφαλαιαγορές, το οποίο εν μέρει οφείλεται στην έλλειψη αξιόπιστων πληροφοριών. Όμως, οι διαθέσιμες πληροφορίες παραπέμπουν σε μια κατάσταση η οποία είναι πολύ λιγότερο ανησυχητική απ' ό τι την περίοδο της κρίσης του LTCM. Πρώτον, καθώς περισσότεροι παράγοντες έχουν εισέλθει στην αγορά, οι θέσεις που λαμβάνουν είναι λιγότερο συγκεντρωμένες σε ένα ή λίγα funds. Δεύτερον, γενικά φαίνεται πως τα επίπεδα μόχλευσης τα οποία αναλαμβάνουν τα κεφάλαια είναι τώρα χαμηλότερα. Υπάρχει ο κίνδυνος, παρ' όλα αυτά, του ότι καθώς ολοένα και περισσότερα χρήματα εισρέουν στα Hedge Funds και οι ευκαιρίες για κέρδος μειώνονται αναλογικά, κάποιοι επενδυτές μπορεί να ρισκάρουν περισσότερο ή να χρησιμοποιήσουν περισσότερη μόχλευση ώστε να επιτύχουν τα επιθυμητά κέρδη. Επιπλέον, υπάρχει η πιθανότητα τα Hedge Funds να εμπλακούν σε "crowded trades"



(συναλλαγές με πολλούς αντισυμβαλλόμενους), δηλαδή, να λάβουν παρόμοιες θέσεις με αποτέλεσμα να οδηγήσουν σε αναταράξεις στην αγορά σε περιπτώσεις ταυτόχρονης εξόδου.

Μαζί με την προαναφερόμενη ανάγκη για επαλήθευση της μη-διάβρωσης των risk-management standards, η σημαντικότερη πρόκληση για τις αρχές, είναι το πώς θα αυξήσουν τις γνώσεις τους σχετικά με την επίδραση των Hedge Funds στο οικονομικό σύστημα, μέσω των πιστωτικών ιδρυμάτων αλλά και μέσω των κεφαλαιαγορών. Σε μεγάλο βαθμό, ένας τέτοιος προσδιορισμός βασίζεται στην ποιότητα των πληροφοριών. Αλλά οι ποιοτικές πληροφορίες είναι δύσκολο να διασφαλιστούν καθώς τα Hedge Funds δεν φαίνεται να έχουν αυξήσει την δημοσιοποίηση και τη διαφάνειά τους σε βαθμό που οι αρχές επιθυμούν. Είναι συνεπώς σημαντικό να ασκείται συνεχής πίεση, για παράδειγμα μέσω της σχέσης μεταξύ των Hedge Funds και των εταιριών συντονισμού, ώστε να επιτευχθεί περαιτέρω βελτίωση σε αυτό τον τομέα.



## 11. Βιβλιογραφία

---

- Ackermann C., Ravenscraft, D., “The impact of regulatory restrictions on fund performance: A comparative study of Hedge Funds and Mutual Funds”, University of Notre-Dame, 1998.
  - Agarwal V., Fung W., Loon Y.Ch, Naik N.Y., “Risks in Hedge Fund Strategies: Convertible Arbitrage”, JEL Classification: G10, G19, 2004.
  - Amenc N., Bied El S., Martellini L., “Evidence of Predictability in Hedge Fund Returns and Multi-style Multi-class tactical style allocation decisions”, 2002.
  - Atiyah, S., Walters, A. (2004), “Hedge Funds – An Overview”, Butterworths Journal of International Banking and Financial Law, May, pp. 173-177.
  - Bernstein, P.J. (2002), “The Hedge Fund Mystique”, Journal of Accountancy, May, p.55
  - Christiansen C.B., Madsen P.B., Christensen M., “A Quantitative Analysis of Hedge Fund Style and Performance”, Aarhus School of Business, JEL: G20, G23, 2004.
  - Eichengreen, B. and D. Mathieson (1999), “Hedge Funds: What do we really know?”, Economic issues, No 19, International Monetary Fund, Sep.
  - Gupta B., Cerrahoglu B., Dagliglu A., “Hedge Funds Strategy Performance: using Conditional Approaches”, Journal of Alternative Investments, 2003.
  - Lhabitant F-S, “Hedge Funds. Myths and Limits”, John Wiley& Sons LTD, 2002.
  - Hedges, J.R. IV (2004b), “Hedge fund indices”, Journal of Financial Transformation, Vol 11, Capso Institute, Aug.
  - Osterberg, W and J. Thomson (1999), “The Truth about Hedge Funds”, Federal Reserve Bank of Cleveland, May.
  - Wolcott, R. (2004), “Insurers consider alternative route”, Risk, Aug, pp. 23-25
- 
- Alternative Investment Management Association (2002), “ Guide to Sound Practices for European Hedge Fund Managers”, Aug.
  - Basel Committee on Banking Supervision and the International Organization of Securities Commissions (2001), “Review of issues relating to Highly Leveraged Institutions (HLIs)” Mar.
  - Counterparty Risk Management Policy Group (1999), “Improving Counterparty Risk Management Practices”, Jun.



