



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

**ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ**

**Μ. Π. Σ. ΣΤΗΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ
ΣΤΕΛΕΧΗ**

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**ΘΕΜΑ: 'HEDGE FUNDS:ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΩΝ
ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΩΝ, ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΗΝ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑ ΚΑΙ
ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ'**

**ΦΟΙΤΗΤΗΣ: ΣΤΑΥΡΟΣ ΣΤΡΑΤΙΚΟΣ ΜΧΑΝ/0373
ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ: ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ Δ. ΦΙΛΙΠΠΑΣ**

ΜΑΡΤΙΟΣ 2006

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

	Σελίδα
Κεφάλαιο Πρώτο	
• 1.1 Πρόλογος	4
• 1.2 Ορισμός των hedge funds	5
• 1.3 Βασικά χαρακτηριστικά των hedge funds	6
• 1.4 Συμμετοχή σε hedge fund	6
• 1.5 Τακτικές των hedge funds	6
• 1.6 Τοποθεσίες των hedge funds και των διαχειριστών τους	7
• 1.7 Εμπλεκόμενα μέρη στην αγορά	7
• 1.8 Πληροφορίες για τους επενδυτές των hedge funds	8
• 1.9 Θέματα διαφάνειας, κρατικού ελέγχου και νομοθετικού πλαισίου στην αγορά των hedge funds	8
• 1.10 Ομοιότητες και διαφορές μεταξύ hedge funds και mutual funds ..	11
• 1.11 Στρατηγικές – στυλ των hedge funds	13
• 1.12 Τα funds of hedge funds	15
• 1.13 Η ικανότητα των διαχειριστών των hedge funds	18
• 1.14 Στατιστική των hedge funds, βάσεις δεδομένων και συστηματικά σφάλματα δείγματος	19
• 1.15 Ενδεικτικά στατιστικά στοιχεία για τα hedge funds	21
• 1.16 Είσοδος των θεσμικών στην αγορά των hedge funds	24
• 1.17 Δείκτες των hedge funds	27
• 1.18 Μέτρα αξιολόγησης και κινδύνου των hedge funds	28
• 1.19 Η διαχρονική πορεία των hedge funds με διαγραμματική απεικόνιση	35
Κεφάλαιο Δεύτερο	
• Hedge funds και χρηματοοικονομική σταθερότητα.....	45
ο 2.1 Εισαγωγικά	45
ο 2.2 Η περίπτωση του Long Term Capital Management	47
ο 2.3 Δυνητικές αρνητικές επιδράσεις στις αγορές	48
ο 2.4 Hedge funds και μεταβλητότητα των αγορών	52
ο 2.5 Ενδιαφέροντα των εποπτικών αρχών	53
ο 2.6 Εξάπλωση των hedge funds σε λιανικούς επενδυτές	54
ο 2.7 Βελτίωση της αποκάλυψης πληροφοριών εκ μέρους των hedge funds	55
Κεφάλαιο Τρίτο	
• Τρέχουσες εξελίξεις και μελλοντικές προοπτικές στην αγορά των hedge funds	56
ο 3.1 MFA's Sound Practices for Hedge Fund Managers (2005) ..	57
ο 3.2 Νεότερες αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο της αγοράς	61
ο 3.3 Αυξανόμενη εμπλοκή στην παγκόσμια αγορά πίστωσης	62
ο 3.4 Μελλοντικές προοπτικές, ευκαιρίες και δυναμική της αγοράς των hedge funds παγκοσμίως	65
ο 3.5 Ο θεσμός των hedge funds στη χώρα μας	68
Συμπεράσματα	70

Παράρτημα

- 4.1 Στατιστικά στοιχεία επίδοσης hedge funds71
- 4.2 BNP Paribas Hedge Fund Centre91
- 4.3 Πρωτοβουλίες διεθνών οργανισμών για ανάλυση θεμάτων και προβλημάτων σχετικά με τα hedge funds92
- **Βιβλιογραφία – αρθρογραφία**93

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ

- | | Σελίδα |
|--|--------|
|--|--------|

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

1.1 ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Στην παρούσα εργασία θα περιγράψουμε ένα θεσμό ο οποίος μετράει στις Η.Π.Α. πάνω από μισό αιώνα ζωής και μια δεκαπενταετία συνεχούς ανάπτυξης, τα hedge funds, θεσμός που στην χώρα μας δεν έχει καταστεί ακόμα ιδιαίτερα γνωστός. Προσπαθούμε να καλύψουμε όλες τις πλευρές των hedge funds, την λειτουργία τους, την νομοθετική τους αντιμετώπιση και το θεσμικό πλαίσιο στο οποίο κινούνται, να λάβουμε γνώση για το μέγεθος της αγοράς και της πορείας τους, να εξετάσουμε τις επιπτώσεις τους στην χρηματοοικονομική σταθερότητα και να παρακολουθήσουμε όλες τις τρέχουσες εξελίξεις που αφορούν το χώρο.

Οι επενδυτές βρήκαν στο πρόσωπο των hedge funds μια εναλλακτική μορφή επένδυσης, η οποία διαφέρει από τις παραδοσιακές μορφές και ακολουθεί δυναμικές επενδυτικές στρατηγικές. Έτσι, καθίστανται ιδιαίτερα ελκυστικά στο τρέχον περιβάλλον των χαμηλών επιτοκίων και των χαμηλών αποδόσεων των κεφαλαιαγορών. Επιπλέον, οι ικανότεροι των διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων και επενδυτικών τραπεζών επιλέγουν να εισχωρήσουν στο χώρο των hedge funds ως διαχειριστές, πράγμα που δεν περνάει απαρατήρητο.

Οι θεσμικές αρχές ξεκίνησαν να δείχνουν εντονότερο ενδιαφέρον για τα hedge funds το 1998, μετά το επεισόδιο του Long Term Capital Management. Από τότε προσπαθούν να κατανοήσουν τον ρόλο τους, τις δραστηριότητές τους, τις επιδράσεις τους στις αγορές και την πιθανή επιρροή τους στην σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος. Ενδιαφέρονται να τα εντάξουν σε ένα αυστηρό νομικό πλαίσιο και να τα ελέγχουν πλήρως, δίχως να διστάζουν κατά καιρούς να τα κατηγορούν ότι χειραγωγούν τις αγορές, προκαλούν μεγάλες πτώσεις στα χρηματιστήρια, βοηθούν στις υποτιμήσεις νομισμάτων και απειλούν ολόκληρο το οικοδόμημα της χρηματοοικονομίας.

Εμείς θα αναδείξουμε τα αναμφισβήτητα θετικά χαρακτηριστικά τους και τις επωφελείς επιδράσεις που ασκούν στο σύστημα. Φυσικά, επισημαίνονται και οι τυχόν κίνδυνοι από την λειτουργία τους, αλλά και οι προσπάθειες ρύθμισης της αγοράς από τους κατά τόπους θεσμικούς φορείς, καθώς και οι προσπάθειες αυτορύθμισης και συνετής διαχείρισης εκ μέρους των ίδιων των διαχειριστών.

1.2 ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΩΝ HEDGE FUNDS

Τα hedge funds είναι επενδυτικές κοινοπραξίες, οργανωμένες ως ιδιωτικοί συνεταιρισμοί. Μιλώντας αυστηρά, ο όρος 'hedge fund' δεν είναι απόλυτα σωστός και έχει μάλλον ιστορική σημασία, αφού δημιουργήθηκε το δεύτερο μισό του προηγούμενου αιώνα. Οι πρώτοι οργανισμοί αυτού του είδους απασχολούνταν με αγοραπωλησίες χρεογράφων προσπαθώντας να ελαχιστοποιήσουν τον κίνδυνο (hedging). Πλέον, τα hedge funds χρησιμοποιούν πλήθος στρατηγικών που δεν περικλείουν απαραίτητα την αντιστάθμιση κινδύνου. Αν και δεν υπάρχει ένας νομικής φύσης ή έστω γενικά αποδεκτός ορισμός, θα αναφέρουμε απλά την περιγραφή που έδωσε το US President's Working Group on Financial Markets [1999] σε αυτές τις οντότητες ως 'κάθε κοινοπραξία επενδυτικού χαρακτήρα που είναι ιδιωτικός οργανωμένη, διοικούμενη από επαγγελματίες διαχειριστές και δεν είναι διαθέσιμη ευρέως στο επενδυτικό κοινό'.

Την διαχείριση των hedge funds λοιπόν αναλαμβάνουν επαγγελματίες διαχειριστές, η αμοιβή των οποίων καθορίζεται κυρίως από την προμήθεια επί των κερδών όπου θα επιτύχουν (incentive fee). Τα hedge funds θεωρούνται γενικά ότι προσφέρουν ευκαιρίες απόδοσης και κινδύνου που δεν συναντιούνται εύκολα σε παραδοσιακούς τύπους επένδυσης σε μετοχές ή ομόλογα. Αυτές οι ευκαιρίες που προσφέρουν τα hedge funds οφείλονται κυρίως στην ικανότητά τους να μετέχουν σε μια ιδιαίτερα διευρυμένη γκάμα χρηματοοικονομικών προϊόντων και αγορών σε οικουμενικό επίπεδο, ενώ μπορούν να παίρνουν τόσο θέσεις αγοράς (long positions) όσο και θέσεις πώλησης (short positions), ευνοούμενα έτσι από το ευμετάβλητο οικονομικό περιβάλλον. Επίσης χρησιμοποιούν μεθόδους εξισορροπητικών αγοραπωλησιών (arbitrage), ανοιχτών πωλήσεων (short selling), εκτεταμένη χρήση παραγώγων (futures, forwards, options) και μόχλευσης (leverage) και γενικά επενδύουν σε κάθε αγορά και σε κάθε κατάσταση που προβλέπουν ότι θα αποκομίσουν κέρδη. Τα hedge funds δεν έχουν περιορισμούς στο είδος των χρηματοοικονομικών εργαλείων που χρησιμοποιούν και στις στρατηγικές που ακολουθούν, χάρη στο χαλαρά ή και καθόλου ελεγχόμενο περιβάλλον που δραστηριοποιούνται.

Η βιομηχανία των hedge funds ξεκίνησε την λειτουργία της την δεκαετία του '50 στις Ηνωμένες Πολιτείες, αφού το 1949 εισήχθη το πρώτο κεφάλαιο από τον Alfred Winslow Jones που χρησιμοποίησε μόχλευση, short selling και επιπλέον είχε bonus απόδοσης για τον διαχειριστή του. Αρχικά το fund του Jones δεν συγκέντρωσε μεγάλο αριθμό επενδυτών, έως το 1966, όπου ένα άρθρο στο περιοδικό Fortune επεσήμανε τις μεγάλες αποδόσεις του και έτσι δημιούργησε ενδιαφέρον για την συγκεκριμένη μορφή επένδυσης. Τα hedge funds γνώρισαν αξιοσημείωτες απώλειες στις πτωτικές αγορές του 1969-70 και 1973-74 και έτσι η αγορά έμεινε στάσιμη. Το 1986 ένα παρόμοιο γεγονός με το 1966 (δημοσίευση άρθρου και επισήμανση των θετικών αποδόσεων του Tiger Fund του Julian Robertson) ξαναέδωσε ώθηση στην αγορά. Έκτοτε τα hedge funds κερδίζουν σε διασημότητα και συγκεντρώνουν ολοένα και περισσότερα χρήματα προς επένδυση, έχοντας αρχίσει να γίνονται εξαιρετικά δημοφιλή πλέον και στην Ευρώπη. Στις μέρες μας, στα hedge funds συμμετέχουν ιδιώτες με υψηλά εισοδήματα (high net worth individuals), ασφαλιστικά ταμεία, funds of funds και χρηματοοικονομικοί οργανισμοί.

1.3 ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ HEDGE FUNDS

Τα hedge funds διαθέτουν κάποια χαρακτηριστικά που τα διαφοροποιούν από εναλλακτικές μορφές επένδυσης. Συγκεκριμένα:

- Απευθύνονται σε ιδιώτες επενδυτές με πολύ υψηλά εισοδήματα. Ελάχιστο ποσό επένδυσης είναι τα \$100.000 και πολλές φορές τα \$250.0000.
- Παρέχουν ισχυρό κίνητρο για τον διαχειριστή τους (incentive fee), αφού η σχετική προμήθεια φθάνει κατά μέσο όρο το 20% των ετήσιων κερδών του fund. Όμως για να λάβει την προμήθεια αυτή ο διαχειριστής θα πρέπει να έχει καλύψει τυχούσες ζημιές παρελθόντων ετών (watermark), όρος που εξασφαλίζει τον επενδυτή.
- Οι επενδυτές στα hedge funds δεν μπορούν να εξαγοράσουν οποτεδήποτε την επένδυσή τους. Ιδιαίτερα μετά την ημερομηνία έναρξης της επένδυσης είναι υποχρεωμένοι να την διατηρήσουν για ένα τουλάχιστον έτος (lock up period).

1.4 ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ ΣΕ HEDGE FUND

Ένα fund που είναι ανοικτό και δέχεται χρήματα θα το κάνει κατά κανόνα μηνιαίως ή τριμηνιαίως. Κάθε επενδυτής είναι κάτοχος ενός ποσοστού του συνολικού κεφαλαίου του fund. Οι κανόνες για να γίνει δεκτός ένας νέος επενδυτής είναι ιδιαίτερα αυστηροί, αφού θα πρέπει να πληροί συγκεκριμένα οικονομικά κριτήρια. Τα χρήματά του δεσμεύονται συνήθως για ένα έτος. Τα hedge funds απαιτούν τουλάχιστον 30 ημέρες ειδοποίηση για πιθανή εξαγορά (redemption notice), ενώ κάποια άλλα απαιτούν ακόμα και 60 μέρες.

Σε αρκετές περιπτώσεις τα hedge funds δεν δέχονται περισσότερα χρήματα από όσα ήδη έχουν. Αυτό συμβαίνει γιατί οι διαχειριστές δεν μπορούν να βρουν νέες επενδυτικές ευκαιρίες και μοιραία το ποσοστό των κερδών θα αρχίσει να μειώνεται αν δεχτούν νέα κεφάλαια.

1.5 ΤΑΚΤΙΚΕΣ ΤΩΝ HEDGE FUNDS

Οι διαχειριστές έχουν να επιλέξουν από μια μεγάλη γκάμα στρατηγικών προκειμένου να διαχειριστούν τις επενδύσεις τους:

- Short selling. Πουλάνε μετοχές χωρίς να τις κατέχουν, περιμένοντας να τις αγοράσουν σε μελλοντική ημερομηνία σε χαμηλότερη από τη σημερινή τιμή τους.
- Arbitrage. Αναζητούν ευκαιρίες αναποτελεσματικής τιμολόγησης χρηματοοικονομικών προϊόντων και έτσι κέρδος χωρίς ρίσκο.
- Derivatives. Χρησιμοποιούν ευρύτατα όλα τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα, αποκομίζοντας έτσι μεγάλα κέρδη.
- Επένδυση σε αναμονή συγκεκριμένων γεγονότων, όπως επιθετικές εξαγορές, συγχωνεύσεις, πτωχεύσεις κλπ.

Πολλές από τις στρατηγικές των διαχειριστών επιδιώκουν την μη συσχέτιση των χαρτοφυλακίων τους με αυτό της αγοράς. Με αυτό τον τρόπο έχουν την ικανότητα να σημειώνουν κέρδη και σε ανοδικές και σε καθοδικές αγορές μετοχών και ομολόγων. Έτσι, καθίστανται ελκυστικά στους επενδυτές αφού αναλαμβάνουν μικρότερο κίνδυνο σε αναμονή υψηλότερων αποδόσεων.

1.6 ΤΟΠΟΘΕΣΙΕΣ ΤΩΝ HEDGE FUNDS ΚΑΙ ΤΩΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ ΤΟΥΣ

Οι καινοτομικές επενδυτικές στρατηγικές που εφαρμόζουν οι διαχειριστές επιβάλλουν πλήρη ελευθερία κινήσεων και ελάχιστο κρατικό έλεγχο. Αυτός είναι ο λόγος που επιλέγουν μέρη με όσο το δυνατόν μικρότερη παρέμβαση από κρατικούς φορείς και ευνοική φορολογική μεταχείριση. Έτσι, μέρη όπως τα Cayman Islands (μηδενική φορολόγηση), τα British Virgin Islands, η Bermuda, τα Cook Islands και οι Bahamas είναι τα πλέον δημοφιλή offshore χρηματοοικονομικά κέντρα, όπου η σύσταση και λειτουργία ενός hedge fund είναι εύκολη υπόθεση, με ελάχιστες εξωτερικές παρεμβάσεις. Το ποσοστό των funds που κατοικεί στις Η.Π.Α. μειώνεται συνεχώς, ενώ αυτό που κατοικεί στην Ευρώπη δείχνει αυξητικές τάσεις, με το 70% από αυτά να επιλέγει την Ιρλανδία (φορολογικός συντελεστής μόνο 10%) και το Λουξεμβούργο, επίσης για φορολογικούς λόγους.

Σε αντίθεση με το μέρος που εδρεύει το fund ως νομικό πρόσωπο, οι διαχειριστές τους κατοικούν συνήθως σε μεγάλα χρηματοοικονομικά κέντρα του πλανήτη, όντας στην καρδιά των εξελίξεων, έχοντας για υποστήριξη άρτια εκπαιδευμένο στελεχιακό δυναμικό και εξελιγμένη τεχνολογία στα χέρια τους. Η Νέα Υόρκη και το Λονδίνο όπως εύκολα γίνεται αντιληπτό έχουν τα πρωτεία στις προτιμήσεις των διαχειριστών.

1.7 ΕΜΠΛΕΚΟΜΕΝΑ ΜΕΡΗ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ

Οι υποστηρικτικές υπηρεσίες δίνονται συχνά με την μέθοδο του outsourcing σε διαχειριστές, ιδιαίτερα από τα offshore hedge funds. Τα onshore εμπιστεύονται περισσότερο τους prime brokers, οι οποίοι είναι τράπεζες και χρηματιστηριακές εταιρίες. Οι διαχειριστές αναλαμβάνουν καθήκοντα όπως την αρχική ίδρυση, την αποτίμηση και τον υπολογισμό της net asset value, την τήρηση αρχείου, την λογιστική αντιμετώπιση, νομικές συμβουλές, reporting και διεκπαιρέωση συναλλαγών. Οι υπηρεσίες των prime brokers περιλαμβάνουν χρηματοδότηση, εκκαθάριση και συνολικό διακανονισμό συναλλαγών, υπηρεσίες θεματοφυλακής, διαχείρισης κινδύνου (risk management) και άλλες υποστηρικτικές λειτουργίες. Ιδιαίτερα για νέα funds ο ρόλος των prime brokers μπορεί να είναι καταλυτικός, αφού τους φέρνουν σε επαφή με δυνητικούς επενδυτές. Τα έσοδα των prime brokers προκύπτουν φυσικά από τις προμήθειες επί των συναλλαγών, από δανεισμό μετρητών και μετοχών – ομολόγων πρόκειμένου να διευκολύνουν το short selling.

Όσο αφορά τους επενδυτές των hedge funds και πως μαθαίνουν για τα νέα funds, μια έρευνα της Deutsche Bank [2004] έδειξε ότι πρώτη πηγή πληροφόρησης είναι η προφορική ενημέρωση ('από στόμα σε στόμα') με 22%, ακολουθεί η ενημέρωση από prime brokers με 19%, από σημερινούς διαχειριστές με 16%, από τρίτους συναλλασσόμενους με 13%, από μεγάλα ή μικρότερα συνέδρια 9% και 8%, από ενημερωτικά φυλλάδια 7% και από συμβούλους 5%.

1.8 ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ ΤΩΝ HEDGE FUNDS

Μια πρώτη ερώτηση που προκύπτει είναι τι είδους πληροφορίες πρέπει να ψάξει ένας δυνητικός επενδυτής ενός hedge fund. Πρώτα από όλα θα πρέπει να διαβάσει προσεκτικά το ενημερωτικό prospectus της εταιρείας και όλο το βοηθητικό υλικό (χρηματοοικονομική, νομική και φορολογική αντιμετώπιση). Έτσι, θα κατανοήσει το ρίσκο που ετοιμάζεται να πάρει και θα δει αν ταιριάζει ο επενδυτικός του ορίζοντας με αυτόν του fund. Επίσης, θα πρέπει να καταλάβει σε τι ακριβώς προϊόντα θα επενδύσει το fund και τι ρευστότητα αυτά διαθέτουν. Σημαντικό θέμα είναι τα κόστη. Τα περισσότερα hedge funds χρεώνουν management fee 1 με 2% του συνολικού ενεργητικού υπό διαχείριση και βέβαια performance fee περίπου 20% επί των ετήσιων κερδών. Αυτό το γεγονός μπορεί να οδηγήσει τον διαχειριστή να πάρει ρίσκα μεγαλύτερα από ότι αντέχει. Άλλο σημαντικό θέμα για τους επενδυτές είναι η αρχική (συνήθως ετήσια) περίοδος που θα πρέπει να κλειδώσουν τα λεφτά τους μέσα στο fund και οι μελλοντικές ημερομηνίες που θα μπορούν να εξαγοράσουν την επένδυσή τους. Τέλος, το παρελθόν του διαχειριστή είναι κάτι που θα πρέπει να απασχολήσει σοβαρά έναν μελλοντικό επενδυτή. Ο διαχειριστής θα πρέπει να διακρίνεται για τις σπουδές του και τις γνώσεις του πάνω στο χώρο, την εμπειρία του και την συμπεριφορά που έχει επιδείξει στο παρελθόν, την πειθαρχία του και την ειδίκευση του σε συγκεκριμένες μορφές επένδυσης στις οποίες έχει συγκριτικό πλεονέκτημα. Είναι όμως όλα ρόδινα για τους επενδυτές; Σίγουρα όχι. Η αβεβαιότητα πηγάζει από το γεγονός ότι τα hedge funds δεν είναι εγγεγραμμένα σε επίσημες λίστες των κατά τόπους Επιτροπών Κεφαλαιαγορών και δεν αποκαλύπτουν στοιχεία παρά μόνο όταν αυτά θελήσουν.

1.9 ΘΕΜΑΤΑ ΔΙΑΦΑΝΕΙΑΣ, ΚΡΑΤΙΚΟΥ ΕΛΕΓΧΟΥ ΚΑΙ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ HEDGE FUNDS

Οι επενδυτές των hedge funds δεν απολαμβάνουν της ίδιας προστασίας από κρατικούς και ομοσπονδιακούς νόμους που απολαμβάνουν επενδυτές άλλων μορφών καταγεγραμμένων και ελεγχόμενων επενδύσεων από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Τα funds δεν είναι υποχρεωμένα να αποκαλύπτουν τους ισολογισμούς τους, τις αγοραπωλησίες τους και τις δραστηριότητές τους. Δεν αποκαλύπτουν ούτε την απόδοση που πέτυχαν, αν και υποστηρίζεται ότι θα έπρεπε να το κάνουν, ιδιαίτερα προς τις αρμόδιες αρχές. Η πτώχευση του Long Term Capital Management το 1998 έφερε αναστάτωση, ακόμα και στη Fed που δε γνώριζε το πρόβλημα, και έφερε πάλι στο προσκήνιο το θέμα ελέγχου των hedge funds τα οποία ξεπερνούν πλέον σε αριθμό τα 8.000 παγκοσμίως. Την ίδια χρονιά, διαφόρων ειδών απάτες αποκαλύφθηκαν και αφορούσαν μεγάλα hedge funds όπως τα Manhattan, Maricopa, Phoenix και Ballybunion. Η Αμερικάνικη Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (U.S. Securities and Exchange Commission) έχει ξεκινήσει μια προσπάθεια από τον Ιούλιο του 2002 ώστε να βάλει κάποιους φραγμούς στην αγορά των hedge funds. Αρχισε μαζεύοντας στοιχεία για τα προσόντα και τις παρελθούσες επιδόσεις των διαχειριστών, καθώς και για τις μεθόδους αποτίμησης που χρησιμοποιούν. Επίσης, ενδιαφέρεται για περιπτώσεις αντικρουόμενων συμφερόντων, περιέργων ιδιοκτησιακών καθεστώτων και διαπλοκής. Ήδη έχουν ξεκινήσει διώξεις κατά διαχειριστών και funds που εξαπάτησαν τους επενδυτές. Το

Δεκέμβριο του 2003 αρμόδιος του SEC δήλωσε ότι τα funds και οι εργαζόμενοι σε αυτά που δεν μεριμνούν για το όφελος του επενδυτή θα αντιμετωπίσουν νομικά προβλήματα. Τα πρώτα πρόστιμα έπεσαν στους Wilfred Meckel και Robert T. Littell, προϊστάμενο και διευθυντή επενδύσεων αντίστοιχα στη Marque Millennium Group Inc, με τις κατηγορίες παραποίησης στοιχείων απόδοσης, διοικητικής δομής και τεχνικών διαχείρισης κινδύνου, καθώς και μη σωστού τρόπου εξαγοράς της επένδυσης προς 2 επενδυτές του fund.

Η αγορά των hedge funds έχει μεγαλώσει με τρομερούς ρυθμούς κατά την τελευταία δεκαετία. Από τα 8.000 περίπου funds μόνο τα 3.200 έχουν εγγραφεί εθελοντικά στα αρχεία του SEC. Παρόλα αυτά, υπάρχει μεγάλο ενδιαφέρον από πλευράς μικρότερων επενδυτών για τα hedge funds και τα πλεονεκτήματα που αυτά προσφέρουν. Μεγάλες εταιρείες όπως η HSBC και η Societe Generale έχουν ήδη αρχίσει να διαθέτουν εγγεγραμμένα funds σε λιανικούς επενδυτές.

Τα hedge funds αντιμετωπίζονται στις Ηνωμένες Πολιτείες σαν επενδυτικές εταιρείες, σύμφωνα με τον νόμο Investment Company Act του 1940. Αυτός ο νόμος όμως δίνει την δυνατότητα στα funds να χρησιμοποιούν δύο συγκεκριμένες διατάξεις και να εξαιρούνται από τους κρατικούς ελέγχους. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με την διάταξη 3 (c) (1) τα hedge funds μπορούν να πουλάνε τα χρεόγραφα τους μέχρι σε 100 επενδυτές. Από τους 100, οι 65 θα πρέπει να έχουν εισόδημα πάνω από \$200.000 τα δύο τελευταία έτη ή \$300.000 μαζί με το εισόδημα του συζύγου του και να περιμένει το ίδιο ύψος εισοδήματος για την τρέχουσα χρονιά. Από εκεί και πέρα ένας παραπάνω επενδυτής θα οδηγήσει στον κρατικό έλεγχο του fund. Επίσης, σύμφωνα με την διάταξη 3 (c) (7) ένα fund μπορεί να πουλήσει χρεόγραφα σε θεσμικούς επενδυτές που σύμφωνα με τον ίδιο νόμο χαρακτηρίζονται 'qualified purchasers', δηλαδή διαθέτουν συνολικό κεφάλαιο πάνω από \$25 εκατομμύρια ή σε μεμονωμένους επενδυτές με τουλάχιστον \$5 εκατομμύρια συνολική περιουσία.

Εάν το hedge fund σχεδιάζει να λάβει χρήματα από συνταξιοδοτικό ταμείο προς επένδυση, τότε πρέπει να εφαρμοστούν οι διατάξεις του νόμου Employee Retirement Income Security Act (ERISA) του 1974. Σύμφωνα με αυτόν, αν το 25% ή παραπάνω από το συνολικό ενεργητικό ενός hedge fund αποτελείται από χρήματα ταμείου, τότε ολόκληρο το fund καθίσταται υπό επιτήρηση και υπόκειται σε διάφορες απαγορεύσεις και περιορισμούς. Ως συνέπεια, οι περισσότεροι διαχειριστές των hedge funds κρατούν το ποσοστό επένδυσής τους σε ταμεία κάτω του 25% του ενεργητικού τους προκειμένου να αποφύγουν περαιτέρω ελέγχους. Παρόλα αυτά, η τάση των ασφαλιστικών και συνταξιοδοτικών ταμείων να αναζητούν υψηλότερες αποδόσεις ή να μειώσουν τα ελλείμματά τους έχει οδηγήσει σε επένδυση μεγάλων ποσών στα hedge funds. Συγκεκριμένα, το ταμείο της Παγκόσμιας Τράπεζας και το CALPERS (California Public Employees Retirement System) έχουν επενδύσει ποσά αξίας δισεκατομμυρίων δολαρίων.

Η ιδιωτική οργάνωση των hedge funds και το γεγονός ότι δεν είναι υποχρεωμένα να δημοσιεύουν όλα τα στοιχεία που επιβάλλεται σε άλλες μορφές συλλογικής επένδυσης (για παράδειγμα στα αμοιβαία κεφάλαια) δεν σημαίνει ότι είναι εκτός από κάθε ρύθμιση και κανονισμό. Τα hedge funds υπακούουν σε αρκετούς κανόνες και ελέγχονται με συγκεκριμένους τρόπους, σημαντικότεροι εκ των οποίων είναι οι εξής:

- Τα hedge funds αντιμετωπίζουν περιορισμούς στην προσφορά τους προς το ευρύ κοινό, αφού απαγορεύεται κάθε είδους διαφήμιση και οι επενδυτές που τελικά συμμετέχουν πρέπει να τηρούν τις προϋποθέσεις που αναφέρθηκαν παραπάνω. Ακόμα, οι διαχειριστές των funds απογορεύεται να διαφημίζουν με κάθε τρόπο τον εαυτό τους, να υποκινούν επενδυτές και να παρουσιάζονται ως 'investment advisers'. Ίσως αυτή η έλλειψη δημοσιότητας να είναι ένας από τους λόγους που το ευρύ κοινό δεν αδυνατεί να κατανοήσει την συγκεκριμένη αγορά και τις αποδίδει χαρακτηριστικά που δεν ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα.
- Συμμόρφωση στο προαναφερθέν νόμο του 1940 περί τον συνολικό αριθμό των επενδυτών ενός fund. Επίσης, εάν ένας διαχειριστής παρέχει τις υπηρεσίες του σε παραπάνω από 14 αντισυμβαλλόμενους (συμπεριλαμβανομένων hedge funds), τότε υποχρεούται σύμφωνα με τον ίδιο νόμο να εγγραφεί στο SEC ως investment adviser. Επιπλέον, ορισμένες πολιτείες έχουν διάφορες εξειδικευμένες διατάξεις για τους διαχειριστές που τους υποχρεώνουν σε μεγαλύτερο έλεγχο.
- Υποχρεωτική συμμόρφωση με όλους τους νόμους (Securities Act, Exchange Act, Advisers Act) κατά της εξαπάτησης, κατά της χειραγώγησης και κατά της εσωτερικής πληροφόρησης έναντι στους επενδυτές και στις αγορές γενικότερα.
- Υποχρέωση υποβολής συγκεκριμένων αναφορών προς τις αρχές αν τηρούνται ορισμένες προϋποθέσεις: αναφέρθηκε προτίτερα τι προβλέπεται όταν επενδύονται χρήματα ασφαλιστικών ταμείων. Επιπλέον, υποχρεούνται σε αναφορά προς το SEC αν αποκτήσουν πάνω από το 5% οποιασδήποτε δημόσιας επιχείρησης και σε επιπρόσθετες αναφορές αν το ποσοστό συμμετοχής τους φτάσει το 10%. Υποχρεούνται σε αναφορά προς το Υπουργείο Οικονομικών αν πάρουν μεγάλη θέση σε νεοεκδιδόμενα ή προσφάτως εκδοθέντα κρατικά χρεόγραφα. Υποχρεούνται σε αναφορές προς την CFTC (Commodity Futures Trading Commission) σε θέματα που άπτονται όρια θέσεων και άλλες πληροφορίες. Τέλος, σημαντικής σημασίας είναι η υποχρέωση των US hedge funds να εφαρμόσουν τις διατάξεις του PATRIOT Act περί ξέπλυμα χρήματος και νομιμοποίησης εσόδων από εγκληματικές δραστηριότητες. Προς αυτό το σκοπό εφαρμόζουν το anti-money laundering program (AML), το οποίο περιλαμβάνει ανάπτυξη εσωτερικών διαδικασιών και ελέγχων, τον διορισμό υπεύθυνου ανθρώπου σε αυτό τον τομέα και υλοποίηση εκπαιδευτικού προγράμματος για το προσωπικό του οργανισμού.

Σε αντίθεση με τα παραπάνω, ένα εγγεγραμμένο hedge fund μπορεί να προσφέρει τα χρεόγραφα του σε όσους επενδυτές επιθυμεί. Επιπλέον, οι επενδυτές αυτοί δεν είναι ανάγκη να εκπληρώνουν το κριτήριο της υψηλής οικονομικής επιφάνειας. Το αποτέλεσμα είναι ότι το fund υπόκειται σε όλους τους ελέγχους από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και είναι υποχρεωμένο να ενημερώνει το σύνολο των επενδυτών του τουλάχιστον μία φορά το έτος. Η έναρξη ενός εγγεγραμμένου fund συνεπάγεται περισσότερα κόστη οργάνωσης και είναι πιο χρονοβόρο.

Τα εγγεγραμμένα funds παίρνουν την μορφή των funds of funds (έννοια που θα αναλυθεί με λεπτομέρεια παρακάτω). Έτσι, αντί να επενδύουν σε έναν διαχειριστή και σε μία στρατηγική, επενδύουν σε 15 ως 25 διαχειριστές και αντίστοιχες στρατηγικές. Ως συλλογική μορφή επένδυσης θυμίζουν τα αμοιβαία κεφάλαια, αλλά έχουν αρκετές διαφορές: δεν παρέχουν ημερήσια ρευστότητα στους επενδυτές, δεν ακολουθούν τους κανονισμούς σχετικά με την διασπορά των επενδύσεων (πχ ποσό που είναι επενδεδυμένο σε αξιόγραφα του ίδιου εκδότη) και βέβαια διατηρούν ακόμα το δικαίωμα να χρεώνουν πριμ απόδοσης προς όφελος του διαχειριστή. Γενικά, τα hedge funds χρεώνουν έξοδα διαχείρισης από 1 έως 3% και πριμ απόδοσης από 15 έως 30%. Πάντως τα περισσότερα επιλέγουν τα ποσοστά 1 και 20% αντίστοιχα. Επιπλέον, σε πολλά funds υπάρχει ο όρος μιας ελάχιστης απόδοσης για τους επενδυτές, πριν το σημείο να αρχίσουν να μετράνε τα κέρδη και να υπολογίζεται το πριμ απόδοσης του διαχειριστή (hurdle rate). Συνολικά, τα πλεονεκτήματα των εγγεγραμμένων hedge funds είναι η δυνατότητα άντλησης χρημάτων και από μικρότερης οικονομικής δύναμης επενδυτές, δίνοντάς τους έτσι την ευκαιρία για μεγάλα κέρδη. Όμως αυτού του τύπου τα funds θα πρέπει να συμμορφώνονται με τις επιταγές της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, να στέλνουν αναφορές ανά τακτά χρονικά διαστήματα, να ενημερώνουν τους επενδυτές τους, να μην ξεπερνάνε το 33% σε ποσοστό μόχλευσης και να ακολουθούν κανόνες ηθικής επενδυτικής συμπεριφοράς.

1.10 ΟΜΟΙΟΤΗΤΕΣ ΚΑΙ ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΜΕΤΑΞΥ HEDGE FUNDS ΚΑΙ MUTUAL FUNDS

Αποτελούν δύο μορφές συλλογικής επένδυσης, όπου αντλούν χρηματικά ποσά από επενδυτές και τα επενδύουν σε διάφορα είδους χρεόγραφα. Κάπου εδώ όμως σταματάνε οι ομοιότητες και ξεκινάνε οι αρκετές (και σημαντικές) διαφορές. Κατ' αρχάς, τα αμοιβαία κεφάλαια ελέγχονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς της χώρας που λειτουργούν, ενώ τα hedge funds δεν ελέγχονται. Τα αμοιβαία κεφάλαια απαιτούν από τους επενδυτές πολύ μικρό ποσό ως ελάχιστη επένδυση, σε αντίθεση με τα hedge funds όπου η πρόσβαση σε αυτά γίνεται μόνο από θεσμικούς επενδυτές ή ιδιώτες με πολύ μεγάλη οικονομική επιφάνεια. Όσο αφορά τον αριθμό των επενδυτών που συμμετέχουν, στα αμοιβαία μετέχει πολύ μεγάλος αριθμός επενδυτών ενώ στα hedge funds μικρός. Η παρεχόμενη ρευστότητα είναι ένα σημαντικό ζήτημα. Στα μεν αμοιβαία υπάρχει καθημερινή ρευστότητα και καθημερινή δυνατότητα εξαγοράς για τους επενδυτές, στα δε hedge funds δεν παρέχεται καθημερινή ρευστότητα αλλά τουλάχιστον μηνιαία (όπου μπορεί να φτάσει

τρίμηνη ή ετήσια) και σε περιπτώσεις εξαγοράς ο επενδυτής οφείλει να ενημερώσει τον διαχειριστή από ένα έως δύο μήνες νωρίτερα.

