

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

ΘΕΜΑ

**« HEDGE FUNDS : ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΚΑΙ ΤΟ ΔΙΛΗΜΜΑ ΤΗΣ
ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΗΣ ΠΑΡΕΜΒΑΣΗΣ »**

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ:

Λέκτορας Δρ ΣΤΑΪΚΟΥΡΑΣ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟΣ ΦΟΙΤΗΤΗΣ : ΨΑΡΡΟΣ ΣΤΥΛΙΑΝΟΣ

ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2008

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Ορισμός	σελ. 3
Σύγκριση Hedge Funds με Αμοιβαία Κεφάλαια	σελ. 4
Σύγκριση Hedge Funds με Private Equity Funds	σελ. 5
Ιστορική Αναδρομή	σελ. 7
Επενδυτικές Στρατηγικές των Hedge Funds	σελ. 10
Σύσταση Hedge Fund στην Ελλάδα	σελ. 13
Νομικό πλαίσιο των Hedge Funds στις Η.Π.Α.	σελ. 15
Κρατική παρέμβαση έναντι της Αγοράς	σελ. 22
Γιατί ανησυχούμε για τα Hedge Funds	σελ. 24
Νομικό πλαίσιο των Hedge Funds στο Ην. Βασίλειο	σελ. 26
Το short selling στο στόχαστρο του FSA	σελ. 30
Ρυθμιστικό πλαίσιο των hedge funds στη Γερμανία	σελ. 32
Πίνακας I (regulation of hedge funds managers by country)	σελ. 36
Συμπέρασμα	σελ. 41
Παράρτημα (Ερώτημα προς & απάντηση από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή για τον έλεγχο των hedge funds)	σελ. 43

Ορισμός

Είναι εκλεκτικές επενδυτικές κοινοπραξίες, τυπικά οργανωμένες ως ιδιωτικοί συνεταιρισμοί και συχνά ευρισκόμενες στο εξωτερικό για φορολογικούς και ελεγκτικούς λόγους. Οι διαχειριστές τους που πληρώνονται με μια προμήθεια με βάση την απόδοση, είναι ελεύθεροι να χρησιμοποιήσουν όποια τεχνική επένδυσης επιθυμούν, όπως μόχλευση (να δανειστούν) και short selling προκειμένου να αυξήσουν τις αποδόσεις.

Στόχος τους είναι να μειώσουν τη διακύμανση και το κίνδυνο και ταυτόχρονα να διατηρήσουν το αρχικό κεφάλαιο και να εμφανίσουν θετικές αποδόσεις ακόμα και αν η αγορά είναι αρνητική.¹

Ο κίνδυνος που καλύπτεται μπορεί να προέρχεται από τη μεταβλητότητα των επιτοκίων, των τιμών συναλλάγματος, των τιμών των μετοχών, των ομολόγων και των εμπορευμάτων.

Τα hedge funds ή όπως αλλιώς αποκαλούνται κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου δεν διαθέτουν ίδια κεφάλαια. Οι άμεσοι επενδυτές τοποθετούν σε αυτά κεφάλαια μεταξύ 100.000 και 10.000.000 δολαρίων ΗΠΑ ή πάνω από 125.000 ευρώ. Οι διαχειριστές των εταιριών εισπράττουν συνήθως μια προμήθεια 1% έως 2% επί της αξίας του επενδύμενου κεφαλαίου και 15% έως 30% επί των καθαρών κερδών. Οι άμεσοι επενδυτές μπορούν, συνήθως, να αποσυρθούν μόνο μετά παρέλευση έτους από τη πρώτη επένδυση και μετά μόνο μια φορά κάθε τρίμηνο. Το κεφάλαιο του επενδυτή κατατίθεται σε μια τράπεζα και χρησιμεύει ως ασφάλεια για την ανάληψη ανοικτής θέσης 10 με 100 φορές μεγαλύτερη από το κεφάλαιο. Εάν για παράδειγμα οι τιμές των ομολόγων ανεβούν οι επενδυτές συσσωρεύουν τεράστια κέρδη.

Στα κεφάλαια αντιστάθμισης του κινδύνου προσέφευγαν αρχικά μόνο άμεσοι επενδυτές δηλαδή μεγάλα επενδυτικά σχήματα που αναλάμβαναν σημαντικό κίνδυνο με τις τοποθετήσεις τους. Σήμερα, έχει διερευνηθεί ο κύκλος των πελατών τους με κυριότερη παρουσία τους θεσμικούς επενδυτές (επενδυτικές εταιρίες, επενδυτικές τράπεζες, αμοιβαία κεφάλαια, διαμεσολαβητές της αγοράς, ασφαλιστικές εταιρίες και συνταξιοδοτικά ταμεία).

Επίσης στα hedge funds μπορούν να συμμετάσχουν επιμέρους επενδυτές, αλλά λόγω του υψηλού ποσού αρχικής συμμετοχής, μόνο έμμεσα (indirect investors). Οι έμμεσοι επενδυτές συμμετέχουν μέσω τρίτων (των θεσμικών επενδυτών και κύρια

¹ Σημειώσεις επίκουρου καθηγητή κ.Φίλιππα Νικολάου Πανεπιστήμιο Πειραιά

των ταμείων κοινωνικής ασφάλισης και των Funds of funds δηλαδή των αμοιβαίων κεφαλαίων που επενδύουν σε άλλα αμοιβαία κεφάλαια). Η συμμετοχή των θεσμικών επενδυτών ανερχόταν το 2005 στο 18% των κεφαλαίων των hedge funds ενώ το 2007 ανέρχεται στο 30%. Στο ίδιο ποσοστό (30%) ανέρχεται η συμμετοχή των έμμεσων επενδυτών.²

Σύγκριση Hedge Funds με Αμοιβαία κεφάλαια

Αμοιβαίο κεφάλαιο είναι μια κοινή περιουσία που σχηματίζεται από τη συμμετοχή πολλών επενδυτών. Τη περιουσία αυτή διαχειρίζεται μια εξειδικευμένη εταιρία (ΑΕΔΑΚ) που την επενδύει με βάση την επενδυτική τους στρατηγική σε χρηματιστηριακούς και άλλους τίτλους δημιουργώντας ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο.

Η σύγκριση των hedge funds με τις εταιρίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων παρουσιάζει τις παρακάτω διαφορές.