- Deutsche Bank (2004), “2004 Alternative Investment Survey. Hedge Funds: Full spread Ahead”, Feb.
- EuroHedge (2004), “Chasing pack continue to close gap on the big two”, Mar, pp. 19-21
- European Parliament (2003), “Report on the Future of Hedge Funds and Derivatives”, Committee on Economic and Monetary Affairs, 17 Dec.
- European Central Bank (2004) “The Implications of Hedge Funds for Financial Stability”, Nov.
- International Organization of Securities Commissions (1999), “Hedge Funds and Other Highly Leveraged Institutions”, Nov
- International Swaps and Derivatives Association (1999), “ISDA 1999 Collateral Review”, Mar.
- Institute of International Finance (1999), “Report of the task force on risk assessment”.
- International Financial Services (2004). “Hedge Funds”, Jun
- Managed Funds Association (2003), “Sound Practices for Hedge Fund Managers”, Aug
- PricewaterhouseCoopers (2004a), “Investment management perspectives”, Mar
- PricewaterhouseCoopers (2004b), “The regulation and distribution of Hedge Funds in Europe, changes and challenges”, May.
- Securities and Exchange Commission (2004), “Registration under the Advisers Act of certain Hedge Fund adviser – 17 CFR Parts 275 and 279”, Federal Register, Vol. 69, No. 144, 28 Jul.
- UK,s Financial Services Authority (2003), “Hedge Funds and the FSA”, Mar.
- US President’s Working Group on Financial Markets (1999), “Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of LTCM”, Apr.
- US Securities and Exchange Commission (2003), “Implications of the Growth of the Hedge Funds”, Sep.

### Data

- There are tree major providers of hedge fund databases commonly used by public bodies: Trading Advisors Selection System (TASS), the Centre for Information Securities and Derivatives Markets (CISDM) (in co-operation with MAR/Hedge) and Hedge Fund Research (HFR),

### Wed

- [www.hedgeworld.com/tremont\\_TASS\\_research](http://www.hedgeworld.com/tremont_TASS_research)
- [www.commerce\\_Database.com](http://www.commerce_Database.com)
- [www.sec.gov](http://www.sec.gov)
- [www.hedgefundtools.com](http://www.hedgefundtools.com)
- [www.hedgefundresearch.com](http://www.hedgefundresearch.com)
- [www.vanhedge.com](http://www.vanhedge.com)
- [www.hedgefundindex.com](http://www.hedgefundindex.com)
- [www.fsforum.org](http://www.fsforum.org)
- [www.kathimerini.gr](http://www.kathimerini.gr)
- [www.euro2day.gr](http://www.euro2day.gr)



## **12. Παραρτήματα**

---



ANNEX A. HEDGE FUND INDUSTRY

Table A1. **Number of Hedge funds**

Only funds with reported (estimated) capital under management

| Strategy, in % of total         | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999              | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | Jun-2004          |
|---------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------------------|------|------|------|------|-------------------|
| Directional                     | 58   | 60   | 59   | 60   | 59   | 58   | 58   | 58   | 56   | 56                | 56   | 53   | 50   | 48   | 48                |
| Long/Short Equity Hedge         | 24   | 24   | 24   | 24   | 23   | 24   | 27   | 29   | 31   | 33                | 36   | 35   | 34   | 32   | 32                |
| Dedicated Short Bias            | 2    | 2    | 2    | 2    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1                 | 1    | 1    | 1    | 1    | 1                 |
| Global Macro                    | 6    | 8    | 8    | 6    | 6    | 6    | 5    | 5    | 5    | 5                 | 4    | 3    | 4    | 4    | 4                 |
| Emerging Markets                | 3    | 4    | 4    | 3    | 7    | 8    | 8    | 9    | 8    | 8                 | 7    | 5    | 5    | 5    | 4                 |
| Managed Futures                 | 22   | 22   | 21   | 23   | 22   | 19   | 16   | 14   | 12   | 10                | 9    | 8    | 7    | 7    | 7                 |
| Event Driven                    | 12   | 12   | 10   | 9    | 9    | 9    | 10   | 10   | 10   | 10                | 10   | 10   | 10   | 9    | 9                 |
| Market Neutral                  | 6    | 6    | 8    | 8    | 9    | 10   | 10   | 11   | 12   | 12                | 12   | 14   | 15   | 15   | 14                |
| Fixed Income Arbitrage          | 1    | 1    | 2    | 3    | 4    | 3    | 4    | 4    | 4    | 3                 | 3    | 4    | 4    | 4    | 4                 |
| Convertible Arbitrage           | 3    | 3    | 4    | 3    | 4    | 4    | 4    | 4    | 4    | 4                 | 4    | 4    | 5    | 5    | 4                 |
| Equity Market Neutral           | 2    | 2    | 2    | 2    | 2    | 2    | 3    | 3    | 4    | 5                 | 5    | 6    | 6    | 6    | 6                 |
| Other                           | 1    | 1    | 1    | 2    | 2    | 2    | 2    | 3    | 3    | 3                 | 3    | 3    | 3    | 3    | 3                 |
| Fund of Funds                   | 23   | 22   | 22   | 21   | 21   | 21   | 20   | 19   | 20   | 19                | 19   | 21   | 22   | 24   | 25                |
| Size, in % of total             |      |      |      |      |      |      |      |      |      |                   |      |      |      |      |                   |
| <=\$100m                        | 91   | 90   | 90   | 87   | 89   | 90   | 88   | 85   | 85   | 83                | 81   | 79   | 77   | 71   | 68                |
| \$100m - \$1bn                  | 9    | 10   | 10   | 12   | 11   | 10   | 12   | 14   | 14   | 16                | 18   | 20   | 22   | 27   | 30                |
| >\$1bn                          |      | 0    | 1    | 0    | 0    | 0    | 0    | 1    | 1    | 1                 | 1    | 1    | 1    | 2    | 2                 |
| Total number                    | 300  | 400  | 556  | 804  | 1048 | 1288 | 1506 | 1764 | 1952 | 2172              | 2351 | 2588 | 2759 | 2827 | 2805              |
| Estimates of the whole industry |      |      |      |      |      |      |      |      |      |                   |      |      |      |      |                   |
| Van Hedge Fund Advisors         | 1977 | 2373 | 2848 | 3417 | 4100 | 4700 | 5100 | 5500 | 5830 | 6200              | 6500 | 7000 | 7500 | 8100 | .                 |
| TASS Research                   | .    | .    | .    | .    | .    | .    | .    | .    | .    | .                 | .    | .    | .    | 6700 | .                 |
| MAR/Hedge                       | .    | .    | .    | .    | .    | .    | .    | .    | 3000 | 3000              | .    | .    | .    | .    | .                 |
| Hennessee group                 | .    | 880  | 1100 | 1640 | 2080 | 2800 | 3000 | 3200 | 3500 | 4000              | 4800 | 5500 | 5700 | 7000 | .                 |
| Samples of other databases      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |                   |      |      |      |      |                   |
| MAR/Hedge, CISDM                | 163  | 233  | 357  | 542  | 887  | 1011 | 1277 | 1428 | 1385 | 1256 <sup>1</sup> | .    | .    | .    | 1862 | 1576 <sup>2</sup> |