Κάθε εταιρεία διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων οφείλει να ενημερώνει κάθε μεριδιούχο για την πορεία της επένδυσής του, καθώς και να δημοσιεύει τις καθαρές τιμές των μεριδίων στον τύπο. Τέτοια υποχρέωση δεν υφίσταται για τα hedge funds. Οι μεγάλες Α.Ε.Δ.Α.Κ. αριθμούν πλέον αρκετά μεγάλο αριθμό εργαζομένων, σε αντίθεση με τα funds που λειτουργούν με ελάχιστους εργαζομένους. Μια σημαντική διαφορά των δύο μορφών επένδυσης είναι το πριμ απόδοσης που υπάρχει στα hedge funds. Έτσι, παρόλο που και οι δύο χρεώνουν management fee (στα αμοιβαία κεφάλαια το ανώτατο ποσό που μπορούν να χρεώσουν καθορίζεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς), οι διαχειριστές των hedge funds αμείβονται με ένα ποσοστό επί των κερδών που θα επιτύχουν κατά την διάρκεια του έτους, ένα ποσοστό που κατά μέσο όρο φθάνει το 20%. Αυτό είναι ένα πολύ σημαντικό κίνητρο για τους ικανούς διαχειριστές, οι οποίοι αφήνουν τα αμοιβαία κεφάλαια, τις (πολλές φορές) γραφειοκρατικές διαδικασίες τους και τους ασφυκτικούς κρατικούς ελέγχους και σπεύδουν να προσχωρήσουν σε ένα hedge fund, πολλές φορές συνδράμοντας οι ίδιοι στο αρχικό ποσό της επένδυσης. Συμπληρώνοντας τον παραπάνω συλλογισμό, τα hedge funds είναι σε θέση να χρησιμοποιούν μεθόδους short selling, μόχλευσης και να είναι πιο ευέλικτα στη χρήση παραγώγων, αποκομίζοντας έτσι κέρδη τόσο σε ανοδικές όσο και σε καθοδικές αγορές.

Παρόλα αυτά, μια νέα τάση διαφαίνεται στην αγορά τους τελευταίους μήνες. Πολλά αμοιβαία κεφάλαια αρχίζουν να χρησιμοποιούν ή επιθυμούν να χρησιμοποιήσουν επενδυτικές στρατηγικές που παραδοσιακά συναντώνται σε hedge funds υψηλού κινδύνου [Wall Street Journal, 2006]. Αιτία αυτής της επιδίωξης είναι οι μικρές χρηματιστηριακές αποδόσεις, τα επιτόκια που συνεχώς αυξάνονται στις Η.Π.Α. και ο έντονος συναγωνισμός μεταξύ των αμοιβαίων κεφαλαίων, αλλά και με άλλες μορφές επενδύσεων όπως τα hedge funds και τα exchange-traded funds.

Έτσι λοιπόν, πλήθος αμοιβαίων κεφαλαίων ζητάνε από τους μετόχους τους να εγκρίνουν τις αλλαγές που αφορούν την επενδυτική διαδικασία που θα ακολουθούν από εδώ και στο εξής, κεφάλαια όπως το Allianz Global Investors, το Ariel Capital Management, το Van Eck Global Hard Assets, το Van Eck Emerging Markets και πολλά άλλα. Αμοιβαία που ήδη χρησιμοποιούν πιο ευέλικτες στρατηγικές συνεχίζουν και αυξάνουν την χρήση τους. Τα εργαλεία και οι τακτικές που προσθέτουν στο οπλοστάσιό τους τα αμοιβαία κεφάλαια είναι οι ανοικτές πωλήσεις (short selling), η αγορά χρεογράφων με χρήματα προερχόμενα από δανεισμό, η χρήση εξωτικών παραγώγων και συμβολαίων.

Μέχρι στιγμής το συνολικό ποσοστό των αμοιβαίων που χρησιμοποιεί τέτοιες τακτικές είναι σχετικά μικρό σε σχέση με το σύνολο της βιομηχανίας που είναι περίπου \$8,9 τρις. Όπως όμως τονίζουν στελέχη της αγοράς εφόσον έγινε η αρχή, θα ακολουθήσουν τον ίδιο δρόμο πολλά αμοιβαία κεφάλαια, ακόμα και ομολογιακά, προσπαθώντας να αυξήσουν τις αποδόσεις τους. Το SEC έχει υπό στενή εποπτεία την αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων και ελέγχει την χρήση των προαναφερθείσων στρατηγικών, ενώ έχει ήδη γίνει κρούση για να

επιτραπεί η μεγαλύτερη χρήση τακτικών των hedge funds, θέμα που είναι υπό μελέτη.

1.11 ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ – ΣΤΥΛ ΤΩΝ HEDGE FUNDS

Στην επόμενη παράγραφο θα αναλυθούν τα κυριότερα στυλ που ακολουθούν τα hedge funds παγκοσμίως. Οι διαφορές που παρουσιάζουν τα funds μεταξύ τους είναι σημαντικές, καθώς έχουν διαφορετικές προσεγγίσεις και θέτουν άλλους στόχους. Κάποια funds χαρακτηρίζονται ως directional, σχετίζονται δηλαδή με την πορεία των αγορών και έχουν αυξημένη μεταβλητότητα και κάποια άλλα χαρακτηρίζονται ως non directional, έχουν πιο ουδέτερο χαρακτήρα και εμφανίζουν μικρότερη μεταβλητότητα σε σχέση με τις παραδοσιακές αγορές μετοχών και ομολόγων. Πιο συγκεκριμένα:

Non Directional Strategies

Relative Value: προσπαθεί να κεφαλαιοποιήσει διαφορές τιμολόγησης σε ποικίλα χρηματοοικονομικά εργαλεία.

Convertible Arbitrage: περιλαμβάνει την αγορά ενός χαρτοφυλακίου από μετατρέψιμα χρεόγραφα, συνήθως μετατρέψιμα ομόλογα, και την αντιστάθμιση κινδύνου κάνοντας short selling στην υποκείμενη κοινή μετοχή.

Equity Market Neutral: συνιστά αγορά τίτλων και εκμετάλλευση λανθασμένων τιμολογήσεων, ουδετεροποιώντας την έκθεση σε κίνδυνο παίρνοντας άλλες θέσεις πώλησης (short positions).

Fixed Income Arbitrage: προσπάθεια εκμετάλλευσης λανθασμένων τιμολογήσεων σε χρεόγραφα σταθερού εισοδήματος, ουδετεροποιώντας ταυτόχρονα τον κίνδυνο επιτοκίου.

Event Driven: στοχεύει να εκμεταλλευτεί έκτακτες ευκαιρίες που παρουσιάζονται στον κόσμο των επιχειρήσεων.

Distressed Securities: αυτή η στρατηγική περιλαμβάνει επένδυση (και πιθανό short selling) σε αξιόγραφα εταιρειών όπου βρίσκονται σε μια επικίνδυνη κατάσταση, όπως χρεοκοπία, επιχειρηματική αναδιοργάνωση, χρηματοοικονομικές και εταιρικές δυσκολίες κλπ. Το είδος του αξιόγραφου που θα χρησιμοποιηθεί (κοινή μετοχή, εταιρικό χρέος, τραπεζικός δανεισμός, warrants) εξαρτάται από το εκάστοτε στυλ του διαχειριστή.

Merger / Risk Arbitrage: επένδυση σε περιπτώσεις συγχώνευσης ή εξαγοράς εταιρειών. Συνήθως ο διαχειριστής παίρνει θέση αγοράς στην εταιρεία που εξαγοράζεται και θέση πώλησης στην εταιρεία που κάνει την εξαγορά.

Hedged Equity: επένδυση σε μετοχές, με θέσεις αγοράς ή πώλησης ανάλογα αν η αγορά είναι ανοδική ή καθοδική. Η επιλογή των μετοχών μπορεί να γίνει χρησιμοποιώντας θεμελιώδη ανάλυση, όμως ο διαχειριστής μπορεί να αλλάξει γρήγορα την σύνθεση του fund του αν του 'βγουν' μερικές κινήσεις.

Directional Strategies

Global Macro: περιλαμβάνει τις πολλαπλές θέσεις σε παγκόσμιο επίπεδο σε χρηματοοικονομικά και μη χρηματοοικονομικά αγαθά, όπως κινήσεις τιμών σε χρηματιστήρια, στην αγορά συναλλάγματος, σε επιτόκια και σε εμπορεύματα. Οι επενδυτικές αποφάσεις λαμβάνονται με βάση τις προσδοκίες για τις αλλαγές που θα επέλθουν στην παγκόσμια οικονομία, στην προσφορά και ζήτηση για πρώτες ύλες ή σε μεμονωμένους κλάδους δραστηριότητας.

Emerging Markets: αυτά τα funds επενδύουν σε χρεόγραφα (μετοχές, ομόλογα) αναδυόμενων αγορών και χωρών που έχουν υψηλό ρυθμό πληθωρισμού και ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης με διακυμάνσεις. Οι αγορές αυτές είναι κυρίως της Λατινικής Αμερικής, της Ανατολικής Ευρώπης και των λιγότερα ανεπτυγμένων χωρών της Ασίας. Πολλά funds επενδύουν ακόμα και σε χώρες της πρώην Σοβιετικής Ένωσης ή της Αφρικής. Σε αρκετές αναδυόμενες αγορές ο θεσμός του short selling δεν επιτρέπεται και έτσι δεν είναι δυνατή η πλήρης αντιστάθμιση κινδύνου, παρά μόνο η μερική μέσα από τις αγορές συναλλάγματος και ομολόγων.

Aggressive Growth: επένδυση σε μετοχές που στο παρελθόν έχουν δείξει αύξηση στα κέρδη ανά μετοχή. Συνήθως αυτές οι μετοχές έχουν υψηλούς λόγους P/E και χαμηλά ή καθόλου μερίσματα. Αναμένεται να γνωρίσουν γρήγορη ανάπτυξη στο μέλλον και ειδικεύονται σε κλάδους όπως η βιοτεχνολογία.

Funds Of Funds: κεφάλαια που επενδύουν σε άλλα hedge funds. Αποτελεί μια επένδυση που επιτρέπει στους επενδυτές να έχουν πρόσβαση σε άλλους διαχειριστές και σε άλλα στυλ, κερδίζοντας έτσι τα οφέλη της διαφοροποίησης. Η μεταβλητότητα και τα πιθανά κέρδη καθορίζονται και μπορούν να ελεγχθούν σε μεγάλο βαθμό από τα funds που θα επιλεγούν.

Market Timing: αγορά διαφόρων ειδών περιουσιακών στοιχείων, ανάλογα την γνώμη του διαχειριστή για τις κατά τόπους και παγκόσμιες συνθήκες στην οικονομία. Χαρακτηριστικές είναι οι γρήγορες αλλαγές στην σύνθεση του χαρτοφυλακίου και η υψηλή μεταβλητότητα της επένδυσης.

Multi Strategy: χρησιμοποίηση διάφορων στυλ για την αποκόμιση βραχυχρόνιων και μακροχρόνιων κερδών.

Άλλες στρατηγικές που μπορούν να χρησιμοποιηθούν είναι οι **Regulation D**, η **Mortgage Securities**, η **Value**, η **Opportunistic**, η **Sector** κλπ.

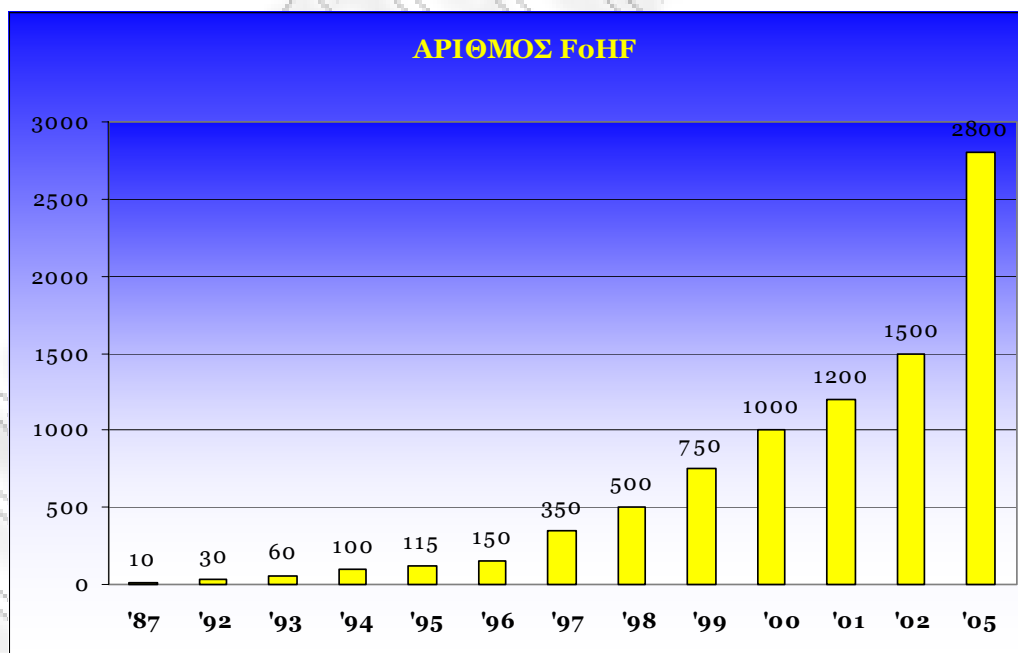
1.12 TA FUNDS OF HEDGE FUNDS (FoHF)

Όπως αναφέρθηκε και νωρίτερα, μια μορφή επένδυσης που κερδίζει συνεχώς έδαφος είναι τα funds of hedge funds. Βασικά χαρακτηριστικά τους είναι:

- η επένδυση σε έναν αριθμό hedge funds, συνήθως μη συσχετιζόμενων μεταξύ τους.
- η προσπάθεια για τον καλύτερο δυνατό συνδυασμό κινδύνου – απόδοσης.
- η πρόσβαση των επενδυτών σε μια μεγάλη γκάμα επενδυτικών στυλ και ικανών διαχειριστών, χωρίς να είναι αναγκασμένοι να πληρώνουν τα υψηλά ποσά που θέτουν ως minimum συμμετοχής τα παραδοσιακά hedge funds. Οι επενδυτές απαλλάσσονται και από την υποχρέωση να αναλύουν και να ελέγχουν τις πολύπλοκες επενδύσεις τους.
- οι αποδόσεις που δεν παρουσιάζουν μεγάλη μεταβλητότητα λόγω της σωστής διαφοροποίησης, και ως εκ τούτου η προσέλκυση μεγάλων ποσών από συνταξιοδοτικά και ασφαλιστικά ταμεία, χρηματοοικονομικούς οργανισμούς και ιδιώτες με υψηλά εισοδήματα.

Η αύξηση της παγκόσμιας αγοράς των funds of hedge funds κατά την διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας ήταν ραγδαία. Ο αριθμός των funds of funds από μερικές δεκάδες που ήταν στα τέλη της δεκαετίας του '80, ανέρχεται πλέον σε μερικές χιλιάδες, ιδιαίτερα μετά το άνοιγμα πολλών χρηματοπιστωτικών οργανισμών στους λιανικούς επενδυτές.

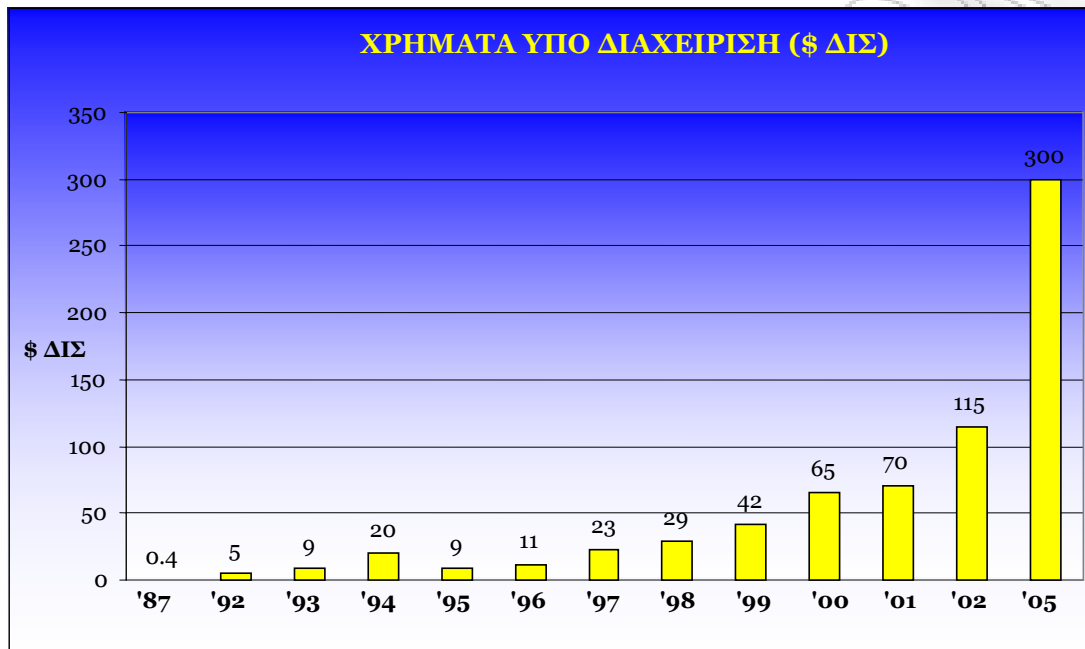
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1. ΑΡΙΘΜΟΣ FUNDS OF HEDGE FUNDS



Πηγή: Hennessee Group [2005]

Τεράστια υπήρξε και η αύξηση των χρημάτων υπό διαχείριση για την ίδια περίοδο. Τα ποσά στο παρακάτω διάγραμμα αντιπροσωπεύουν δισεκατομμύρια \$.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2. ΧΡΗΜΑΤΑ ΥΠΟ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ FOF

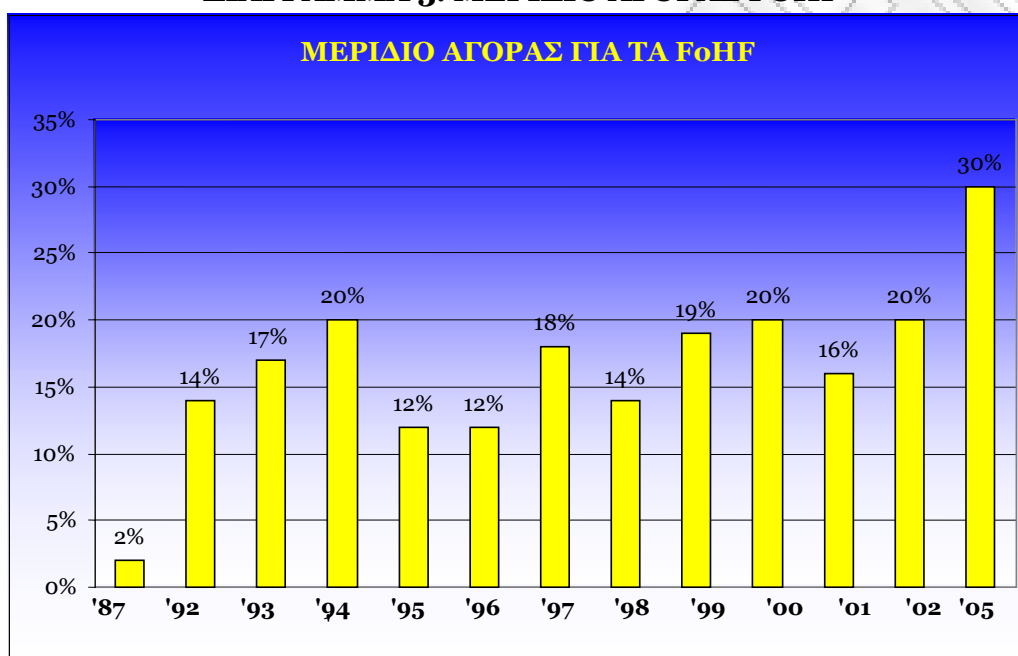


Πηγή: Hennessee Group [2005]

Στις αρχές της δεκαετίας του '90 οι διαχειριστές των funds είχαν ως επί το πλείστον την στρατηγική macro. Ακολουθώντας την, αποκόμισαν αρκετά υψηλά κέρδη, υψηλότερα και από benchmarks όπως η απόδοση του δείκτη S&P 500. Κάποιες θέσεις που δεν βγήκαν στους διαχειριστές οδήγησαν σε μια απώλεια κεφαλαίων υπό διαχείριση, την οποία παρατηρούμε τις χρονιές 1995 και 1996. Έκτοτε, η εμπιστοσύνη επέστρεψε στον κλάδο και νέα κεφάλαια εισέρευσαν στα funds of funds. Η άνοδος είναι συνεχής και αναμένεται να συνεχιστεί τα επόμενα χρόνια.

Ένα άλλο ενδιαφέρον θέμα είναι το ποσοστό που αποτελούν τα funds of funds στη συνολική αγορά των hedge funds. Το ποσοστό αυτό έχει υποστεί αυξομειώσεις κατά την διάρκεια της τελευταίας δεκαετιας, πράγμα που φαίνεται και στο διάγραμμα που ακολουθεί. Ξεκίνησε από ένα πολύ μικρό ποσοστό στα τέλη της δεκαετίας του '80, όταν οι επενδυτές ήταν ακόμα επιφυλακτικοί, γνώρισε μια συνεχή άνοδο φθάνοντας στο 20%, υπέστη μια μείωση στα μέσα της δεκαετίας του '90 για τους λόγους που προαναφέραμε πιο πάνω και επηρέασαν τα hedge funds στο σύνολό τους και αργότερα σταθεροποιήθηκε σε υψηλά επίπεδα και πάλι.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3. ΜΕΡΙΔΙΟ ΑΓΟΡΑΣ FOHF



Πηγή: Hennessee Group [2005]

Η αποτυχία των funds of funds τις χρονιές '95 και '96 έκαναν τους επενδυτές πιο σκεπτικούς και ταυτόχρονα πιο απαιτητικούς, αφού πίστεψαν ότι οι διαχειριστές δεν μπορούσαν να επιτύχουν τον πρωταρχικό στόχο της επαρκούς διαφοροποίησης και της σωστής διαχείρισης κινδύνου. Έτσι, τα funds of funds έχασαν για λίγο χρονικό διάστημα την εμπιστοσύνη των επενδυτών, εμπιστοσύνη που κλονίστηκε (αν και σε μικρότερο βαθμό) με την χρεοκοπία του Long Term Capital Management. Τα τελευταία χρόνια το ποσοστό συμμετοχής των funds of funds στην αγορά των hedge funds έχει σταθεροποιηθεί πάνω από το 20%.

Για επενδυτές που αποστρέφονται ακόμα περισσότερο τον κίνδυνο υπάρχουν και τα επόνομαζόμενα F3 hedge funds ή funds of FoHFs. Αυτά αντιπροσωπεύουν το τρίτο στρώμα πάνω από το πρώτο που είναι τα hedge funds (F1) και το δεύτερο που είναι τα FoHFs (F2). Η εμπορική βιωσιμότητά τους εξασφαλίζεται έχοντας χαμηλότερα fees από τα υπάρχοντα FoHFs.

1.13 Η ΙΚΑΝΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ ΤΩΝ HEDGE FUNDS

Από τα τέλη της δεκαετίας του '80 όπου παρατηρήθηκε η έκρηξη των επενδύσεων σε hedge funds ανέκυψε το ερώτημα αν οι διαχειριστές είναι ικανοί και αντεπεξέρχονται στις απαιτήσεις της θέσης τους. Το ερώτημα αυτό είναι σημαντικό, αφενός γιατί πρέπει να γνωρίζουμε αν οι διαχειριστές παράγουν πλούτο και τον διοχετεύουν στο οικονομικό σύστημα και στην κοινωνία γενικότερα και αφετέρου για να γνωρίζουν οι επενδυτές σε ποιο fund θα τοποθετηθούν και ποιον διαχειριστή θα επιβραβεύσουν ή θα κατακρίνουν.

Κατ' αρχάς, πρέπει να ληφθεί υπ' όψη σε κάθε ανάλυση το μέγεθος του fund. Τα μεγάλα hedge funds είναι πιθανό να έχουν καλύτερες αποδόσεις από τα μικρότερα λόγω οικονομιών κλίμακας, μικρότερου κόστους συναλλαγών, καλύτερης και φθηνότερης πληροφόρησης. Επιπλέον, τα μεγάλα funds έχουν την δύναμη να παίρνουν θέσεις που τα μικρότερα δεν μπορούν. Παρόλα αυτά, αξίζει να αναφερθεί ότι τα μεγάλα σε μέγεθος funds είναι λιγότερο ευέλικτα, μπορούν να ρευστοποιήσουν δυσκολότερα τις θέσεις τους και να στραφούν ταχέως σε μια άλλης μορφής επένδυση. Όσο μεγαλώνει το μέγεθος, τόσο δυσκολεύει η θέση του διαχειριστή ο οποίος θα πρέπει να βρει ολοένα και περισσότερες επενδυτικές ευκαιρίες για να αποκομίσει κέρδη. Δεν είναι λίγα τα παραδείγματα όπου hedge funds επέστρεψαν χρήματα στους επενδυτές προκειμένου να μειώσουν το μέγεθός τους και να καλυτερέψουν την απόδοσή τους, όπως επίσης και funds που σταμάτησαν να δέχονται χρήματα γιατί ο διαχειριστής δεν μπορούσε να τα επενδύσει επιτυχώς.

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

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

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

1.14 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΤΩΝ HEDGE FUNDS, ΒΑΣΕΙΣ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΚΑΙ ΣΥΣΤΗΜΑΤΙΚΑ ΣΦΑΛΜΑΤΑ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Η εξάπλωση του αριθμού των hedge funds οδήγησε και σε αύξηση των παρεχόμενων πληροφοριών προς τους επενδυτές και όλους τους ενδιαφερόμενους. Οι βάσεις δεδομένων και οι ιστοσελίδες που παρέχουν στατιστικά μέτρα έχουν πληθύνει, κάνοντας πιο εύκολη την αναζήτηση στοιχείων σε σχέση με το πρόσφατο παρελθόν. Η επιλογή ενός fund όμως δεν είναι απλή υπόθεση. Πρώτα από όλα, ένα στατιστικό μέτρο είναι χρήσιμο αν όντως μετράει αυτό το μέγεθος που υποστηρίζει ότι μετράει, και σε βαθμό βέβαια που το μέλλον μπορεί να αναπαρασταθεί με το παρελθόν. Πρέπει να τονιστεί ότι η επιλογή ενός fund επειδή χρησιμοποιεί στρατηγική που στο παρελθόν άλλα funds με την ίδια στρατηγική αποκόμισαν κέρδη είναι λανθασμένη. Λανθασμένη είναι και η επιλογή ενός fund κρίνοντας μόνο από την παρελθούσα απόδοσή του, χωρίς να λαμβάνουμε υπόψη και άλλα στοιχεία (όπως πχ αν έχει ακόμα τον ίδιο διαχειριστή). Επίσης, ένας επενδυτής πρέπει να αναλογιστεί αν το οικονομικό και επενδυτικό περιβάλλον που θα επικρατήσει στο μέλλον θα είναι το ίδιο με αυτό που υπήρχε όταν υπολογίστηκαν τα στοιχεία που έχει στη διάθεσή του. Η πιθανότητα μελλοντικών ζημιών είναι πάντα υπαρκτή, ιδίως αν αναλογιστούμε το πλήθος των παραγόντων που εμπλέκονται στην απόδοση ενός fund και της μη ύπαρξης κάποιου μοντέλου που να προβλέπει την μελλοντική συμπεριφορά του. Βεβαίως η μερική πληροφόρηση είναι περισσότερο χρήσιμη από καθόλου πληροφόρηση, επομένως η σωστή αντιμετώπιση εκ μέρους των επενδυτών επιτάσσει ποσοτική μελέτη των στατιστικών στοιχείων λαμβάνοντας υπόψη τους ανώτερους περιορισμούς και ταυτόχρονη ποιοτική μελέτη που αφορά κυρίως τον διαχειριστή, τις μεθόδους και τους στόχους του.

Συνεχίζοντας την παραπάνω ανάλυση, υπενθυμίζουμε ότι τα hedge funds δεν ελέγχονται από τις κατά τόπους αρχές. Μια από τις συνέπειες αυτού του γεγονότος είναι ότι δεν υποχρεούνται σε αποκάλυψη στοιχείων, το κάνουν μόνο εθελοντικά και όποτε οι διαχειριστές τους το κρίνουν σκόπιμο. Σαν αποτέλεσμα, δεν υφίσταται μια επίσημη βάση δεδομένων όπου να καταφεύγουν επενδυτές, αναλυτές και ακαδημαϊκοί, αλλά διάφορες βάσεις δεδομένων, όπου η αξιοπιστία μερικών από αυτών είναι υπό έλεγχο. Χαρακτηριστικό είναι ότι διαφορετικές μελέτες πάνω στο ίδιο θέμα έχουν καταλήξει σε διαφορετικά και αντικρουόμενα αποτελέσματα χρησιμοποιώντας άλλες βάσεις δεδομένων.

Βάσεις δεδομένων στην αγορά προσφέρουν οι οργανισμοί:

- TASS (Trading Advisors Selection System)
- HFR (Hedge Fund Research)
- CISDM (Centre for International Securities and Derivatives Markets)

Τα σφάλματα που μπορούν να προκύψουν από την μελέτη στατιστικών στοιχείων από κάποια βάση δεδομένων αναλύονται ακολούθως:

Survivorship bias: περιγράφει το γεγονός της μη συμμετοχής μη επιζώντων funds σε μια βάση δεδομένων. Αυτό γίνεται γιατί τα μη επιζώντα funds συνήθως έχουν πιο χαμηλές αποδόσεις από τα επιζώντα. Ο αποκλεισμός τους δίνει μια καλύτερη εικόνα για την μέση απόδοση των funds.

Instant history or backfill bias: πραγματοποιείται όταν οι υπεύθυνοι μιας βάσης δεδομένων προσθέτουν ένα νέο fund στη βάση και συμπληρώνουν τις παρελθούσες αποδόσεις του (ημερομηνίες δηλαδή πριν το fund εμφανιστεί στη βάση). Επειδή είναι λογικό οι διαχειριστές να επιλέγουν να δίνουν στην δημοσιότητα τις υψηλές αποδόσεις και όχι τις χαμηλές, υπερεκτιμάται η απόδοση ενός νέου fund σε μια βάση σε σχέση με το πρόσφατο παρελθόν του.

(Self) Selection bias: προκύπτει από την δυνατότητα των διαχειριστών να επιλέξουν εάν θα αποκαλύψουν τις αποδόσεις τους σε κάποια βάση δεδομένων. Τα funds με τις καλές αποδόσεις θα συμμετάσχουν και το αντίθετο, οδηγώντας πάλι σε μια υπερεκτίμηση των αποδόσεων που πέτυχαν οι διαχειριστές. Αξίζει όμως να αναφερθεί η άποψη που λέει ότι τα πολύ πετυχημένα funds δεν ενδιαφέρονται να προσελκύσουν νέους πελάτες (ή ίσως να είναι ήδη κλειστά σε νέες επενδύσεις), οπότε τα σφάλματα που προκύπτει δεν είναι απαραίτητα προς τα πάνω.

Multi-period sampling bias: υπάρχει όταν μερικά hedge funds έχουν πολύ μικρή ζωή και άρα μικρό αριθμό αποδόσεων. Οι Fung και Hsieh [2000] υποστηρίζουν ότι χρειάζεται τουλάχιστον τριετής ύπαρξη του fund (36 μηνιαίες παρατηρήσεις αποδόσεων) προκειμένου να βγουν ασφαλή συμπεράσματα.

Liquidation bias: εμφανίζεται επειδή τα funds που οδεύουν προς ρευστοποίηση – εξαφάνιση μπορεί να μην αποκαλύψουν τα αποτελέσματα των τελευταίων περιόδων πριν την ρευστοποίηση, καθώς και τα αποτελέσματα αυτής.

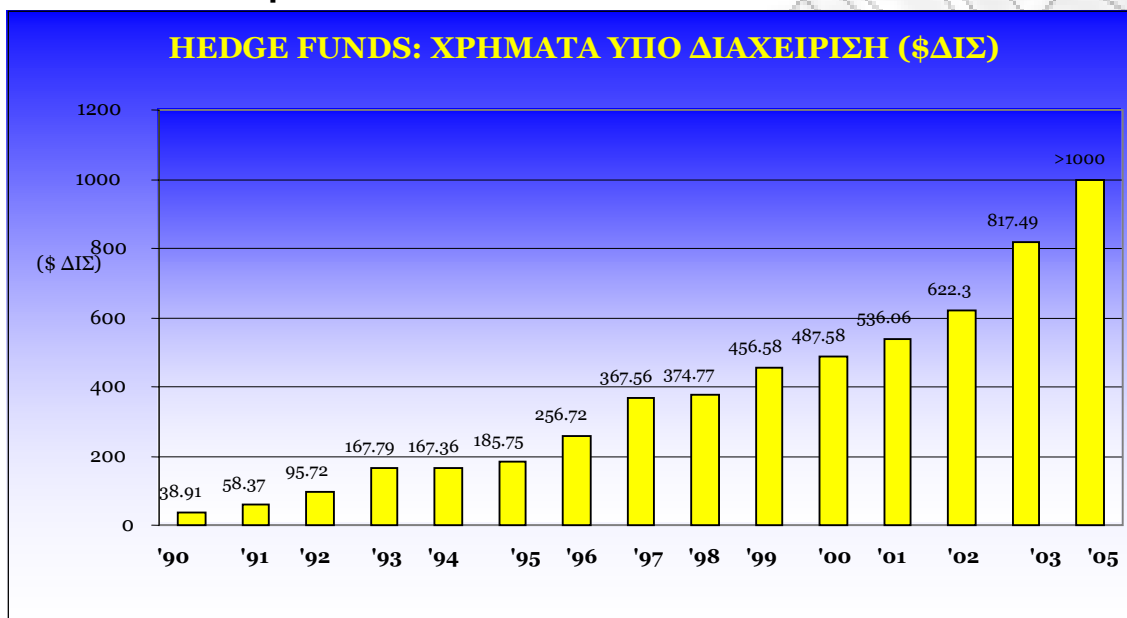
Auto-correlation bias: προκύπτει από τη μη συνεχή παροχή στοιχείων για συγκεκριμένες στρατηγικές.

Unrealistic construction schemes: είναι η υπόθεση ότι κάποιος συγκεκριμένος δείκτης για hedge funds υποθέτει ίση στάθμιση για κάθε fund που περιλαμβάνεται στη βάση.

1.15 ΕΝΔΕΙΚΤΙΚΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΓΙΑ ΤΑ HEDGE FUNDS

Αναφέρθηκε ήδη η ραγδαία εξάπλωση των hedge funds κατά την διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας. Χρησιμοποιώντας νούμερα, το συνολικό ενεργητικό υπό διαχείριση αυξήθηκε από περίπου \$39 δις το 1990 σε \$817 δις το 2003, ενώ στα τέλη της τρέχουσας χρονιάς το νούμερο θα ξεπερνάει το \$1 τρις.

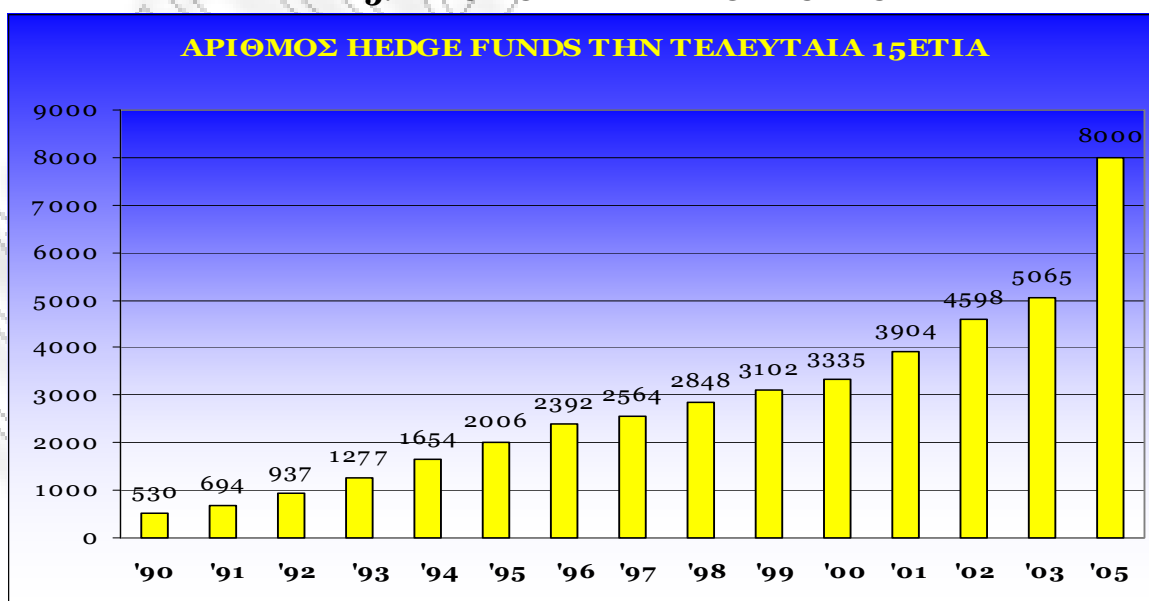
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4. ΧΡΗΜΑΤΑ ΥΠΟ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΓΙΑ ΤΑ FUNDS



Πηγή: Hedge Fund Research [2005]

Ο αριθμός των hedge funds αυξήθηκε δραματικά από 530 το 1990 σε 5065 το 2003, ενώ σήμερα υπολογίζεται σε περίπου 8000.