Η απόδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων αποτιμάται σε όρους σχετικής απόδοσης (σύγκριση με δείκτες αγοράς π.χ. S&P). Αν ο διαχειριστής καταφέρει να σχηματίσει αποδόσεις ανώτερες από το χρησιμοποιημένο ως benchmark δείκτη τότε έχει κάνει σωστή δουλειά. Ακόμη και στη περίπτωση που ο διαχειριστής σημειώνει αρνητικές αποδόσεις, αν οι αντίστοιχες αποδόσεις του benchmark δείκτη είναι χειρότερες, ο διαχειριστής έχει πετύχει το σκοπό του.

Αντίθετα με την απόδοση των hedge funds που επιδιώκουν αποδόσεις σε απόλυτους όρους και κάτω από οποιεσδήποτε συνθήκες ακόμη και αν οι δείκτες βρίσκονται σε πτώση.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια υπόκεινται σε αυστηρούς κανονιστικούς περιορισμούς που πρέπει να τηρούνται από όσους δραστηριοποιούνται στην συγκεκριμένη αγορά. Οι πιο σημαντικοί περιορισμοί έχουν να κάνουν με τη μόχλευση, την ανοικτή πώληση και την εκτεταμένη χρήση παράγωγων προϊόντων.

Αντίθετα τα hedge funds υπόκεινται σε μεμονωμένους ελέγχους από τους επενδυτές. Επιπλέον τα Αμοιβαία Κεφάλαια είναι ανοικτά στο ευρύ κοινό και

² Λεξικό όρων Τραπέζης της Ελλάδος

απαιτούν την αγορά ενός ελάχιστου αριθμού μεριδίων ενώ σε ένα hedge fund συμμετέχουν επενδυτές με μεγάλη περιουσία.³

Τα hedge funds δεν υπάγονται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στην χώρα που δραστηριοποιούνται και άρα δεν απαιτείται η δημοσίευση στοιχείων που αφορούν τις αποδόσεις, την επενδυτική στρατηγική που ακολουθούν, το κίνδυνο που αναλαμβάνουν. Η ενημέρωση των επενδυτών είναι αποκλειστικά και μόνο ευθύνη της διαχειρίστριας εταιρίας και ο τρόπος με τον οποίο πραγματοποιείται αποτελεί αντικείμενο συμφωνίας κατά την έναρξη της συνεργασίας των δύο μερών

Αντίθετα τα Αμοιβαία Κεφάλαια που λειτουργούν στα πλαίσια που ορίζει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δημοσιεύουν καθημερινά στο τύπο τις αποδόσεις τους ενώ ανά τακτά χρονικά διαστήματα δημοσιεύουν αναλυτικά τις τοποθετήσεις τους (επωνυμία μετοχών / ομολόγων, ποσοστό στο σύνολο του ενεργητικού) για ενημέρωση του επενδυτικού κοινού.⁴

Σύγκριση Hedge Funds με Private Equity Funds

Αναγκαία κρίνεται περαιτέρω η οριοθέτηση των Hedge Funds από συγγενείς επενδυτικές μορφές που ανήκουν εξίσου στην κατηγορία των εναλλακτικών επενδύσεων. Αυτές είναι τα Managed-Futures και τα Private-Equity-Funds. Κυρίαρχο στοιχείο των πρώτων είναι η επαγγελματική διαχείριση χαρτοφυλακίου που αποτελείται από προθεσμιακά συμβόλαια χρηματοπιστωτικών μέσων και εμπορευμάτων (financial & commodity futures) μέσω ειδικής κατηγορίας διαχειριστών με την ονομασία Commodity-Trading-Advisors (CTA's)

Χαρακτηριστικό γνώρισμα των Private-Equity-Funds είναι ότι επενδύουν κατά κύριο λόγο σε μη εισηγμένες εταιρίες που βρίσκονται σε ένα καθοριστικό στάδιο ανάπτυξης. Οι επενδύσεις αυτές υλοποιούνται με τη μορφή μιας μέσο- έως και μακροπρόθεσμης παραχώρησης ιδίων κεφαλαίων στον εκάστοτε επιλεγμένο εταιρικό φορέα μέσω κτήσης πλειοψηφικής συμμετοχής. Απώτερος στόχος είναι ο επικερδής αποχωρισμός από την επένδυση, αφ' ότου ο εταιρικός φορέας-με τη βοήθεια του Fund-προσεγγίσει το επιθυμητό στάδιο ανάπτυξης. Ανάλογα με το χρονικό σημείο εισόδου του Fund στο «κύκλο ζωής» της εταιρίας μπορούν να διακριθούν τα

³ <http://estia.elke.uoa.gr> 4/3/08

⁴ Μεταπτυχιακή εργασία με θέμα : «Hedge funds and their performance» Ανδρουλάκη Ευαγγελία, Πανεπιστήμιο Πειραιά, Ιανουάριος 2003

ακόλουθα στάδια : Seed-,Start-up-, Early-Stage-,Expansion-,Later-Stage- και Buy-Out-Financing. Υποκατηγορία των Private-Equity-Funds είναι τα Venture-Capital-Funds. Αυτά επικεντρώνονται σχεδόν αποκλειστικά στη χρηματοδότηση εταιριών που είναι στο στάδιο της ίδρυσης (Seed-,Start-up-Financing).⁵

Τα hedge funds και οι εταιρείες private equity έχουν ένα σημαντικό κοινό σημείο. Χρεώνουν και τα δύο υψηλά fees – τυπικά το 2% των υπό διαχείριση κεφαλαίων και το 20% των κερδών από επενδύσεις.