Source: TASS database; IMF (2004); FSF (2000); Hennessee Group (2003,2004).

<sup>1</sup> September 1999.

<sup>2</sup> July 2004.



**Table A2. Number of European hedge funds**

Only funds with reported (estimated) capital under management

| Strategy, in % of total | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | Jun-2004 |
|-------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|----------|
| Directional             | 34   | 51   | 53   | 60   | 65   | 62   | 61   | 62   | 60   | 63   | 62   | 57   | 52   | 49   | 49       |
| Long/Short Equity Hedge | 3    | 2    | 8    | 12   | 16   | 16   | 19   | 20   | 22   | 29   | 32   | 33   | 32   | 30   | 30       |
| Dedicated Short Bias    |      |      |      | 1    | 1    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |      |      |      |          |
| Global Macro            | 7    | 16   | 14   | 10   | 9    | 10   | 8    | 7    | 8    | 6    | 6    | 5    | 5    | 4    | 4        |
| Emerging Markets        | 17   | 18   | 16   | 13   | 11   | 11   | 12   | 13   | 12   | 11   | 10   | 8    | 6    | 6    | 6        |
| Managed Futures         | 7    | 16   | 15   | 25   | 29   | 25   | 22   | 21   | 18   | 16   | 13   | 10   | 9    | 8    | 9        |
| Event Driven            | 7    | 4    | 3    | 3    | 2    | 2    | 1    | 1    | 2    | 3    | 4    | 4    | 3    | 3    | 3        |
| Market Neutral          | 3    | 4    | 7    | 6    | 8    | 6    | 5    | 5    | 6    | 8    | 9    | 13   | 15   | 14   | 14       |
| Fixed Income Arbitrage  |      | 2    | 4    | 3    | 4    | 3    | 2    | 1    | 2    | 2    | 2    | 3    | 3    | 3    | 3        |
| Convertible Arbitrage   | 3    | 2    | 1    | 2    | 2    | 1    | 2    | 1    | 2    | 1    | 2    | 3    | 3    | 3    | 3        |
| Equity Market Neutral   |      |      | 1    | 2    | 2    | 2    | 2    | 3    | 3    | 5    | 5    | 7    | 9    | 8    | 8        |
| Other                   | 3    | 2    | 1    | 2    | 1    | 1    | 2    | 2    | 3    | 3    | 3    | 4    | 4    | 4    | 4        |
| Fund of Funds           | 52   | 38   | 36   | 30   | 24   | 29   | 30   | 29   | 28   | 24   | 23   | 23   | 26   | 30   | 31       |
| Size, in % of total     |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |          |
| <=\$100m                | 79   | 73   | 79   | 81   | 86   | 87   | 85   | 82   | 81   | 80   | 78   | 76   | 71   | 64   | 59       |
| \$100m - \$1bn          | 21   | 27   | 21   | 19   | 14   | 13   | 15   | 17   | 18   | 18   | 20   | 23   | 28   | 34   | 38       |
| >\$1bn                  |      |      |      |      |      |      |      | 1    | 0    | 2    | 2    | 1    | 1    | 2    | 2        |
| Total number            | 29   | 45   | 73   | 118  | 168  | 216  | 263  | 293  | 332  | 399  | 456  | 555  | 632  | 699  | 707      |