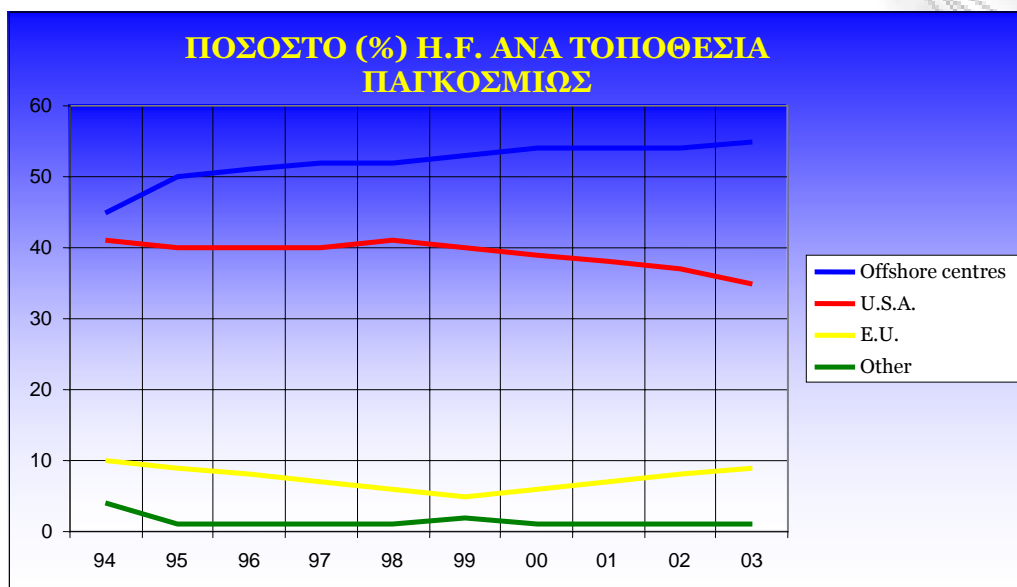
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5. ΑΡΙΘΜΟΣ ΤΩΝ HEDGE FUNDS



Πηγή: Hedge Fund Research [2005]

Έχει ήδη αναφερθεί ότι τα hedge funds προτιμούν μέρη που προσφέρουν φορολογικές ευκολίες και ελάχιστα ελεγχόμενο περιβάλλον. Αυτό φαίνεται καθαρά στο ακόλουθο διάγραμμα.

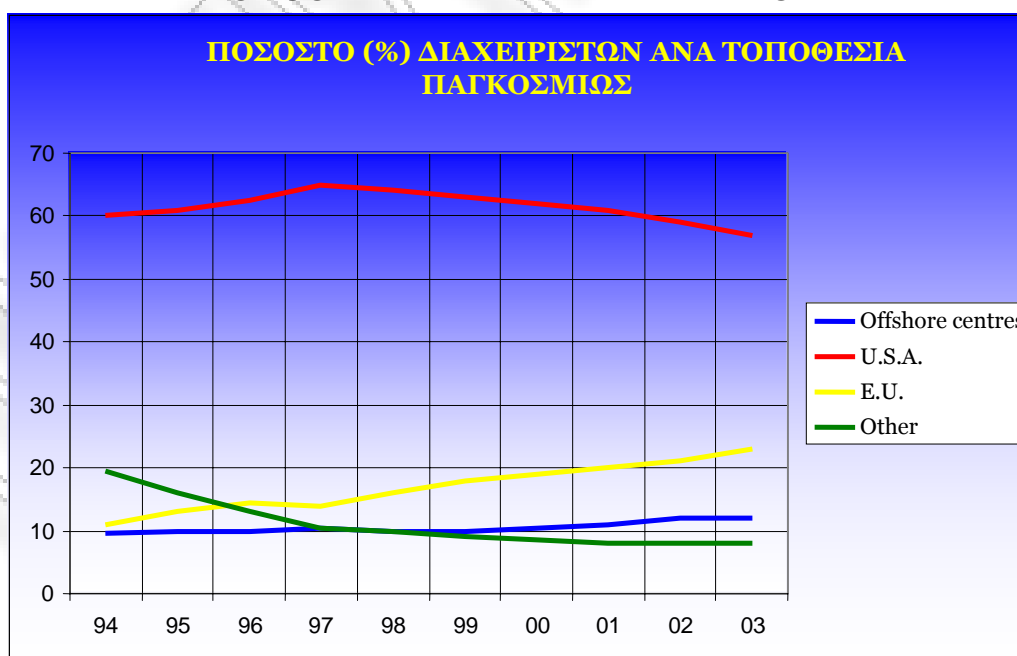
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6. ΓΕΩΓΡΑΦΙΚΗ ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΤΩΝ HEDGE FUNDS



Πηγή: TASS Database [2005]

Η κατανομή των διαχειριστών των hedge funds σε παγκόσμιο επίπεδο είναι διαφορετική, αφού προτιμούν να διαμένουν στα χρηματοοικονομικά και εμπορικά κέντρα του πλανήτη.

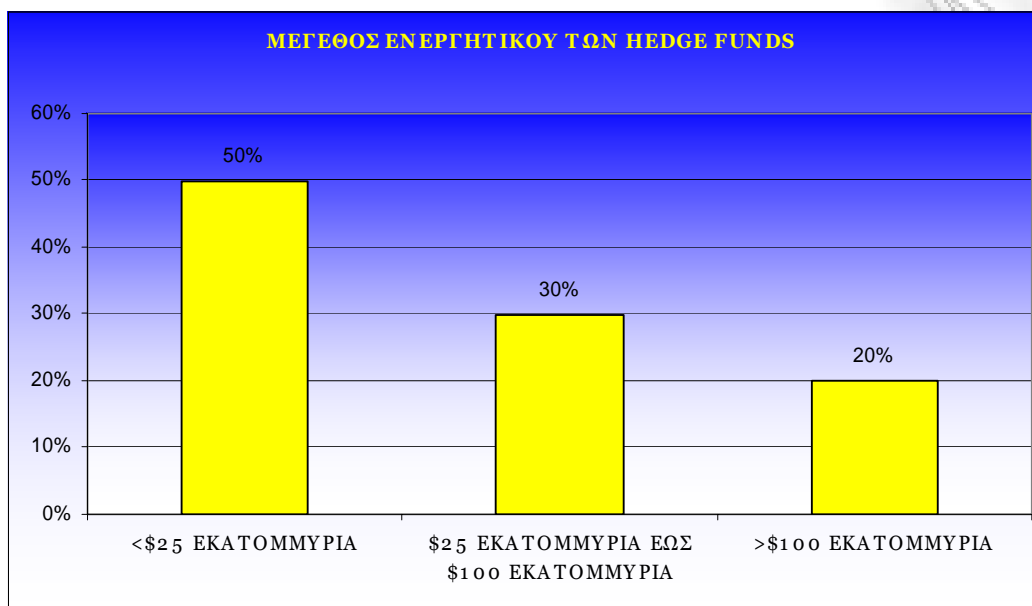
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7. ΚΑΤΑΝΟΜΗ Η.Φ. ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗΝ ΤΟΠΟΘΕΣΙΑ ΤΩΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ ΤΟΥΣ



Πηγή: TASS Database [2005]

Όσο αφορά το σύνολο ενεργητικού τα hedge funds διαφέρουν. Η πλειοψηφία από τα funds (το 80%) έχουν μέγεθος έως \$100 εκατομμύρια.

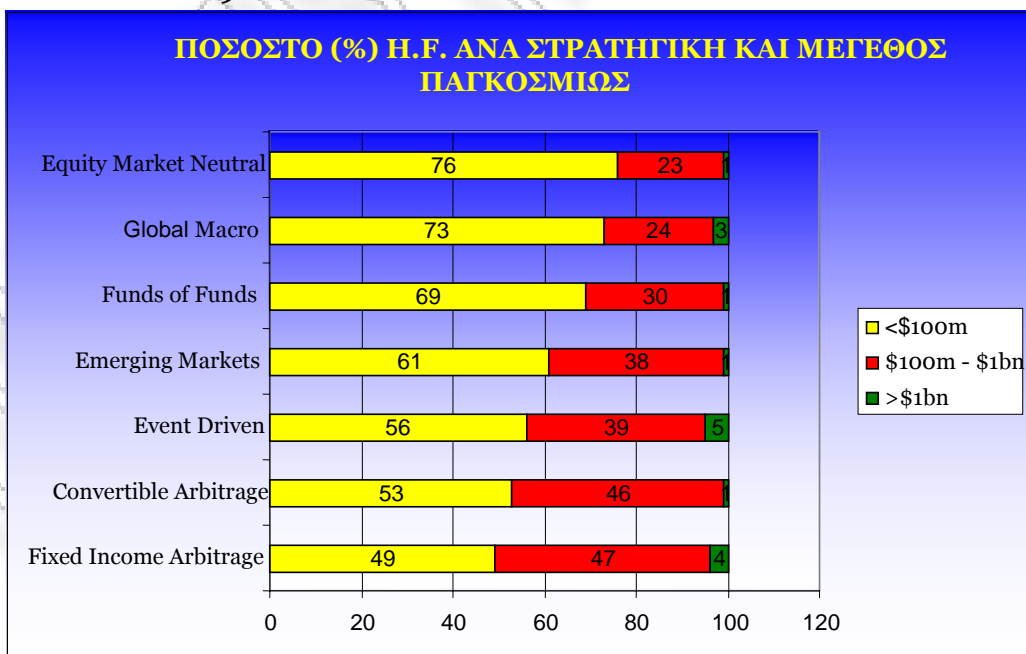
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8. ΜΕΓΕΘΟΣ ΤΩΝ HEDGE FUNDS



Πηγή: Hedge Fund Research [2004]

Μία κατανομή που μπορεί να γίνει είναι βάση της στρατηγικής που ακολουθεί κάθε fund και του ενεργητικού που έχει υπό διαχείριση. Αναφέρονται ορισμένα χαρακτηριστικά στυλ hedge funds.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 9. ΠΟΣΟΣΤΟ Η.Φ. ΑΝΑ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΚΑΙ ΜΕΓΕΘΟΣ

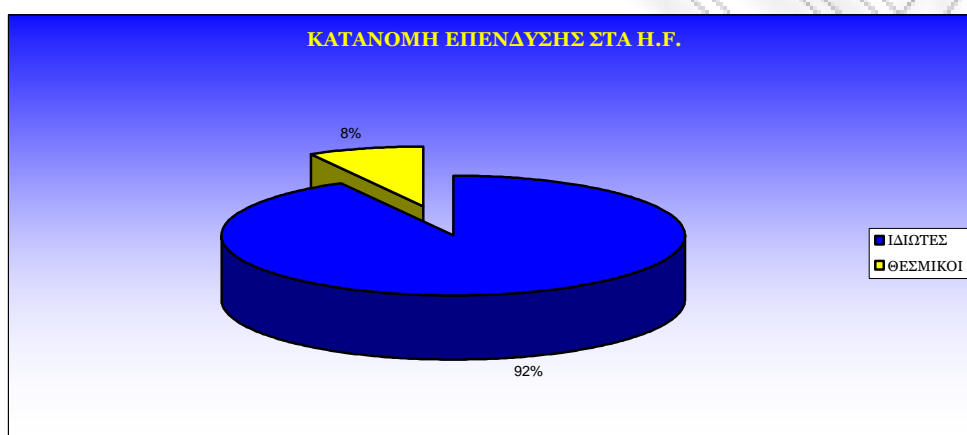


Πηγή: TASS Database [2005]

1.16 ΕΙΣΟΔΟΣ ΤΩΝ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ HEDGE FUNDS

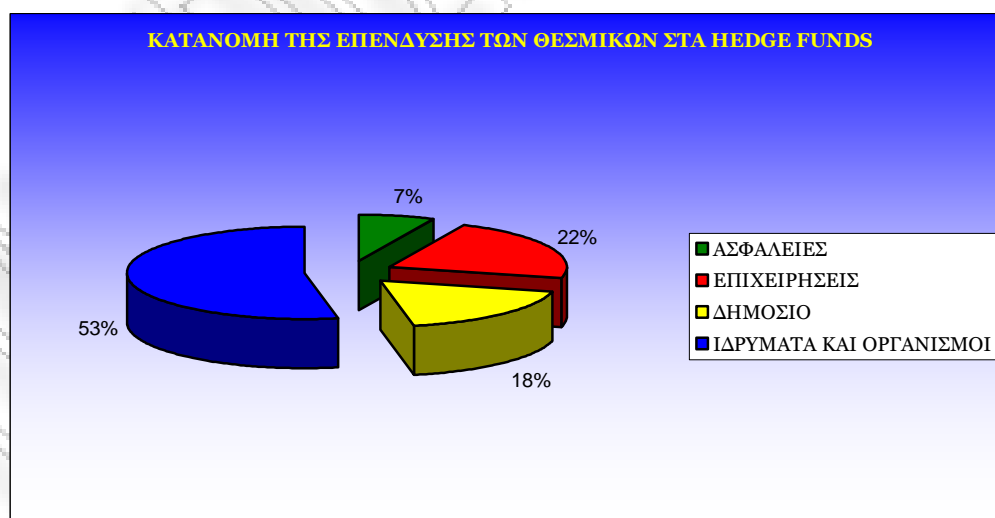
Τα κεφάλαια που διαχειρίζονται τα hedge funds ανέρχονται αναμφισβήτητα σε τεράστια νούμερα. Παρόλα αυτά, μέχρι σήμερα πάνω από το 90% των κεφαλαίων αυτών προέρχονται από ιδιώτες υψηλών εισοδημάτων: από \$870 δις τα \$800 δις προέρχονται από ιδιώτες και τα υπόλοιπα από θεσμικούς επενδυτές. Αξίζει να σημειωθεί ότι πριν 5 έτη το επενδεδυμένο ποσό των θεσμικών ήταν ιδιαίτερα μικρό, σχεδόν μηδενικό. Αυτό το γεγονός αναμένεται να αλλάξει τα επόμενα χρόνια, όπου υπολογίζεται μαζική εισροή θεσμικών κεφαλαίων και επένδυση συνολικής αξίας \$300 δις. Για παράδειγμα, ήδη το Cornell University επενδύει πάνω από 10% του \$2,3 δις ενεργητικού σε hedge funds, πράγμα που κάνει και το Yale University που επενδύει σε διάφορα funds το 25% του συνολικού ενεργητικού του.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 10. ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΣΤΑ HEDGE FUNDS



Πηγή: Bank of New York [2004]

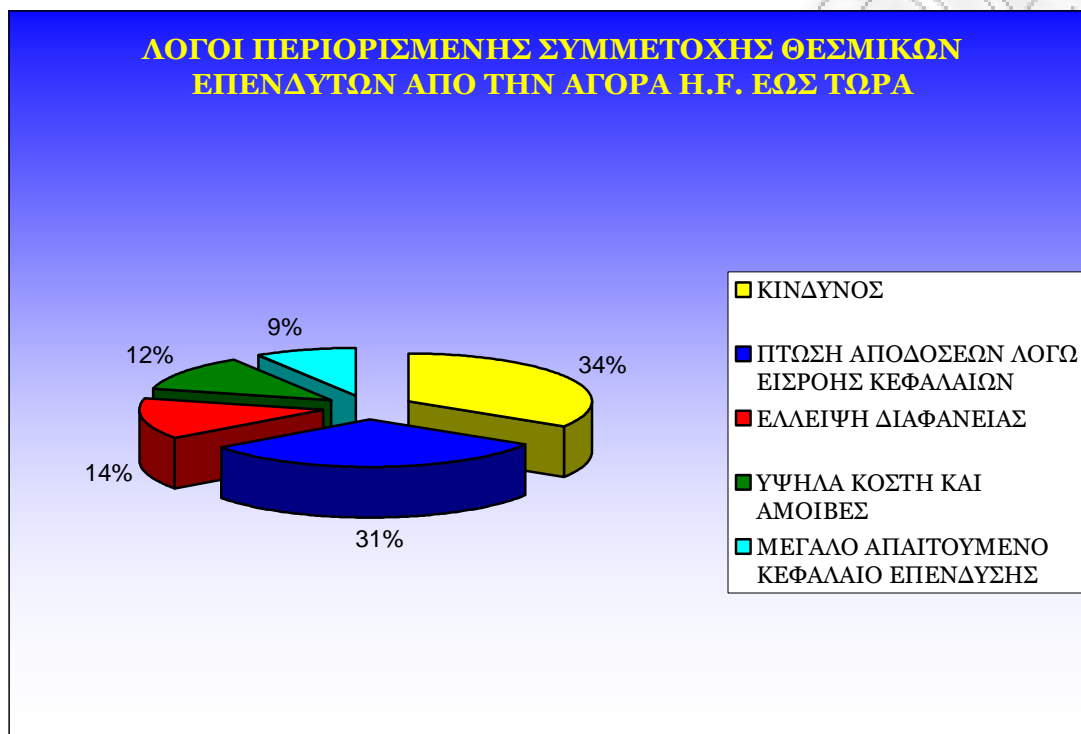
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 11. ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΤΩΝ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΣΤΑ HEDGE FUNDS



Πηγή: Bank of New York [2004]

Γιατί οι θεσμικοί δεν έχουν αναμιχθεί δυναμικά στον κερδοφόρο χώρο των επενδύσεων σε hedge funds? Οι λόγοι είναι αρκετοί, ξεκινώντας από τον κίνδυνο και φθάνοντας στην έλλειψη διαφάνειας και πλήρους ενημέρωσης.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 12. ΛΟΓΟΙ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΗΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗΣ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ HEDGE FUNDS ΕΩΣ ΤΩΡΑ



Πηγή: Bank of New York [2004]

Η αναμενόμενη δυναμική είσοδος των θεσμικών στην αγορά θα επιφέρει αρκετές αλλαγές στην μορφή και στην λειτουργία της. Οι θεσμικοί επενδυτές απαιτούν επαγγελματική διαχείριση, πράγμα που δεν σημαίνει μόνο επενδυτική διορατικότητα, αλλά και λειτουργική υπεροχή, σωστή διαχείριση κινδύνου και υπεύθυνη ενημέρωση. Παρακάτω αναλύονται συνοπτικά κάποια χαρακτηριστικά, η ύπαρξη των οποίων οι ίδιοι οι θεσμικοί θεωρούν ως απαραίτητα προκειμένου να εισέλθουν στην αγορά.

Επιχειρησιακή Οργάνωση: Απαιτείται πλέον επαγγελματική διαχείριση στην όλη οργάνωση του fund, έτσι ώστε να αποτελεί έναν υγιή και βιώσιμο οργανισμό και οι διαχειριστές να μπορούν να εκτελούν απερίσπαστοι το έργο τους, ακολουθώντας διαδικασίες και κανόνες ορισμένους εκ των προτέρων.

Ακεραιότητα: Η κουλτούρα της ακεραιότητας προϋποθέτει εκτός από σαφώς διατυπωμένες διαδικασίες και ανεξάρτητους ελέγχους στην διαχείριση κινδύνου, στις εμπορικές συναλλαγές και όπου κρίνεται απαραίτητο. Οι έλεγχοι αυτοί πιθανώς θα πρέπει να πραγματοποιούνται από τρίτους φορείς.

Λειτουργική Υπεροχή: Άπτεται του τομέα της οργάνωσης και επιβάλλει την χρήση των σύγχρονων τεχνολογιών, την πλήρη ενσωμάτωσή τους στον οργανισμό και την εκμετάλλευση όλων των ευκαιριών που θα οδηγήσουν σε οικονομίες κλίμακας.

Επενδυτική Διαδικασία: Η επενδυτική διαδικασία θα πρέπει να είναι ορισμένη, κατανοητή και επαναλαμβανόμενη. Ο διαχειριστής θα πρέπει να ασχολείται με το κομμάτι των επενδύσεων που έχει ικανότητα – ταλέντο και άρα συγκριτικό πλεονέκτημα.

Καινοτόμες Επενδυτικές Στρατηγικές: Η επαναλαμβανόμενη επενδυτική στρατηγική δεν σημαίνει τυφλή υπακοή, αλλά εγρήγορση προς νέες επενδυτικές ευκαιρίες και αλλαγή δράσης όταν υπάρχει μια αλλαγή στον οικονομικό κύκλο ή ένα σοκ στην οικονομία γενικότερα.

Διαχείριση Κινδύνου: Αποτελεί το κύριο σημείο της λειτουργίας του fund, όπου θα πρέπει να συνεκτιμηθούν πολλοί παράγοντες όπως ο κίνδυνος ρευστότητας, ο λειτουργικός, ο πιστωτικός, ο χρηματοοικονομικός, ο κίνδυνος της αγοράς, ο κίνδυνος των παραγώγων κλπ.

Ανώτερη Εξυπηρέτηση Πελατών: Οι θεσμικοί επενδυτές απαιτούν πλέον ποιοτική επικοινωνία, άμεση διεκπεραίωση των αιτημάτων τους και κυρίως διαφάνεια.

1.17 ΔΕΙΚΤΕΣ ΤΩΝ HEDGE FUNDS

Όπως κάθε χώρος επενδύσεων, έτσι και τα hedge funds χρειάζονται την ύπαρξη κάποιων δεικτών, οι οποίοι θα επιτελούν πολλαπλές λειτουργίες: οι διαχειριστές θα τους χρησιμοποιούν ως benchmarks για να υπολογίζουν την επιπλέον απόδοση που πέτυχαν (συντελεστής alpha) για μια περίοδο και οι επενδυτές θα μπορούν να παρακολουθούν εύκολα και με μικρό κόστος την ενεργητική διαχείριση των χαρτοφυλακίων, όπως και να επενδύσουν σε ένα χαρτοφυλάκιο παρόμοιο με αυτό του δείκτη.

Πολλές συζητήσεις έχουν γίνει σχετικά με το αν μπορεί η βιομηχανία των hedge funds να ωριμάσει και να απολαμβάνει σταθερότητας χωρίς δείκτες. Η σύγκριση των αποδόσεων των funds με δείκτες όπως για παράδειγμα ο S&P 500 δίνει μόνο μια ενδεικτική εικόνα για την πορεία της αγοράς, αφού οι επενδυτικές στρατηγικές που ακολουθούνται είναι εντελώς διαφορετικές. Η σύγκριση θα έπρεπε μάλλον να γίνεται με επενδυτικούς δείκτες, οι οποίοι είναι σχεδιασμένοι για να λειτουργούν ως benchmarks. Όπως και να έχει, τα χαρακτηριστικά ενός κατάλληλου δείκτη είναι η πληρότητα, η ακρίβεια, η διαφάνεια, η σταθερότητα και η ευκολία επένδυσης εκ μέρους των επενδυτών σε αυτόν.

Μερικοί από τους δείκτες που είναι διαθέσιμοι στην αγορά είναι:

- Ο HFR Index από την Hedge Fund Research
- Ο CSFB/Tremont Index από την Credit Suisse First Boston
- Ο Hennessee Index από το Hennessee Group
- Ο Van Index από Van Hedge Funds
- Ο Standard & Poor's Index (S&P) από την ομώνυμη εταιρεία
- Ο MSCI από την Morgan Stanley

Κάθε εταιρεία έχει διαφορετική φιλοσοφία και ακολουθεί διαφορετική μεθοδολογία σχετικά με το ποια funds θα περιλάβει και ποια θα αποκλείσει από το δείκτη, σχετικά με την κατηγοριοποίηση των επενδυτικών στρατηγικών και σχετικά με την στάθμιση των funds στον εκάστοτε δείκτη. Περισσότερες πληροφορίες για τους δείκτες μπορούν να αντληθούν από τις ιστοσελίδες των εταιρειών που παραθέτονται στο τέλος της εργασίας. Όπως και να έχει, πρέπει πάντοτε να λαμβάνουμε υπόψη μας τις πιθανές παραβιάσεις και τα λάθη που έχουν οι βάσεις δεδομένων του χώρου.

1.18 ΜΕΤΡΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΤΩΝ HEDGE FUNDS

Οι βασικές διαστάσεις για την αξιολόγηση κάθε επένδυσης, επομένως και για τα hedge funds, είναι η απόδοση και ο κίνδυνος. Όσο αφορά τα μέτρα απόδοσης, τα βασικά και πλέον χρησιμοποιούμενα είναι ο λόγος του Sharpe (Sharpe Ratio) και ο συντελεστής α του Jensen (Jensen's α). Επιπλέον, χρησιμοποιείται και ο λόγος του Sortino που δίνει χρήσιμες πληροφορίες.

Sharpe Ratio

$$SR = (r_h - r_f) / \sigma_h$$

όπου: r_h είναι η πραγματοποιηθείσα απόδοση του hedge fund

r_f είναι το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο

σ_h είναι η τυπική απόκλιση των αποδόσεων του hedge fund

Ο λόγος του Sharpe (1966) εκφράζει την υπερβάλλουσα απόδοση του fund ανά μονάδα συνολικού κινδύνου και είναι καθαρός αριθμός, απαλλαγμένος από μονάδες μέτρησης. Σύμφωνα με αυτό το κριτήριο, προτιμούνται τα funds που πέτυχαν τα υψηλότερα Sharpe Ratios κατά την διάρκεια μιας περιόδου, αφού αυτό δείχνει καλύτερη διαχείριση και μεγαλύτερη απόδοση ανά μονάδα κινδύνου.

Ο λόγος του Sharpe είναι ένα σχετικό μέτρο, δηλαδή δίνει εικόνα στον επενδυτή συγκρίνοντας τον λόγο μιας επένδυσης με αυτόν μιας άλλης.

Sortino Ratio

Ο λόγος του Sortino (1981) είναι μέτρο επιπλέον απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου, βασισμένο στην downside deviation. Αποτελεί μια παραλλαγή του Sharpe Ratio που διαφοροποιεί την συνολική μεταβλητότητα μιας επένδυσης από το αρνητικό μέρος της μεταβλητότητας. Οι προς τα πάνω κινήσεις είναι επιθυμητές και δεν υπολογίζονται, άρα το Sortino Ratio δεν 'τιμωρεί' τα funds για την προς τα πάνω μεταβλητότητα. Έτσι, στο γνωστό τύπο του Sharpe αντικαθιστούμε τον παρονομαστή:

$$\text{Sortino Ratio} = (r_h - r_f) / \sigma_{\text{down}}$$

όπου: r_h είναι η πραγματοποιηθείσα απόδοση του hedge fund

r_f είναι το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο

σ_{down} είναι η downside deviation των αποδόσεων του hedge fund

Ένας υψηλός δείκτης Sortino δείχνει μικρή πιθανότητα να πραγματοποιηθούν υψηλές ζημιές. Μετράει το ρίσκο σε απόκλιση κάτω από ένα ελάχιστο αποδεκτό επίπεδο αποδόσεων (Minimum Acceptable Return – MAR) για τον επενδυτή. Ο δείκτης είναι χρήσιμος για αποδόσεις χαρτοφυλακίων που δεν είναι κανονικά κατανεμημένες.

Jensen's a

$$(r_h - r_f) = a + b (r_m - r_f) + e_h$$

όπου: r_h είναι η πραγματοποιηθείσα απόδοση του hedge fund

r_f είναι το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο

r_m είναι η πραγματοποιηθείσα απόδοση της αγοράς

Ο Jensen (1968) πρότεινε την εκτίμηση της παραπάνω παλινδρόμησης και την εύρεση του συντελεστή a . Η σύγκριση με ένα δείκτη που χρησιμοποιείται ως benchmark θα μας δώσει την απόδοση του διαχειριστή του fund. Εάν ο συντελεστής a είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός, τότε ο διαχειριστής πέτυχε καλύτερη απόδοση από αυτή που αναμένετο με βάση τον κίνδυνο που ανέλαβε. Εάν ο συντελεστής a είναι αρνητικός, τότε ο διαχειριστής πέτυχε χειρότερη απόδοση από αυτή που αναμένετο, ενώ αν ο συντελεστής a είναι ίσος με το μηδέν τότε η απόδοση που ελετεύχθη ήταν η αναμενόμενη.

Ο κίνδυνος μιας επένδυσης ορίζεται ως η πιθανότητα απώλειας χρημάτων σε κάποια χρονική στιγμή. Συνήθως ο κίνδυνος εκφράζεται με την μεταβλητότητα των αποδόσεων της επένδυσης από τη μέση απόδοσή της, δηλαδή την τυπική απόκλιση (standard deviation).

Τυπική Απόκλιση (standard deviation)

$$SD (\sigma) = \sqrt{\sum (r_h - \bar{r}_h)^2 / (n - 1)}$$

όπου: r_h είναι η πραγματοποιηθείσα απόδοση του hedge fund

\bar{r}_h είναι ο μέσος των αποδόσεων του hedge fund

n είναι ο αριθμός των παρατηρήσεων

Η τυπική απόκλιση δεν μετράει την πιθανότητα ζημιάς της επένδυσης, παρά μόνο αν λάβουμε υπόψη τη μέση απόδοση της επένδυσης. Έτσι, αν η τυπική απόκλιση προστεθεί και αφαιρεθεί από το μέσο ($\mu \pm \sigma$) δείχνει το εύρος που θα κινηθούν οι αποδόσεις στο 68,27% των περιπτώσεων σε μια κανονική κατανομή, ενώ $\mu + / - 2\sigma$ και $\mu + / - 3\sigma$ είναι τα αντίστοιχα εύρη για το 95,45% και το 99,73% των περιπτώσεων.

Downside Deviation

Αποτελεί μέτρο παρόμοιο με την τυπική απόκλιση (standard deviation), αλλά αφορά μόνο αποδόσεις που πέφτουν κάτω από ένα προκαθορισμένο ελάχιστο αποδεκτό επίπεδο αποδόσεων (MAR) παρά από τον αριθμητικό μέσο. Σκοπεύει στην απομόνωση του αρνητικού μέρους της μεταβλητότητας.

Van Ratio

Αποτελεί ένα μέτρο που εκφράζει την πιθανότητα ύπαρξης ζημιάς για μια επένδυση σε μια συγκεκριμένη περίοδο (συνήθως ένα έτος).

$$VR = \frac{\text{Compound annual return for measurement period}}{\text{Average 4 quarter SD for measurement period}}$$

Το πλεονέκτημα αυτού του μέτρου είναι ότι παρέχει ένα απόλυτο μέτρο κινδύνου. Ένας συντελεστής $VR = 5\%$ σημαίνει ότι υπάρχει η αντίστοιχη πιθανότητα ζημιάς κατά την διάρκεια καθενός από τα 4 τρίμηνα του επόμενου έτους.

Ο συντελεστής Van Ratio δεν δείχνει όμως την συχνότητα, την ένταση και την διάρκεια των ζημιών.

Συντελεστής beta

Αποτελεί ένα από τα γνωστότερα μέτρα κινδύνου, τόσο για τους οικονομικούς αναλυτές, όσο και για τους επενδυτές. Ο συντελεστής beta είναι ένα μέτρο ευαισθησίας των μεταβολών της τιμής μιας μετοχής ή ενός χαρτοφυλακίου ως προς τις μεταβολές της αγοράς. Μαθηματικά, το beta ορίζεται ως:

$$b_i = \sigma_{im} / \sigma_m^2$$

όπου: σ_{im} η συνδιακύμανση των αποδόσεων της μετοχής με αυτές της αγοράς
 σ_m^2 η διακύμανση των αποδόσεων της αγοράς

Μετοχές με beta μικρότερο της μονάδας καλούνται αμυντικές, ενώ μετοχές με beta μεγαλύτερο της μονάδας επιθετικές.

Παρόλα αυτά, ο συντελεστής beta δεν χρησιμοποιείται για τα hedge funds. Τα περισσότερα funds δεν έχουν συσχέτιση με τις κινήσεις των αγορών, ιδιαίτερα των χρηματιστηριακών, και ως εκ τούτου ο συγκεκριμένος συντελεστής δεν είναι χρήσιμος. Κατ' αντίστοιχία δεν χρησιμοποιείται και συντελεστές που περικλείουν το beta, όπως ο ευρέως γνωστός δείκτης του Treynor.

Drawdown

Αυτό το μέτρο δείχνει την πτώση της αξίας ενός χαρτοφυλακίου από ένα προηγούμενο υψηλό σημείο κατά την διάρκεια μιας περιόδου. Το uninterrupted drawdown υπολογίζει το διάστημα που η αξία του χαρτοφυλακίου πέφτει συνεχώς. Το peak to valley drawdown (maximum drawdown) δίνει τη συνολική πτώση της αξίας από τη μέγιστη τιμή στην ελάχιστη και το recovery time είναι ο χρόνος που χρειάζεται ώστε να επανέλθει η αξία του χαρτοφυλακίου στην αρχική (πριν συμβεί η πτώση). Όλα τα προαναφερθέντα είναι στοιχεί αξιολόγησης για έναν διαχειριστή ενός fund, όπως για παράδειγμα ο αριθμός των drawdowns που είχε το χαρτοφυλάκιό του και η μέση διάρκεια αυτών σε μια περίοδο.

Downside Risk

Είναι ένα μέτρο που χρησιμοποιείται όλο και περισσότερο από τους αναλυτές. Υπολογίζεται υποθέτοντας είτε κανονική κατανομή είτε μη κανονική (με κύρτωση ή ασυμμετρία). Αποτελεί ένα τρόπο κατανόησης του κινδύνου και περιλαμβάνει ποικιλία άλλων μέτρων.

Value-at-Risk (VaR)

Τα τελευταία χρόνια αναπτύχθηκε μια τεχνική που μετράει την έκθεση στον κίνδυνο, η τεχνική VaR, η οποία μπορεί να εφαρμοσθεί σε κάθε χαρτοφυλάκιο όπως ομόλογα, συνάλλαγμα, futures, options, κλπ. Η VaR ενός χαρτοφυλακίου ορίζεται σαν η μέγιστη ζημιά που αναμένεται να πραγματοποιηθεί αναφορικά με το χαρτοφυλάκιο μέσα σε ένα χρονικό διάστημα με μια συγκεκριμένη πιθανότητα. Έτσι, αν μια επένδυση έχει για παράδειγμα VaR = \$100.000 για επίπεδο εμπιστοσύνης 99%, αυτό σημαίνει ότι κατά μέσο όρο θα έχουμε ζημιές παραπάνω από \$100.000 μία μέρα στις εκατό.

Για τον υπολογισμό της VaR απαιτείται η κατανομή των τιμών του χαρτοφυλακίου στον επιλεγμένο χρονικό ορίζοντα. Η κατανομή μπορεί να υπολογιστεί είτε από ιστορικά δεδομένα είτε υποθέτοντας ότι ακολουθεί κανονική ή άλλη κατανομή. Η VaR είναι η απόσταση της μέσης τιμής του χαρτοφυλακίου και του πρώτου εκατοστημορίου για επίπεδο εμπιστοσύνης 99%: $VaR = \text{Expected Profit/Loss} - \text{Worst Case Loss at 99\% Confidence Level}$. Το ανώτερο καλείται και Absolute VAR. Η conditional VaR (C- VaR) είναι ένα μέτρο που απαντάει στην ερώτηση πόσο θα χάσει σε αξία το χαρτοφυλάκιο αν τα πράγματα πάνε άσχημα. Η C - VaR είναι η αναμενόμενη ζημιά κατά την διάρκεια μιας περιόδου η ημερών με δεδομένο ότι βρισκόμαστε στο (100-X)% αριστερό άκρο της κατανομής.

Η εφαρμογή της VaR καθίσταται ελκυστική διότι μπορεί να εφαρμοστεί τόσο σε μικρό όσο και σε μακρο-επίπεδο, δηλαδή να υπολογιστεί για ένα ξεχωριστό στοιχείο του ενεργητικού και για ολόκληρο το χαρτοφυλάκιο. Τα πλεονεκτήματά της είναι: i) μετράει πραγματικά και όχι νοητά τον κίνδυνο ii) παρέχει συγκρίσιμα αποτελέσματα μεταξύ των επιχειρήσεων iii) διευκολύνει τον έλεγχο με τα πραγματοποιηθέντα καθημερινά κέρδη/ζημιές iv) διευκολύνει την πραγματοποίηση των stress tests.

Η VaR μπορεί να υπολογιστεί για διάφορες χρονικές περιόδους, συνήθως από μία μέρα ως ένα μήνα. Επίσης μπορεί να εκφραστεί ως ποσοστό ή ως απόλυτο ποσό σε οποιοδήποτε νόμισμα.

Η Relative VaR μετράει τον κίνδυνο της υποεπίδοσης, για παράδειγμα μετράει την μεγαλύτερη υποεπίδοση για ένα δεδομένο επίπεδο εμπιστοσύνης και ένα συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα.

Η Marginal VaR μετράει κατά πόσο αλλάζει ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου εάν μια συγκεκριμένη θέση αφαιρούταν. Μια θετική Marginal VaR σημαίνει μείωση του συνολικού κινδύνου αν το στοιχείο αφαιρεθεί. Μια αρνητική Marginal VaR σημαίνει αύξηση του συνολικού κινδύνου αν το στοιχείο αφαιρεθεί.

Η Percent VaR υπολογίζεται σε σχέση με την συνολική παρούσα αξία (Present Value) του χαρτοφυλακίου. Συγκεκριμένα, διαιρούμε την (absolute) VaR κάθε

στοιχείου με την συνολική παρούσα αξία του χαρτοφυλακίου και πολλαπλασιάζουμε με 100 για να μετατραπεί σε ποσοστό.