Οι διαφορές είναι το ίδιο σημαντικές. Τα private equity έχουν υψηλά επίπεδα μόχλευσης, μακροχρόνιες επενδύσεις σε μη ευρέως ρευστοποιημένα στοιχεία (ολόκληρες εταιρίες) με υψηλό επίπεδο ελέγχου και ορίζοντα αρκετών ετών. Αντίθετα τα hedge funds τυπικά επενδύουν σε μετοχές χωρίς να έχουν τον έλεγχο. Έχουν την ευελιξία να διαθέτουν long ή short τοποθετήσεις και η απόδοσή τους, η οποία είναι περισσότερο διαφανής κρίνεται σχεδόν συνεχώς από τους επενδυτές.⁶

⁵ Hedge Funds: Γενικά γνωρίσματα και ένταξη στο δίκαιο συλλογικών επενδύσεων. Νικολάου Φράγκου, Δικηγόρου

⁶ The Financial Times.com 09/07/07

Ιστορική Αναδρομή

Τα hedge funds δεν είναι μια καινούρια μορφή επένδυσης. Αντιθέτως έχουν μακρά ιστορία. Το πρώτο δημιουργήθηκε στα τέλη της δεκαετίας του 1940, από τον Alfred Winslow Jones. Το Winslow Jones Fund, όπως ονομάστηκε από κάποιον Αμερικανό δημοσιογράφο, ήταν ο πρόδρομος των σημερινών hedge funds. Κάποια χαρακτηριστικά του πρώτου hedge fund ισχύουν μέχρι σήμερα. Ο Jones επινόησε έναν τύπο επένδυσης ο οποίος εκμεταλλευόταν την αστάθεια των τιμών των μετοχών στις Η.Π.Α. Απομάκρυνε τους κινδύνους της αγοράς από τη συγκέντρωση των επενδύσεων του με τη χρήση οικονομικών οργάνων με την αντιστάθμιση (hedging) αυτών των κινδύνων. Τα αποτελέσματα των επενδύσεων του εξαρτιόνταν πιο πολύ από τη δική του πείρα, παρά από τις ανεξάρτητες κινήσεις της αγοράς. Ο Jones διαχειριζόταν ήσυχα το κεφάλαιό του για σχεδόν δύο δεκαετίες. Όταν το 1966 το περιοδικό Fortune εστίασε την προσοχή του στο κεφάλαιο του Jones και στα επενδυτικά του αποτελέσματα, ο αριθμός των hedge funds αυξήθηκε πολύ γρήγορα.⁷

Σκοπός του Jones ήταν οι αποδόσεις ανεξαρτήτως των συνθηκών και της κατεύθυνσης της συνολικής αγοράς αντισταθμίζοντας τον κίνδυνο αγοράς μέσω ανοιχτών πωλήσεων (short selling) υπερτιμημένων μετοχών, και απόκτησης μέσω δανεισμού θέσεων αγοράς σε υποτιμημένες μετοχές.

Το μεγαλύτερο hedge fund ήταν το “Soros Fund” που συστάθηκε το 1973 από τον Τζώρτζ Σόρος και το Τζιμ Ρότζερ το οποίο στα δέκα πρώτα χρόνια της λειτουργίας του είχε απόδοση 4000%. Το 1979 μετονομάστηκε σε Quantum Fund, ενώ το 1980 αποχώρησε ο Τζιμ Ρότζερς. Ο Σόρος ισχυριζόταν ότι απέδιδε στους επενδυτές κέρδη 35% κάθε χρόνο. Το 1992 ήταν μια κερδοφόρα χρονιά αφού αποκόμισε 1 δις δολάρια αναγκάζοντας την Κεντρική Τράπεζα της Αγγλίας να υποτιμήσει τη στερλίνα. Όμως το 1994 έχασε 600 εκατ. δολάρια διότι ενώ στοιχημάτιζε τη πτώση του γιεν έναντι του δολαρίου, το γιεν τελικά ανατιμήθηκε.

Επίσης άλλη σημαντική υπόθεση ήταν η πτώση του Long Term Capital Management (LTCM) hedge fund το 1998. Το συγκεκριμένο hedge fund ιδρύθηκε το 1994 από τον Τζον Μεριγουέδερ πρώην στέλεχος της Salmon Brothers. Το διοικητικό συμβούλιο αποτελούνταν από πολύ ικανά άτομα όπως ο πρώην υποδιοικητής της Fed, Ντέιβιντ Μάλινς και οι Νομπελίστες Μύρτων Σκόουλς και Ρόμπερτ Μέρτον. Το

⁷ Hedge funds in company law: virus or vaccine? By R.H. Maatman & Geert Raaijmakers (Maastricht University).

LTСM πίστευε ότι το spread μεταξύ των κυβερνητικών ομολόγων των Η.Π.Α. και των αμερικάνικων εταιρικών ομολόγων θα μίκρυνε. Έτσι διέθεσε 120\$ δις για την αγορά εταιρικών ομολόγων, με χρηματοδότηση από τη βραχυχρόνια πώληση ενός ισοδύναμου ποσού από ομόλογα του θησαυροφυλακίου των Η.Π.Α., μέσω της αγοράς repos.⁸ Δυστυχώς οι προσδοκίες τους διαψεύστηκαν. Η κρίση στη Ρωσία είχε ως αποτέλεσμα την άνοδο των τιμών των κρατικών ομολόγων και την ελεύθερη πτώση των ιδιωτικών εταιρικών ομολόγων. Έτσι έχασε 4\$ δις και κατέρρευσε. Όμως η επέμβαση της FED και των 14 πιστωτικών τραπεζών ήταν σωτήρια. Την διοίκηση της LTСM ανέλαβε εποπτική αρχή από 6 πιστώτριες τράπεζες μεταξύ των οποίων η Merrill Lynch, η Goldman Sachs και η J.P.Morgan. Σύμφωνα με το Ιαπωνικό Κέντρο Διεθνούς Χρηματοοικονομικής (JCIF) τα hedge funds είχαν συνολικές απώλειες το 1998 32,4 δις δολαρίων.

Το Μάρτιο του 2000 κατέρρευσε το δεύτερο μεγαλύτερο hedge fund, το Tiger Management. Αιτία ήταν η μεγάλη πτώση του δείκτη μετοχών υψηλής τεχνολογίας NASDAQ. Η κατάρρευση είχε ως αποτέλεσμα να παραιτηθεί ο Τζούλιαν Ρόμπερτσον, που ήταν ο καθοδηγητής του Tiger Management, επειδή όπως ισχυρίστηκε οι αγορές δεν υπακούν στους οικονομικούς νόμους.⁹

Την 30.9.2006 το hedge fund Amaranth Advisors LLC με έδρα το Κονέκτικατ των ΗΠΑ ανακοίνωσε ότι παύει τις εργασίες του και αναστέλλει τις αποπληρωμές του για την περίοδο από 30.9 μέχρι 30.10.2006. Η κατάρρευση του Amaranth, το οποίο είχε κερδίσει 1,26 δις δολάρια το 2005 και 2,17 δις δολάρια το 2006 μέχρι τον Αύγουστο οφείλεται σε ζημία το Σεπτέμβριο από τις κινήσεις ενός μόνο διαπραγματευτή, του Μπράιαν Χάντερ. Ο Χάντερ στοιχημάτισε στην άνοδο των τιμών του φυσικού αερίου. Η τιμή του προϊόντος αυτού έπεσε και η εταιρία έχασε περίπου 5 δις δολάρια.¹⁰