Source: TASS database



**Table A3. Capital under management of Hedge funds**

USD billion, only funds with reported (estimated) capital under management

| Strategy, in % of total                | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999             | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | Jun-2004         |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------------------|------|------|------|------|------------------|
| Directional                            | 58   | 60   | 61   | 59   | 58   | 59   | 55   | 52   | 48   | 53               | 48   | 44   | 42   | 41   | 41               |
| Long/Short Equity Hedge                | 25   | 23   | 22   | 26   | 25   | 29   | 29   | 27   | 31   | 38               | 39   | 35   | 30   | 27   | 26               |
| Dedicated Short Bias                   | 3    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1                | 1    | 1    | 1    | 0    | 0                |
| Global Macro                           | 18   | 24   | 27   | 18   | 16   | 15   | 11   | 11   | 8    | 6                | 3    | 2    | 3    | 5    | 5                |
| Emerging Markets                       | 3    | 4    | 5    | 9    | 11   | 10   | 11   | 11   | 5    | 5                | 3    | 3    | 3    | 5    | 5                |
| Managed Futures                        | 9    | 7    | 5    | 5    | 6    | 5    | 4    | 3    | 4    | 3                | 3    | 3    | 4    | 4    | 5                |
| Event Driven                           | 14   | 13   | 11   | 11   | 11   | 12   | 12   | 13   | 15   | 14               | 15   | 15   | 12   | 12   | 12               |
| Market Neutral                         | 6    | 6    | 10   | 11   | 10   | 11   | 14   | 16   | 18   | 14               | 16   | 19   | 20   | 19   | 19               |
| Fixed Income Arbitrage                 | 3    | 4    | 3    | 4    | 4    | 5    | 7    | 8    | 7    | 5                | 5    | 5    | 7    | 7    | 7                |
| Convertible Arbitrage                  | 2    | 2    | 5    | 5    | 4    | 4    | 5    | 5    | 6    | 4                | 5    | 7    | 7    | 8    | 7                |
| Equity Market Neutral                  | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 3    | 3    | 5    | 5                | 6    | 7    | 6    | 5    | 5                |
| Other                                  | 0    | 0    | 0    | 1    | 1    | 2    | 3    | 4    | 4    | 4                | 4    | 4    | 5    | 6    | 5                |
| Fund of Funds                          | 22   | 20   | 18   | 19   | 20   | 16   | 15   | 15   | 16   | 15               | 16   | 17   | 20   | 22   | 22               |
| <b>Size, in % of total</b>             |      |      |      |      |      |      |      |      |      |                  |      |      |      |      |                  |
| <=\$100m                               | 43   | 37   | 33   | 32   | 33   | 38   | 34   | 29   | 29   | 28               | 25   | 23   | 22   | 18   | 15               |
| \$100m - \$1bn                         | 57   | 57   | 47   | 55   | 53   | 50   | 52   | 57   | 59   | 61               | 65   | 64   | 62   | 65   | 63               |
| >\$1bn                                 |      | 6    | 20   | 13   | 14   | 13   | 13   | 15   | 12   | 11               | 9    | 12   | 16   | 17   | 22               |
| Total number                           | 11   | 17   | 27   | 43   | 52   | 61   | 81   | 119  | 124  | 153              | 180  | 228  | 260  | 338  | 395              |
| <b>Estimates of the whole industry</b> |      |      |      |      |      |      |      |      |      |                  |      |      |      |      |                  |
| Van Hedge Fund Advisors                | 67   | 94   | 120  | 172  | 189  | 217  | 261  | 295  | 311  | 480              | 520  | 600  | 650  | 820  | .                |
| TASS Research                          | .    | .    | .    | .    | .    | .    | .    | .    | .    | .                | .    | .    | .    | 750  | 870              |
| MAR/Hedge                              | .    | .    | .    | .    | .    | .    | .    | 145  | 175  | 205              | .    | .    | .    | .    | .                |
| Hennessee group                        | .    | 35   | 50   | 99   | 76   | 97   | 130  | 210  | 221  | 324              | 408  | 564  | 592  | 795  | .                |
| <b>Samples of other databases</b>      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |                  |      |      |      |      |                  |
| MAR/Hedge, CISDM                       | 10   | 15   | 23   | 43   | 70   | 71   | 99   | 132  | 128  | 121 <sup>1</sup> | .    | .    | .    | .    | 304 <sup>2</sup> |

Source: TASS database; IMF (2004); FSF (2000); Hennessee Group (2003,2004).

<sup>1</sup> September 1999.

<sup>2</sup> July 2004.