Η Incremental VaR μετράει τον αντίκτυπο μικρών αλλαγών στις θέσεις ανάλογα με την στάθμιση του χαρτοφυλακίου. Η Incremental VaR μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τον ποσοστιαίο υπολογισμό της συνεισφοράς στον κίνδυνο. Το άθροισμα των Incremental VaR θα ισούται με την συνολική VaR. Η θετική Incremental VaR σημαίνει μείωση του συνολικού κινδύνου εάν η θέση μειωθεί. Η αρνητική Incremental VaR σημαίνει αύξηση του συνολικού κινδύνου αν αυξηθεί η θέση.

Υπάρχουν διεθνώς 3 μεθοδολογίες υπολογισμού της VaR: i) Parametric modeling ii) Monte Carlo simulation iii) Historical simulation

Parametric modeling

Αυτό το μοντέλο υπολογίζει τη VaR από την τυπική απόκλιση των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου. Υποθέτει λογαριθμική συνάρτηση κανονικής κατανομής για τις αποδόσεις κάθε στοιχείου ενεργητικού. Οι μεταβλητότητες και οι συσχετίσεις υπολογίζονται απευθείας από χρονοσειρές, την έναρξη και την λήξη των οποίων καθορίζει ο χρήστης.

Το παραμετρικό μοντέλο είναι ακριβές για γραμμικά στοιχεία, αλλά μη ακριβές για options. Οι υπολογισμοί είναι γρήγοροι και δεν απαιτούν εκτεταμένα ιστορικά στοιχεία.

Monte Carlo simulation

Ο υπολογισμός της VaR γίνεται προσομοιώνοντας τυχαία σενάρια και επανεκτιμώντας την αξία κάθε στοιχείου του χαρτοφυλακίου. Οι κατανομές των τιμών προϋποθέτονται ως lognormal. Αυτή η μέθοδος δίνει ακριβές αποτέλεσμα για σύνθετες, μη γραμμικές θέσεις (exotic and OTC derivatives). Ο υπολογισμός όμως είναι πιο χρονοβόρος και απαιτείται ιδιαίτερα εξελιγμένο υπολογιστικό σύστημα. Αν ο χρονικός ορίζοντας είναι πιο μακρινός και οι μεταβλητότητες των στοιχείων μεγάλες, αυτή η μέθοδος πρέπει να προτιμείται.

Historical simulation

Υπολογίζει τη VaR παίρνοντας πραγματικές ιστορικές αποδόσεις και ξαναυπολογίζει την αξία κάθε στοιχείου ενεργητικού. Δεν προϋποθέτει lognormality, και οι κατανομές των στοιχείων κινδύνου λαμβάνονται όπως ακριβώς ήταν στην παρελθούσα περίοδο. Αυτή η μέθοδος είναι κατάλληλη για απλές γραμμικές θέσεις.

Stress Testing

Εκτός από τον υπολογισμό της VaR, πολλές εταιρείες και funds υποβάλλουν το χαρτοφυλάκιό τους στο λεγόμενο stress test. Αυτή η δοκιμασία περιλαμβάνει τον υπολογισμό της επίδοσης του χαρτοφυλακίου κάτω από τις πιο ακραίες καταστάσεις που έχουν επικρατήσει στην αγορά τα τελευταία 10 ή 20 έτη. Με αυτόν τον τρόπο λαμβάνονται υπόψη έκτακτα γεγονότα που συμβαίνουν στις αγορές κατά περιόδους και είναι πρακτικά αδύνατο να συμβούν σύμφωνα με τις κατανομές πιθανότητας που χρησιμοποιούνται. Αυτό συμβαίνει γιατί σε περιόδους market stress οι σχέσεις και συσχετίσεις μεταξύ των αγορών μπορούν να αλλάξουν δραματικά, η ρευστότητα να μειωθεί σε μεγάλο βαθμό και στοιχεία ενεργητικού να πουληθούν σε χαμηλές τιμές. Τέτοια γεγονότα συνήθως παραβλέπονται ακόμα και από σύνθετα μοντέλα χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Για παράδειγμα, μια ημερήσια μεταβολή της τάξης 5σ είναι ένα ακραίο φαινόμενο που υποθέτοντας μια κανονική κατανομή θα συνέβαινε μια φορά κάθε 7.000 χρόνια. Παρόλα αυτά, ένα τέτοιο φαινόμενο μπορεί να παρατηρηθεί στις αγορές μία ή δύο φορές κάθε 10 έτη. Έως τώρα, οι εποπτικές αρχές δεν έχουν καθορίσει μία συγκεκριμένη μεθοδολογία για την διενέργεια των stress tests και έτσι τα αποτελέσματά τους είναι δύσκολο να ερμηνευθούν σε ενιαία βάση.

Το stress test είναι ένα υποκειμενικό μέτρο κινδύνου, αφού περιέχει την ανθρώπινη κρίση, σε αντίθεση με τη VaR που είναι ένα αντικειμενικό μέτρο κινδύνου. Stress test θα πρέπει να πραγματοποιείται κάθε μήνα ή τρίμηνο για ένα χαρτοφυλάκιο. Η διαδικασία έχει τρία βήματα: i) δημιουργία σεναρίων ii) επανυπολογισμό της αξίας του χαρτοφυλακίου iii) εξαγωγή συμπερασμάτων. Τα σενάρια που χρησιμοποιούνται είναι αρχικά οι ακραίες καταστάσεις που έχουν συμβεί στο παρελθόν. Παρόλα αυτά οι διαχειριστές κινδύνου θα πρέπει πάντα να ψάχνουν για νέα σενάρια, πιο κοντά στις τρέχουσες ή στις προβλεπόμενες μελλοντικές εξελίξεις και να εξετάζουν τις αλληλοεπιδράσεις των κινδύνων και τις συσχετίσεις των αγορών.

Παραδείγματα σεναρίων είναι:

- Ανοδική κίνηση του S&P 500 κατά 10%
- Καθοδική κίνηση του S&P 500 κατά 10%
- Ανοδική κίνηση των επιτοκίων κατά 100 basis points
- Καθοδική κίνηση των επιτοκίων κατά 100 basis points
- 'Μαύρη Δευτέρα' (Black Monday, 19-10-1987)
- Ασιατική κρίση
- Ρωσική κρίση
- Πόλεμος στον Κόλπο
- Ενδεκάτη Σεπτεμβρίου

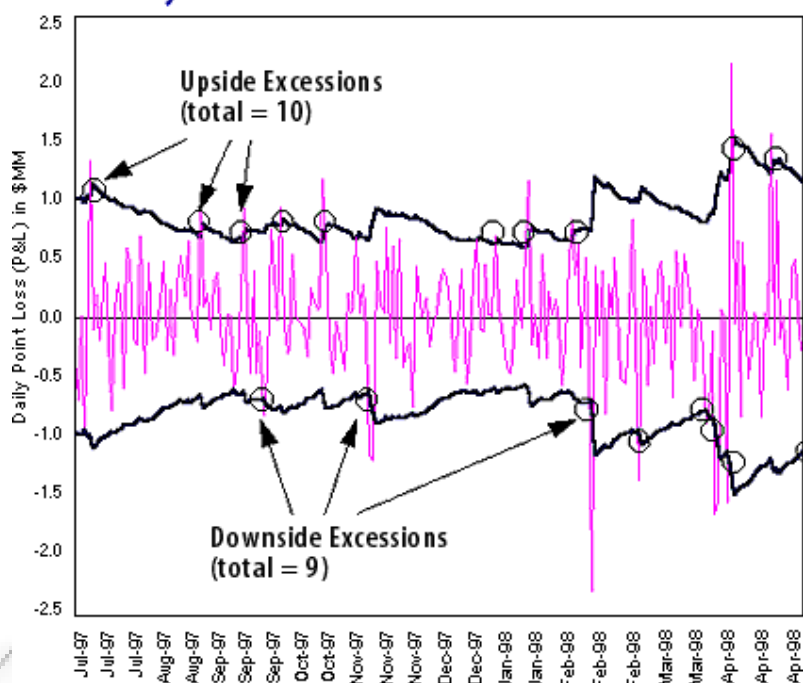
Στη φάση του υπολογισμού της αξίας του χαρτοφυλακίου υπολογίζεται η αξία του ενεργητικού και του παθητικού της εταιρείας σύμφωνα με τις άσχημες συνθήκες του ακολουθούμενου σεναρίου. Στη φάση της εξαγωγής πορίσματος κατανοείται που είναι εκτεθειμένο το χαρτοφυλάκιο και αποφασίζεται αν είναι αναγκαία η αναδιάρθρωσή του.

Back Testing

Το Back Testing αποτελεί σημαντικό κομμάτι του συνολικού υπολογισμού της VaR. Τουλάχιστον μία φορά το τρίμηνο οι εταιρείες θα πρέπει να ελέγχουν κατά πόσο τα χρησιμοποιούμενα μοντέλα υπολογισμού VaR δίνουν αξιόπιστα αποτελέσματα. Συγκεκριμένα, ένα back test θα εξετάσει πόσο συχνά η ζημιά που είχε υπολογιστεί ότι θα συνέβαινε μία μέρα στις εκατό συνέβη πραγματικά. Αν συνέβη για αρκετά μεγάλο ποσοστό ημερών (5-6% και άνω), τότε η μεθοδολογία υπολογισμού της VaR ήταν πιθανότατα λανθασμένη.

Ο πλέον εμφανής τρόπος για να γίνει backtest είναι να παρουσιαστεί σε ένα διάγραμμα τα κέρδη/ζημίες (profit/losses) του χαρτοφυλακίου και η προβλεφθείσα VaR και να μετρηθεί πόσες φορές είχαμε υπέρβαση.

Daily 95% Confidence VaR vs. Excessions

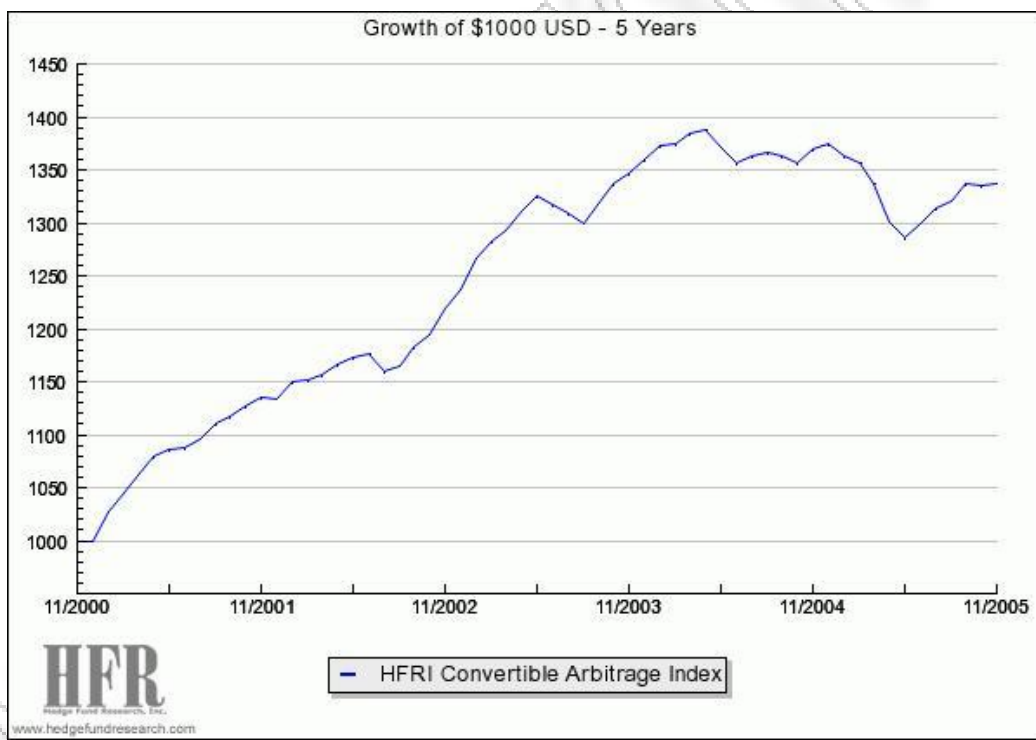


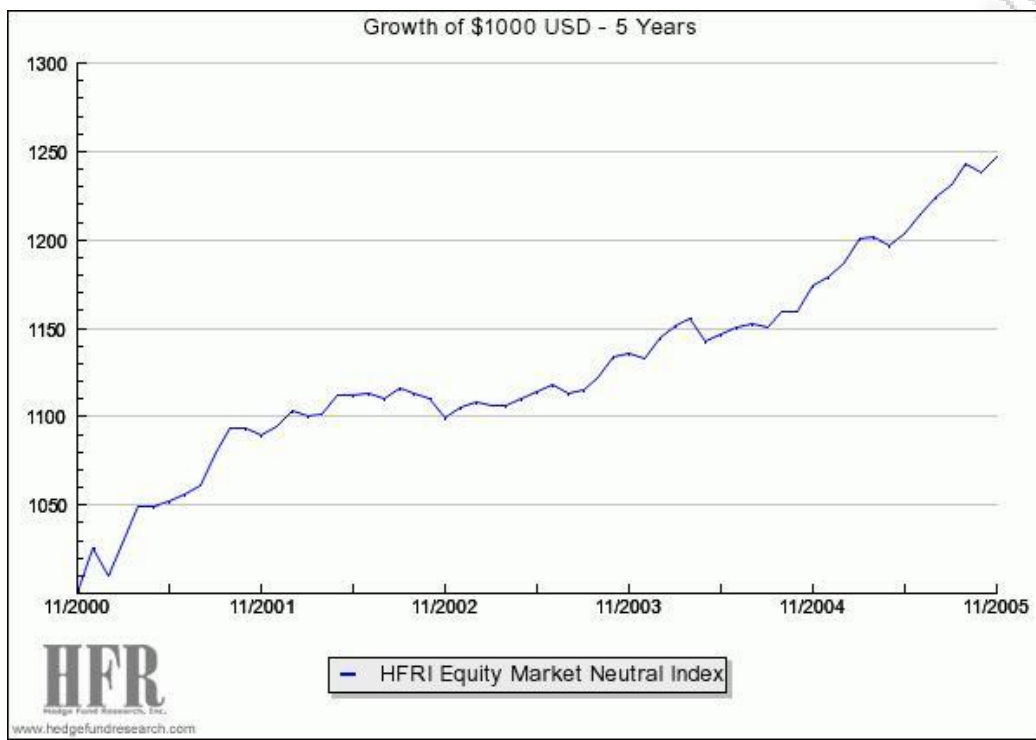
Πηγή: Riskmetrics [2006]

Είναι αρκετά σημαντικό να εξετάσουμε και την συγκέντρωση των υπερβάσεων. Για παράδειγμα, δεν είναι καθόλου θετικό να μην υπάρχει καμία υπέρβαση για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα και μετά να έρχονται όλες οι υπερβάσεις μαζί σε σύντομο διάστημα χρόνου.

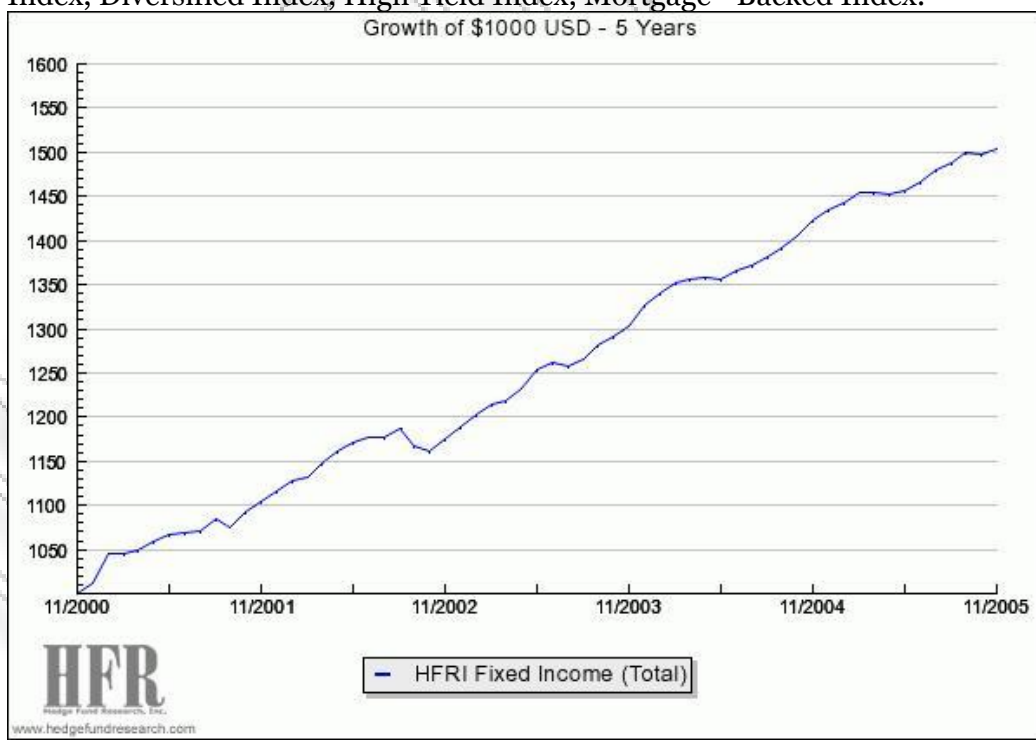
1.19 Η ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΠΟΡΕΙΑ ΤΩΝ HEDGE FUNDS ΜΕ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΙΚΗ ΑΠΕΙΚΟΝΙΣΗ

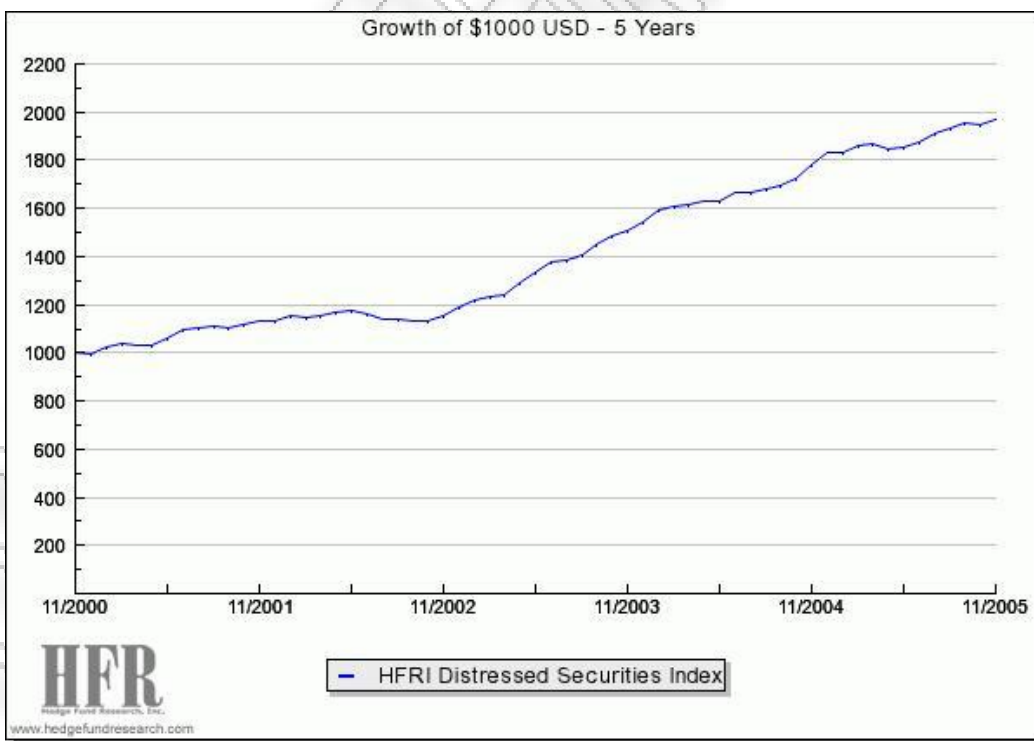
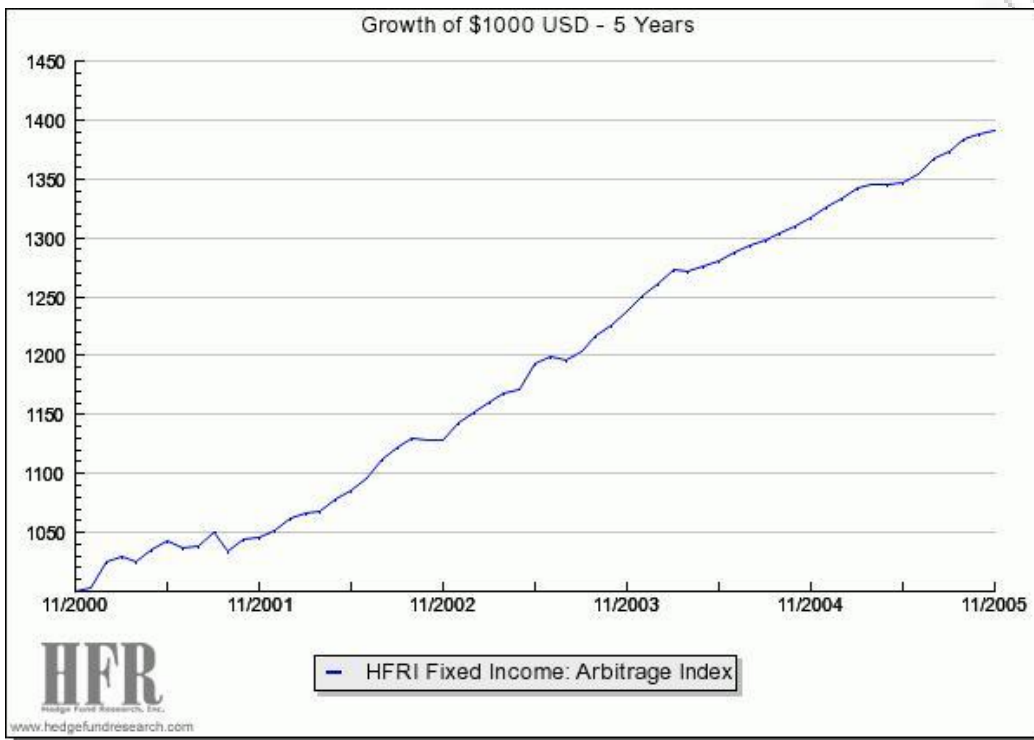
Σε αυτό το σημείο είναι σκόπιμο να εξετασθεί η διαχρονική πορεία των hedge funds στις αγορές και οι αποδόσεις που πέτυχαν. Θα χρησιμοποιηθούν στοιχεία από μια εκ των πλέον αξιόπιστων πηγών, της Hedge Fund Research Inc. Αρχικά, θα παρουσιαστούν οι αποδόσεις διαφόρων στυλ-στρατηγικών (των οποίων οι έννοιες αναλύθηκαν παραπάνω) κατά την διάρκεια της τελευταίας πενταετίας. Αμέσως μετά θα συγκριθούν κάποια κύρια στυλ με τα πιο σημαντικά benchmarks της αγοράς, δείκτες όπως ο Dow Jones Industrial Average, ο NASDAQ Composite Index, ο Russell 2000 Composite Index, ο S & P 500 Composite Index, ο MSCI World Index, ο FTSE 100 Index και ο Lehman Govt / Credit Bond Index.

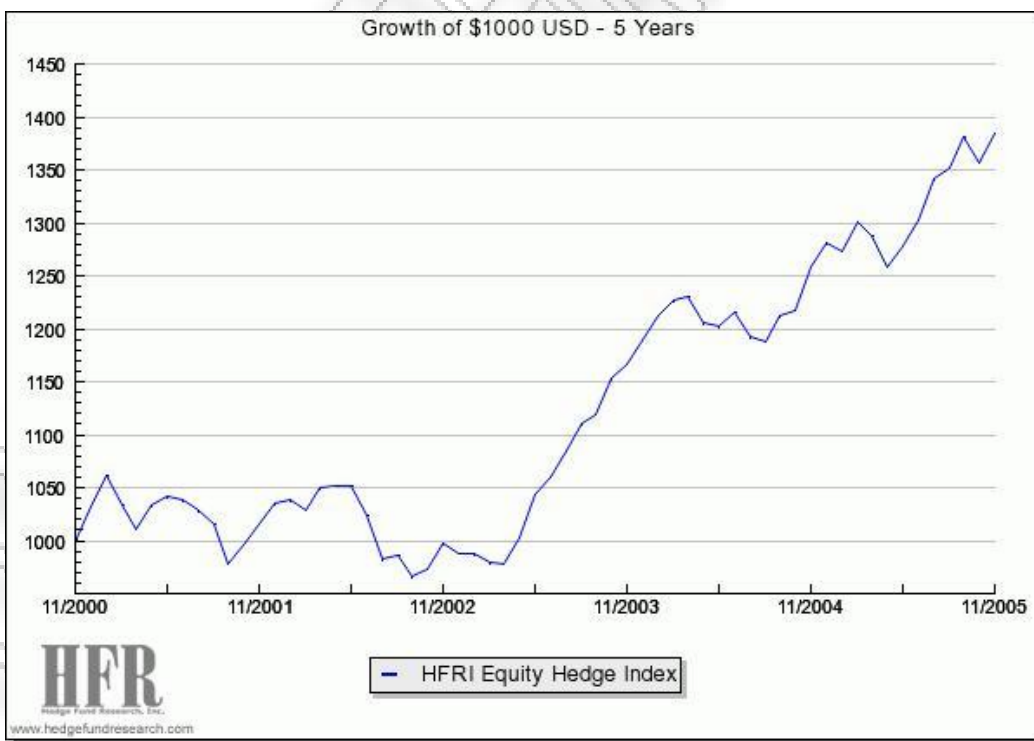
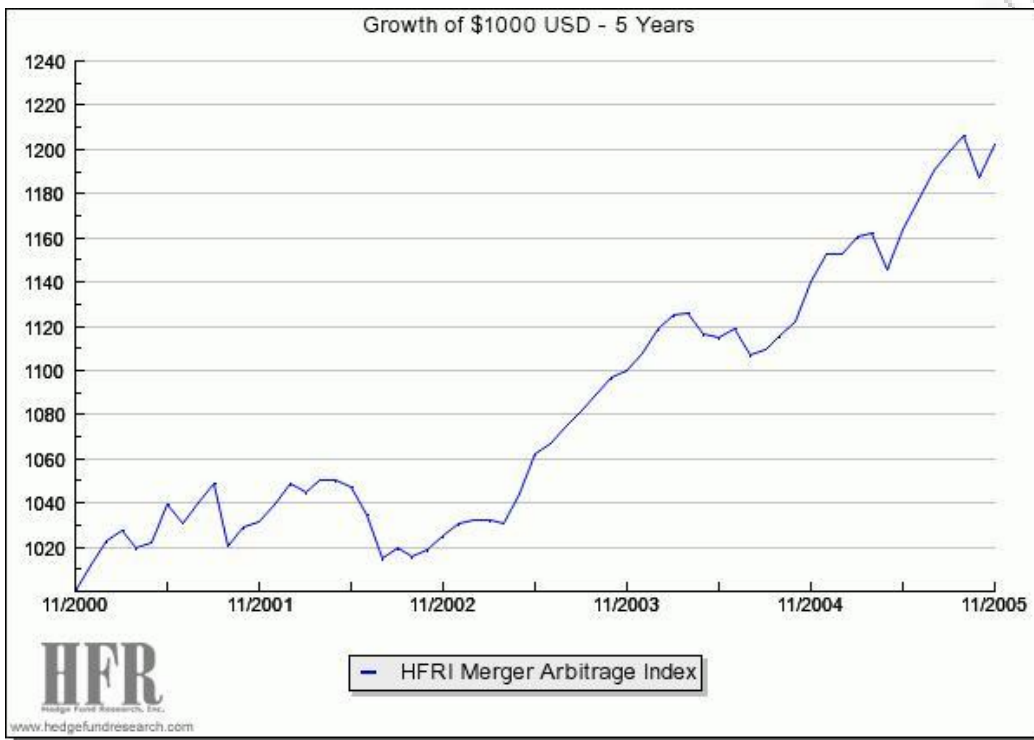


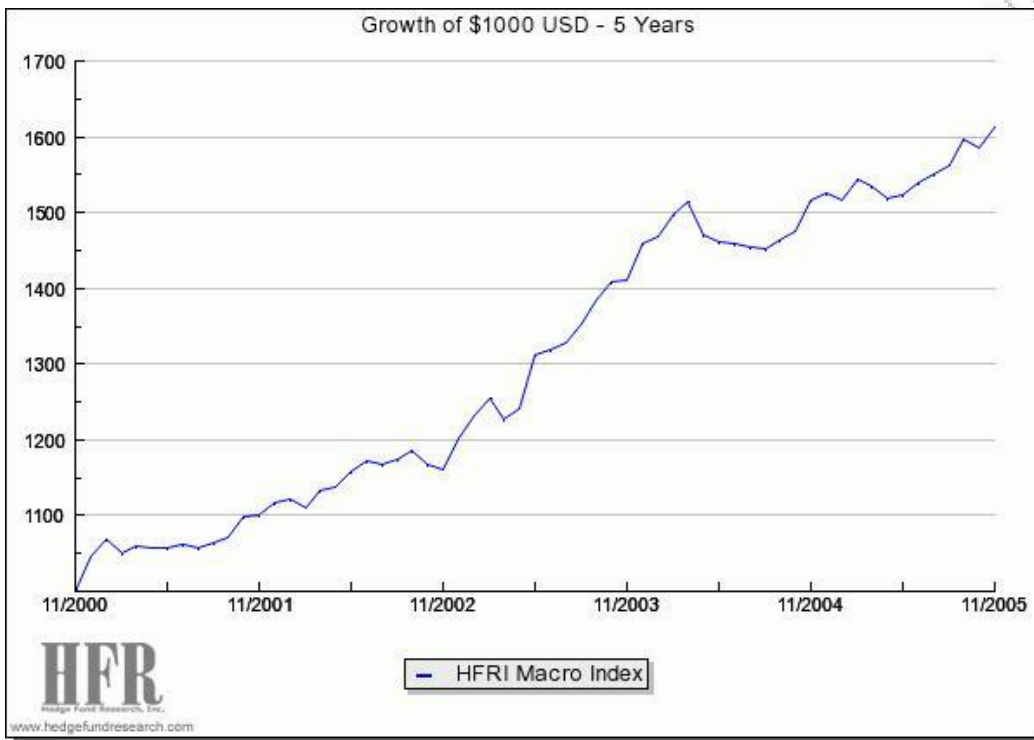


Ο Fixed Income Total περιλαμβάνει τους Arbitrage Index, Convertible Bonds Index, Diversified Index, High Yield Index, Mortgage - Backed Index.

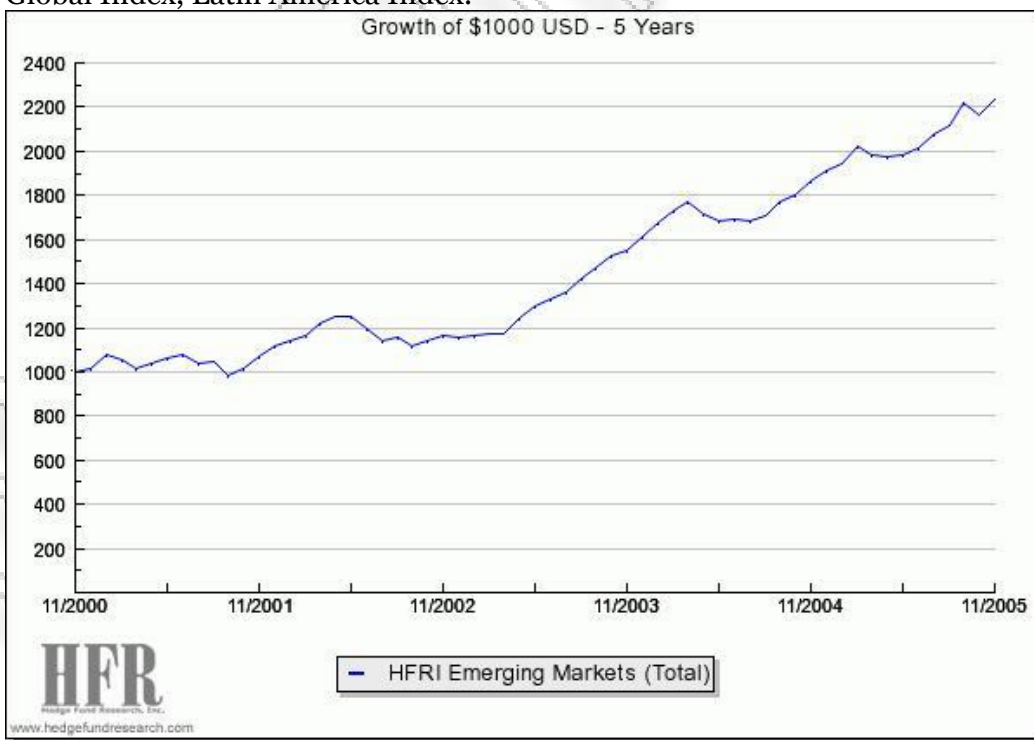




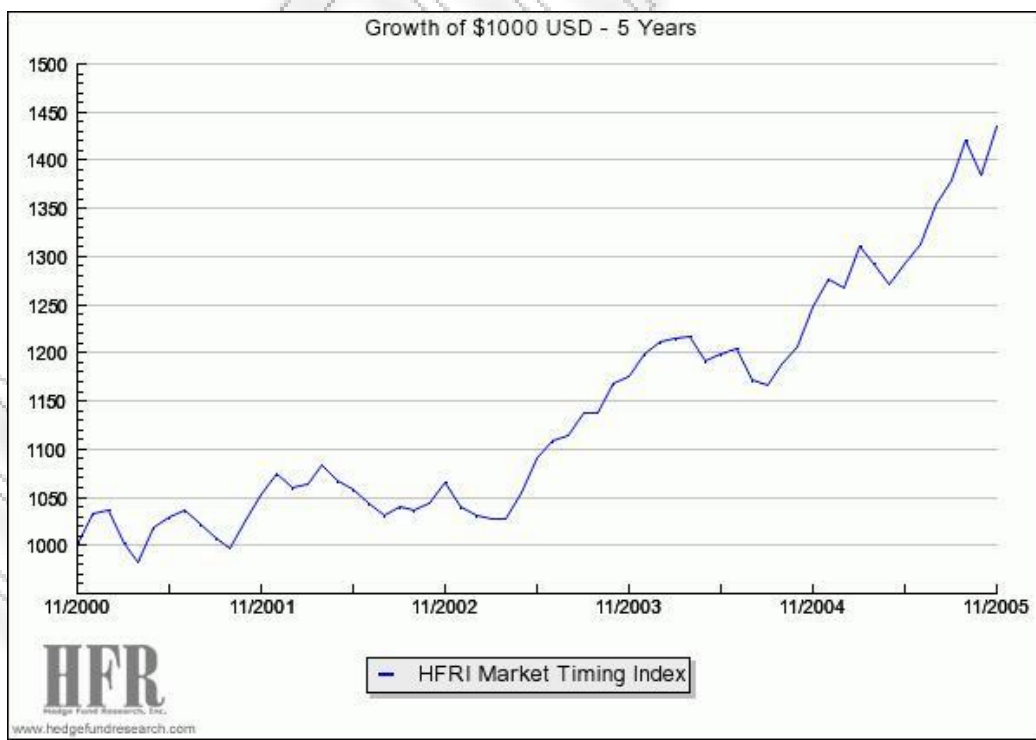
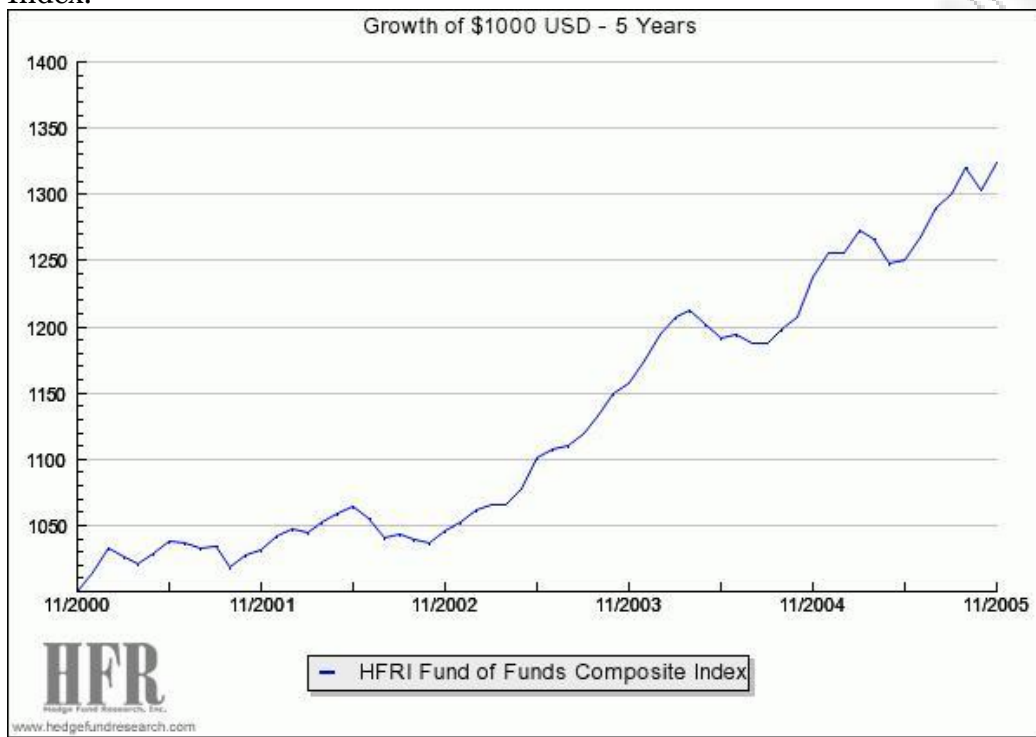


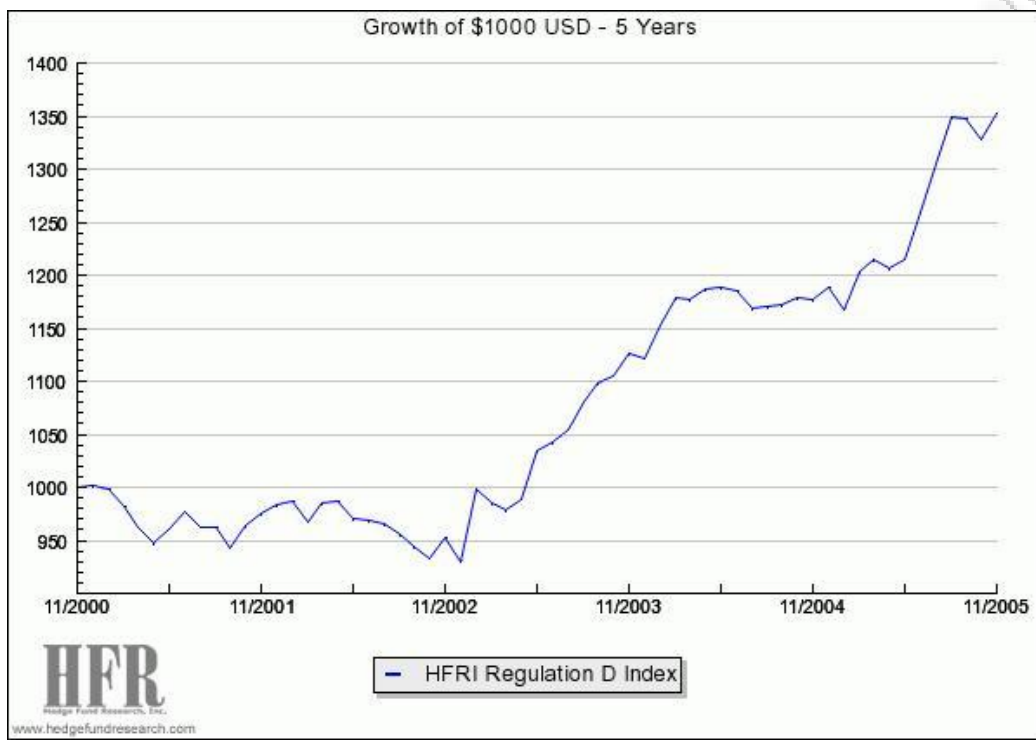


Ο Emerging Markets περιλαμβάνει τους Asia Index, Eastern Europe Index, Global Index, Latin America Index.