Πρόσφατα τα hedge funds βρέθηκαν αντιμέτωπα με ένα από τα χειρότερα «ξεκινήματα» έτους στην ιστορία τους, καθώς ο Μάρτιος του 2008 αποδείχτηκε ένας από τους πλέον επώδυνους μήνες για τον κλάδο. Τα ημερήσια στοιχεία από τη Hedge Fund Research αποκαλύπτουν ότι η μέση απώλεια των funds τα οποία «παρακολουθούνται» από το δείκτη HFRX που διατηρεί ο όμιλος έφτασε στο 2,4% τον Μάρτιο, δηλαδή βρέθηκε αντιμέτωπο με τον χειρότερο μήνα από το 1998, όταν

⁸ Άρθρο από www.consulting.com.gr

⁹ Hedge Funds and the SEC: Observations on the How and Why of Securities Regulation by Troy Paredes, Professor of Law (Washington, University in St.Louis)

¹⁰ Λεξικό εννοιών της Τραπέζης της Ελλάδος

είχε καταρρεύσει το Long Term Capital Management. Μεταξύ των πλέον «ηττημένων» ήταν μεγάλα ονόματα όπως το Endeavour Capital με πτώση 34% τον Μάρτιο, το βασικό κεφάλαιο του London Diversified Fund Management, με πτώση 10% από τις αρχές του έτους και το βασικό κεφάλαιο του John Meriwether, με απώλειες 28%.

Επιπλέον οι τράπεζες αποχωρούν από μοχλευμένες εξαγορές, ενώ ταυτόχρονα αρκετοί επενδυτές ρευστοποιήσαν. Πάντως τα hedge funds στην αρχή του 2008 τα έχουν καταφέρει καλύτερα από τα μεγάλα χρηματιστήρια και ιδιαίτερα από τον λονδρέζικο FTSE 100, ο οποίος υποχώρησε 11,9% στο α' τρίμηνο, δηλαδή βρέθηκε αντιμέτωπος με το χειρότερο τρίμηνο από τη δημιουργία του.¹¹

¹¹ Άρθρο από Financial times

Επενδυτικές στρατηγικές των Hedge Funds

Μια κατηγοριοποίηση των επενδυτικών στρατηγικών, που ακολουθούν διαχειριστές Hedge Funds, δεν είναι με ασφάλεια δυνατή. Αυτό οφείλεται στην έλλειψη διεθνώς αναγνωρισμένων προτύπων καθώς επίσης στην ισχυρά δυναμική εξέλιξη της αγοράς. Παρ' όλα αυτά μπορεί κανείς να διακρίνει τρεις βασικές κατευθύνσεις :

Στρατηγικές «ουδέτερης αγοράς» (relative-value/arbitrage), στρατηγικές «γεγονότος» (event-driven) και στρατηγικές «καιροσκοπισμού» (opportunistic).

Όπως ακριβώς υπαινίσσεται και ο χαρακτηρισμός τους, οι στρατηγικές ουδέτερης αγοράς επικεντρώνονται στην αξιοποίηση όχι της γενικής κατεύθυνσης της αγοράς αλλά σε εκείνη των σχετικών αποκλίσεων στην τιμή ομοιογενών επενδυτικών μέσων. Επιδίωξη του διαχειριστή είναι η ανίχνευση παροδικών δυσαρμονιών στην τιμή (τεχνικά) παρόμοιων χρηματοπιστωτικών μέσων και στη συνέχεια η επίτευξη κέρδους από την αναμενόμενη σταδιακή σύγκλιση (convergence) των τιμών αυτών προς τη θεωρητικά «δίκαιη» τιμή (fair-value). Αυτό επιτυγχάνεται με τη βοήθεια τεχνικών «κερδοσκοπικής αντιστάθμισης» (arbitrage), δηλαδή με τη ταυτόχρονη αγορά και πώληση των εν λόγω επενδυτικών μέσων σε συνδυασμό με αντιστάθμιση του κινδύνου της αγοράς. Επειδή οι αποκλίσεις στις τιμές είναι συνήθως μικρές, η αποκόμιση κέρδους προϋποθέτει την χρήση ισχυρού βαθμού μόχλευσης του χαρτοφυλακίου.

Ως σημαντικότερες στρατηγικές ουδέτερης αγοράς είναι οι fixed-income arbitrage, convertible-bond arbitrage και equity-market-neutral.¹²

Οι fixed-income arbitrage έχουν ως αντικειμενικό στόχο τον εντοπισμό και κατόπιν την αξιοποίηση δυσαρμονίας των τιμών στα δομημένα προϊόντα (term structures), στα ανοίγματα ρευστότητας (liquidity spreads) και στα πιστωτικά ανοίγματα (credit spreads) που παρατηρούνται σε όλες τις αγορές σταθερού εισοδήματος ανά τον κόσμο.¹³

Στην περίπτωση των convertible-bond-arbitrage επιδιώκεται η επίτευξη κέρδους ανεξαρτήτου από τη συμπεριφορά της τιμής μετατρέψιμων ομολογιών και της υποκείμενης τους αξίας (δηλ. μετοχής). Αυτό επιτυγχάνεται μέσω αγοράς μιας

¹² Hedge Funds: Γενικά γνωρίσματα και ένταξη στο δίκαιο συλλογικών επενδύσεων. Νικολάου Φράγκου, Δικηγόρου

¹³ Τα hedge funds και οι στρατηγικές τους, Νικόλαος Κεφαλληναίος σελ.91

υποτιμημένης μετατρέψιμης ομολογίας και ταυτόχρονης ακάλυπτης πώλησης της υποκείμενης μετοχής σύμφωνα με το βέλτιστο λόγο αντιστάθμισης (hedgeratio). Εξαιτίας του γεγονότος ότι το μετατρέψιμο αρμπιτράζ θεωρείται ως μία από τις πιο επιτυχημένες στρατηγικές, προσελκύει μεγάλο αριθμό παραγόντων της αγοράς, δημιουργώντας έτσι έντονο ανταγωνισμό, που μειώνει με τη σειρά του την αποτελεσματικότητα της στρατηγικής.¹⁴

Τέλος, στόχος των στρατηγικών equity-market-neutral είναι η εκμετάλλευση βραχυπρόθεσμων αποκλίσεων της τιμής των μετοχών, οι οποίες σύμφωνα με το στατιστικό μοντέλο εμφανίζουν ομοιόμορφη συμπεριφορά.