**Table A4. Capital under management of European Hedge funds**

USD billion, only funds with reported (estimated) capital under management

| Strategy, in % of total | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | Jun-2004 |
|-------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|----------|
| Directional             | 51   | 46   | 44   | 49   | 53   | 52   | 56   | 61   | 55   | 61   | 57   | 55   | 55   | 56   | 54       |
| Long/Short Equity Hedge | 6    | 5    | 7    | 12   | 8    | 12   | 18   | 21   | 27   | 37   | 41   | 40   | 39   | 34   | 34       |
| Dedicated Short Bias    | 0    | 0    | 0    | 0    | 1    | 0    | 1    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0        |
| Global Macro            | 31   | 25   | 21   | 17   | 17   | 11   | 11   | 13   | 10   | 6    | 4    | 4    | 5    | 6    | 4        |
| Emerging Markets        | 13   | 15   | 14   | 18   | 23   | 23   | 23   | 23   | 11   | 12   | 7    | 7    | 6    | 10   | 9        |
| Managed Futures         | 1    | 1    | 3    | 2    | 5    | 5    | 4    | 4    | 7    | 6    | 4    | 4    | 5    | 6    | 7        |
| Event Driven            | 6    | 7    | 7    | 5    | 5    | 3    | 1    | 1    | 1    | 2    | 4    | 4    | 3    | 3    | 4        |
| Market Neutral          | 3    | 14   | 18   | 10   | 9    | 9    | 12   | 9    | 13   | 13   | 14   | 16   | 15   | 14   | 12       |
| Fixed Income Arbitrage  | 0    | 10   | 13   | 6    | 7    | 8    | 8    | 5    | 8    | 6    | 3    | 3    | 3    | 4    | 4        |
| Convertible Arbitrage   | 3    | 4    | 5    | 4    | 1    | 1    | 1    | 1    | 2    | 3    | 5    | 6    | 6    | 5    | 4        |
| Equity Market Neutral   | 0    | 0    | 1    | 0    | 1    | 1    | 4    | 2    | 3    | 4    | 6    | 7    | 6    | 5    | 4        |
| Other                   | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 1    | 2    | 3    | 3    | 4    | 5    | 4    | 4    | 4        |
| Fund of Funds           | 39   | 33   | 31   | 36   | 32   | 35   | 29   | 28   | 28   | 21   | 21   | 21   | 23   | 24   | 26       |
| Size, in % of total     |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |          |
| <=\$100m                | 31   | 18   | 19   | 18   | 27   | 31   | 27   | 20   | 23   | 21   | 21   | 21   | 19   | 15   | 13       |
| \$100m - \$1bn          | 69   | 82   | 81   | 82   | 73   | 69   | 73   | 68   | 72   | 59   | 60   | 65   | 66   | 66   | 69       |
| >\$1bn                  |      |      |      |      |      |      |      | 12   | 4    | 20   | 19   | 14   | 15   | 19   | 18       |
| Total number            | 2    | 3    | 4    | 9    | 10   | 11   | 15   | 24   | 25   | 38   | 44   | 56   | 71   | 102  | 116      |

Source: TASS database



## ANNEX B. ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΠΡΩΤΟΒΟΥΛΙΕΣ ΓΙΑ ΤΟΝ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟ ΤΩΝ ΑΝΗΣΥΧΙΩΝ ΠΟΥ ΣΧΕΤΙΖΟΝΤΑΙ ΜΕ ΤΑ HEDGE FUNDS

| Ημερομηνία | Οργανισμός   | Αναφορές   | Περιγραφή  |
|------------|--|--|--|
| Jan 1999   | Basel Committee on Banking Supervision (BCBS)                          | Banks' Interactions with Highly Leveraged Institutions (HLIs)<br>Sound Practices for Banks' Interactions with HLIs | Ο στόχος των αναφορών ήταν στο να ενθαρρύνουν την άμεση διαχείριση του κινδύνου, ο οποίος δημιουργήθηκε από τις συναλλαγές των τραπεζών με τα Υψηλά Μοχλευμένα Ιδρύματα  |
| Mar 1999   | International Swaps and Derivatives Association (ISDA)                 | ISDA 1999 Collateral Review  | Προτάθηκαν μέτρα για τη μείωση των κινδύνων που συσχετίζονται με εγγυήσεις   |
| Mar 1999   | Institute of International Finance                                     | Report of the Task Force on Risk Assessment  |  |
| Apr 1999   | US President's Working Group on Financial Markets (PWG)                | Hedge Funds, Leverage and the Lessons of LTCM  | Έκθεση της σχεδόν – κατάρρευσης του LTCM. Οι προτάσεις περιλαμβάνουν αυξημένη διαφάνεια μέσω των ενισχυμένων δημοσιοποιήσεων των Hedge Funds   |
| Jun 1999   | Counterparty Risk Management Policy Group (CRMPG)                      | Improving Counterparty Risk Management Practices (Corrigan report)   | Η αναφορά έκανε συστάσεις για τη βελτίωση των αντισυμβαλλόμενων πρακτικών διαχείρισης κινδύνου και πρότεινε ένα πιθανό τύπο για ρυθμιστικές αναφορές που συσχετίζονται με τα HLIs                                |
| Nov 1999   | International Organisation of Securities Commissions (IOSCO)           | Hedge Funds and Other HLIs   | Επικεντρώνεται σε θέματα διαχείρισης κινδύνου που συσχετίζονται με εταιρίες τίτλων και στην ανάγκη για μεγαλύτερη διαφάνεια των Hedge Funds  |
| Jan 2000   | BCBS   | Banks Interactions with HLIs: Implementation of Basel Committee's Sound Practices Paper                            | Αναγνωρίζονται θέματα που χρειάζονται περαιτέρω εργασία, πχ μέτρηση των πιθανών μελλοντικών πιστωτικών εκθέσεων  |
| Feb 2000   | A group of five certain of the largest independent hedge fund managers | Sound Practices for Hedge Fund Managers  | Ανταπόκριση στην αναφορά του PWG, για να προσδιοριστεί η σύστασή του, ώστε να εξελιχθούν και να δημοσιευθούν σαφείς πρακτικές για τη διαχείριση κινδύνου και για τους εσωτερικούς ελέγχους.                      |
| Apr 2000   | Financial Stability Forum (FSF)  | Report of the working Group on HLIs  | Η αναφορά επικεντρώθηκε στον συστημικό κίνδυνο των HLIs και την επίδρασή τους στην δυναμική των αγορών. Προτάθηκαν μέτρα για την ενίσχυση των συνετών συμπεριφορών των εταιριών και της πειθαρχίας της αγοράς.   |
| Mar 2000   | BCBS and IOSCO   | Review of Issues relating to HLIs  | Τα ανώτατα στελέχη έχουν ενισχύσει την παράληψη τους για τις ενέργειες των HLIs και η ροή των πληροφοριών από τα HLIs έχει βελτιωθεί. Οι ανταγωνιστικές πιέσεις δεν θα έπρεπε να διαβρώνουν τα επίπεδα πίστωσης. |