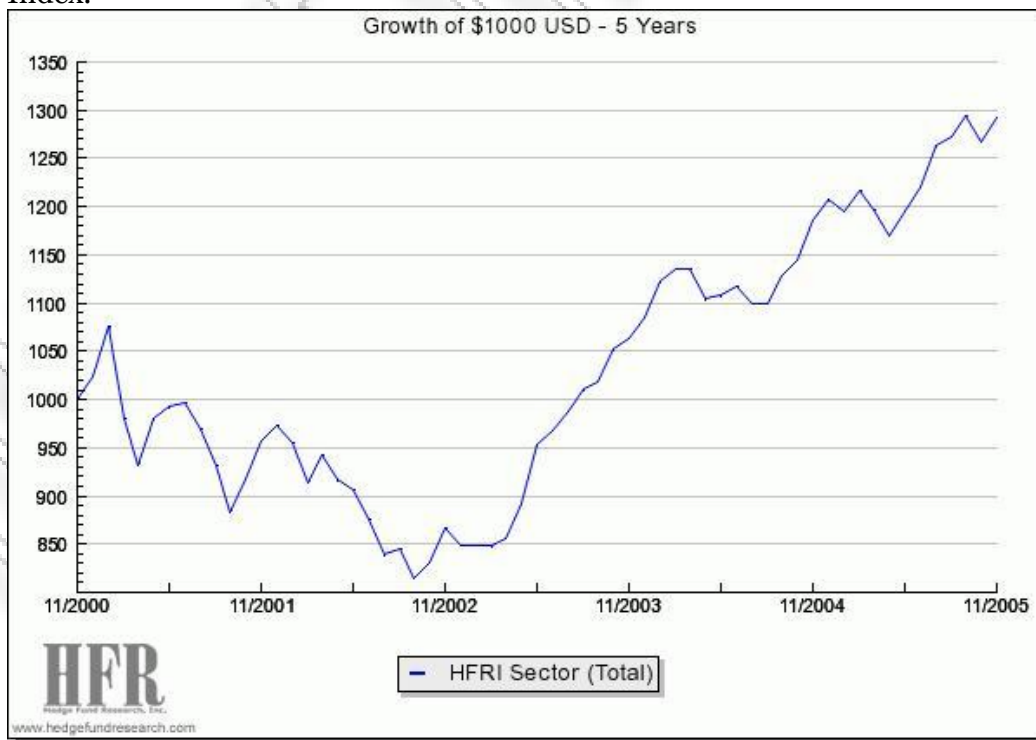


Ο Funds of Funds Composite Index περιλαμβάνει τους FoF Conservative Index, FoF Diversified Index, FoF Market Defensive Index, FoF Strategic Index.

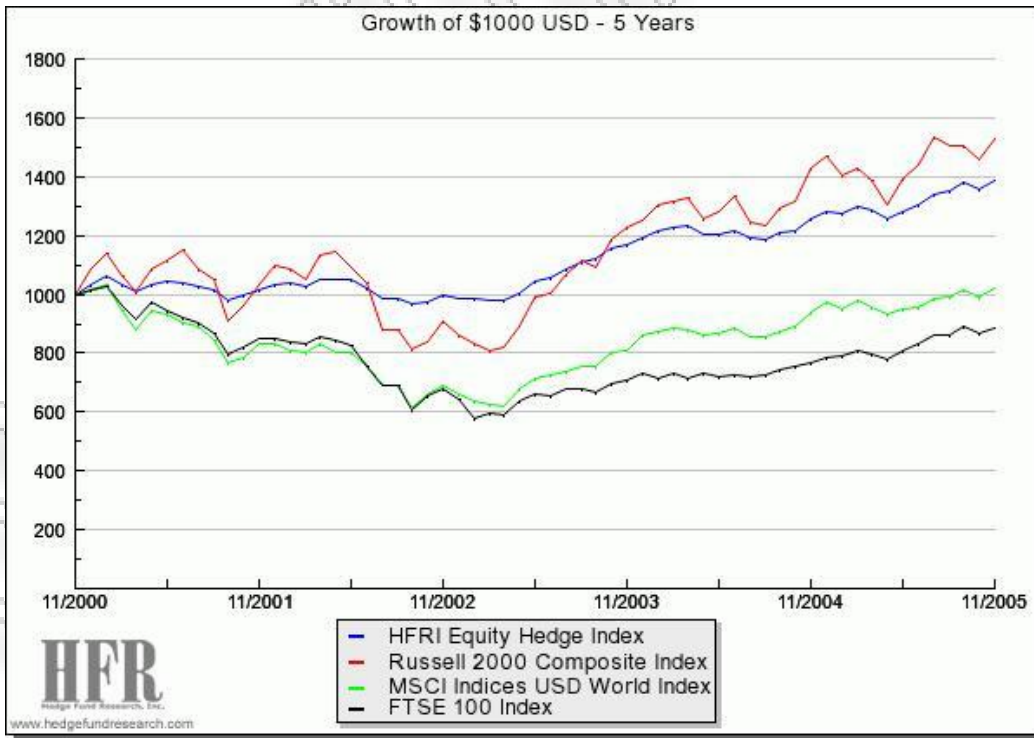
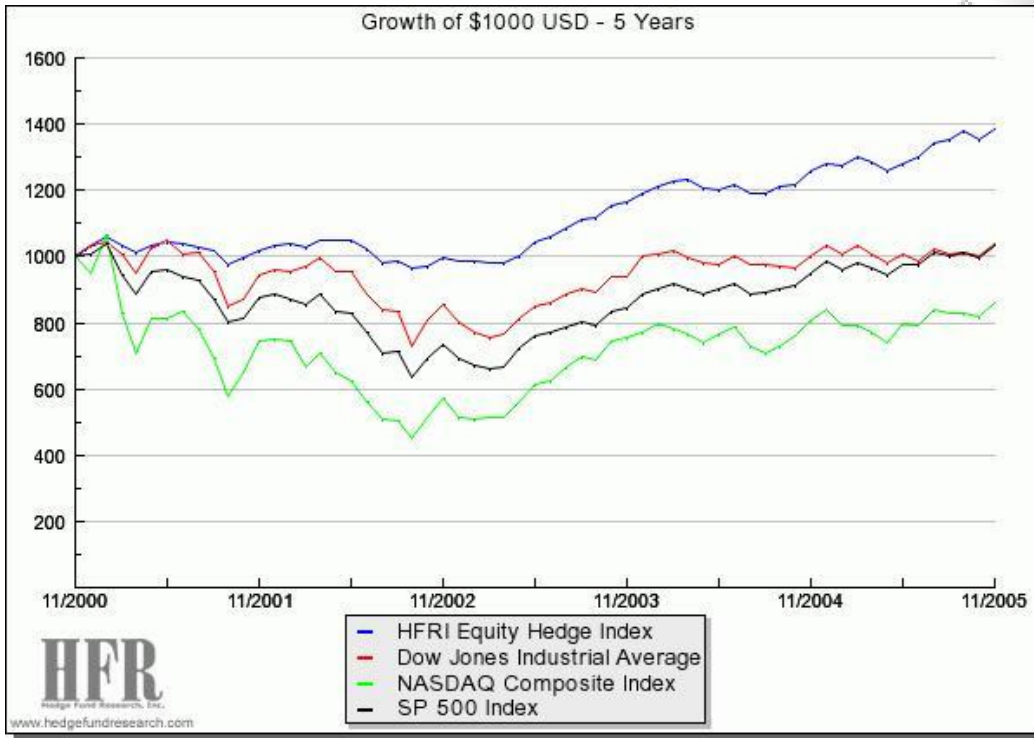


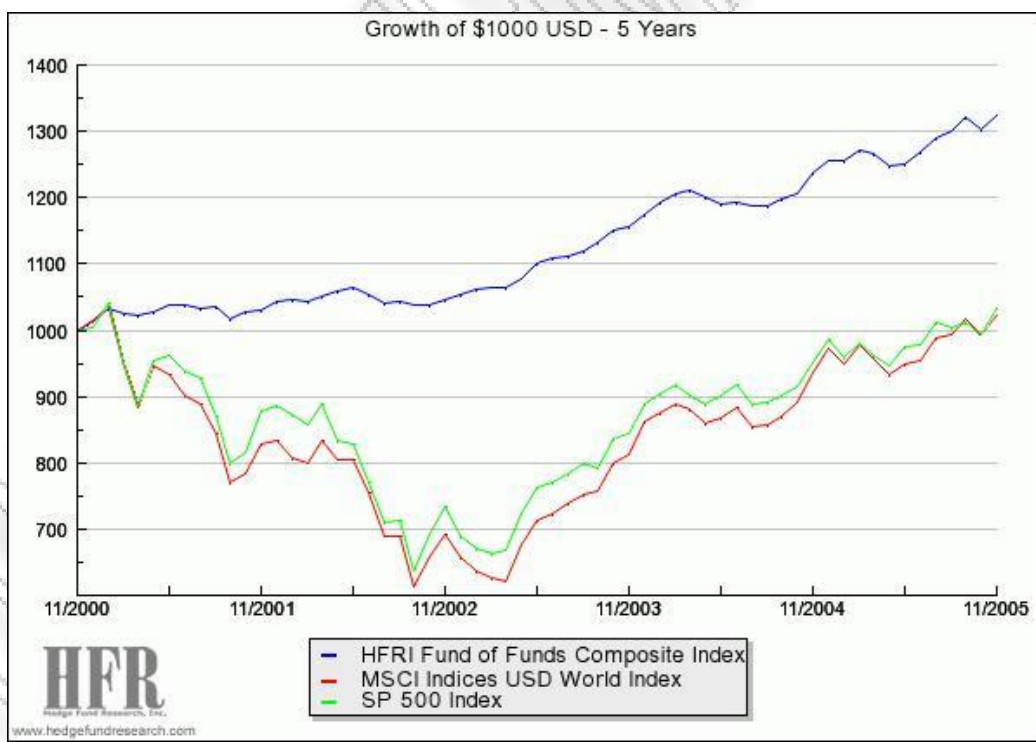
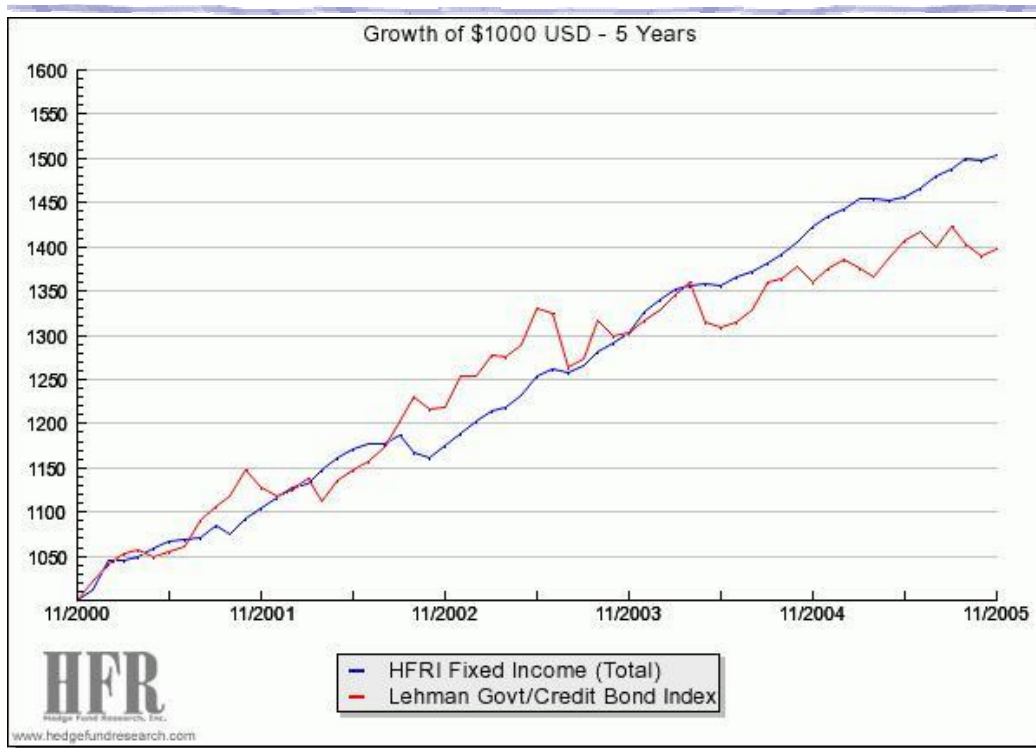


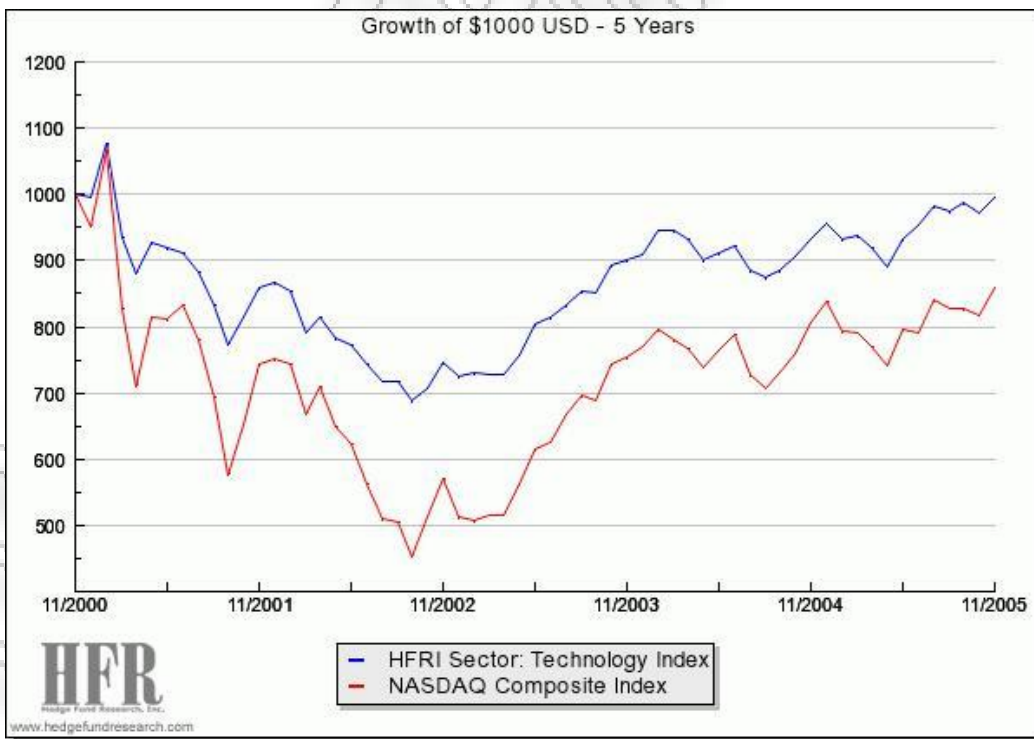
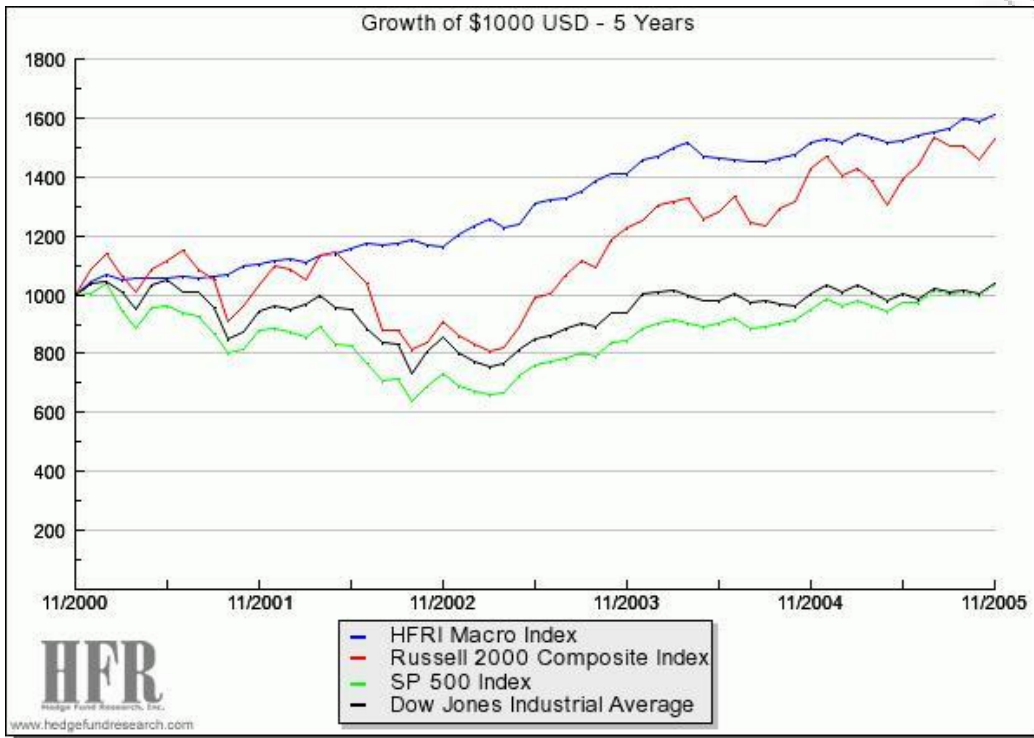
Ο Sector Index περιλαμβάνει τους Energy Index, Financial Index, Health care – Biotechnology Index, Miscellaneous Index, Real Estate Index, Technology Index.



Σύγκριση με Benchmarks της Αγοράς







ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ HEDGE FUNDS ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑ

2.1 Εισαγωγικά

Είναι πλέον σαφές ότι τα hedge funds παίζουν έναν συνεχώς αυξανόμενο ρόλο στο χρηματοοικονομικό σύστημα, ιδιαίτερα σε συγκεκριμένα κομμάτια της αγοράς, γεγονός που φαίνεται από την αύξηση του αριθμού του ενεργητικού τους (που είναι μεγαλύτερη ποσοστιαία από την αύξηση του συνολικού χρηματοοικονομικού ενεργητικού), το επενδυτικό ενδιαφέρον που δείχνουν πλέον οι θεσμικοί επενδυτές, την κίνηση των τραπεζών να τα καταστήσουν προσιτά σε retail investors και το ενδιαφέρον των εμπορικών αρχών όλων των χωρών για την συμπεριφορά που επιδεικνύουν. Ένα βασικό ερώτημα που έχει προκύψει είναι εάν τα hedge funds σταθεροποιούν ή αποσταθεροποιούν εν γένει το χρηματοοικονομικό σύστημα. Πιο συγκεκριμένα, ερευνάται αν η συμπεριφορά των hedge funds σε περιόδους αναταραχής οξύνει αντί να αμβλύνει την κατάσταση και ωθεί σε μεγαλύτερες κινήσεις τις τιμές των χρηματοοικονομικών αγαθών, προκαλώντας μεγαλύτερες ζημιές στην λειτουργία των αγορών. Επίσης, εξετάζεται αν η αποτυχία ενός μεγάλου hedge fund ή ενός group hedge funds θα μπορούσε να τραυματίσει την βιωσιμότητα ενός μεγάλου χρηματοοικονομικού ιδρύματος (όπως η περίπτωση του Long Term Capital Management που θα αναλυθεί με λεπτομέρεια παρακάτω).

Τα αναμφισβήτητα θετικά χαρακτηριστικά που έχουν τα hedge funds μπορούν να συνοψιστούν ως εξής:

- ✦ Μειώνουν ή εξαλείφουν τα τιμολογιακά λάθη στις αγορές μέσω των κινήσεων arbitrage που επιτυγχάνουν.
- ✦ Παρέχουν ρευστότητα στις αγορές που δραστηριοποιούνται, τόσο σε ήρεμες φάσεις, όσο και σε καταστάσεις αναταραχής.
- ✦ Προσφέρουν βάθος και πλάτος στις κεφαλαιαγορές.
- ✦ Αναλαμβάνουν ρίσκα και παρέχουν ευκαιρίες διαφοροποίησης χαρτοφυλακίων και μεταφοράς κινδύνου. Επιπλέον, επιτυγχάνουν νέους συνδυασμούς κινδύνου – απόδοσης προς όφελος των επενδυτών.
- ✦ Συνεισφέρουν στην ολοκλήρωση και στην πληρότητα των χρηματοοικονομικών αγορών.

Τα αρνητικά χαρακτηριστικά τους όμως είναι αξιοσημείωτα:

- ✦ Λειτουργούν με μεγάλους δείκτες μόχλευσης (ιδιαίτερα για συγκεκριμένα στυλ), όντας ευάλωτα στις γρήγορες ρευστοποιήσεις στοιχείων ενεργητικού σε καταστάσεις stress.
- ✦ Λειτουργούν έξω από το θεσμικό πλαίσιο που έχει θεσπιστεί από τις αρχές για τον έλεγχο και την σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος, μη έχοντας την υποχρέωση δημόσιας αποκάλυψης και χωρίς να υπόκεινται σε κυβερνητικό έλεγχο.
- ✦ Η ταυτόχρονη προσπάθεια εκμετάλλευσης ευκαιριών σε μια αγορά από πολλά hedge funds μπορεί να επηρεάσει σοβαρά και τελικά να βλάψει αυτή την αγορά, ειδικά σε περιπτώσεις μαζικών πωλήσεων.

Κατά την διάρκεια της τελευταίας εξαετίας, πολλοί οργανισμοί, κρατικοί και ιδιωτικοί, έχουν ασχοληθεί με τις επιπτώσεις των hedge funds στις αγορές και τους τρόπους οι οποίοι θα βοηθούσαν να αποδώσουν αποδοτικότερα για την οικονομία και την κοινωνία γενικότερα. Ενδεικτικά αναφέρονται οι σημαντικότερες προσπάθειες από τους φορείς: President's Working Group on Financial Markets (1999), General Accounting Office (GAO), Counterparty Risk Management Policy Group (CRMPG), Basle Committee on Banking Supervision (BCBS), International Organization of Securities Commissions (IOSCO), Bank of International Settlements Committee και άλλα private sector groups.

Λόγω του γεγονότος ότι ο όρος "hedge fund" δεν είναι σαφέστατα καθορισμένος, οι παραπάνω φορείς αλλά και οι αρχές στην Ευρώπη και στις Η.Π.Α. χρησιμοποιούν διάφορους όρους για να τα περιγράψουν, όπως Sophisticated Alternative Investment Vehicles (SAIVs), Highly Leveraged Institutions (HLIs) και Leveraged Investment Funds, όπου όλα όμως έχουν τα χαρακτηριστικά που περιγράψαμε στην αρχή της εργασίας.

Όλες οι αναλύσεις και μελέτες που έχουν εκπονηθεί στο παρελθόν εστιάζουν στην αποσταθεροποιητική συμπεριφορά των hedge funds στις παγκόσμιες αγορές. Είναι γεγονός ότι μεγάλα funds έχουν μπλεχτεί σε αναταραχές, όπως το Quantum Group του George Soros στην υποτίμηση της βρετανικής λίρας στις αρχές της δεκαετίας του '90, το Tiger Fund του Julian Robertson στην χρηματοοικονομική κρίση της νοτιανατολικής Ασίας του 1997, το LTCM στη ρώσικη κρίση το 1998 και άλλα hedge funds σε συναλλαγματικές κρίσεις (όπως αυτή του AUD το 1998). Τα hedge funds είναι πλέον market leaders σε ορισμένες αγορές και καταφέρνουν να χτίσουν μεγάλες θέσεις μέσω της μόχλευσης. Η συνεχής αναζήτηση υψηλών αποδόσεων σε διαφορετικά επενδυτικά προϊόντα σημαίνει γρήγορη αλλαγή θέσεων μεγάλης αξίας, προκαλώντας μεγάλο αντίκτυπο στις αγορές. Αποτέλεσμα; Price overshooting, market volatility και χειραγώγηση των αγορών. Όσο καλύτερη είναι η οικονομική κατάσταση της χώρας της οποίας η αγορά βρίσκεται σε αναταραχή τόσο ευκολότερα και πιο ανώδυνα θα βγει από την κρίση, όμως τα hedge funds προτιμούν τις αγορές που είναι αρκετά ρευστές και βαθιές προκειμένου να μπορούν να αντιστρέψουν τις θέσεις τους (πχ Hong Kong στο παρελθόν).

2.2 Η περίπτωση του Long Term Capital Management

Το 1994 σχηματίστηκε το Long Term Capital Management Limited Partnership, ένα hedge fund με πρόεδρο ένα ιδιαίτερος γνωστό trader της Wall Street, τον John Meriwether, και με μια πολύ ισχυρή ομάδα να τον υποστηρίζει όπως τον πρώην αντιπρόεδρο του Federal Reserve Board David Mullins και δύο νομπελίστες, τους πασίγνωστους Myron Scholes και Robert Merton. Το αρχικό ποσό προς επένδυση που συγκεντρώθηκε ήταν \$3 δις και προήλθε από ιδιώτες, χρηματοοικονομικά ιδρύματα και πανεπιστήμια, συμπεριλαμβανομένου του Yale University. Ο δανεισμός του LTCM έφτασε τα \$100 δις. Από την έναρξη λειτουργίας του και έως το 1997 το LTCM επετύγχανε κέρδη που έφταναν το 50% ετησίως. Το 1998 όμως η κατάσταση άλλαξε, κυρίως λόγω των θέσεων που δεν βγήκαν στους διαχειριστές από πολύπλοκα παράγωγα προϊόντα και της υψηλότατης μόχλευσης που είχε χρησιμοποιηθεί. Παρόλο που τέτοιου είδους στοιχεία δεν μπορεί να είναι ποτέ ακριβή, υπολογίζεται ότι η μόχλευση του LTCM έφθανε το 33 προς 1 και είναι ευνόητο ότι οι ζημιές πολλαπλασιάζονταν στις πτωτικές αγορές. Συγκεκριμένα, οι notional values των swaps, futures και options που κατείχε ήταν \$750 δις, \$500 δις και \$150 δις αντίστοιχα, με συνολικά περισσότερες από 60.000 επενδυτικές θέσεις με 75 διαφορετικούς αντισυμβαλλόμενους. Η μεγάλη κρίση ήρθε το καλοκαίρι του '98, όπου οι ζημιές του fund έφθασαν στο 50% μηνιαίως λόγω της παγκόσμιας πτώσης των αγορών. Το LTCM αδυνατούσε να αντεπεξέλθει στα margin calls και οι δανειστριες τράπεζες άρχισαν να ζητούν την αποπληρωμή των δανείων, την στιγμή που και άλλα hedge funds έδειχναν να αντιμετωπίζουν προβλήματα. Μπροστά στην απειλή μιας παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης (ίσως και κατάρρευσης) από την προσπάθεια 75 αντισυμβαλλομένων να κλείσουν ταυτόχρονα και βιαστικά θέσεις αξίας δισεκατομμυρίων δολαρίων, η Fed παρενέβη πείθοντας τις τράπεζες να παρέχουν ρευστότητα \$3,6 δις και παίρνοντας τον έλεγχο της κατάστασης. Η συμφωνία προέβλεπε ένα consortium από 14 μεγάλες τράπεζες και χρηματιστηριακές εταιρείες (δανειστές του LTCM) και την σταδιακή ρευστοποίηση του χαρτοφυλακίου του LTCM τους επόμενους 15 μήνες. Τελικώς, τα \$3,6 δις επεστράφησαν έως τον Δεκέμβριο του 1999 στις τράπεζες, όμως οι αρχικοί επενδυτές του LTCM έχασαν περίπου το 90% της επένδυσής τους.

Τα ερωτήματα που προκύπτουν από την ιστορία του LTCM είναι σημαντικά: Πώς κατάφερε ένα hedge fund να γιγαντωθεί σε τέτοιο βαθμό όπου μια πιθανή χρεοκοπία του να απειλήσει την παγκόσμια χρηματοοικονομική σταθερότητα; Και γιατί ήταν αναγκαία μια παρέμβαση της Fed, χωρίς να αφήσει το LTCM να εισαχθεί στην προβλεπόμενη διαδικασία πτώχευσης όπως κάνουν όλες οι άλλες επιχειρήσεις που βρίσκονται σε δύσκολες καταστάσεις;

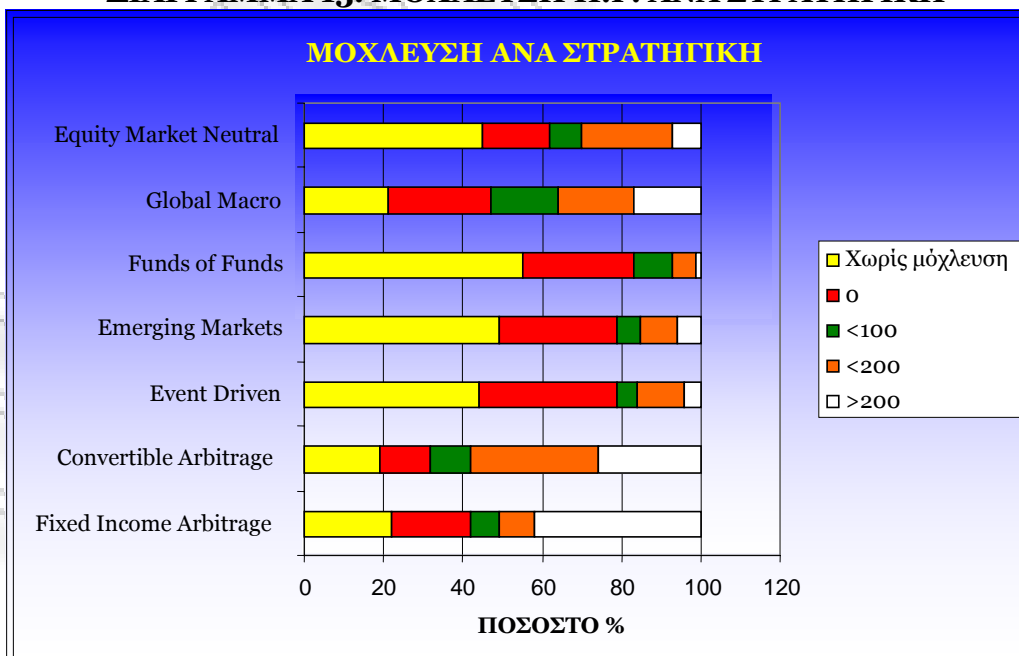
2.3 Δυνητικές αρνητικές επιδράσεις στις αγορές

Η παρολίγο πτώχευση του LTCM δείχνει ξεκάθαρα ότι οι δραστηριότητες των hedge funds θα μπορούσαν να βλάψουν τόσο χρηματοοικονομικούς οργανισμούς, όσο και τις αγορές γενικότερα. Μια σειρά αρνητικών γεγονότων μπορεί να ξεκινήσει από απώλειες σε μοχλευμένες θέσεις και εμφάνιση έλλειψης ρευστότητας. Μια πιθανή πτώχευση επηρεάζει τους prime brokers και άλλα σχετιζόμενα ιδρύματα και τα αρνητικά αποτελέσματα (spill over effects) εξαρτώνται κατά πολλούς από το μέγεθος του fund και την βαρύτητα των θέσεων του σε συγκεκριμένα τμήματα της αγοράς. Οι μαζικές πωλήσεις από άλλους συμμετέχοντες χειροτερεύει μια τέτοια κατάσταση και μια χρηματοοικονομική μόλυνση (contagion) είναι πάντα υπαρκτή. Πιο συγκεκριμένα, τα κανάλια μέσω των οποίων τα hedge funds μπορούν να επηρεάσουν την χρηματοοικονομική σταθερότητα είναι i) μέσω του αντίκτυπου σε εκτεθειμένους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς λόγω χρήσης μόχλευσης ii) μέσω άμεσης επίδρασης στους πιστωτές του iii) μέσω επιδράσεων στις χρηματοοικονομικές αγορές

Μόχλευση και κίνδυνοι ρευστότητας

Η τυπική μέθοδος που τα hedge funds χτίζουν θέσεις με μόχλευση είναι μέσω παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων, όπου πληρώνουν τους λογαριασμούς margin και όχι ολόκληρη την ονομαστική αξία της θέσης. Άλλες μέθοδοι είναι οι ανοικτές πωλήσεις και οι συμφωνίες επαναγοράς. Η μόχλευση διαφέρει ανάλογα με το μέγεθος του hedge fund, όπου τα μεγαλύτερα funds τείνουν να επιδουκνείουν μεγαλύτερα ποσοστά μόχλευσης. Επίσης, τα παλαιότερα funds δείχνουν να είναι πιο μοχλευμένα από τα νεότερα. Η κατανομή της μόχλευσης ανάλογα με την στρατηγική που ακολουθείται από τους διαχειριστές είναι η εξής:

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 13. ΜΟΧΛΕΥΣΗ H.F. ΑΝΑ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ



Πηγή: TASS Database [2005]

Ορισμένα μέτρα μόχλευσης και ρευστότητας δίνονται στον ακόλουθο πίνακα.

ΜΕΤΡΑ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ ΚΑΙ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

<u>Μέτρα Μόχλευσης</u>	
<i>Accounting Based</i>	
○ 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 transactions)/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
<i>Risk Based</i>	
○ VaR leverage	VaR/Equity
○ Scenario (stress) VaR leverage	Scenario (stress test) derived VaR/Equity
○ Asset liquidity-adjusted VaR leverage	VaR with liquidation horizon scaled volatilities/Equity
<u>Μέτρα Ρευστότητας</u>	
<i>Absolute Liquidity</i>	
	Cash
	Cash + Borrowing capacity
<i>Relative measures</i>	
	Cash/Equity
	(Cash + Borrowing capacity)/Equity
	VaR/(Cash + Borrowing capacity)

Πηγή: Financial Stability Forum [2000] and Managed Funds Association [2005]

Παρόλα αυτά, η συνολική μόχλευση στην αγορά των hedge funds δείχνει να έχει πέσει από την εποχή του LTCM. Αυτό το γεγονός είναι θετικό, διότι έχοντας υπερβάλλουσα μόχλευση ακόμα και μια σχετική μικρή μεταβολή της τιμής ενός αγαθού μπορεί να οδηγήσει σε βίαιες ρευστοποιήσεις προκειμένου το fund να καταφέρει να εκπληρώσει τα margin calls. Επιπλέον, ο τραπεζικός δανεισμός των hedge funds είναι συνήθως βραχυπρόθεσμος και έτσι δεν διαθέτουν πολύ χρόνο να περιμένουν μια πιθανή ανάκαμψη των τιμών, αφού θα πρέπει να εξυπλητήσουν τα δάνεια. Πάντως, αξίζει να αναφερθεί ότι οι δείκτες μόχλευσης πολλών εμπορικών και μεγάλων επενδυτικών τραπεζών είναι μεγαλύτεροι από πολλά hedge funds, επομένως δεν πρέπει να ξεχωρίζουν μόνο αυτά στην αγορά για την χρήση της μόχλευσης.