Στον πυρήνα στρατηγικών event-driven βρίσκεται η αξιοποίηση «πληροφοριακών ασυμμετριών» σχετικά με ανακοινωθείσες ή αναμενόμενες εξελίξεις στον εταιρικό τομέα όπως π.χ. εξαγορές /συγχωνεύσεις ή μέτρα εξυγίανσης. Στρατηγικές τέτοιου είδους βασίζονται συνήθως σε μια in-depth-ανάλυση των εκάστοτε εμπλεκόμενων εταιριών και εμφανίζουν (υπό συνθήκες) ελάχιστο έως μηδενικό συσχετισμό με την αγορά.¹⁵

Κυρίαρχες στο πεδίο αυτό είναι οι στρατηγικές merger-arbitrage και distressed securities. Σκοπός των πρώτων είναι η συμμετοχή του Fund στο οικονομικό «γεγονός» της εξαγοράς, το οποίο συνδέεται κατά κανόνα με μεταβολή των εμπλεκόμενων αξιόγραφων. Η συμμετοχή αυτή εξασφαλίζεται με αγορά των τίτλων της εξαγοραζόμενης εταιρίας και ταυτόχρονη ακάλυπτη πώληση εκείνων της εξαγοράζουσας. Είναι μια στρατηγική που παρέχει ρευστότητα στους κατόχους των μετοχικών τίτλων της εταιρίας, η οποία αποτελεί στόχο εξαγοράς ή συγχώνευσης.¹⁶

Αντικείμενο επένδυσης στρατηγικών distressed securities είναι οι μετοχές ή ομολογίες εταιριών, που απειλούνται με πτώχευση ή αντιμετωπίζουν σημαντικές λειτουργικές δυσκολίες. Απώτερος σκοπός είναι το κέρδος από την άνοδο της τιμής των αποκτηθέντων τίτλων σε περίπτωση εξυγίανσης ή ανασυγκρότησης του εν λόγω πληγέντος εταιρικού φορέα.

Οι διαχειριστές των συγκεκριμένων hedge funds συγκεντρώνουν συχνά αρνητική κριτική ότι εκμεταλλεύονται τη δυσχερή θέση προβληματικών επιχειρήσεων και των επενδυτών τους.¹⁷

¹⁴ Τα hedge funds και οι στρατηγικές τους, Νικόλαος Κεφαλληναίος σελ.94

¹⁵ Hedge Funds: Γενικά γνωρίσματα και ένταξη στο δίκαιο συλλογικών επενδύσεων. Νικολάου Φράγκου, Δικηγόρου

¹⁶ Τα hedge funds και οι στρατηγικές τους, Νικόλαος Κεφαλληναίος σελ.101

¹⁷ Εναλλακτικές μορφές επένδυσης. Η περίπτωση των hedge funds, Κων.Ζαχαράκης σελ.115

Στρατηγικές opportunistic έχουν να κάνουν σχέση με την επιτυχή πρόβλεψη μελλοντικών τάσεων της αγοράς. Τέτοιου είδους στρατηγικές υλοποιούνται με τη βοήθεια επενδύσεων που σχηματίζουν αποκλειστικά σε μια συγκεκριμένη κατεύθυνση της αγοράς (directional investments).

Σημαντικότερες στρατηγικές opportunistic είναι οι global-macro, long/short equity, short selling και emerging markets. Οι στρατηγικές global-macro επικεντρώνονται σε μια θεμελιώδη ανάλυση των σημαντικότερων εξελίξεων στο χώρο της πολιτικής και της οικονομίας και στοχεύουν στην έγκαιρη ανίχνευση νέων τάσεων στις παγκόσμιες αγορές επιτοκίων, συναλλάγματος και συμμετοχικών τίτλων.

Εκμεταλλούνται το διαφορετικό συγχρονισμό μιας αγοράς με κάποια άλλη ή άλλες ανά τον κόσμο. Σε μία συγκεκριμένη χρονική στιγμή ένα hedge fund μπορεί να έχει λάβει ταυτόχρονα long θέσεις στην αμερικάνικη αγορά σταθερού εισοδήματος (US Fixed Income Market), short θέσεις στο ευρωπαϊκό νόμισμα (European Currency Market) και long θέσεις στην ιαπωνική αγορά μετοχών (Japanese Stock Market).¹⁸

Τα hedge funds τύπου global-macro επιχειρούν συνήθως σε υψηλά ρευστές και αποτελεσματικές αγορές στα πλαίσια των οποίων οι τοποθετήσεις τους δεν προκαλούν ανεπιθύμητο αντίκτυπο (market-impact).

Στόχος των στρατηγικών long/short equity είναι αντίθετα η επίτευξη απόλυτων αποδόσεων με τη βοήθεια χαρτοφυλακίων επενδεδυμένων ασύμμετρα τόσο στη θετική όσο και στην αρνητική τους πλευρά (long/short bias).

Στρατηγικές short selling στηρίζονται περαιτέρω αποκλειστικά στο άνοιγμα αρνητικών θέσεων επί υπερτιμημένων τίτλων και επιδιώκουν κέρδος από την αναμενόμενη υποτίμηση των τελευταίων.

Στρατηγικές emerging-markets περιορίζονται στο άνοιγμα κυρίως θετικών θέσεων σε αγορές ομολόγων και μετοχών αναδυόμενων χωρών, αποβλέποντας στο δυναμικό ανάπτυξης των τελευταίων.¹⁹

¹⁸ Τα hedge funds και οι στρατηγικές τους, Νικόλαος Κεφαλληναίος σελ.100

¹⁹ Hedge Funds: Γενικά γνωρίσματα και ένταξη στο δίκαιο συλλογικών επενδύσεων. Νικολάου Φράγκου, Δικηγόρου

Σύσταση Hedge-funds στην Ελλάδα

Η σύσταση και διαχείριση ημεδαπών «εναλλακτικών» επενδυτικών κεφαλαίων με χαρακτηριστικά ανάλογα εκείνων των hedge funds είναι αδύνατη. Η σύσταση Hedge funds είναι εκτός πεδίου εφαρμογής του Ν 1969/1991²⁰ ως κεντρικής νομοθετικής πηγής του ελληνικού δικαίου επενδύσεων. Με αφετηρία τα δύο δυνατά μοντέλα για τη νομική «ένδυση» οργανισμών συλλογικών επενδύσεων, δηλ. τις Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (EEX) ως έκφανση του «εταιρικού τύπου» και τα Αμοιβαία Κεφάλαια (ΑΚ) ως έκφανση του «συμβατικού τύπου» ο νομοθέτης προβλέπει έναν κλειστό αριθμό επενδυτικών προϊόντων.