| Ημερομηνία | Οργανισμός   | Αναφορές  | Περιγραφή   |
|------------|--|---|---|
| Mar 2001   | FSF  | Progress in Implementing the Recommendations of the Working Group on HLIs   | Αναγνώριση ενισχυμένης διαχείρισης των αντισυμβαλλόμενων κινδύνων και ρυθμιστικών παραλείψεων, όμως η μέτρηση των αντισυμβαλλόμενων κινδύνων και των stress test χρειάζονται περισσότερη εξέλιξη. Η δημοσιοποίηση από τα HLIs έχει ελαφρώς βελτιωθεί, όμως η πρόοδος παραμένει ανεπαρκής. |
| Apr 2001   | Multidisciplinary Working Group on Enhanced Disclosure | Final Report to BCBS, Committee on the Global Financial System (CGFS) of the G-10 central banks, International Association of Insurance Supervisors (IAIS), IOSCO | Η αναφορά ψάχνει να βελτιώσει την κατάσταση των οικονομικών κοινοποιήσεων και να προωθήσει ένα πεδίο στις δημοσιοποιήσεις για όλους τους οικονομικούς μεσάζοντες, ανεξαρτήτως του τύπου της δραστηριοποίησής τους.  |
| Aug 2002   | UK's Financial Services Authority (FSA)                | Hedge Funds and the FSA (Discussion paper 16)   | Το UK's FSA ξεκίνησε την εκτίμηση του σημερινού ρυθμιστικού καθεστώτος των ενεργειών των Hedge Funds.   |
| Aug 2002   | AIMA   | Guide to Sound Practices for European Hedge Fund Managers   |   |
| Mar 2003   | UK's FSA   | Hedge Funds and the FSA: Feedback statement on Discussion paper 16  | Αποφασίστηκε ότι, βελτιώσεις για το σημερινό ρυθμιστικό καθεστώς των ενεργειών των Hedge Funds, δεν είναι απαραίτητες.  |
| Sep 2003   | Staff Report to US Securities and Exchange Commission  | Implications of the Growth of the Hedge Funds   | Ανησυχίες για την ραγδαία ανάπτυξη του κλάδου των Hedge Funds και την αδιαφάνεια του, οδήγησαν στην απαίτηση από τους διαχειριστές των Hedge Funds να εγγράφονται στο SEC υπό το Investment Advisers Act του 1940 και να συμμορφώνονται με συγκεκριμένες απαιτήσεις δημοσιοποιήσεων.      |
| Aug 2003   | Managed Funds Association (MFA)                        | Sound Practices for Hedge Fund Managers: Update   | Ενημέρωση της προηγούμενης αναφοράς από τους διαχειριστές 5 μεγάλων Hedge Funds.  |
| Jan 2004   | European Parliament                                    | Resolution on the Future of Hedge Funds and Derivatives   | Η επιθυμία μετατροπής των offshore Hedge Funds σε εγχώρια οδήγησε στην πρόταση για ένα ελαφρώς ρυθμιζόμενο πανευρωπαϊκό σύστημα διακυβέρνησης για τα "εξελιγμένα εναλλακτικά; Επενδυτικά οχήματα" τα οποία αποκτούν προνόμια από το κοινό διαβατήριο Ευρωπαϊκής ισχύος.                   |



## 13. Γλωσσάριο

---

**Active Management:** [ενεργή διοίκηση, ενεργή διαχείριση]. Αναφέρεται στην ενεργή διαχείριση με στόχο την αποκόμιση κεφαλαιακών κερδών για την επιχείρηση, τόσο των στοιχείων του ενεργητικού όσο και των στοιχείων του παθητικού της εταιρίας. Η ενεργή αυτή διαχείριση εμπεριέχει και μεγάλο ποσοστό κινδύνου. Η πολιτική της ενεργούς διαχείρισης της ενεργούς διαχείρισης βρίσκεται σε αντίθεση με αυτή της παθητικής διαχείρισης, η οποία αποσκοπεί στην εξασφάλιση συνθηκών βεβαιότητας για την επιχείρηση και έχει σαν μοναδικό πλεονέκτημα την – πλήρη σχεδόν – απουσία κινδύνου.

**Active Return:** [ενεργή απόδοση]. Απόδοση σχετικά με ένα συνήθως αποδεκτό επίπεδο απόδοσης, στην περίπτωση και το βαθμό που το ξεπερνάει. Η απόδοση αυτή οφείλεται στην ενεργή διαχείριση του υπεύθυνου διαχειριστή του χαρτοφυλακίου.

**Active Risk:** [ενεργός κίνδυνος]. Ο κίνδυνος (ετήσια τυπική απόκλιση σε σχέση με το μέσο επίπεδο απόδοσης) της ενεργούς απόδοσης (active return)