Είναι πλέον απαραίτητο να παρθούν μέτρα προφύλαξης εκ μέρους των hedge funds, ιδιαίτερα για αυτά που έχουν λιγότερο ρευστοποιήσιμες επενδύσεις. Τέτοια θα ήταν μεγαλύτερες περιόδους 'κλειδώματος' της επένδυσης (lock-up periods), λιγότερο συχνές εξαγορές, μεγαλύτερες περιόδους ειδοποίησης εξαγοράς (redemption notice period) και φυσικά μεγαλύτερα ρευστά διαθέσιμα και γραμμές πίστωσης για έκτακτα γεγονότα έλλειψης ρευστότητας. Με την ολοένα και μεγαλύτερη εισαγωγή των θεσμικών επενδυτών στην αγορά των hedge funds και την εξάπλωση των funds of funds ακόμα και σε retail investors, καθίσταται δύσκολη η λήψη μέτρων που αφορούν τους κανονισμούς εξαγορών, αφού οι συμμετέχοντες απαιτούν παραπάνω και όχι λιγότερη ρευστότητα των επενδύσεών τους.

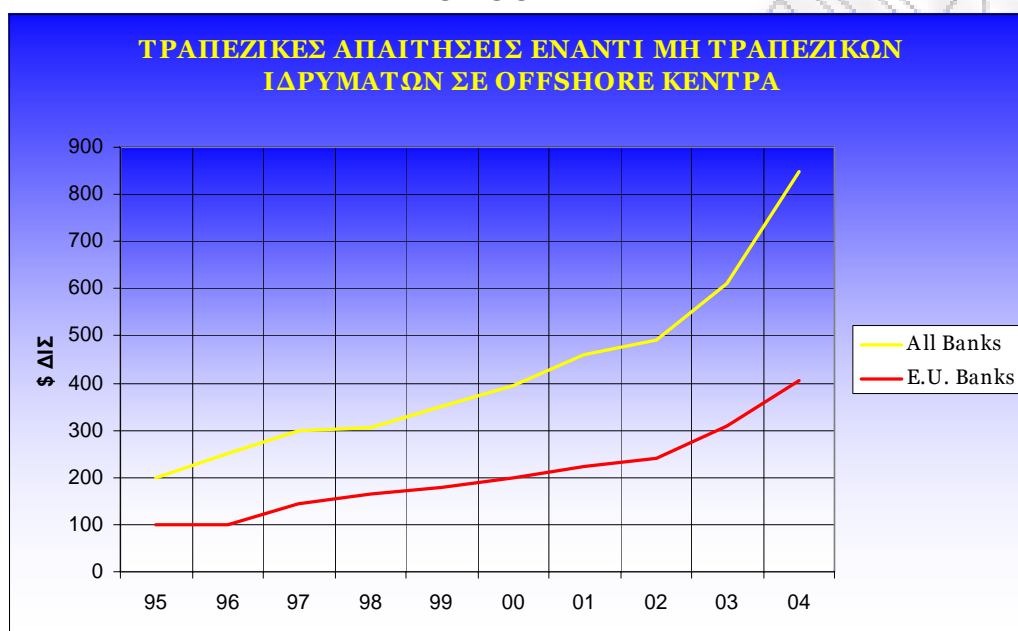
Επίδραση στους πιστωτικούς οργανισμούς

Η άμεση σχέση που έχουν οι prime brokers με τα hedge funds είναι ίσως το κυριότερο κανάλι μέσω του οποίου απειλείται η σταθερότητα του συστήματος. Οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί παρέχουν πιστώσεις και αντιμετωπίζουν κινδύνους από τις in-the-counter και over-the-counter συναλλαγές με τα hedge funds. Ιδιαίτερα τα τελευταία χρόνια που ο ανταγωνισμός έχει γίνει εντονότερος στον τραπεζικό χώρο, τα funds καταφέρνουν και έχουν μεγαλύτερες πιστώσεις με λιγότερα collaterals από τους prime brokers τους. Οι τράπεζες κερδίζουν μεγάλα ποσά από προμήθειες συναλλαγών των hedge funds και πολλές φορές στελέχη αποχωρούν προκειμένου να δημιουργήσουν το δικό τους fund, χρησιμοποιώντας ως prime broker το πρώην ίδρυμά τους που προσφέρει χαμηλότερα standards διαχείρισης κινδύνου. Όλο αυτό το πολύπλοκο και αλληλοεπηρεαζόμενο σύστημα μπορεί να τραυματιστεί σε μια κατάσταση stress ή κάποιο ακραίο γεγονός, επομένως γίνεται αντιληπτό ότι οι τράπεζες θα πρέπει να ποσοτικοποιήσουν τον κίνδυνο που διατρέχουν και να εισάγουν νέα μοντέλα VaR και stress tests. Θα πρέπει να τονιστεί ότι πιθανό πρόβλημα δεν θα προκύψει μόνο από χρεωκοπία ενός χρηματοπιστωτικού οργανισμού, αλλά και από κάποια έντονη δυσκολία που πιθανώς να αντιμετωπίσει, όπως π.χ. προβλήματα πληρωμών, τα οποία μέσω του συστήματος μπορούν να έχουν πολλαπλασιαστική επίδραση.

Η εκτίμηση του ποσού έκθεσης των τραπεζών απέναντι στα hedge funds δεν μπορεί να γίνει με απόλυτη ακρίβεια, αλλά μπορεί να υπολογιστεί μέσω των στοιχείων της Διεθνούς Τράπεζας Διακανονισμών (Bank of International Settlements – B.I.S.) και μέσω των βάσεων δεδομένων των hedge funds που δίνουν στοιχεία για τους prime brokers τους.

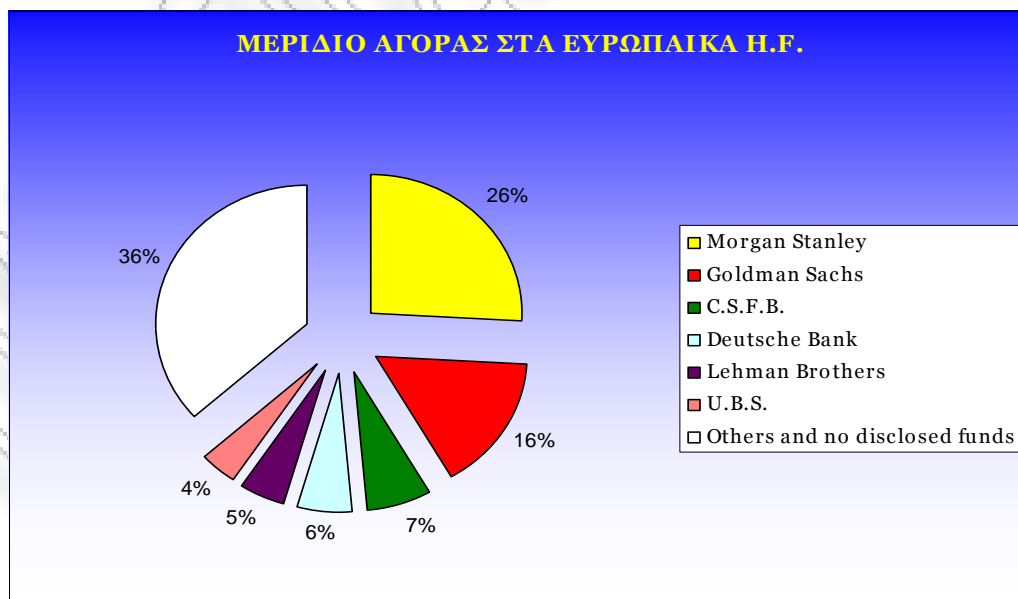
Οι τραπεζικές απαιτήσεις αυξάνονται συνεχώς κατά την διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας, γεγονός που φαίνεται και στο ακόλουθο διάγραμμα. Ειδικά για τις τράπεζες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η πλειοψηφία των απαιτήσεών τους είναι στα Cayman Islands με ποσοστό 45% και ακολουθεί το Jersey με ποσοστό 13%, το Hong Kong και οι West Indies με 8% και η Bermuda με 7%.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 14. ΈΚΘΕΣΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΣΕ OFFSHORE ΤΟΠΟΘΕΣΙΕΣ



Πηγή: B.I.S. [2004]

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 15. ΜΕΡΙΔΙΟ ΑΓΟΡΑΣ PRIME BROKERS ΓΙΑ ΤΑ ΕΥΡΩΠΑΙΚΑ FUNDS



Πηγή: International Financial Services [2005]

Επίδραση στις χρηματοοικονομικές αγορές

Η δράση των hedge funds και οι τακτικές που ακολουθούν, με γρήγορες αλλαγές της σύνθεσης του χαρφυλακίου τους, μπορούν να έχουν σημαντική επίδραση -ιδιαίτερα βραχυπρόθεσμη- στις αγορές. Πολλές φορές στο παρελθόν έχουν κατηγορηθεί τα hedge funds για δημιουργία μεγάλων κρίσεων, και περισσότερο τα global macro funds για κατάρρευση συναλλαγματικών ισοτιμιών. Η έλλειψη ποιοτικών δεδομένων και η αδυναμία να αποδειχθούν τα πραγματικά κίνητρα των διαχειριστών των hedge funds είναι αρκετά προκειμένου να μην καταδικαστούν συλλήβδην. Σίγουρα πάντως σε μικρές και μεσαίες αγορές μπορούν να έχουν αποσταθεροποιητική συμπεριφορά, κυρίως λόγω μεγέθους και επικρατούσας ψυχολογίας σε αυτές τις αγορές.

2.4 Hedge funds και μεταβλητότητα των αγορών

Ένα σημαντικό ερώτημα είναι αν η δράση των hedge funds προκαλεί μεταβλητότητα στην αγορά και γενικότερες αποσταθεροποιητικές δυνάμεις. Είναι σκόπιμο να διακρίνουμε μεταξύ δύο ειδών trading, του momentum και του contrarian. Όταν το trading ακολουθεί τη momentum στρατηγική, τότε ο διαχειριστής αγοράζει προϊόντα αφού έχει προηγηθεί άνοδος στην τιμή τους και πουλάει αφού έχει προηγηθεί πτώση στην τιμή αυτών. Με αυτό τον τρόπο δημιουργείται price overshooting και φούσκες στις τιμές. Έτσι, λαμβάνονται παρόμοιες θέσεις από τους συμμετέχοντες στην αγορά, μεγάλοι όγκοι συναλλαγών προς μια κατεύθυνση, κοινή ψυχολογία και εν τέλει volatility στις αγοραίες τιμές. Στο contrarian trading ο διαχειριστής λαμβάνει θέσεις αντίθετες με αυτές που παίρνει το ευρύ κοινό και περιμένει να αποκομίσει κέρδη είτε εκμεταλλευόμενος τις γνώσεις του και τα ανώτερα μοντέλα που έχει στη διάθεσή του, είτε αλλάζοντας όλη την ψυχολογία της αγοράς και κάνοντάς την να τον ακολουθήσουν. Το contrarian trading μπορεί να έχει σταθεροποιητικές επιδράσεις σε μια αγορά. Παρόλο τις παραπάνω διαπιστώσεις, τα διαφορετικά στυλ hedge funds είναι είτε momentum είτε contrarian, οπότε δεν μπορεί να βγει ένα ασφαλές συμπέρασμα.

Η μελέτη στοιχείων σχετικά με τις αποδόσεις διάφορων στυλ hedge funds και της πορείας των χρηματιστηρίων δείχνει ότι τα funds τείνουν να κερδίζουν περισσότερο όταν η μεταβλητότητα στις αγορές ήταν μικρότερη [στοιχεία από Datastream και Bloomberg 2005]. Αυτό σημαίνει ότι δεν επιδιώκουν την υψηλή μεταβλητότητα στις αγορές, καθώς η υψηλή μόχλευση που διαθέτουν μπορεί να γυρίσει εις βάρος τους.

Στο ερώτημα αν τα hedge funds προκαλούν τεχνηέντως κρίσεις για να αποκομίσουν τεράστια οφέλη, η απάντηση είναι ότι δεν αποτελούν τους μοναδικούς παίκτες της αγοράς. Αντιθέτως, πολύ μεγαλύτερη δύναμη έχουν για παράδειγμα οι τράπεζες, επενδυτικές και εμπορικές. Παρόλο τη τεράστια αύξηση του ενεργητικού που διαχειρίζονται τα τελευταία έτη, η βιομηχανία των hedge funds είναι μικρή σε σχέση π.χ. με τα αμοιβαία κεφάλαια που διαχειρίζονται περίπου εννέα φορές περισσότερο ενεργητικό. Τα hedge funds σπεύδουν να εκμεταλλευτούν οποιαδήποτε ευκαιρία διαγράφεται στον ορίζοντα προς όφελος των επενδυτών τους, πράγμα που πράττουν οι τράπεζες, οι χρηματιστηρικές εταιρείες, τα αμοιβαία κεφάλαια κλπ. Ακόμα

και για την κρίση της βρετανικής στερλίνας τον Σεπτέμβρη του 1992, ο ίδιος ο Soros δεν έσπευσε να πιστωθεί την επιτυχία, αφού δήλωσε ότι η απόσυρση της στερλίνας από τον μηχανισμό συναλλαγματικών ισοτιμιών θα γινόταν ακόμα και χωρίς την παρουσία του, μια που και το μόνο που έκανε ήταν να επιταχύνει τις εξελίξεις. Το ίδιο έγινε και στο σπάσιμο της τεχνολογικής φούσκας και σε πλήθος άλλων περιπτώσεων, τα hedge funds εκμεταλλεύονται τα τιμολογιακά και κάθε άλλου είδους λάθη ακολουθώντας ή ακολουθούμενα από τους άλλους μεγάλους παίκτες της αγοράς.

2.5 Ενδιαφέροντα των εποπτικών αρχών

Είναι φανερό ότι η διατήρηση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας αποτελεί το πρώτο μέλημα για τις εποπτικές αρχές όλων των χωρών. Επιπλέον, ενδιαφέρονται για την ακεραιότητα και τη σωστή λειτουργία των αγορών, καθώς και για την προστασία των επενδυτών.

Χρηματοοικονομική σταθερότητα

Πριν την περίπτωση του LTCM, δεν θεωρείτο ότι η λειτουργία ενός hedge fund θα μπορούσε να βλάψει την σταθερότητα του συστήματος. Όμως, η πρωτοβουλία της Fed και η δήλωση του ίδιου του Alan Greenspan (1998) ότι μια πιθανή χρεοκοπία του LTCM θα προξενούσε σημαντικές ζημιές στους συμμετέχοντες στην αγορά και ότι θα εξασθενίσει οικονομίες ακόμα και σαν των Ηνωμένων Πολιτειών δείχνουν ότι η κατάσταση έχει αλλάξει. Παρόμοια θέση πήρε και ο πρόεδρος της Fed Νέας Υόρκης, William McDonough, ο οποίος υποστήριξε ότι η ξαφνική διακοπή του LTCM θα έθετε σε κίνδυνο την αμερικάνικη οικονομία, προκαλώντας ακραίες μεταβολές στις τιμές και κλονισμό της εμπιστοσύνης των επενδυτών, οι οποίοι θα έσπευδαν σε νέες ρευστοποιήσεις. Οι μεγάλες θέσεις με υψηλούς δείκτες μόχλευσης μπορούν να βλάψουν εκτός από τους επενδυτές εκάστοτε fund και το ίδιο το σύστημα. Ενδεχόμενα προβλήματα ρευστότητας οδηγούν σε μαζικές πωλήσεις και δημιουργούν κύματα πωλήσεων από πιστωτικά και χρηματοοικονομικά ιδρύματα. Ο κίνδυνος να καταστεί ένα ίδρυμα αφερέγγυο ελλοχεύει και οι αρχές έχουν ως πρώτο μέλημα να περιοριστούν οι πιθανότητες πτώχευσης ιδρυμάτων και να μην αδυνατίσει η διαδικασία της χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης.

Ακεραιότητα των αγορών

Οι χρηματοοικονομικές αγορές έχουν ρόλο την σωστή κατανομή των πόρων και την μεταφορά κινδύνου. Προκειμένου να συμβούν αυτά τα γεγονότα χρειάζεται το σύστημα να είναι σταθερό αλλά και επιπλέον να μην έχει την ικανότητα κανένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα να επηρεάσει από μόνο του τις αγοραίες τιμές και οι δραστηριότητες των απανταχού κερδοσκοπών (speculators) να είναι σταθεροποιητικές με την έννοια ότι θα πρέπει να ωθούν τις τιμές προς τα επίπεδα που δικαιολογούνται από τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη. Ο ρόλος των τραπεζών είναι σύνθετος: επιθυμούν τις συναλλαγές με τα hedge funds καθότι αποτελούν μεγάλο μέρος των εσόδων τους από προμήθειες. Οι όγκοι συναλλαγών είναι τεράστιοι και τα dealing rooms των μεγάλων τραπεζών διαθέτουν ειδικά γραφεία και τμήματα παραγώγων για τα hedge funds.

Προστασία των επενδυτών

Είναι ίσως το μικρότερης σημασία θέμα και αυτό γιατί οι επενδυτές των hedge funds είναι ιδιαίτερα ευκατάστατοι και ικανοί να διαλέξουν και να παρακολουθήσουν την πορεία των επενδυτικών προϊόντων τους. Σε περίπτωση που δεν είναι ικανοποιημένοι έχουν την επιλογή να πιέσουν τον διαχειριστή του fund ή να μεταφέρουν τα χρήματά τους σε άλλο fund. Και σε αυτή την άποψη όμως υπάρχει αντίλογος που υποστηρίζει ότι το εισόδημα ενός επενδυτή δεν τον καθιστά αυτόματα ικανό και ώριμο για τέτοιου είδους επενδυτική δραστηριότητα. Έτσι, εξετάζεται η επιβολή όρων τους οποίους θα πρέπει να εξετάζουν τα hedge funds προκειμένου να κάνουν δεκτό κάθε επενδυτή. Τα τεράστια διοικητικά κόστη και οι πιθανές νομικές συγκρούσεις μάλλον απομακρύνουν αυτή την περίπτωση.

2.6 Εξάπλωση των hedge funds σε λιανικούς επενδυτές

Παρόλα αυτά, το θέμα της προστασίας των επενδυτών επανέρχεται ισχυρότερο τα δύο τελευταία χρόνια μετά το άνοιγμα σε λιανικούς επενδυτές μέσω της μορφής κυρίως των funds of hedge funds. Συγκεκριμένα, παρατηρείται μεγάλη εξάπλωση επενδυτικών προϊόντων των οποίων η απόδοση είναι συνδεδεμένη με την απόδοση συγκεκριμένων funds of funds. Όπως αναφέρθηκε νωρίτερα, η Societe Generale έχει εκδώσει 7ετή Euro Notes με απόδοση άμεσα συνδεδεμένα με 3 FoHF, η Hypo Vereinsbank εξέδωσε το Companion – Family Certificate συνδεδεμένο με 60 FoHF, η UBS και η Standard & Poor 's προωθούν Investment Certificates που μπορούν να αγοραστούν σε τεμάχια των \$10.000 και η απόδοσή τους εξαρτάται από την απόδοση του S&P Hedge Fund Index. Επιπλέον, τα εγγεγραμμένα hedge funds στις Η.Π.Α. ξεπερνάνε σε αριθμό τα 42, επομένως είναι λογικό οι αρχές να ανησυχούν για την προστασία των (μικρότερων) επενδυτών.

Το άνοιγμα των hedge funds σε νέες αγορές είναι επιθυμητό για συγκεκριμένους λόγους. Πρώτα από όλα, περισσότεροι επενδυτές θα μπορούν να συμμετέχουν σε αυτού του είδους την επενδυτική δραστηριότητα, να αποκομίσουν τα οφέλη της διαφοροποίησης και να κερδίσουν καλύτερες αποδόσεις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο. Ιδιαίτερα αν σκεφτούμε τις καθοδικές αγορές των τελευταίων ετών και τις αρνητικές αποδόσεις που είχαν τα mutual funds, υποστηρίζεται ότι δεν θα πρέπει να στερηθεί από τους επενδυτές η ευκαιρία να τοποθετήσουν τα χρήματά τους σε πιο προσοδοφόρες επενδύσεις. Επίσης, νέα ρευστότητα θα μπει στις αγορές και θα μειωθούν τυχόν αναποτελεσματικότητές τους. Το πρόβλημα που προκύπτει είναι αν οι επενδυτές θα λάβουν περισσότερο κίνδυνο από ότι μπορούν να αντέξουν. Η γνώμη που επικρατεί είναι μάλλον η αρνητική, αφού τα hedge funds και ιδιαίτερα τα funds of hedge funds χαίρουν επαγγελματικής διαχείρισης από τεράστιους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, χρησιμοποιούν μεθόδους διαφοροποίησης και τακτικές για να μην επηρεάζονται από τις στροφές της αγοράς.

2.7 Βελτίωση της αποκάλυψης πληροφοριών εκ μέρους των hedge funds

Έχει υποστηριχθεί εντόνως ότι η αποκάλυψη πληροφοριών από πλευράς hedge funds για την δράση τους θα βοηθήσει τόσο στην χρηματοοικονομική σταθερότητα, όσο και στην ακεραιότητα των αγορών. Αναμφισβήτητα ένα τέτοιο επιχείρημα έχει βάση, καθώς εάν οι αρχές έχουν λεπτομερή στοιχεία στη διάθεσή τους θα είναι σε θέση να γνωρίζουν ποιο fund έχει αποκτήσει δύναμη σε κάποια αγορά, σε τι κινδύνους είναι εκτεθειμένο και να μπορούν να μειώσουν την πιθανότητα αποσταθεροποιητικής συμπεριφοράς σε καταστάσεις αναταραχής.

Παρόλα αυτά, είναι λογικό τα hedge funds να αντιδρούν καθώς δεν επιθυμούν να αποκαλύψουν τις θέσεις τους και τις στρατηγικές που ακολουθούν. Επίσης, είναι υπό συζήτηση κατά πόσο οι τράπεζες θα δεχθούν να επιβληθούν αυστηρά μέτρα στους πελάτες τους αν δεν είναι σίγουρες ότι αυτό θα γίνει και για τους πελάτες των ανταγωνιστών τους. Και επιπλέον, πώς μπορεί να ελεγχθεί αυτός ο τεράστιος όγκος πληροφοριών και ποιος θα αναλάβει το κόστος;

Ο σχεδιασμός αυξημένων προτύπων αποκάλυψης πληροφοριών περιλαμβάνει τον καθορισμό του είδους των πληροφοριών που θα δοθούν, τον αποδέκτη τους και τον τρόπο επιβολής τους. Ξεκινώντας από το πρώτο θέμα, οι πληροφορίες πρέπει να εστιάζονται στην πιθανή συγκέντρωση θέσεων από ένα fund βάσει κάποιου benchmark που θα έχει θέσει μια τοπική αρχή (πχ Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς) ή ένας διεθνής φορέας (πχ BIS). Επίσης, θα πρέπει να δίνονται πληροφορίες σχετικά με τους κινδύνους που αντιμετωπίζονται, ιδιαίτερα από τον κίνδυνο ρευστότητας, και στοιχεία όπως το VaR του χαρτοφυλακίου αλλά και η μεθοδολογία κατασκευής του. Απαραίτητα κρίνονται πλέον και τα αποτελέσματα των stress test του χαρτοφυλακίου, χωρίς όμως να υπάρχει μια μεθοδολογία ευρέως αποδεκτή και ακολουθούμενη. Όπως και να έχει, δεν θα πρέπει να λησμονούμε το φαινόμενο του window dressing, πρόβλημα που υπάρχει και στις αναφορές των αμοιβαίων κεφαλαίων, όπου τα funds πιθανώς να ωραιοποιούν τα στοιχεία τους την μέρα της αναφοράς, οπότε η δημοσίευση intra period στοιχείων είναι απαραίτητη. Ο αποδέκτης όλων των παραπάνω πληροφοριών μπορεί να είναι είτε μια κρατική αρχή, η οποία θα μαζεύει στοιχεία για όλους τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, είτε μόνο οι αντισυμβαλλόμενοι ενός fund, όπως οι τράπεζες και οι χρηματιστηριακές εταιρείες που συνεργάζονται. Ο τρόπος επιβολής όλων των παραπάνω ενδέχεται να γίνει μέσω των τραπεζών και του ήδη ισχύοντος νομικού πλαισίου που τις διέπει ή μέσω νέων νομοθετικών ρυθμίσεων που είναι αναγκαίες προκειμένου να ορίσουν τα κατώτατα όρια αποκάλυψης οικονομικών και άλλων πληροφοριών.

Αξίζει να σημειωθεί ότι πάρθηκαν κάποιες νομοθετικές πρωτοβουλίες λίγο μετά την παρολίγο πτώχευση του LTCM στις Η.Π.Α., και συγκεκριμένα το Hedge Fund Disclosure Act (the “Baker Bill”) με εισηγητή τον Richard H. Baker και το Derivatives Reform Act (the “Markey-Dorgan Bill”), χωρίς όμως να υπάρξουν σημαντικές καινοτομίες, αφού μόλις καταλάγιασαν οι επιπτώσεις του LTCM το θέμα έμεινε στάσιμο.

Υπάρχει πάντως και η αντίθετη άποψη, η οποία υποστηρίζει ότι δεν είναι αναγκαία η λήψη περαιτέρω μέτρων για τον έλεγχο των hedge funds. Καταρχάς, όλοι οι αντισυμβαλλόμενοι των funds μπορούν να απαιτήσουν όποιου είδους πληροφορία κρίνουν αναγκαία προκειμένου να εξασφαλιστούν απέναντί τους. Εάν δεν ικανοποιούνται απλώς θα μειώσουν ή θα σταματήσουν τις δοσοληψίες μαζί τους. Επιπλέον, ο έντονος συναγωνισμός και οι ιδιαίτερες ικανότητες που απαιτούνται από διαχειριστές, επενδυτές και λοιπούς συμμετέχοντες στην αγορά καθιστούν λογική τη σκέψη της αυτορύθμισης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΕΣ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ HEDGE FUNDS

3.1 MFA's Sound Practices for Hedge Fund Managers

Στα πλαίσια της καλύτερης και αποδοτικότερης λειτουργίας της αγοράς των hedge funds, καθώς και της ποιοτικής αναβάθμισής της σε πολλά θέματα, εξεδόθη στα τέλη του 2005 από την Managed Funds Association ένας οδηγός για έγκυρες και πλήρεις πρακτικές που θα πρέπει να ακολουθούν οι διαχειριστές. Αυτός ο οδηγός ακολουθεί τις γραμμές του παρελθόντος, αφού εξεδόθη για πρώτη φορά το 2000, μετά από πρόταση του President's Working Group ένα χρόνο νωρίτερα, και αναθεωρήθηκε το 2003. Η μεγάλη ανάπτυξη της αγοράς και τα νέα ζητήματα που προκύπτουν οδήγησαν στην αναθεώρηση και τον εμπλουτισμό του οδηγού που προβλέπεται να οφελήσει τα μέλη της MFA και την βιομηχανία των hedge funds στο σύνολό της.

Η Managed Funds Association είναι ο εκπρόσωπος της επενδυτικής βιομηχανίας και περιλαμβάνει hedge funds, managed futures funds και funds of funds. Ιδρύθηκε το 1991 και αριθμεί πάνω από 1000 μέλη, τα οποία διαχειρίζονται μεγάλο ποσοστό από το \$1 τρις ενεργητικό των hedge funds παγκοσμίως. Η ένωση εκπροσωπεί τα συμφέροντα των διαχειριστών των hedge funds, των funds of funds, τους commodity trading advisors, τους commodity pool operators και άλλους επαγγελματίες στο χώρο. Οι στόχοι της είναι ο επικοινωνιακός διάλογος και η στενή συνεργασία με τους θεσμικούς παράγοντες στην Washington, D.C., οι σχέσεις με τα μέσα ενημέρωσης, η συνεχής εκπαίδευση των μελών της σε επιχειρηματικά, νομικά και ρυθμιστικά θέματα και η σωστή προώθηση της έννοιας των εναλλακτικών μορφών επενδύσεων.

Απώτερος σκοπός της τελευταίας έκδοσης της MFA είναι η ενδυνάμωση των επιχειρηματικών πρακτικών της βιομηχανίας των hedge funds. Η υιοθέτηση των προτάσεων πιστεύεται ότι θα εμπλουτίσει τις ικανότητες των διαχειριστών να χειρίζονται τα funds, να ανταποκρίνονται στις υποχρεώσεις τους προς τους επενδυτές, να συμμορφώνονται με τις εκάστοτε νομικές ρυθμίσεις και να είναι σε θέση να αντιμετωπίσουν επιτυχώς οποιοδήποτε αναπάντεχο γεγονός που θα κλονίσει την ισορροπία της αγοράς. Αναγνωρίζεται παρόλα αυτά η μοναδικότητα του κάθε διαχειριστή και του κάθε fund, και έτσι δεν υπάρχει ένας μονάχα ισοπεδωτικός τρόπος υιοθέτησης, αλλά δυνατότητα προσαρμογής ανάλογα με το μέγεθος και το ύψος του fund και την προσωπικότητα του διαχειριστή.

Οι έξι μήνες προετοιμασίας από τα μέλη της MFA είχαν ως αποτέλεσμα την εκπόνηση προτάσεων στα παρακάτω επτά θέματα:

I. Διοίκηση και διενέργεια εσωτερικών ελέγχων

Ο κάθε διαχειριστής θα πρέπει να ορίσει επακριβώς τους επενδυτικούς του στόχους, τα όρια κινδύνου και τις τακτικές trading που θα ακολουθήσει. Κατάλληλα συστήματα ελέγχου θα πρέπει να εγκατασταθούν ώστε να ελέγχονται οι ενέργειες των υπαλλήλων και το ακέραιο των διαδικασιών. Αν κάποιες υπηρεσίες έχουν δωθεί σε τρίτα μέρη, θα πρέπει να υπάρχουν ελεγκτικοί μηχανισμοί και προς αυτή την κατεύθυνση.

II. Ευθύνες προς τους επενδυτές

Πρώτα από όλα θα πρέπει να δημιουργηθεί το κατάλληλο περιβάλλον ώστε να αναγνωρίζεται η ευθύνη απέναντι στους επενδυτές και η ανάγκη δράσης προς όφελός τους. Θα πρέπει να τους παρέχεται επαρκής πληροφόρηση για τους επενδυτικούς στόχους, της στρατηγικές που θα ακολουθηθούν και όποια άλλη πληροφορία κρίνεται απαραίτητη προκειμένου να μπορούν να αξιολογήσουν τις επενδυτικές τους αποφάσεις. Επίσης, είναι απαραίτητο να διανέμονται αναφορές απόδοσης ανά τακτά χρονικά διαστήματα και να ελέγχονται από τρίτους οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις.

III. Μέθοδοι και διαδικασίες αποτίμησης

Η μέθοδος αποτίμησης θα πρέπει να ενσωματώνει την ιδέα της 'fair value' και να είναι δίκαιη, συνεχώς χρησιμοποιούμενη και επαληθεύσιμη. Θα πρέπει να υπάρχουν γραπτές αρχές και κανόνες αποτίμησης των επενδυτικών εργαλείων του χαρτοφυλακίου, με δυνατότητα του διαχειριστή να χρησιμοποιήσει άλλη μέθοδο αποτίμησης αν η υπάρχουσα δεν αντιπροσωπεύει την πραγματική τιμή ενός χρηματοοικονομικού αγαθού. Στοιχεία και δεδομένα που χρησιμεύουν στις αποτιμήσεις θα πρέπει να παρέχονται ημερησίως από ανεξάρτητους παροχείς και μέθοδοι περιοδικής αξιολόγησης της ποιότητάς τους θα πρέπει να εφαρμοστούν. Για θέσεις over-the-counter και παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων είναι επιθυμητή η ανάπτυξη pricing models.

IV. Παρακολούθηση του κινδύνου

Η τρέχουσα πρακτική που επικρατεί είναι η εστίαση σε τρεις κατηγορίες κινδύνου, τον κίνδυνο αγοράς (market risk), τον πιστωτικό κίνδυνο (credit risk) και τον κίνδυνο ρευστότητας (liquidity risk). Ο πρώτος προέρχεται από αλλαγές σε παράγοντες που επικρατούν στις αγορές όπως τιμές, μεταβλητότητες και συσχετίσεις, ο δεύτερος προέρχεται από υποβαθμίσεις σε πιστοληπτικές ικανότητες αντισυμβαλλομένων των funds και ο τρίτος από μείωση του κεφαλαίου του fund από εξαγορές και γενικότερα από γεγονότα που μειώνουν την ικανότητα χρηματοδότησης των επενδύσεών του. Ως τώρα οι τρεις κίνδυνοι παρακολουθούνταν και αντιμετωπιζόνταν ξεχωριστά, όμως πλέον είναι απαραίτητο να συνεκτιμούνται, να υπολογίζεται η πιθανή επικάλυψή τους και οι αλληλοεπιδράσεις τους. Έτσι λοιπόν οι δέουσες πρακτικές επιτάσσουν την αξιολόγηση του κινδύνου για κάθε τμήμα του χαρτοφυλακίου του fund, την υιοθέτηση του κατάλληλου μοντέλου VaR, την διενέργεια tests προκειμένου να αναλυθεί η συμπεριφορά του χαρτοφυλακίου σε ακραίες μεταβολές της αγοράς, την διενέργεια ελέγχων για να διαπιστωθεί αν τα εφαρμοζόμενα μοντέλα μέτρησης κινδύνου δίνουν έγκυρα αποτελέσματα, την εφαρμογή μεθόδων μέτρησης της απαραίτητης ρευστότητας για την εύρυθμη λειτουργία του hedge fund, την αξιολόγηση της σταθερότητας των πηγών αυτής της ρευστότητας, την διαχείριση της έκθεσης του χαρτοφυλακίου σε πιθανές χρεοκοπίες ή στάσεις πληρωμών τρίτων μερών και την προσπάθεια ελαχιστοποίησης επιχειρησιακών και λειτουργικών σφαλμάτων (σφάλματα σε εισαγωγές δεδομένων, σε τακτοποιήσεις λογαριασμών, σε αποτυχίες λογισμικού κλπ).

V. Ρυθμιστικοί έλεγχοι

Τα νέα δεδομένα στο χώρο επιβάλλουν την συμμόρφωση με πλήθος κανόνων, ρυθμίσεων και διαδικασιών. Για αυτό το λόγο η οργάνωση πρέπει να βασίζεται πάνω σε κλίμα συμμόρφωσης και συνεργασίας με τις ρυθμιστικές αρχές. Απαραίτητη κρίνεται και η τοποθέτηση υπευθύνου προσώπου για τα παραπάνω θέματα, όπως και η συγγραφή υποχρεωτικώς ακολουθούμενων αρχών και ενός κώδικα ηθικής συμπεριφοράς. Τα αρχεία, ηλεκτρονικά και χάρτινα, τηρούνται και αποθηκεύονται για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα και συγκεκριμένη πολιτική εφαρμόζεται ως προς την πρόσβασή τους. Τέλος, ο διαχειριστής είναι υποχρεωμένος να γνωρίζει και να εφαρμόζει όλη τη νομοθεσία που αφορά το ξέπλυμα χρήματος.

VI. Συναλλακτικές πρακτικές

Ο διαχειριστής θα πρέπει να έχει μια μεθοδική και διαρκή αντιμετώπιση ως προς την τεκμηρίωση των συναλλαγών του με τους αντισυμβαλλόμενους και την τήρηση όλων των απαραίτητων εγγράφων. Ιδιαίτερα χρήσιμη είναι η εκ των προτέρων συμφωνία με τα μέρη που συναλλάσσεται για τους όρους συναλλαγών και τις παρεχόμενες υπηρεσίες (soft dollar arrangements), ειδικά όταν προκύψουν συνθήκες σύγκλησης και αναταραχής στην αγορά.

VII. Συνέχιση της δραστηριότητας και ανάκαμψη από καταστροφικό γεγονός

Το σχέδιο συνέχειας της δραστηριότητας του οργανισμού είναι ζωτικής σημασίας. Έτσι, θα πρέπει αρχικά να υπάρχει σχέδιο σε περίπτωση θανάτου ή ανικανότητας ενός ιδρυτή του οργανισμού. Μετά, θα πρέπει να έχουν προβλεφθεί οι κατάλληλες ενέργειες που θα γίνουν σε περίπτωση ακραίων φαινομένων της αγοράς ή σε περίπτωση φυσικής καταστροφής. Απαραίτητα κρίνονται τα αντίγραφα ασφαλείας για έγγραφα υψηλής σημασίας, καθώς και η ύπαρξη εφεδρικού πληροφοριακού συστήματος (υπολογιστές και λογισμικό) διότι σε περίπτωση αδυναμίας συνέχισης των συναλλαγών και της παρακολούθησης των σχετικών κινδύνων οι απώλειες θα είναι τεράστιες.