Σε αυτά προσδίδει με τρόπο δεσμευτικό για την ιδιωτική αυτονομία μια σειρά χαρακτηριστικών που είναι καταφανώς ξένα προς τη φύση κάθε εναλλακτικού επενδυτικού κεφαλαίου. Ενδεικτικό τούτου είναι η επιβολή αυστηρών ποιοτικών και ποσοτικών επενδυτικών περιορισμών. Το επενδυτικό φάσμα των EEX όσο και των ΑΚ περιορίζεται (ποιοτικά) σχεδόν αποκλειστικά σε «κινητές αξίες» επαρκούς ρευστότητας και χαμηλού κινδύνου. Σε αυτές ανήκουν κατά κύριο λόγο εισηγμένες μετοχές, ομολογίες, ομόλογα, έντοκα γραμμάτια του δημοσίου, πιστοποιητικά καταθέσεων, μερίδια οργανισμών συλλογικών επενδύσεων, μετρητά και τραπεζικές καταθέσεις.²¹

Εξίσου απαγορευτική για την εφαρμογή εναλλακτικών επενδυτικών πολιτικών είναι περαιτέρω η πρόβλεψη ποσοτικών ορίων. Αυτά περιορίζουν το ποσοστό επένδυσης του ενεργητικού σε αξίες του ίδιου εκδότη καθώς και εκείνο κτήσης επί του συνόλου των εκδοθέντων τίτλων, αποσκοπώντας έτσι στην επιβολή ενός ελάχιστου βαθμού (απλής) διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου και συνάμα στην αποτροπή ανάμιξης του επενδυτικού οργανισμού στην επιχειρηματική πολιτική του εκδότη.²²

Η διαμόρφωση των ανωτέρω ποιοτικών και ποσοτικών ορίων προσανατολίζεται –ιδίως στη περίπτωση των ΑΚ–στις επιταγές του κοινοτικού δικαίου, όπως αυτές αποκρυσταλλώθηκαν για πρώτη φορά μέσω της οδηγίας

²⁰ Νόμος υπ' αριθμ 1969 της 30.10.1991 (ΦΕΚ 167 Α) σχετικά με Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, Αμοιβαία Κεφάλαια, διατάξεις εκσυγχρονισμού και εξυγιάνσεως της κεφαλαιαγοράς και άλλες διατάξεις.

²¹ Οι ποιοτικοί αυτοί περιορισμοί προκύπτουν για τις EEX από τα άρθρα 1 παρ.1 εδ.2 και 4 παρ.1 του Ν1969/1991. Αντίστοιχοι περιορισμοί συνάγονται για τα ΑΚ από το άρθρο 17 παρ.2 περ.α' σε συνδυασμό με το άρθρο 32 παρ. 1 και 3 του ίδιου νόμου.

²² Για τις EEX πρβλ. άρθρα 5 και 6 Ν 1969/1991, ενώ για τα ΑΚ τα άρθρα 33 και 34 του ίδιου νόμου.

85/611/ΕΟΚ²³ και πριν αυτή τροποποιηθεί ριζικά μέσω των οδηγιών 2001/107/ΕΚ²⁴ και 2001/108/ΕΚ.

Εξίσου περιοριστική για την εφαρμογή σχεδόν κάθε εναλλακτικής επενδυτικής πολιτικής είναι περαιτέρω η απαγόρευση χρήσης τεχνικών μόχλευσης του χαρτοφυλακίου των ΕΕΧ και ΑΚ. Σε αυτή συντελεί κατ' αρχήν η θέσπιση δανειοληπτικών περιορισμών. Η λήψη ξένων κεφαλαίων από τις ΕΕΧ και τα ΑΚ επιτρέπεται μόνο κατ' εξαίρεση και σε ανώτατο ποσοστό ύψους 10% επί των υπό διαχείριση ενεργητικών.²⁵

Εξίσου απαγορευμένη είναι η τέλεση ανοικτών πωλήσεων ως κατεξοχή πρακτική μόχλευσης του χαρτοφυλακίου.²⁶ Μια ουσιαστική χρήση παραγώγων προθεσμιακής και προαιρετικής βάσης επιτρέπεται στις ΕΕΧ και τα ΑΚ κυρίως για λόγους αντιστάθμισης κινδύνου, είτε του συνολικού κινδύνου του χαρτοφυλακίου (macro-hedge) είτε αυτού των μεμονωμένων τίτλων (micro-hedge). Αυτή είναι και η μόνη περίπτωση κατά την οποία επιτρέπεται η επένδυση και σε εξωχρηματιστηριακά παράγωγα.

Αυστηρά περιορισμένη είναι αντίθετα η χρήση παραγώγων για λόγους αμιγώς επενδυτικούς δηλαδή όχι για αντιστάθμιση αλλά για ανάληψη κινδύνου. Στην περίπτωση αυτή επιτρέπεται η χρήση παραγώγων, που διαπραγματεύονται αποκλειστικά σε οργανωμένη αγορά και μόνο υπό την αίρεση εκτεταμένων ποσοτικών περιορισμών. Πιο συγκεκριμένα το περιθώριο ασφάλισης (margin) και το τίμημα του δικαιώματος (premium-paid) δεν ξεπερνούν το 6% του καθαρού ενεργητικού (ή 0,2% για υποκείμενη αξία συγκεκριμένη μετοχή) και η ονομαστική αξία αναφοράς μόλις το 30% πάλι του καθαρού ενεργητικού (ή 1% για υποκείμενη αξία συγκεκριμένη μετοχή).

Εξίσου περιορισμένες είναι τέλος και οι επενδύσεις σε αξιογραφοποιημένα δικαιώματα προαίρεσης (τίτλοι επιλογής ή warrants).