**Alpha (or Jensen's Alpha):** μία μέτρηση της προσαρμοζόμενης με τον κίνδυνο απόδοσης που χρησιμοποιείται συνήθως στα ομόλογα και τα αμοιβαία κεφάλαια. Ένα θετικό Άλφα είναι η υπεραπόδοση του επενδυτή που ανέλαβε κίνδυνο αντί να δεχτεί τη συνήθη απόδοση της αγοράς. Ο τύπος για το Άλφα είναι:  $[ ( \text{ποσό του } y ) - ( \beta ( \text{ποσό του } \chi ) ) ] / n$ , όπου  $n$  = αριθμός παρατηρήσεων (36 μήνες),  $\beta$  = beta του κεφαλαίου,  $\chi$  = ποσοστό απόδοσης για την αγορά,  $y$  = ποσοστό απόδοσης για το κεφάλαιο. Για παράδειγμα, εάν ένα αμοιβαίο κεφάλαιο έχει απόδοση 25% και το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο είναι 5%, η υπεραπόδοση είναι  $25-5=20\%$ . Κατά τη διάρκεια της ίδιας περιόδου, η υπεραπόδοση της αγοράς είναι 9%. Ας υποθέσουμε ότι



το beta του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι 2.0 (φέρει δηλαδή δύο φορές μεγαλύτερο κίνδυνο απ' ότι ο δείκτης Standard and Poor's). Με δεδομένη την αναμενόμενη υπεραπόδοση ο κίνδυνος είναι  $2 \times 9\% = 18\%$ . Η πραγματική υπεραπόδοση είναι 20%. Κατά συνέπεια το Άλφα είναι 2% ή 200 εκατοστιαίες μονάδες. Σταθμισμένο Άλφα (weighted Alpha) είναι η μέτρηση που δείχνει πόσο αυξήθηκε ή μειώθηκε η αξία ενός αποθέματος χρεογράφων σε μια συγκεκριμένη περίοδο, συνήθως ενός έτους. Η μέτρηση δίνει μεγαλύτερο βάρος στην πρόσφατη δραστηριότητα και λιγότερο στη δραστηριότητα του παρελθόντος χρόνου. Εάν το απόθεμα ανεβεί μέσα σε ένα διάστημα θα έχει ένα θετικό σταθμισμένο Άλφα. Μία αμετάβλητη τιμή του αποθέματος έχει ένα μικρό σταθμισμένο Άλφα και ένα απόθεμα του οποίου η τιμή έπεσε μέσα σε μια χρονική περίοδο έχει ένα αρνητικό σταθμισμένο Άλφα.

**Alternative Investments:** Ευρεία κατηγορία επενδύσεων, εξαιρουμένων των μετοχών και ομολόγων, που συμπεριλαμβάνουν venture capital, private equity, precious metals, collectibles, and hedge funds.

**Arbitrage:** [Κερδοσκοπική αγοροπωλησία]. Η αγορά συναλλάγματος σε μία αγορά και η πώληση σε άλλο αντισυμβαλλόμενο της ίδιας ή συνήθως διαφορετικής αγοράς. Με την τεχνική αυτή επιδιώκεται η ικανοποίηση αναγκών σε συγκεκριμένο νόμισμα π.χ. αγοράζουμε ιαπωνικά γιεν έναντι ευρώ ή/και ταυτόχρονα η προσπόριση κέρδους που βασίζεται στη διαφορά των τιμών μεταξύ των πράξεων αγοράς και πώλησης ή/και στη διαφορά των τιμών σε διαφορετικές αγορές. Η τεχνική αυτή μπορεί να χρησιμοποιηθεί και στις αγοραπωλησίες εμπορευμάτων, ομολόγων και μέσων της κεφαλαιαγοράς για να εκμεταλλευθεί τη διαφορά τιμών ή/και επιτοκίων.

**Broker and brokerage:** broker είναι ένας πράκτορας που μεσολαβεί για την ανταλλαγή ενός περιουσιακού στοιχείου μεταξύ αγοραστών και πωλητών. Ο μεσίτης δεν αποκτά σε καμιά στιγμή την κυριότητα του στοιχείου αλλά εισπράττει προμήθεια για τη διευκόλυνση της ανταλλαγής. Brokerage είναι η επιχείρηση ή τα γραφεία του broker.

**Convertible Arbitrage:** επενδύει στα μετατρέψιμα χρεόγραφα μιας εταιρίας. Μια τυπική στρατηγική είναι θέση αγοράς στο μετατρέψιμο ομόλογο και θέση πώλησης στη μετοχή της ίδιας εταιρίας

**Derivative:** [Χρηματοοικονομικά παράγωγα]

**Directional:** Περιγραφή μιας επενδυτικής στρατηγικής η οποία βασίζεται στην γενική κατεύθυνση της αγοράς, παρά στη λανθασμένη τιμολόγηση μεμονωμένων



τίτλων. Η Global macro είναι ένα παράδειγμα Directional στρατηγικής σε αντίθεση με το convertible arbitrage.

**Discretionary Policy:** [Αυτεξούσια πολιτική] με τον όρο αυτό αποκαλείται το τμήμα εκείνο της κυβερνητικής πολιτικής μιας χώρας που δεν εντάσσεται σε κάποιο συστηματικό προγραμματισμό.

**Distressed Securities:** εκμετάλλευση της υπερβολικής πτώσης των τιμών κυρίως ομολόγων – αλλά και μετοχών – εταιριών που αντιμετωπίζουν προβλήματα έως και πτώχευση.

**Draw down:** [Αποσύρω χρήματα] η έκφραση αυτή χρησιμοποιείται για την περίπτωση της ενεργοποίησης μιας γραμμής πίστωσης.

**Emerging markets** [αναδυόμενες αγορές] οι αγορές των αναπτυσσόμενων χωρών που για να χρηματοδοτήσουν το δημόσιο χρέος ή τις παραγωγικές επενδύσεις προσφέρουν ευκαιρίες τοποθετήσεων υψηλού μεν κινδύνου αλλά με επιτόκια και άλλες αποδόσεις πολύ υψηλότερες αυτών των αναπτυγμένων αγορών.