Σε αυτή την προσπάθεια της MFA παρουσιάζονται και όλες οι αναφορές που είναι υποχρεωμένοι να συμπληρώσουν οι διαχειριστές των hedge funds εντός των Ηνωμένων Πολιτειών. Ο μέγιστος αριθμός που αναφέρεται είναι 28 αναφορές, προς διαφορετικούς φορείς, που είναι οι Federal Reserve, Treasury Office, Securities and Exchange Commission, Commodity Futures Trading Commission, National Futures Association, Federal Trade Commission και Department of Justice. Ο τελικός αριθμός αναφορών που θα υποβληθούν από κάθε διαχειριστή εξαρτάται από το είδος και τον όγκο συναλλαγών που πραγματοποιεί, το επιχειρηματικό μοντέλο και την δικαιοδοσία κάτω από την οποία λειτουργεί. Αξίζει να αναφερθεί ότι πιθανώς να χρειαστούν και περαιτέρω αναφορές προς τις τοπικές αρχές, αν το fund λειτουργεί και σε χώρες εκτός Ηνωμένων Πολιτειών.

Σημαντική προσπάθεια γίνεται για την καταπολέμηση του ξεπλύματος χρήματος και της νομιμοποίησης εσόδων από εγκληματικές δραστηριότητες. Η συνεργασία της MFA και του SEC είναι στενή, και αυτή τη στιγμή εκκρεμούν οι τελικές αποφάσεις που θα εφαρμοστούν στα hedge funds και τους διαχειριστές τους. Η βάση όλων των ρυθμίσεων είναι το PATRIOT Act (**P**roviding **A**ppropriate **T**ools **R**equired to **I**nterpret and **O**bstruct **T**errorism), ο νόμος που ψηφίστηκε στις Η.Π.Α. το 2001 και υποχρεώνει όλα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να εφαρμόσουν πρόγραμμα εναντίον στο ξέπλυμα χρήματος από τις 24 Απριλίου 2002.

Οι θεμελιώδεις αρχές που εφαρμόζονται στα hedge funds είναι:

- Ενδιαφέρον από τον διαχειριστή για την συμμόρφωση με τους σχετικούς κανόνες και διορισμός στελέχους από τον έλεγχο του οποίου θα περνάνε καθημερινά όλες οι μεγάλες ή ύποπτες συναλλαγές.
- Δημιουργία, υιοθέτηση και εφαρμογή γραπτών κανόνων εντός του οργανισμού, καθώς και εγκατάσταση ελεγκτικού μηχανισμού για την αξιολόγηση της συμπεριφοράς των υπαλλήλων.
- Πρόγραμμα εκπαίδευσης από το οποίο θα περνάνε υποχρεωτικώς όλοι οι υπάλληλοι, πρόγραμμα το οποίο θα αναθεωρείται και θα επαναλαμβάνεται ανά τακτά χρονικά διαστήματα.
- Έλεγχος του fund από τρίτο, ανεξάρτητο, μέλος που θα πιστοποιεί την συμμόρφωση του οργανισμού με τους κανόνες κατά του ξεπλύματος χρήματος.
- Ενδιαφέρον του διαχειριστή για το παρελθόν του κάθε επενδυτή (προέλευση του πλούτου του) και έλεγχος για το αν έχει καταδικαστεί στο παρελθόν για ποινικά αδικήματα ή παραβιάσεις των νόμων για ξέπλυμα χρήματος.
- Παρόμοιος έλεγχος τόσο για επιχειρήσεις, όσο και για τράπεζες που παρουσιάζονται ως υποψήφιοι επενδυτές στο hedge fund. Είναι υποχρεωτική η άρνηση του διαχειριστή να δεχτεί χρήματα προς επένδυση από φυσικά ή νομικά πρόσωπα που εδρεύουν στις χώρες οι οποίες δεν συνεργάζονται με τη διεθνή κοινότητα για την καταπολέμηση του ξεπλύματος χρήματος.

Τα μέλη της διεθνούς ένωσης FATF (Financial Action Task Force) on Money Laundering είναι: Αργεντινή, Αυστραλία, Αυστρία, Βέλγιο, Βραζιλία, Καναδάς, Δανία, Φινλανδία, Γαλλία, Γερμανία, Ελλάδα, Χονγκ Κονγκ, Ισλανδία, Ιρλανδία, Ιταλία, Ιαπωνία, Λουξεμβούργο, Μεξικό, Ολλανδία, Νέα Ζηλανδία, Νορβηγία, Πορτογαλία, Σιγκαπούρη, Ν. Αφρική, Ισπανία, Σουηδία, Ελβετία, Τουρκία, Ηνωμένο Βασίλειο και Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής.

Τα κράτη τα οποία δεν είναι μέλη της FATF και έχουν κατηγορηθεί στο πρόσφατο παρελθόν για ξέπλυμα χρήματος και παράνομες δραστηριότητες είναι: Μπαχάμες, Νήσοι Cayman, Νήσοι Cook, Dominica, Ισραήλ, Λίβανος, Λιχτενστάιν, Νήσοι Marshall, Nauru, Niue, Παναμάς, Φιλιππίνες, Ρωσία, St. Kitts & Nevis, St. Vincent & Grenadines, Αίγυπτος, Γουατεμάλα, Ουγγαρία, Ινδονησία, Myanmar (Burma), Νιγηρία, Grenada και Ουκρανία. Οι χώρες αυτές είναι υπό εποπτεία και για κάθε μία ξεχωριστά έχει τεθεί σχέδιο παρακολούθησης, εφαρμογής μέτρων και τελικής διαγραφής από τη λίστα εφόσον εφαρμοστούν όλα τα απαραίτητα μέτρα. Η τελευταία ανανέωση της

λίστας των μη συνεργαζόμενων χωρών (NCCT – Non Cooperative Countries and Territories) έγινε στις 17 Φεβρουαρίου 2006 και οι πλέον ύποπτες χώρες είναι η Νιγηρία και η Myanmar.

Τα κράτη τα οποία δεν αποδέχονται την συνεργασία και τις λίστες που έχουν δοθεί στην δημοσιότητα από τον OFAC (Office of Foreign Assets Control) για άτομα που είναι τρομοκράτες ή υποθάλπουν την τρομοκρατία είναι: Κούβα, Ιράν, Ιράκ, Λιβερία, Λιβυή, Βόρεια Κορέα, Σιέρρα Λεόνε, Σουδάν, Αφγανιστάν, Ανγκόλα, Myanmar (Burma) και Γιουγκοσλαβία.

3.2 Νεότερες αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο της αγοράς

Οι τελευταίες ρυθμιστικές αλλαγές στο χώρο έρχονται μετά από 16μηνη μελέτη του SEC, η οποία οδήγησε σε υιοθέτηση νέων κανόνων και τροποποιήσεις υπάρχουσων ρυθμίσεων. Πιο συγκεκριμένα, η νέα ρύθμιση υποχρεώνει συγκεκριμένους hedge fund advisers να εγγραφούν στα αρχεία του SEC ως 'investment advisers'. Ο όρος 'hedge fund adviser' αναφέρεται σε ένα υποσύνολο των investment advisers, και συγκεκριμένα σε αυτούς που εργάζονται στα hedge funds. Επιπλέον, γίνεται διαχωρισμός ανάμεσα σε αυτούς και στους advisers άλλων συλλογικών επενδυτικών σχηματισμών, όπως τα private equity funds και τα venture capital funds.

Ο νόμος Advisers Act (Section 202 (a) (11)) ορίζει ότι investment adviser είναι κάθε φυσικό πρόσωπο ή οντότητα το οποίο παρέχει επενδυτικές συμβουλές έναντι αμοιβής. Έως τώρα, πολλοί hedge fund advisers εξαιρούνταν από την υποχρέωση εγγραφής στο SEC βάση διάταξης (Section 203 (b) (3)) η οποία όριζε ότι δεν ήταν υποχρεωτική η εγγραφή τους αν: i) είχαν λιγότερους από 15 πελάτες τους προηγούμενους 12 μήνες ii) δεν διαφημιζόνταν στο κοινό ως σύμβουλοι επενδύσεων iii) δεν λειτουργούσαν ως σύμβουλοι σε καμία εγγεγραμμένη επενδυτική εταιρεία. Το SEC αποφάσισε μετά την έρευνα που πραγματοποίησε και λαμβάνοντας υπόψη την μεγάλη ανάπτυξη της αγοράς των hedge funds την υποχρεωτική εγγραφή συγκεκριμένων hedge fund advisers, οι οποίοι θα γίνουν πλέον 'registered investment advisers' (RIAs). Το εν λόγω νέο άρθρο είναι το 203 (b) (3) – 2 και το σχετικό έντυπο εγγραφής είναι το 'Form ADV'. Έτσι, αν κάποιος σύμβουλος έχει πάνω από 15 πελάτες τους προηγούμενους 12 μήνες ή συνολικό ενεργητικό υπό διαχείριση \$30 εκατομμύρια και πάνω, θα πρέπει να εγγραφεί στο SEC ως RIA. Ο υπολογισμός των πελατών γίνεται πλέον συνυπολογίζοντας κάθε μέτοχο, δικαιούχο, εταίρο και μέλος των funds ξεχωριστά. Επίσης, αν κάποιος σύμβουλος παρέχει τις υπηρεσίες του σε μια επενδυτική εταιρεία ή σε ένα fund of funds δεν θα μπορεί με κανένα τρόπο να αποφύγει την εγγραφή στο SEC, αφού θα πρέπει να υπολογίσει κάθε εμπλεκόμενο επενδυτή ως μεμονωμένο πελάτη. Όσο αφορά τους hedge fund advisers που εδρεύουν εκτός Ηνωμένων Πολιτειών, θα πρέπει να προσμετρήσουν με τον ίδιο τρόπο κάθε επενδυτή που είναι κάτοικος Η.Π.Α. και ανεξαρτήτως ενεργητικού υπό διαχείριση, να εγγραφεί στο SEC αν ο αριθμός αυτών των επενδυτών είναι πάνω από 14.

Η εγγραφή στο SEC ως RIA έχει ως άμεση συνέπεια τήρηση αρχείου οικονομικών και άλλων στοιχείων, διαφόρων εγγράφων και μηνυμάτων ηλεκτρονικού ταχυδρομείου για τουλάχιστον 5 χρόνια. Το SEC έχει την αρμοδιότητα να πραγματοποιεί τακτικούς ελέγχους στα αρχεία των εγγεγραμμένων RIA για πλήθος θεμάτων, όπως διαδικασίες αποτιμήσεων, μεθόδων συναλλαγών, θεματοφυλακής, εσωτερικών διαδικασιών και ελέγχων, καταστάσεων πληροφόρησης προς τους επενδυτές και άλλα. Είναι φανερό ότι οι νέες ρυθμίσεις θα έχουν κόστος σε χρόνο και χρήμα, αφού η προετοιμασία και η διαδικασία ελέγχου θα απασχολήσει πλήθος προσωπικού. Η τελική ημερομηνία συμμόρφωσης με τους νέους κανόνες ήταν η 1^η Φεβρουαρίου 2006, από το πέρας της οποίας άπαντες οι εμπλεκόμενοι υποχρεούνται στην τήρησή τους.

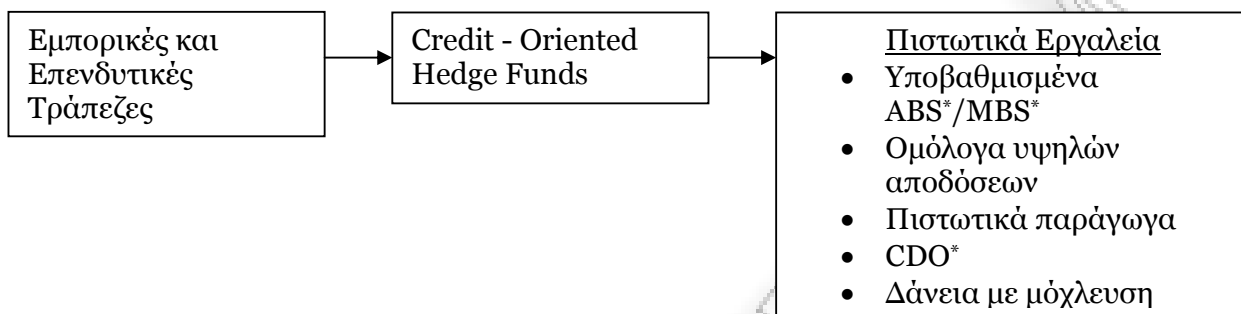
Το κύριο έγγραφο που υποβάλλεται στο SEC είναι όπως αναφέρθηκε το 'Form ADV', το οποίο χωρίζεται σε δύο μέρη. Το πρώτο μέρος υποβάλλεται ηλεκτρονικά και περιλαμβάνει προσωπικές πληροφορίες για τον σύμβουλο επενδύσεων (σπουδές και προυπηρεσία) και πληροφορίες για το ποινικό μητρώο τόσο του δικού του, όσο και των συνεργατών του. Το δεύτερο μέρος στοχεύει περισσότερο στις ακολουθούμενες επιχειρηματικές πρακτικές του συμβούλου και στους πελάτες του, αφού δίνονται πληροφορίες για τις αμοιβές, τις επενδυτικές στρατηγικές, για τυχόν αντικρουόμενα συμφέροντα και άλλα θέματα. Αναnevώνεται κάθε χρόνο, εντός 90 ημερών από το τέλος του οικονομικού έτους και οποτεδήποτε καθίσταται ανακριβές.

3.3 Αυξανόμενη εμπλοκή στην παγκόσμια αγορά πίστewος

Τα hedge funds που στοχεύουν στις κατά τόπους αγορές πίστewος έχουν γνωρίσει μεγάλη ανάπτυξη προσφάτως. Η λειτουργία τους προσφέρει κεφάλαιο στην αγορά και διαχέει τον κίνδυνο, όμως υπάρχουν ανησυχίες για το αν οι δραστηριότητες στις οποίες εμπλέκονται μπορούν να αυξήσουν τους κινδύνους για τις χρηματοδοτούμενες επιχειρήσεις και για την αγορά στο σύνολό της, ιδιαίτερα αν προκύψουν δύσκολες συνθήκες όπως υποβαθμίσεις πιστοληπτικών ικανοτήτων ή ζημιές σε credit derivatives. Πρόσφατο παράδειγμα άσχημης εξέλιξης στην αγορά των ομολόγων είναι η υποβάθμιση των ομολόγων στο χώρο της αυτοκινητοβιομηχανίας, των εταιρειών Ford και General Motors, των οποίων η συνολική αξία εκδοθέντων ομολόγων ανέρχεται σε \$453 δις.

Το ενεργητικό υπό διαχείριση για τα credit-oriented hedge funds μεγαλώνει ποσοστιαία σε μεγαλύτερο βαθμό από το ενεργητικό της αγοράς στο σύνολό της, και επιπλέον οι επιπτώσεις τους στις αγορές δεν είναι εύκολα ανιχνεύσιμες αφού έχουν μεγάλο όγκο συναλλαγών, ακόμα και σε τμήματα της αγοράς που έχουν μεγάλο ρίσκο.

Η διαδικασία έχει συνήθως την ακόλουθη μορφή:



*ABS: Asset-Backed Securities

*MBS: Mortgage-Backed Securities

*CDO: Collateralized Debt Obligation

Οι τράπεζες παρέχουν βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση στα hedge funds, τα οποία με τη σειρά τους αγοράζουν τα προαναφερθέντα προϊόντα. Η αγορά πίστης παγκοσμίως φτάνει σε μεγέθη που φαίνονται στον επόμενο πίνακα.

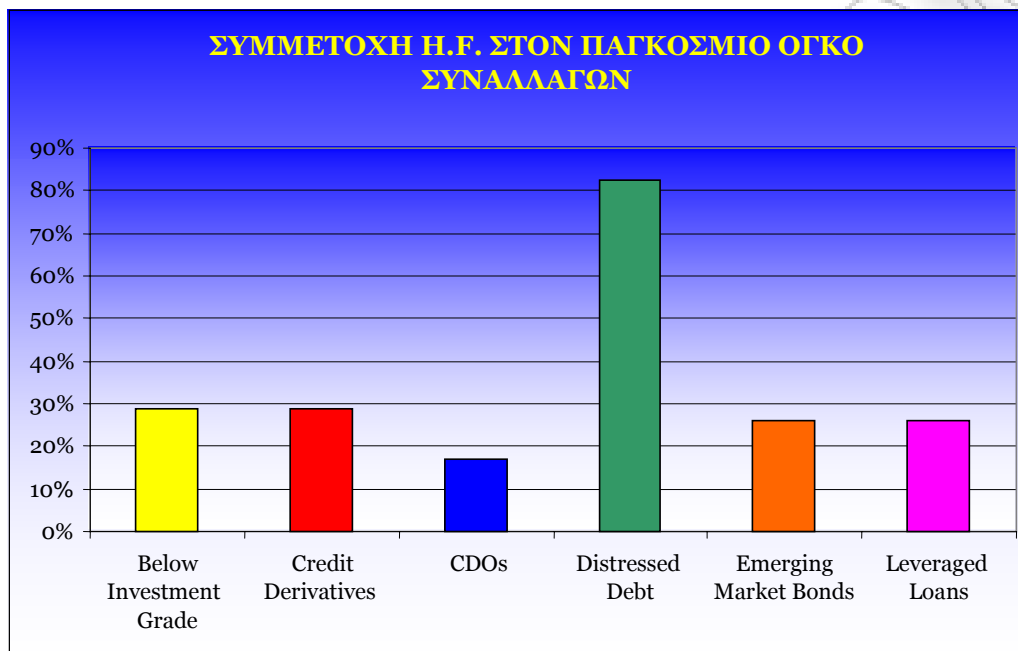
ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΑΓΟΡΑ ΠΙΣΤΕΩΣ (\$ δις) – 31/12/2004

U.S. Corporate Bonds	3.000
U.S. High Yield Bonds	700
European High Yield Bonds	118
U.S. Leveraged Loans	460
European Leveraged Loans	441
ABS	1.828
CDOs	366
Credit Derivatives	8.400

Πηγή: Bloomberg, Bond Market Association, J.P. Morgan, International Swaps and Derivatives Association, Inc. [2005]

Η ρευστότητα που παρέχουν τα credit-oriented hedge funds είναι αξιοσημείωτη, αφού το 2004 συμμετείχαν στην αγορά πίστης ως εξής:

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 16. ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ HEDGE FUNDS ΣΤΑ ΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ

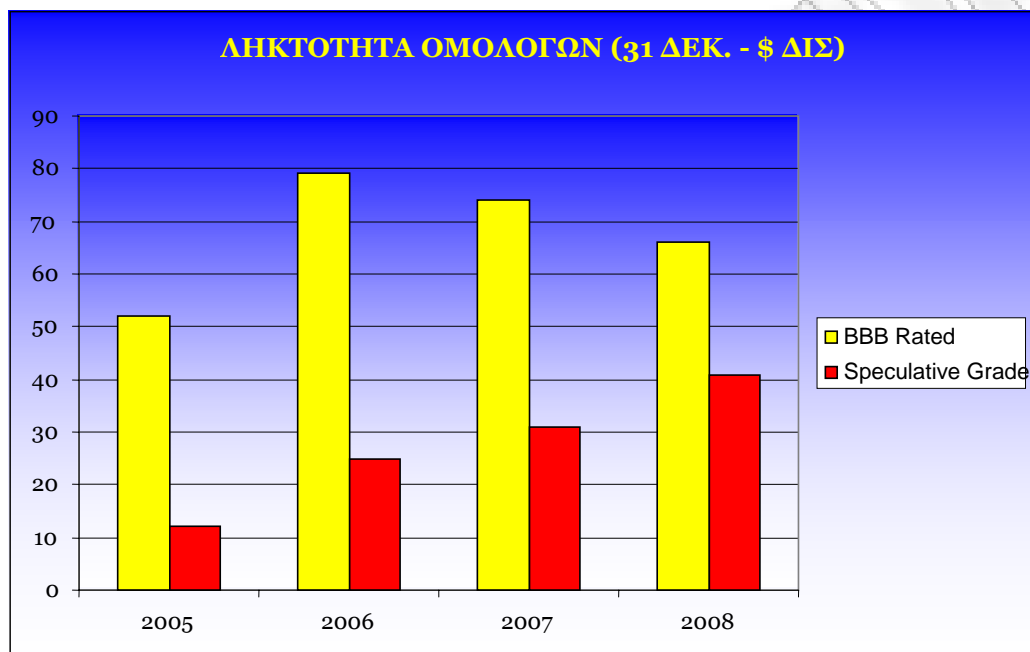


Πηγή: Greenwich – Van Advisors LLC [2005]

Μια πιθανή αλλαγή της σύνθεσης των χαρτοφυλακίων κάποιων hedge funds πιθανότατα να επηρέαζε την αγορά με ποικίλους τρόπους. Πρώτα από όλα θα σήμαινε πτώση των τιμών των προϊόντων, άνοιγμα των spreads, κίνδυνος επαναχρηματοδότησης για εταιρείες που εκδίδουν ομόλογα υψηλών αποδόσεων και λιγότερες μελλοντικές εκδόσεις. Άξιο μελέτης είναι οι επιδράσεις στην αγορά σε περίπτωση ενός αρνητικού γεγονότος, ιδιαίτερα για τα funds που λειτουργούν με μόχλευση και σε πολλές αγορές ταυτόχρονα. Κατά την διάρκεια της κρίσης ρευστότητας του 1998, πολλά προϊόντα χαρακτηρισμένα ως investment grade έχασαν πάνω από 5% της αξίας τους, ενώ τα below investment grade είχαν ακόμα μεγαλύτερες απώλειες σε σύντομο χρονικό διάστημα. Από στοιχεία που δίνουν οι prime brokers (Deutsche Bank, Morgan Stanley), πολλά hedge funds αυτοπεριορίζονται και δεν χρησιμοποιούν το μέγιστο ποσοστό μόχλευσης που μπορούν να έχουν, τόσο σε καθημερινή βάση όσο και σε καταστάσεις stress. Επιπλέον, οι μέθοδοι παρακολούθησης και διαχείρισης κινδύνων έχουν καταστεί αποτελεσματικότεροι και η διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων καλύτερη.

Προς το παρόν δεν προβλέπεται ένα αρνητικό γεγονός το οποίο θα στερήσει από την αγορά ένα σημαντικό μέρος ρευστότητας και θα οδηγήσει σε αρνητικές αλυσιδωτές αντιδράσεις. Οι εταιρείες που εκδίδουν ομόλογα έχουν επεκτείνει την λήξη τους και έχουν αυξήσει την κατοχή μετρητών στους ισολογισμούς τους, ενδυναμώνοντας έτσι τη θέση τους.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 17. ΔΗΚΤΟΤΗΤΑ ΑΜΕΡΙΚΑΝΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΥΨΗΛΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ



Πηγή: Fitch Ratings [2005]

Παρόλα αυτά, από το τρέχον έτος και την επόμενη διετία θα λήξουν ομόλογα υψηλών αποδόσεων αξίας περίπου \$316 δις, αυξάνοντας έτσι τον επερχόμενο κίνδυνο αναχρηματοδότησης για αρκετές εταιρίες. Αν αρκετά hedge funds επιλέξουν να αποτραβηχτούν από τις προαναφερθείσες δραστηριότητες στην αγορά πίστης, τότε είναι πιθανό να υπάξει ένα νέο στοιχείο κινδύνου στην αγορά.

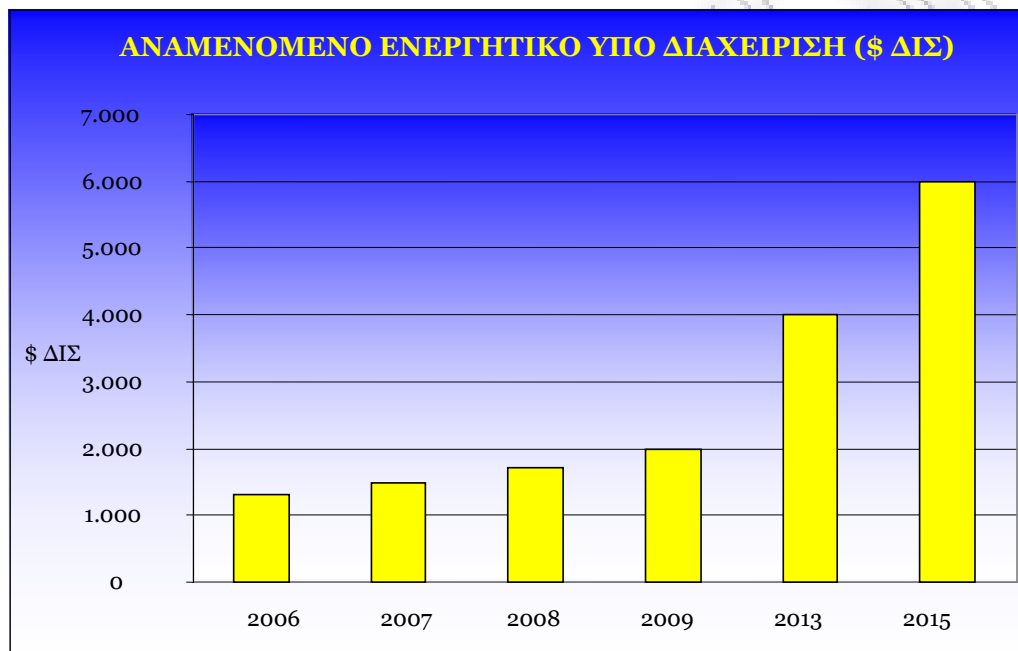
3.4 Μελλοντικές προοπτικές, ευκαιρίες και δυναμική της αγοράς των hedge funds παγκοσμίως

Μετά την μεγάλη ανάπτυξη των hedge funds κατά την διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας, την συνεχή αύξηση του αριθμού τους και του ενεργητικού υπό διαχείριση, καθώς και τις μεγάλες αποδόσεις που πέτυχαν, τίθεται το ερώτημα για το τι μέλλει γενέσθαι στην αγορά. Λόγοι που έκαναν στο παρελθόν τους επενδυτές σκεπτικούς στο να επενδύσουν στην εν λόγω αγορά ή που θα απέτρεπαν περαιτέρω ανάπτυξη στο μέλλον είναι η έλλειψη πληροφόρησης και αποκάλυψης, η έλλειψη θεσμικού ελέγχου, η υψηλή χρησιμοποιούμενη μόχλευση, η μικρή ρευστότητα της επένδυσης και οι υψηλές αμοιβές διαχείρισης. Όπως ήδη έχουμε αναλύσει, πολλοί από τους παραπάνω λόγους έχουν ήδη αρχίσει να εκλείπουν, και επιπλέον η

αναμενόμενη δυναμική είσοδος των θεσμικών επενδυτών θα δώσει νέα ώθηση στην αγορά.

Ξεκινώντας από τον αριθμό των hedge funds, υπολογίζεται ότι θα ξεπεράσει τις 11,500 (από περίπου 8,500 που είναι σήμερα) πριν το τέλος της τρέχουσας δεκαετίας. Όσο αφορά το ενεργητικό υπό διαχείριση, αυτό αναμένεται ότι θα ακολουθήσει μια εντυπωσιακά ανοδική πορεία:

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 18. ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ ΥΠΟ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ HEDGE FUNDS



Αυτή η αισιόδοξη πρόβλεψη βασίζεται σε αρκετά στοιχεία. Πρώτα από όλα, βασίζεται στην ζήτηση των θεσμικών επενδυτών, οι οποίοι αυξάνουν με γρήγορους ρυθμούς τις τοποθετήσεις τους σε διάφορα hedge funds. Περίπου το 40% των αμερικανικών ιδρυμάτων και κεφαλαίων από πανεπιστήμια και το 80% των pension funds δεν έχουν τοποθετήσει ακόμα χρήματα στα hedge funds, πράγμα όμως που αναμένεται να πράξουν στα προσεχή χρόνια προκειμένου να επιτύχουν υψηλότερες αποδόσεις. Η ίδια τάση αναμένεται να επικρατήσει και στην ευρωπαϊκή αγορά. Αυτή τη στιγμή το ταμείο CALPERS υπολογίζεται ότι έχει επενδύσει \$1 δις και η Παγκόσμια Τράπεζα \$1,5 δις, όμως αμφότεροι σκέφτονται σοβαρά να διπλασιάσουν την συμμετοχή τους. Μια ακόμη πηγή κεφαλαίου είναι η επένδυση από μικρότερους επενδυτές, οι οποίοι εισέρχονται στην αγορά μέσω των funds of funds που αναλύθηκαν πρωτύτερα. Τα κεφάλαια που θα εισρεύσουν υπολογίζονται σε αρκετά εκατοντάδες εκατομμύρια δολάρια, τα οποία πιθανώς να αποσυρθούν από επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια. Επίσης, οι ασφαλιστικές εταιρείες δείχνουν εντονότερο ενδιαφέρον για τα hedge funds, επιθυμώντας να αντικαταστήσουν τοποθεσίες σε ομόλογα με 'καλάθια' από hedge funds. Τέλος, πολλά στελέχη της αγοράς πιστεύουν στην δυναμική της και στην μελλοντική ανάπτυξή της, επισημαίνοντας ότι χρειάστηκε μικρότερο χρονικό

διάστημα προκειμένου να φτάσει το \$1 τρις υπό διαχείριση από ότι τα αμοιβαία κεφάλαια, καθώς και ότι τα αμοιβαία κεφάλαια δεν τελμάτωσαν μόλις έφθασαν αυτό το νούμερο αλλά αντίθετα γιγαντώθηκαν με γρήγορους ρυθμούς.

Κατά την διάρκεια της επόμενης δεκαετίας αναμένεται να κάνουν την εμφάνισή τους νέες στρατηγικές και να υπάρξει δυναμικότερη είσοδος σε νέες αγορές, με μεγάλα περιθώρια κέρδους.

Οι νέοι τομείς που ήδη έχουν αρχίσει οι διαχειριστές να τοποθετούνται και να αναμένουν μεγάλα κέρδη στο μέλλον είναι:

Ενέργεια

Ο αριθμός των hedge funds τα οποία δραστηριοποιούνται στο τομέα της ενέργειας αυξάνει συνεχώς. Εκτιμάται ότι αυτή τη χρονική στιγμή υπάρχουν περίπου 300 funds στο χώρο, τα οποία έχουν αξιοσημείωτες αποδόσεις, και άλλα funds τα οποία αυξάνουν την συμμετοχή τους σε παρόμοιες επενδύσεις. Αυτές οι επενδύσεις περιλαμβάνουν εμπόριο oil futures, διάφορα νέα ενεργειακά παράγωγα (spread options, storage swaps), καθώς και απευθείας επενδύσεις σε εργοστάσια παραγωγής ενέργειας και αγωγούς.

Private Equity

Όπως αναφέρθηκε και νωρίτερα, τα hedge funds έχουν αυξήσει τη συμμετοχή τους σε αυτό τον τομέα, δηλαδή σε επιχειρηματικές αναδιοργανώσεις, αγορές επιχειρηματικού ενεργητικού, καθώς και χρέος (ομόλογα) υψηλού κινδύνου.

Real Estate

Μέχρι πριν λίγα χρόνια δεν υπήρχε ενδιαφέρον από τους διαχειριστές των funds για τον τομέα των ακινήτων. Αντίθετα, στις μέρες μας υπάρχουν funds που επενδύουν αποκλειστικά σε ακίνητα, είτε με την μορφή χρεογράφων επιχειρήσεων REIT (Real Estate Investment Trusts) είτε απευθείας σε ενσώματα πάγια.

Middle Market Lending

Πολλά hedge funds μπαίνουν στην αγορά, απειλώντας κολοσσούς του είδους όπως η CIT. Οι συμφωνίες αυτού του είδους ανέρχονται μέχρι το ποσό των \$500 εκατομμυρίων.

Exchange-Traded Funds και Credit Derivatives

Αποτελούν εργαλεία που βοηθούν τα hedge funds να επενδύουν σε μεμονωμένα κομμάτια της αγοράς που τους ενδιαφέρουν, συμμετέχοντας έτσι στο συνολικό όγκο συναλλαγών κατά 70% και 30% αντίστοιχα.

Οι νέες αγορές που στοχεύουν οι διαχειριστές για να τοποθετηθούν είναι κυρίως οι αναπτυσσόμενες αγορές του κόσμου. Ξεκινώντας από την ασιατική ήπειρο, δυναμική τοποθέτηση αναμένεται στο Hong Kong, στην Ν. Κορέα, στην Ταϊβάν και στη Σιγκαπούρη. Παρόλα αυτά, χρειάζονται κάποιες αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο αγορών της νοτιανατολικής Ασίας, αφού δεν επιτρέπεται το short selling, δεν υπάρχουν ανεπτυγμένες αγορές futures, options και

δεικτοποιημένων παραγώγων, καθώς και απαγόρευση στην Ταυλάνδη και την Μαλαισία της τοποθέτησης των τοπικών επενδυτών σε hedge funds.

Ενδιαφέρον για την αφρικανική ζώνη δείχνουν οι διαχειριστές στη χώρα της Ν. Αφρικής. Από εκεί και πέρα, υπάρχει το λεγόμενο 'BRIC', δηλαδή οι χώρες Βραζιλία, Ρωσία, Ινδία και Κίνα (**B**razil, **R**ussia, **I**ndia, **C**hina) οι οποίες διαθέτουν τρομερό δυναμικό ανάπτυξης. Οι αναλυτές της Goldman Sachs υπολογίζουν ότι το ΑΕΠ αυτών των χωρών θα είναι το μισό των χωρών του G6 σε είκοσι χρόνια και λίγο μεγαλύτερο σε ορίζοντα σαράντα ετών. Έτσι, αυτές οι χώρες μαζί με τις Ηνωμένες Πολιτείες και την Ιαπωνία θα είναι οι οικονομικές δυνάμεις του μέλλοντος, δίνοντας μεγάλες επενδυτικές ευκαιρίες στους διαχειριστές των hedge funds στα χρόνια που ακολουθούν. Σε όλα τα παραπάνω βοηθούν οι μεταρρυθμίσεις που πραγματοποιούνται στην Ινδία και στην Κίνα, στις δύο πολυπληθέστερες χώρες του κόσμου, όπου η οικονομία τους σταδιακά φιλελευθεροποιείται ξεφεύγοντας έτσι από το κλειστό πρότυπο και γνωρίζουν υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, ελαττώνουν τους φραγμούς για τις ξένες επενδύσεις και το διεθνές εμπόριο και μειώνεται η συμμετοχή του δημοσίου σε αναποτελεσματικές επιχειρήσεις.

3.5 Ο θεσμός των hedge funds στη χώρα μας

Παρόλο τη τεράστια ανάπτυξη που έχει γνωρίσει ο θεσμός των hedge funds παγκοσμίως και την ολοένα και μεγαλύτερη διείσδυση στην ευρωπαϊκή ήπειρο, στη χώρα μας δεν έχουμε γνωρίσει ακόμα την εισαγωγή του. Αξίζει να σημειωθεί βέβαια ότι στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών υπολογίζεται ότι το 30% περίπου της συμμετοχής των ξένων θεσμικών επενδυτών προέρχεται από hedge funds εξωτερικού. Όσο αφορά την δημιουργία ελληνικών hedge funds, βρισκόμαστε σε καθεστώς διαβουλεύσεων και συσκέψεων μεταξύ των αρμοδίων φορέων. Βασικό σημείο είναι η επίδειξη ωριμότητας του ελληνικού επενδυτικού κοινού προς το νέο για τη χώρα μας θεσμό. Απαραίτητη προϋπόθεση για την εισαγωγή του είναι η υπαγωγή του σε καθεστώς θεσμικής ρύθμισης. Προς αυτή τη κατεύθυνση κινείται η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών (ΕΘΕ), η οποία αφενός έχει αναλάβει την ενημέρωση της αγοράς για την σημασία και τις πιθανές συνέπειες της εισαγωγής του θεσμού, και αφετέρου έχει ζητήσει (μέσω επιστολής του προέδρου της προς τον πρόεδρο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς) την ίδρυση των hedge funds, την προώθηση φορολογικών κινήτρων ώστε να αποφευχθεί η φυγή εγχώριων κεφαλαίων στο εξωτερικό και την δυνατότητα για τις Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (ΕΕΧ) να επενδύουν σε hedge funds ή σε funds of hedge funds.