²³ Οδηγία 85/611/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 20^{ης} Δεκεμβρίου 1985 περί Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ), ΕΕ L 375 της 31.12.1985, σελ. 3

²⁴ Οδηγία 2001/107/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21ης Ιανουαρίου 2002 για τη τροποποίηση της οδηγίας 85/611/ΕΟΚ του Συμβουλίου για τον συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) όσον αφορά τη ρύθμιση των εταιριών διαχείρισης και τα απλοποιημένα ενημερωτικά δελτία.

²⁵ Πρβλ. άρθρα 9 και 37 παρ.2 Ν 1969/1991.

²⁶ Πρβλ. για τα ΑΚ το άρθρο 31 α εδ.1 Ν1969/1991 (άρθρο 42 της οδηγίας 85/611/ΕΟΚ). Μολονότι μια αντίστοιχη απαγόρευση για τις ΕΕΧ δεν συνάγεται ρητά από το Ν1969/1991 υπάρχει διευκρινιστικό έγγραφο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς προς την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών της 10^{ης} Αυγούστου 2001 (αριθμ. Πρωτοκ.2577)

Από τα ανώτερα συνάγεται ότι η εκτεταμένη χρήση τεχνικών μόχλευσης του χαρτοφυλακίου –κύριο χαρακτηριστικό γνώρισμα επενδυτικών κεφαλαίων τύπου Hedge Funds- είναι αντίθετη προς την φιλοσοφία της επενδυτικής πολιτικής των EEX και των ΑΚ.

Νομικό πλαίσιο των Hedge Funds στις Η.Π.Α.

Τα hedge funds στις ΗΠΑ χαρακτηρίζονται όχι μόνο από τη φύση των επενδύσεών τους, αλλά και από τον βαθμό στον οποίο δεν ελέγχονται από τη SEC.

Τα hedge funds τυπικά είναι δομημένα ώστε να αποφεύγουν το ρυθμιστικό πλαίσιο των ομοσπονδιακών νόμων των Η.Π.Α.

Οι νόμοι που θέτουν έναν επαρκή έλεγχο στις διάφορες μορφές επενδύσεων εκτός των hedge funds είναι :

Το Securities Act του 1933 (Απόφαση περί Μετοχών) απαιτεί ότι οι επενδυτές πρέπει να λαμβάνουν χρηματοοικονομική και άλλη σημαντική πληροφόρηση που να αφορά κινητές αξίες που προσφέρονται για δημόσια πώληση. Επίσης ο νόμος αποσκοπεί να απαγορεύσει το δόλο και οποιαδήποτε απάτη κατά τη πώληση κινητών αξιών.²⁷

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ , SEC (Securities and Exchange Commission), δημιουργήθηκε το 1934 από το νόμο Securities Exchange Act του 1934. Ο νόμος δίνει στη SEC εξουσία επί όλων των πτυχών της βιομηχανίας κινητών αξιών. Οι αρμοδιότητες αυτές περιλαμβάνουν τη δυνατότητα η SEC να εγγράφει, να ρυθμίζει και να εποπτεύει χρηματομεσιτικές επιχειρήσεις. Επίσης εντοπίζει και έχει ως στόχο να απαγορεύσει συγκεκριμένους τύπους συμπεριφορών στην αγορά και δίνει στη SEC την εξουσία πάνω στις επιχειρήσεις και τα άτομα που σχετίζονται με αυτές.²⁸

Το Public Utility Holding Company Act του 1935 ρυθμίζει τις εταιρίες χαρτοφυλακίου που ασχολούνται μέσω θυγατρικών εταιριών με τις επιχειρήσεις ηλεκτρικού ρεύματος ή με τη διανομή σε λιανικό επίπεδο φυσικού ή βιομηχανικά παραγόμενου αερίου. Αυτές οι εταιρίες υποχρεούνται να υποβάλλουν εκθέσεις που

²⁷ www.law.uc.edu/CCL/33Act/

²⁸ www.law.uc.edu/CCL/34ACT

να παρέχουν πληροφορίες σχετικά με την οργάνωση, χρηματοοικονομική διάρθρωση της εταιρίας επενδύσεων χαρτοφυλακίου και των θυγατρικών.²⁹

Το Trust Indenture Act του 1939 ρυθμίζει χρεόγραφα όπως τα ομόλογα, ομολογίες που προσφέρονται για δημόσια πώληση. Σύμφωνα με τη SEC, ακόμα και αν αυτές οι κινητές αξίες εγγράφονται υπό τις Securities Act, δεν μπορούν να προσφερθούν για πώληση στο κοινό χωρίς η επίσημη συμφωνία μεταξύ του εκδότη των ομολογιών και του κατόχου των ομολογιών δεν είναι μέσα στα πλαίσια του παρόντος νόμου.³⁰

Το Investment Company Act του 1940 ρυθμίζει την οργάνωση των επιχειρήσεων, συμπεριλαμβανομένων των ταμείων αλληλοβοήθειας, που ασχολούνται κυρίως με την επένδυση, επανεπένδυση και την συναλλαγή σε κινητές αξίες. Ο νόμος έχει ως στόχο να ελαχιστοποιήσει τις συγκρούσεις συμφερόντων που προκύπτουν στο πλαίσιο αυτών των επενδυτικών ενεργειών.³¹

Το Investment Securities Law-Investment Advisers Act του 1940 ορίζει ότι οι εταιρίες ή οι επαγγελματίες που αποζημιώνονται για την παροχή συμβουλών σχετικά με επενδύσεις πρέπει να έχουν εγγραφεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC). Επίσης οι συμμετέχοντες στην αγορά πρέπει να συμμορφώνονται με τις ρυθμίσεις που αποσκοπούν στην προστασία επενδυτών. Με τη τροποποίηση του νόμου που έγινε το 1996 μόνο οι σύμβουλοι που έχουν υπό τη διαχείρισή τους τουλάχιστον 25 εκατομμυρίων δολαρίων στοιχεία ενεργητικού ή συμβουλεύουν μια καταχωρημένη εταιρεία επενδύσεων πρέπει να εγγράφονται στη SEC.³²

Το Sarbanes-Oxley Act του 2002 εισήγαγε μια σειρά από μεταρρυθμίσεις για να ενισχυθεί η εταιρική ευθύνη και να καταπολεμηθεί η εταιρική και λογιστική απάτη. Ο νόμος δημιούργησε το Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) που επιβλέπει τις δραστηριότητες του επαγγέλματος των ορκωτών ελεγκτών.³³

Ο έλεγχος τον οποίο κατέληξαν να έχουν τα hedge funds δεν είναι το αποτέλεσμα εκμετάλλευσης των παραθύρων του νόμου.