**Event Driven Strategies:** στρατηγική που βασίζεται σε μετοχές και σκοπεύει να επωφεληθεί από μεταβολές τιμών που προκύπτουν από ένα μη αναμενόμενο εταιρικό γεγονός (συγχώνευση, εξαγορά, μετοχές υπό επιτήρηση κ.ο.κ.)

**Financial leverage:** [χρηματοοικονομική μόχλευση] η χρήση του χρέους στη χρηματοοικονομική δομή μιας επιχείρησης. Αναλογίες (ratios) χρησιμοποιούνται για να μετρήσουν τη μόχλευση. Η συνήθης είναι η αναλογία του χρέους προς τα ίδια κεφάλαια. Άλλες αναλογίες είναι το χρέος προς όλα τα στοιχεία του ενεργητικού ή το μακροπρόθεσμο χρέος προς το μακροπρόθεσμο κεφάλαιο της επιχείρησης. Όσο μεγαλύτερη είναι η αναλογία τόσο μεγαλύτερη είναι η χρηματοοικονομική μόχλευση της επιχείρησης. Η υψηλή μόχλευση προξενεί υψηλή κινητικότητα των κερδών.

**Fixed Income Arbitrage:** σκοπεύει στην κερδοφορία από διαφορές στις τιμές σχετικών χρεογράφων επιτοκίου.

**Fund of Funds:** Τα Fund of Funds είναι χαρτοφυλάκια Αμοιβαίων Κεφαλαίων που επενδύουν σε άλλα Αμοιβαία Κεφάλαια. Όπως και στην περίπτωση των κλασικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων τα Fund of Funds μπορούν να επενδύσουν σε διάφορες επενδυτικές κατηγορίες και σε διαφορετικές γεωγραφικές περιοχές, σύμφωνα με τον επενδυτικό χαρακτήρα. Επίσης είναι γνωστά και τα “Fund of Hedge Funds.”

**Global Macro:** τοποθετήσεις στην παγκόσμια αγορά με γνώμονα τις οικονομικές τάσεις και/ή τα γεγονότα.



**Long/Short Equity:** λήψη καλυμμένων και ακάλυπτων θέσεων σε μετοχές

**Market Neutral:** εκμεταλλεύεται μη αποτελεσματικές χρηματιστηριακές αγορές διατηρώντας ταυτόχρονες θέσεις αγοράς και πώλησης παρόμοιων χαρτοφυλακίων μετοχών της ίδιας χώρας

**Merger Arbitrage:** κερδοσκοπία πάνω στις διαφορές τιμών εταιριών που ενδέχεται να συγχωνευτούν.

**Risk Arbitrage:** see Merger Arbitrage.

**Sharpe Ratio:** μετράει την αποτελεσματικότητα ενός χαρτοφυλακίου τίτλων, δηλαδή τη σχέση της αναμενόμενης απόδοσής του ως προς τον κίνδυνο που αυτό συνεπάγεται σε σχέση με την απόδοση του αντίστοιχου τίτλου μηδενικού κινδύνου.

**Special Situations Stock:** Χαρακτηρίζεται έτσι μια μετοχή η τιμή της οποίας πρόκειται να επηρεαστεί ή επηρεάζεται από ορισμένες σημαντικές πληροφορίες, ή την αναμονή πληροφοριών που την αφορούν.

**Systemic Risk:** [Συστηματικός κίνδυνος μετοχής] ο κίνδυνος της μετοχής που προκύπτει από την αβεβαιότητα που περιβάλλει τις εκτιμήσεις για τα μελλοντικά κέρδη της. Ο συστηματικός κίνδυνος οφείλεται σε όλους τους οικονομικούς και πολιτικούς παράγοντες που επηρεάζουν συνολικά όλες τις μετοχές. Τέτοιοι παράγοντες είναι η νομισματική πολιτική, η φορολογική πολιτική κλπ

**Tracking Error:** [σφάλμα παρακολούθησης] η διαφορά μεταξύ της συμπεριφοράς της τιμής ενός πραγματικού χαρτοφυλακίου και της συμπεριφοράς της τιμής ενός ιδεατού χαρτοφυλακίου (benchmark). Η ύπαρξη σφάλματος παρακολούθησης σημαίνει ότι η επιλεγείσα μέθοδος κάλυψης του κινδύνου δεν ήταν τόσο αποτελεσματική όσο ήταν η πρόθεση των σχεδιαστών της. Βασικά, μας δείχνει τη διαφορά στην απόδοση των πραγματικών χαρτοφυλακίων (actual portfolios) και της απόδοσης των ιδεατών χαρτοφυλακίων (benchmark portfolios) που προσπαθήσαμε να αντιγράψουμε.

**VaR (Value at Risk):** μία στατιστική μέθοδος μέτρησης των κινδύνων που εκτιμά την ανώτατη ζημία την οποία μπορεί να υποστεί ένα χαρτοφυλάκιο χρεογράφων, σε ένα δεδομένο επίπεδο εμπιστοσύνης και σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Παράμετροι της VaR είναι η χρονική περίοδος διακράτησης των χρεογράφων, το επίπεδο εμπιστοσύνης π.χ 95% ή 90% στην περίπτωση ανάληψης μεγαλύτερων κινδύνων και η περίοδος των λαμβανομένων ιστορικών στοιχείων.