Άξια αναφοράς είναι η προσπάθεια δύο Ελλήνων, του Σάμπυ Μιωνή και του Άγγελου Μεταξά, οι οποίοι δημιούργησαν το 1998 την Capital Management Advisors (CMA), μια εταιρεία διαχείρισης fund of hedge funds με αρχικά διαχειριζόμενα κεφάλαια \$12 εκατομμύρια. Στα τέλη της χρονιάς που πέρασε τα διαχειριζόμενα κεφάλαια είχαν φθάσει το \$1,6 δις, το προσωπικό ανέρχεται πλέον σε 29 άτομα (9 Έλληνες) και διαθέτει γραφεία στη Ν. Υόρκη, στη Γενεύη και στις Βερμούδες που είναι η έδρα της. Η CMA διαχειρίζεται χρήματα τόσο θεσμικών επενδυτών, όσο και high net worth individuals, και μάλιστα σε ποσοστό 75% - 25%, ένα ακόμα σημείο που δείχνει την επιτυχημένη πορεία της αφού οι θεσμικοί απαιτούν μεγάλες αποδόσεις,

διαφάνεια και τιμιότητα εκ μέρους των διαχειριστών. Η ακολουθούμενη πρακτική είναι η παρακολούθηση περίπου 2.500 hedge funds από τους αναλυτές της εταιρείας, η περαιτέρω ανάλυση 600 από αυτά και τελική επιλογή μόλις 10 με 15 για επένδυση. Οι αποδόσεις που έχει πετύχει από την ίδρυσή της ανέρχονται σε 7,5% ετησίως, χωρίς ούτε μία χρονιά με αρνητική απόδοση. Αποτέλεσμα όλης αυτής της εντυπωσιακής πορείας είναι η εξαγορά της αυτό το μήνα από την ελβετική τράπεζα EFG International του ομίλου Λάτση. Ο επόμενος στόχος που έχει τεθεί είναι η αύξηση των διαχειριζόμενων κεφαλαίων στα \$7 δις ώστε να βρεθεί η εταιρεία μέσα στις 20 μεγαλύτερες του χώρου.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Τα hedge funds αποτελούν πλέον μια πραγματικότητα στον παγκόσμιο χρηματοοικονομικό κόσμο, με αξιοσημείωτο ενεργητικό υπό διαχείριση και προοπτική για περαιτέρω δυναμική ανάπτυξη. Στα αμέσως επόμενα χρόνια προβλέπεται να υπάρχει μεγάλη τοποθέτηση των θεσμικών επενδυτών στα hedge funds και στα funds of hedge funds, ενώ και οι λιανικοί επενδυτές θα μπορούν πλέον να τοποθετούν τα χρήματά τους σε αυτής της μορφής την επένδυση.

Η αγορά των hedge funds δείχνει να έχει ξεπεράσει τα προβλήματα που αντιμετώπιζε στα πρώτα χρόνια της ανάπτυξής της. Έτσι, συνεχίζει να συνεισφέρει ρευστότητα, να ανακαλύπτει νέες αγορές και επενδυτικές ευκαιρίες και να προσθέτει πλούτο στους επενδυτές της και στην οικονομία γενικότερα. Οι διαχειριστές των funds, όντας πιο έμπειροι και διδαγμένοι από τα λάθη του παρελθόντος, χρησιμοποιούν ολοένα και λιγότερο δανεισμό (μικρότερους συντελεστές μόχλευσης) και προσπαθούν να συμμορφωθούν με τους κανόνες της αγοράς. Οι πρωτοβουλίες των κατά τόπους ρυθμιστικών αρχών, και κυρίως του SEC στις Ηνωμένες Πολιτείες, προκειμένου να επιβάλλουν ένα στενότερο και πιο διαφανές πλαίσιο λειτουργίας δεν προβλέπεται να δημιουργήσει κάποιο πρόβλημα στην μελλοντική ανάπτυξη του θεσμού. Αντίθετα, όλες οι νέες ρυθμίσεις προσθέτουν κύρος, διαφάνεια και αξιοπιστία στην αγορά, στοιχεία απαραίτητα για το άνοιγμα τόσο στους θεσμικούς, όσο και στους λιανικούς επενδυτές. Δεν θα πρέπει να λησμονούμε και το γεγονός ότι τα hedge funds μπορούν να εποπτευθούν και με έμμεσο τρόπο, μέσω των τραπεζών και των brokers, οι οποίοι έχουν με την σειρά τους ευθύνη για τα χρήματα που διαχειρίζονται και για το μέγεθος της έκθεσης που έχουν σε διάφορα hedge funds και άλλες τοποθετήσεις.

Είναι απαραίτητο να υπάρξει η εισαγωγή και λειτουργία του θεσμού στη χώρα μας. Προκειμένου να καταστεί αυτό δυνατό πρέπει να υπάρξει η δημιουργία του κατάλληλου θεσμικού πλαισίου. Η δημιουργία ελληνικών hedge funds θα δώσει μια νέα διέξοδο στους Έλληνες επενδυτές και πιθανότατα θα σημάνει εισροή κεφαλαίων από γειτονικές χώρες, ισχυροποιώντας ακόμα περισσότερο τη θέση της χώρας μας στη βαλκανική. Προκειμένου η αγορά της χώρας μας να λέγεται ανεπτυγμένη, δεν μπορεί να στερείται από αυτό το σύγχρονο επενδυτικό και χρηματοοικονομικό εργαλείο.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

4.1 Στατιστικά στοιχεία επίδοσης hedge funds

Στο ακόλουθο τμήμα θα παρουσιαστούν στατιστικά στοιχεία για δέκα κύριες στρατηγικές hedge funds. Τα στοιχεία προέρχονται από την CSFB / Tremont.

Η λειτουργία των δεικτών ξεκινάει από τον Ιανουάριο του 2000 και ο δείκτης Sharpe υπολογίστηκε χρησιμοποιώντας ένα rolling T-bill 90 ημερών.

Convertible Arbitrage

Net Performance	Convertible Arbitrage	S&P 500	Merrill Lynch All US Convertibles Index	FTSE All World Index
1 Month	1.28%	0.27%	-0.23%	-0.05%
3 Months	4.17%	2.96%	4.71%	7.55%
6 Months	4.38%	5.93%	5.39%	11.77%
1 Year	3.06%	8.40%	7.53%	15.65%
2 Year Cumulative	0.95%	15.96%	10.75%	31.09%
3 Year Cumulative	13.18%	60.63%	44.27%	92.08%
3 Year Avg Annual	4.21%	17.11%	13.00%	24.31%
5 Year Cumulative	41.11%	12.38%	30.04%	33.23%
5 Year Avg Annual	7.13%	2.36%	5.39%	5.91%
Since Inception	68.59%	-3.87%	14.98%	10.51%
Since Inception Avg Annual	8.84%	-0.64%	2.29%	1.63%

Statistics	Convertible Arbitrage	S&P 500	Merrill Lynch All US Convertibles Index	FTSE All World Index
Avg Month	0.71%	0.04%	0.26%	0.23%
Best Month	3.28%	9.78%	8.41%	8.88%
Worst Month	-2.25%	-10.87%	-11.95%	-11.00%
Monthly Standard Deviation	1.06%	4.35%	3.68%	4.26%
Annualized Standard Deviation	3.66%	15.07%	12.75%	14.75%
Sharpe Ratio	1.64	-0.23	-0.04	-0.08

Correlations	Convertible Arbitrage	S&P 500	Merrill Lynch All US Convertibles Index	FTSE All World Index
S&P 500	0.12	1	0.76	0.97
Merrill Lynch All US Convertibles Index	0.35	0.76	1	0.79
FTSE All World Index	0.13	0.97	0.79	1

FUNDS

Advent Convertible Arbitrage (Cayman) Fund
 Akanthos Arbitrage Fund Ltd
 Argent LowLev Convertible Arbitrage Fund Ltd (Class A)
 Asymmetric Convertible Fund Ltd (USD)
 Context Convertible Arbitrage Offshore Ltd
 O'Connor Global Convertible Arbitrage Ltd (Class B)
 Plexus Fund Ltd (USD)
 Quattro Offshore Fund Ltd
 Symphony Arpeggio Fund
 TQA Vantage Fund Ltd
 Zazove Offshore Hedged Convertible Fund Ltd

Short Bias

Net Performance	Dedicated Short Bias	S&P 500	FTSE All World Index
1 Month	0.50%	0.27%	-0.05%
3 Months	-4.49%	2.96%	7.55%
6 Months	-3.00%	5.93%	11.77%
1 Year	-2.39%	8.40%	15.65%
2 Year Cumulative	-2.04%	15.96%	31.09%
3 Year Cumulative	-34.03%	60.63%	92.08%
3 Year Avg Annual	-12.95%	17.11%	24.31%
5 Year Cumulative	-22.37%	12.38%	33.23%
5 Year Avg Annual	-4.94%	2.36%	5.91%
Since Inception	-14.58%	-3.87%	10.51%
Since Inception Avg Annual	-2.52%	-0.64%	1.63%

Statistics	Dedicated Short Bias	S&P 500	FTSE All World Index
Avg Month	-0.12%	0.04%	0.23%
Best Month	9.45%	9.78%	8.88%
Worst Month	-12.54%	-10.87%	-11.00%
Monthly Standard Deviation	4.38%	4.35%	4.26%
Annualized Standard Deviation	15.17%	15.07%	14.75%
Sharpe Ratio	-0.35	-0.23	-0.08

Correlations	Dedicated Short Bias	S&P 500	FTSE All World Index
S&P 500	-0.78	1	0.97
FTSE All World Index	-0.81	0.97	1

FUNDS

Arcas International Fund Ltd (Covered Interest)

Compass Holdings Ltd (Class C)

Island Drive Offshore Ltd (Class A)

Kingsford International

Kodiak Capital Offshore Ltd

Multi Strategy

Net Performance	Multi-Strategy	S&P 500	FTSE All World Index	Citigroup World Government Bond Index
1 Month	0.73%	0.27%	-0.05%	-0.52%
3 Months	5.05%	2.96%	7.55%	1.90%
6 Months	6.09%	5.93%	11.77%	-3.06%
1 Year	9.14%	8.40%	15.65%	-4.96%
2 Year Cumulative	12.62%	15.96%	31.09%	3.12%
3 Year Cumulative	23.48%	60.63%	92.08%	15.76%
3 Year Avg Annual	7.28%	17.11%	24.31%	5.00%
5 Year Cumulative	40.86%	12.38%	33.23%	41.02%
5 Year Avg Annual	7.09%	2.36%	5.91%	7.12%
Since Inception	75.17%	-3.87%	10.51%	43.02%
Since Inception Avg Annual	9.52%	-0.64%	1.63%	5.97%

Statistics	Multi-Strategy	S&P 500	FTSE All World Index	Citigroup World Government Bond Index
Avg Month	0.76%	0.04%	0.23%	0.52%
Best Month	4.57%	9.78%	8.88%	14.60%
Worst Month	-1.43%	-10.87%	-11.00%	-9.02%
Monthly Standard Deviation	0.94%	4.35%	4.26%	2.86%
Annualized Standard Deviation	3.26%	15.07%	14.75%	9.91%
Sharpe Ratio	2.05	-0.23	-0.08	0.32

Correlations	Multi-Strategy	S&P 500	FTSE All World Index	Citigroup World Government Bond Index
S&P 500	0.27	1	0.97	0.01
FTSE All World Index	0.31	0.97	1	0.1
Citigroup World Government Bond Index	0.03	0.01	0.1	1

FUNDS

Alexandra Global Investment Fund I Ltd
 Black Diamond Ltd
 Canyon Value Realization Fund (Cayman) Ltd (B)
 Concordia Capital Ltd (Class A)
 Deephaven Market Neutral Fund Limited
 Everest Capital International Ltd (Class D)
 LibertyView Plus Fund
 Lionhart Global Appreciation Fund Ltd (Global Portfolio)
 Mariner Atlantic Ltd
 Sagamore Hill Fund Ltd
 Shepherd Investments International Ltd

Managed Futures

Net Performance	Managed Futures	S&P 500	Goldman Sachs Commodities Index	FTSE All World Index
1 Month	-1.62%	0.27%	-10.10%	-0.05%
3 Months	-4.66%	2.96%	-3.52%	7.55%
6 Months	0.93%	5.93%	-16.79%	11.77%
1 Year	4.66%	8.40%	3.84%	15.65%
2 Year Cumulative	-7.22%	15.96%	28.06%	31.09%
3 Year Cumulative	-1.60%	60.63%	36.42%	92.08%
3 Year Avg Annual	-0.53%	17.11%	10.91%	24.31%
5 Year Cumulative	41.48%	12.38%	60.51%	33.23%
5 Year Avg Annual	7.19%	2.36%	9.93%	5.91%
Since Inception	73.08%	-3.87%	124.42%	10.51%
Since Inception Avg Annual	9.30%	-0.64%	14.01%	1.63%

Statistics	Managed Futures	S&P 500	Goldman Sachs Commodities Index	FTSE All World Index
Avg Month	0.81%	0.04%	1.31%	0.23%
Best Month	10.20%	9.78%	15.41%	8.88%
Worst Month	-8.42%	-10.87%	-14.41%	-11.00%
Monthly Standard Deviation	3.74%	4.35%	6.56%	4.26%
Annualized Standard Deviation	12.95%	15.07%	22.72%	14.75%
Sharpe Ratio	0.5	-0.23	0.49	-0.08

Correlations	Managed Futures	S&P 500	Goldman Sachs Commodities Index	FTSE All World Index
S&P 500	-0.32	1	-0.04	0.97
Goldman Sachs Commodities Index	0.21	-0.04	1	0.04
FTSE All World Index	-0.28	0.97	0.04	1

FUNDS

Admiralty Fund Ltd (Class B)
 Aspect Diversified Fund Ltd (USD)
 Campbell Global Assets Fund Ltd (Class A)
 D.QUANT Fund/Ramsey Futures Trading
 FX Concepts Multi-Strategy Fund
 Graham Global Investment Fund (Proprietary Matrix Portfolio)
 JWH Global Strategies
 Rotella Polaris Fund Ltd
 Roy G. Niederhoffer Fund (Ireland) Plc
 Sunrise Capital Diversified Ltd

Long Short Equity

Net Performance	Long/Short Equity	S&P 500	FTSE All World Index
1 Month	0.27%	0.27%	-0.05%
3 Months	6.65%	2.96%	7.55%
6 Months	8.21%	5.93%	11.77%
1 Year	12.65%	8.40%	15.65%
2 Year Cumulative	20.25%	15.96%	31.09%
3 Year Cumulative	42.22%	60.63%	92.08%
3 Year Avg Annual	12.46%	17.11%	24.31%
5 Year Cumulative	45.12%	12.38%	33.23%
5 Year Avg Annual	7.73%	2.36%	5.91%
Since Inception	71.49%	-3.87%	10.51%
Since Inception Avg Annual	9.14%	-0.64%	1.63%

Statistics	Long/Short Equity	S&P 500	FTSE All World Index
Avg Month	0.74%	0.04%	0.23%
Best Month	5.68%	9.78%	8.88%
Worst Month	-2.94%	-10.87%	-11.00%
Monthly Standard Deviation	1.65%	4.35%	4.26%
Annualized Standard Deviation	5.71%	15.07%	14.75%
Sharpe Ratio	1.11	-0.23	-0.08

Correlations	Long/Short Equity	S&P 500	FTSE All World Index
S&P 500	0.51	1	0.97
FTSE All World Index	0.62	0.97	1

FUNDS

Advantage Advisers Technology International, Ltd
 Ardsley Offshore Fund Ltd
 Artis Technology Partners Ltd
 Bay Resource Partners Offshore Fund Ltd
 Chilton International BVI Ltd (Class D)
 FrontPoint Offshore Utility and Energy Fund Ltd
 Giano Capital Ltd (USD)
 Harbour Holdings Ltd
 Imperium Market Neutral Offshore Fund Ltd
 Kinetics Fund Inc
 Lansdowne UK Equity Fund Ltd (USD)
 Lazard Global Opportunities Ltd (Class A)
 Leonardo Capital Fund Ltd (Class C) -USD
 Omega Overseas Partners Ltd
 Optima The Platinum Fund Ltd
 Orbis Optimal (US\$) Fund
 Pegasus Fund Ltd (US\$)
 Penta Japan Fund Ltd
 Pequot International Fund Inc
 Permal Europe Ltd US Dollar Hedged Ltd
 Pioneer Long/Short European Equity (USD)
 Sandler Offshore Fund, Inc.
 Sierra Europe Offshore Ltd (Class A) USD
 Standard Pacific Capital Offshore Fund Ltd (Class A)
 Zweig-DiMenna International Limited
 Admiralty Fund Ltd (Class B)
 Aspect Diversified Fund Ltd (USD)
 Campbell Global Assets Fund Ltd (Class A)
 D.QUANT Fund/Ramsey Futures Trading
 FX Concepts Multi-Strategy Fund

Global Macro

Net Performance	Global Macro	S&P 500	FTSE All World Index
1 Month	0.33%	0.27%	-0.05%
3 Months	2.62%	2.96%	7.55%
6 Months	2.38%	5.93%	11.77%
1 Year	0.82%	8.40%	15.65%
2 Year Cumulative	1.27%	15.96%	31.09%
3 Year Cumulative	15.62%	60.63%	92.08%
3 Year Avg Annual	4.96%	17.11%	24.31%
5 Year Cumulative	43.81%	12.38%	33.23%
5 Year Avg Annual	7.54%	2.36%	5.91%
Since Inception	58.53%	-3.87%	10.51%
Since Inception Avg Annual	7.76%	-0.64%	1.63%

Statistics	Global Macro	S&P 500	FTSE All World Index
Avg Month	0.63%	0.04%	0.23%
Best Month	4.26%	9.78%	8.88%
Worst Month	-2.12%	-10.87%	-11.00%
Monthly Standard Deviation	1.22%	4.35%	4.26%
Annualized Standard Deviation	4.22%	15.07%	14.75%
Sharpe Ratio	1.17	-0.23	-0.08

Correlations	Global Macro	S&P 500	FTSE All World Index
S&P 500	-0.06	1	0.97
FTSE All World Index	0.06	0.97	1

FUNDS

Bridgewater Pure Alpha Fund 1

Capital Fund Ltd, The

Clarium Capital Ltd

Epoch Overseas Ltd

Grossman Currency Fund Ltd

UBS Currency Portfolio Limited (Class A Series 1)

Vega Global Fund Limited (USD)

Fixed Income Arbitrage

Net Performance	Fixed Income Arbitrage	FTSE All World Index	Citigroup World Government Bond Index
1 Month	-0.08%	-0.05%	-0.52%
3 Months	1.14%	7.55%	1.90%
6 Months	1.68%	11.77%	-3.06%
1 Year	0.46%	15.65%	-4.96%
2 Year Cumulative	3.70%	31.09%	3.12%
3 Year Cumulative	12.19%	92.08%	15.76%
3 Year Avg Annual	3.91%	24.31%	5.00%
5 Year Cumulative	24.77%	33.23%	41.02%
5 Year Avg Annual	4.53%	5.91%	7.12%
Since Inception	45.45%	10.51%	43.02%
Since Inception Avg Annual	6.26%	1.63%	5.97%

Statistics	Fixed Income Arbitrage	FTSE All World Index	Citigroup World Government Bond Index
Avg Month	0.51%	0.23%	0.52%
Best Month	2.50%	8.88%	14.60%
Worst Month	-1.28%	-11.00%	-9.02%
Monthly Standard Deviation	0.79%	4.26%	2.86%
Annualized Standard Deviation	2.73%	14.75%	9.91%
Sharpe Ratio	1.27	-0.08	0.32

Correlations	Fixed Income Arbitrage	FTSE All World Index	Citigroup World Government Bond Index
FTSE All World Index	0.02	1	0.1
Citigroup World Government Bond Index	0.09	0.1	1

FUNDS

ACM High-Grade Strategy Fund
 CDC MBS Fund GAMMA
 Drake Absolute Return Fund Ltd
 FrontPoint Offshore Fixed Income Opportunities Fund Ltd
 III Fund Ltd
 LCM GIRHF Ltd Opportunity (Program)
 MKP Opportunity Offshore Ltd
 Obsidian (Offshore) Fund Ltd
 SAF - Long Short Global Bond 300 (USD)
 Vega Relative Value Fund Ltd (USD)

Event Driven

Net Performance	Event Driven	S&P 500	Credit Suisse High Yield Index	FTSE All World Index
1 Month	0.12%	0.27%	1.00%	-0.05%
3 Months	3.91%	2.96%	3.16%	7.55%
6 Months	4.24%	5.93%	1.89%	11.77%
1 Year	7.73%	8.40%	3.27%	15.65%
2 Year Cumulative	16.39%	15.96%	14.84%	31.09%
3 Year Cumulative	39.15%	60.63%	43.75%	92.08%
3 Year Avg Annual	11.64%	17.11%	12.86%	24.31%
5 Year Cumulative	50.37%	12.38%	52.67%	33.23%
5 Year Avg Annual	8.50%	2.36%	8.83%	5.91%
Since Inception	75.89%	-3.87%	54.94%	10.51%
Since Inception Avg Annual	9.59%	-0.64%	7.36%	1.63%

Statistics	Event Driven	S&P 500	Credit Suisse High Yield Index	FTSE All World Index
Avg Month	0.77%	0.04%	0.61%	0.23%
Best Month	3.15%	9.78%	5.99%	8.88%
Worst Month	-2.83%	-10.87%	-6.31%	-11.00%
Monthly Standard Deviation	1.11%	4.35%	2.03%	4.26%
Annualized Standard Deviation	3.85%	15.07%	7.02%	14.75%
Sharpe Ratio	1.76	-0.23	0.65	-0.08

Correlations	Event Driven	S&P 500	Credit Suisse High Yield Index	FTSE All World Index
S&P 500	0.44	1	0.49	0.97
Credit Suisse High Yield Index	0.64	0.49	1	0.53
FTSE All World Index	0.51	0.97	0.53	1

FUNDS

Alpine Associates Offshore Fund Limited

Avenue International Ltd

Castlerigg International Limited

Contrarian Fund I Offshore Limited

Davidson Kempner International Ltd
Halcyon Offshore Event-Driven Strategies Fund

Levco Alternative Fund Ltd (Class AB)

Longacre International, Ltd
Tamarack

York Investment Ltd

Equity Market Neutral

Net Performance	Equity Market Neutral	S&P 500	FTSE All World Index
1 Month	0.24%	0.27%	-0.05%
3 Months	2.32%	2.96%	7.55%
6 Months	3.66%	5.93%	11.77%
1 Year	4.63%	8.40%	15.65%
2 Year Cumulative	6.35%	15.96%	31.09%
3 Year Cumulative	12.26%	60.63%	92.08%
3 Year Avg Annual	3.93%	17.11%	24.31%
5 Year Cumulative	19.58%	12.38%	33.23%
5 Year Avg Annual	3.64%	2.36%	5.91%
Since Inception	34.43%	-3.87%	10.51%
Since Inception Avg Annual	4.91%	-0.64%	1.63%

Statistics	Equity Market Neutral	S&P 500	FTSE All World Index
Avg Month	0.40%	0.04%	0.23%
Best Month	1.45%	9.78%	8.88%
Worst Month	-0.43%	-10.87%	-11.00%
Monthly Standard Deviation	0.39%	4.35%	4.26%
Annualized Standard Deviation	1.34%	15.07%	14.75%
Sharpe Ratio	1.57	-0.23	-0.08

Correlations	Equity Market Neutral	S&P 500	FTSE All World Index
S&P 500	0.21	1	0.97
FTSE All World Index	0.2	0.97	1

FUNDS

Advent Convertible Arbitrage (Cayman) Fund
 Akanthos Arbitrage Fund Ltd
 Argent LowLev Convertible Arbitrage Fund Ltd (Class A)
 Asymmetric Convertible Fund Ltd (USD)
 Context Convertible Arbitrage Offshore Ltd
 O'Connor Global Convertible Arbitrage Ltd (Class B)
 Plexus Fund Ltd (USD)
 Quattro Offshore Fund Ltd
 Symphony Arpeggio Fund
 TQA Vantage Fund Ltd
 Zazove Offshore Hedged Convertible Fund Ltd
 Arcas International Fund Ltd (Covered Interest)
 Compass Holdings Ltd (Class C)
 Island Drive Offshore Ltd (Class A)
 Kingsford International
 Kodiak Capital Offshore Ltd
 Ashmore Emerging Markets Liquid Investment Portfolio
 Asian Credit Hedge Fund
 Everest Capital Frontier Ltd (USD)
 GLS Offshore Global Opportunities Fund Ltd
 Gramercy Emerging Markets Ltd
 Hermitage Fund, The
 Jayhawk China Fund (Cayman) Ltd
 Permal Fixed Income Special Opportunities Ltd (Class A)
 Value Partners 'A' Fund (Index)
 VR Distressed Assets Fund Ltd
 AlphaGen Altai (Class A)
 Analytic US Market Neutral Offshore Ltd
 Balboa Fund Ltd

Emerging Markets

Net Performance	Emerging Markets	FTSE All World Index	FTSE All World Emerging Index
1 Month	3.05%	-0.05%	0.01%
3 Months	13.03%	7.55%	18.67%
6 Months	17.15%	11.77%	31.94%
1 Year	22.63%	15.65%	38.62%
2 Year Cumulative	38.02%	31.09%	76.06%
3 Year Cumulative	91.39%	92.08%	206.09%
3 Year Avg Annual	24.16%	24.31%	45.19%
5 Year Cumulative	146.32%	33.23%	167.76%
5 Year Avg Annual	19.76%	5.91%	21.77%
Since Inception	176.28%	10.51%	92.40%
Since Inception Avg Annual	17.92%	1.63%	11.20%

Net Performance	Emerging Markets	FTSE All World Index	FTSE All World Emerging Index
1 Month	3.05%	-0.05%	0.01%
3 Months	13.03%	7.55%	18.67%
6 Months	17.15%	11.77%	31.94%
1 Year	22.63%	15.65%	38.62%
2 Year Cumulative	38.02%	31.09%	76.06%
3 Year Cumulative	91.39%	92.08%	206.09%
3 Year Avg Annual	24.16%	24.31%	45.19%
5 Year Cumulative	146.32%	33.23%	167.76%
5 Year Avg Annual	19.76%	5.91%	21.77%
Since Inception	176.28%	10.51%	92.40%
Since Inception Avg Annual	17.92%	1.63%	11.20%

Correlations	Emerging Markets	FTSE All World Index	FTSE All World Emerging Index
FTSE All World Index	0.7	1	0.82
FTSE All World Emerging Index	0.79	0.82	1

FUNDS

Ashmore Emerging Markets Liquid Investment Portfolio

Asian Credit Hedge Fund

Everest Capital Frontier Ltd (USD)

GLS Offshore Global Opportunities Fund Ltd

Gramercy Emerging Markets Ltd

Hermitage Fund, The

Jayhawk China Fund (Cayman) Ltd

Permal Fixed Income Special Opportunities Ltd (Class A)

Value Partners 'A' Fund (Index)

VR Distressed Assets Fund Ltd

4.2 BNP Paribas Hedge Fund Centre

Το BNP Paribas Hedge Fund Centre ιδρύθηκε το 2000 και το αρχικό του όνομα ήταν Centre for Hedge Fund Research and Education. Ανήκει στο London Business School και συστάθηκε λόγω της γρήγορης ανάπτυξης της αγοράς των hedge funds και της ανάγκης για περισσότερη κατανόηση, πληροφόρηση και μελέτη των χαρακτηριστικών και των στρατηγικών τους. Είναι το πρώτο research center παγκοσμίως που ασχολείται αποκλειστικά με τα hedge funds και έχει ως στόχους:

- Να αναλύσει τις αποδόσεις και τον κίνδυνο για κάθε στρατηγική που ακολουθείται από τους διαχειριστές.
- Να εξετάσει τις επιπτώσεις της θεσμικής παρακολούθησης των κατά τύπους αρχών στα funds.
- Να συγκρίνει τα hedge funds με τα mutual funds.
- Να ασχοληθεί με οποιοδήποτε θέμα οι επενδυτές, οι διαχειριστές ή οι αρχές κρίνουν σημαντικό για την λειτουργία της αγοράς.
- Την καλύτερη κατανόηση των αγορών που επενδύουν τα funds και τις επιπτώσεις τους σε αυτές τις αγορές.

Βασική ήταν η συμβολή των Fauchier Partners στην αρχική οργάνωση και την χρηματοδότηση του Κέντρου από πλήθος μεγάλων οργανισμών, όπως η Bank of Bermuda, η BNP Paribas, η Deutsche Bank, οι Fauchier Partners, η Merrill Lynch Investment Managers και η Prudential-Bache International Ltd. Τον Ιούλιο του 2004 τελείωσε η αρχική συνεργασία με τους παραπάνω φορείς και έκτοτε το Κέντρο άλλαξε επώνυμια και δέχεται την γενναία στήριξη της BNP Paribas. Διευθυντής του είναι ο παγκοσμίως φήμις καθηγητής και ερευνητής Narayan Naik και συνεργάτης ο επίσης καταξιωμένος καθηγητής William Fung. Το κέντρο παρέχει εκπαίδευση στους φοιτητές του London Business School, δημοσιεύει πλήθος επιστημονικών άρθρων και αναλύσεων και οργανώνει σεμινάρια για στελέχη της αγοράς. Χορηγοί διάφορων προγραμμάτων παραμένουν μεγάλες τράπεζες όπως η ABN AMRO, η Barclays Bank, η Deutsche Bank, η HSBC, η UBS, η Swiss Re Investment και πάρα πολλές άλλες.

Περισσότερες πληροφορίες μπορούν να αναζητηθούν στο www.london.edu/hedgefund/html ή μέσω ηλεκτρονικής αλληλογραφίας στο bnpparibashfc@london.edu

4.3 Πρωτοβουλίες διεθνών οργανισμών για ανάλυση θεμάτων και προβλημάτων σχετικά με τα hedge funds

Από την εποχή της παρολίγο πτώχευσης του LTCM, πολλές θεσμικές αρχές και ιδιωτικά groups έχουν πάρει πρωτοβουλίες προκειμένου να αναλύσουν την αγορά των hedge funds, να επισημάνουν τυχόν κινδύνους και να προτείνουν βελτιωτικά μέτρα. Οι κυριότερες από αυτές τις προσπάθειες καταγράφονται στον ακόλουθο πίνακα.

ΘΕΣΜΙΚΕΣ ΠΡΩΤΟΒΟΥΛΙΕΣ

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ΦΟΡΕΑΣ
Ιανουάριος 1999	Basel Committee on Banking Supervision (BCBS)
Απρίλιος 1999	US President's Working Group on Financial Markets (PWG)
Νοέμβριος 1999	International Organization of Securities Commissions (IOSCO)
Απρίλιος 2000	Financial Stability Forum (FSF)
Αύγουστος 2002	UK's Financial Services Authority (FSA)
Σεπτέμβριος 2003	Staff Report to US Securities and Exchange Commission (SEC)
Ιανουάριος 2004	European Parliament
Ιούνιος 2005	UK's Financial Services Authority (FSA)
Σεπτέμβριος 2005	Managed Funds Association (MFA)

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

ΞΕΝΗ

1. Acito, Christopher J., Quirck, Kevin P. and Martinez, Jair A. "Funds of Hedge Funds – Market Trend Analysis" May 2002, Hennessee Group
2. Ackermann, Carl, McEnally, Richard and Ravenscraft, David "The Performance of Hedge Funds: Risk, Return and Incentives" June 1999, The Journal of Finance, Vol 54, No 3, 833-874
3. Agarwal, Vikas and Naik, Narayan Y. "Generalised Style Analysis of Hedge Funds" 2000, Journal of Asset Management
4. Aldrich, David and Lewin, Marina. "Institutional Demand for Hedge Funds: New Opportunities and New Standards" December 2004, The Bank of New York
5. Amin, Gaurav S. and Kat, Harry M. "Do The Money Machines Really Add Value?" December 2001, Working Paper, The University of Reading
6. Anson, Mark. "Registered Hedge Funds: Retail Investors Enter The Marketplace" August 2003, Journal of Financial Planning
7. Brooks, Chris and Kat, Harry M. "The Statistical Properties of Hedge Fund Index Returns and Their Implications for Investors" October 2001, Working Paper, The University of Reading
8. Chatiras, Manolis. "The Benefits of Hedge Funds" February 2004, Center for International Securities and Derivatives Markets
9. Edwards, Franklin R. and Caglayan, Mustafa Onur. "Hedge Fund Performance and Manager Skill" May 2001, The Journal of Futures Markets
10. Edwards, Franklin R. "The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and Investor Protection" June 2003, Columbia University
11. Fung, William and Hsieh, David A. "Asset-Based Style Factors for Hedge Funds" 2002, Centre for Hedge Fund Research and Education, London Business School
12. Fung, William and Hsieh, David A. "The Risk In Fixed-Income Hedge Fund Styles" August 2002, Journal of Fixed Income
13. Fung, William and Hsieh, David A. "Extracting Portable Alphas From Equity Long-Short Hedge Funds" Forthcoming, Journal of Investment Management
14. Garbaravicius Tomas and Dierick Frank "Hedge Funds and Their Implications for Financial Stability" August 2005, Occasional Paper Series, No 34, European Central Bank
15. Geithner, Timothy F. "Hedge Funds and Their Implications for the Financial System" November 2004
16. Hull, John C. "Fundamentals of Futures and Options Markets" 2005, Pearson Prentice Hall
17. Ibbotson, Roger G. and Chen, Peng "Sources of Hedge Funds Returns: Alphas, Betas and Costs" August 2005, Working Paper No 05-17, Yale International Center For Finance
18. Kazemi, Hossein and Schneeweis, Thomas "Conditional Performance of Hedge Funds" March 2003, Working Paper, Isenberg School of Management, University of Massachusetts

19. Levich, Richard M. “International Financial Markets, Prices and Policies” 2001, McGraw Hill
20. Liang, Bill. “Hedge Funds: The Living and The Dead” March 2000, Journal of Financial and Quantitative Analysis
21. Lo, Andrew W. “Risk Management for Hedge Funds: Introduction and Overview” June 2001, Working Paper, MIT Sloan School of Management
22. Mills, Quinn D. “Wheel, Deal and Steal: Deceptive Accounting, Deceitful CEOs and Ineffective Reforms” 2003, Pearson Education Inc
23. Nanes, Eric. “Hedge Funds: What Are They? Why the Attraction?” October 2002, CIC Group Inc
24. Naik, Narayan Y., Agarwal, Vikas and Daniel, Naveen D. “Flows, Performance and Managerial Incentives in Hedge Funds” May 2004, London Business School
25. Peskin, Michael W., Urias, Michael S., Anjilvel, Satish I. and Boudreau, Bryan E. “Why Hedge Funds Make Sense” November 2000, Morgan Stanley
26. Peskin, Michael W., Urias, Michael S., Anjilvel, Satish I., Boudreau, Bryan E. and Johmann, Bradford J. “Hedge Funds – Strategy and Portfolio Insights” December 2001, Morgan Stanley
27. Reserve Bank of Australia “Hedge Funds, Financial Stability and Market Integrity” March 1999
28. Reserve Bank of Australia “The Impact of Hedge Funds on Financial Markets” June 1999
29. Tisdale, Jane “Risk Management for Hedge Fund Strategies” June 2001

ΕΛΛΗΝΙΚΗ

1. Φίλιππας, Νικόλαος Δ. “Αμοιβαία Κεφάλαια Και Χρηματιστηριακό Περιβάλλον” Φεβρουάριος 1999, Globus Invest
2. Φίλιππας, Νικόλαος Δ. “Επενδύσεις” Απρίλιος 2005, Εκδόσεις Πανεπιστημιακό

ΑΡΘΡΑ

1. “Χαμηλότερες Αποδόσεις Ασφαλείας τα Hedge Funds”, Οικονομική Καθημερινή 19 – 06 – 2005
2. “Η Μανία των Αγορών για τις Πρώτες Ύλες”, Οικονομική Καθημερινή 19 – 06 - 2005
3. “Μηδέν εις το Hedge Fund”, Οικονομική Καθημερινή 10 – 07 – 2005
4. “Τα Hedge Funds στο Μικροσκόπιο των Εποπτικών Αρχών”, Ο Κόσμος Του Επενδυτή 12,13 – 11 - 2005
5. “Εφάνη η Επενδυτική Μόδα Funds of Funds”, Οικονομική Καθημερινή 11 - 02 – 2006
6. “Mutual Funds Adopt Hedge Fund Tactics”, The Wall Street Journal 21 – 02 - 2006
7. “CMA, Μία Ιστορία Εξαιρετικής Ανάπτυξης”, Οικονομική Καθημερινή 26 - 02 – 2006
8. “Καλή Χρονιά για τα Hedge Funds το 2006”, Οικονομική Καθημερινή 26 - 02 – 2006
9. “Οι Αποδόσεις των Hedge Funds”, Ναυτεμπορική 02 - 03 – 2006
10. “Πέντε Προτάσεις για την Ανάπτυξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων”, Ο Κόσμος Του Επενδυτή 11,12 – 03 - 2006

ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ

1. <http://www.vanhedge.com & hedgefund.com> Greenwich - Van Advisors LLC
2. <http://www.sec.gov> U.S. Securities And Exchange Commission
3. <http://www.cmra.com> Capital Market Risk Advisors
4. <http://www.ennisknupp.com> Ennis Knupp & Associates
5. <http://www.hennessee group.com> Hennessee Group LLC
6. <http://www.marhedge.com> MAR HEDGE/CISDM
7. <http://www.hedgefundresearch.com> Hedge Fund Research Inc
8. <http://www.hedgeindex.com> CSFB/Tremont
9. <http://www.cme.com> Chicago Mercantile Exchange
10. <http://www.ecb.int> European Central Bank
11. <http://www.ssrn.com> Social Science Research Network
12. <http://www.fitschratings.com> Fitch Ratings
13. <http://www.morganstanley.com & msci.com> Morgan Stanley
14. <http://www.standardandpoors.com> Standard and Poor's
15. <http://www.moody's.com> Moody's
16. <http://www.mfainfo.org> Managed Fund Association
17. <http://www.treas.gov> US Department of Treasury
18. <http://www1.oecd.org> Organization of Economic Cooperation and Development
19. <http://www.london.edu> London Business School
20. <http://www.riskmetrics.com> Risk Metrics Group