Μάλλον όλοι οι παραπάνω νόμοι εμπερικλείουν, από παλιά, υφιστάμενους αποκλεισμούς μέσα στους οποίους τα hedge funds τυπικά καταρρέουν.³⁴

²⁹ www.law.cornell.edu/uscode/15/ch2C.html.

³⁰ www.law.cornell.edu/uscode/15/ch2AschIII.html

³¹ www.law.uc.edu/CCL/InvCoAct/

³² www.law.uc.edu/CCL/InvAdvAct/

³³ www.law.uc.edu/CCL/SOact/soact.pdf

³⁴ Hedge Funds and the SEC: Observations on the How and Why of Securities Regulation by Troy Paredes, Professor of Law (Washington, University in St.Louis)

Αυτό δεν σημαίνει ότι τα hedge funds είναι «ανεξέλεγκτα», όπως λένε πολλοί. Τα μέτρα των νόμων του '33 και '34 κατά της απάτης στις επενδύσεις εφαρμόζονται με πλήρη ισχύ στις δραστηριότητες των κεφαλαίων.

Οι διαχειριστές των hedge funds δεν μπορούν να χρησιμοποιούν παραπλανητικές πληροφορίες όταν κλείνουν δουλειές με τους επενδυτές τους.³⁵

Η παράγραφος 203(b)(3) του Investment Advisers Act ορίζει ότι ένας σύμβουλος επενδύσεων, όπως ένας διαχειριστής των hedge funds, δεν χρειάζεται να εγγραφεί σύμφωνα με τον κανονισμό αν, μεταξύ άλλων πραγμάτων, έχει λιγότερους από 15 πελάτες. Για τους σκοπούς της παραγράφου 203(b)(3), ένας διαχειριστής των hedge funds μπορεί να μετρήσει ένα κεφάλαιο ως έναν πελάτη.

Για παράδειγμα, ένα hedge fund με 100 επενδυτές μετριέται ως ένας μοναδικός πελάτης του διαχειριστή των hedge funds για το κατώτατο όριο των 15 πελατών της παραγράφου 203(b)(3). Συνεπώς, ένας διαχειριστής των hedge funds μπορεί να διαχειριστεί μέχρι και 14 hedge funds, με απεριόριστο αριθμό επενδυτών, χωρίς να χρειαστεί να καταγραφεί ως ένας σύμβουλος επενδύσεων σύμφωνα με το Investment Advisers Act.³⁶

Επίσης εξαιρεί ένα σύμβουλο από έλεγχο εάν :

1. Θεωρείται ως προς το δημόσιο σύμβουλος επενδύσεων και
2. Δεν είναι σύμβουλος σε κάποιο αμοιβαίο κεφάλαιο (καταχωρημένη επενδυτική εταιρεία). Ένας σύμβουλος που εξαιρείται όμως υπόκειται ακόμη στα μέτρα κατά της απάτης του Act καθώς και στον Κανόνα 10b-5 σύμφωνα με το Securities and Exchange Act του 1934.³⁷

Το 2004, σε μια διχαστική και αντιφατική ψηφοφορία με αποτέλεσμα τρεις προς δύο (με τους Επίτροπους Atkins και Glassman να διαφωνούν), το SEC άλλαξε πορεία και αποφάσισε να ελέγξει τα hedge funds. Ο νέος κανονισμός περί των hedge funds της SEC δεν ήλεγχε ουσιαστικά τις δραστηριότητες των hedge funds, αλλά απαιτούσε από τους διαχειριστές των hedge funds να καταχωρηθούν στη SEC ως σύμβουλοι επενδύσεων σύμφωνα με τον ομοσπονδιακό νόμο Investment Advisers Act.

Το SEC υιοθέτησε έναν καινούριο κανόνα – Κανόνας 203(b)(3)-2 του Investment Advisers Act – που απαιτεί από κάθε διαχειριστή των hedge funds να μετρά κάθε επενδυτή των hedge funds ως πελάτη.

³⁵ Regulating Hedge Funds by Dale Oesterle, College of Law, Ohio State University

³⁶ Hedge Funds and the SEC: Observations on the How and Why of Securities Regulation by Troy Paredes, Professor of Law (Washington, University in St.Louis)

³⁷ Regulating Hedge Funds by Dale Oesterle, College of Law, Ohio State University

Ως αποτέλεσμα του νέου κανόνα, τα hedge funds θα εξαφάνιζαν το όριο των 15 πελατών, και κατά συνέπεια οι διαχειριστές των hedge funds έπρεπε να αρχίσουν να καταγράφονται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) ως σύμβουλοι επενδύσεων.

Ως καταχωρημένοι σύμβουλοι επενδύσεων, οι διαχειριστές των hedge funds θα έπρεπε

- (1) να κοινοποιήσουν ορισμένα πράγματα στη SEC,
- (2) να παραδίδουν βασικές πληροφορίες στους επενδυτές,
- (3) να υιοθετήσουν διαδικασίες που αφορούν την εξουσιοδότηση σε ψηφοφορία από το κεφάλαιο,
- (4) να υιοθετήσουν έναν κώδικα ηθικής,
- (5) να εφαρμόσουν ορισμένους εσωτερικούς ελέγχους και διαδικασίες συμμόρφωσης και
- (6) να διορίσουν κάποιον ως κύριο υπεύθυνο συμμόρφωσης.

Πιο σημαντικό από όλα, τα hedge funds θα έπρεπε να κρατούν καθορισμένα βιβλία και αρχεία τα οποία να είναι διαθέσιμα στο SEC για εξέταση και επιθεώρηση.³⁸

Ο νέος κανόνας προσεχτικά καθορίζει τα «ιδιωτικά κεφάλαια» που υπόκεινται στον κανόνα «ανασκόπησης» για να αποκλείσουν άλλα επενδυτικά οχήματα όπως μετοχικά κεφάλαια. Μια εταιρία είναι ιδιωτικό κεφάλαιο μόνο εάν επιτρέπεται στους επενδυτές να αποδεσμεύουν τα χρήματά τους μέσα σε δύο χρόνια από την μέρα της επένδυσης. Μετοχικά κεφάλαια απαιτούν τυπικά δεσμεύσεις κεφαλαίου σε πολύ περισσότερο από δύο χρόνια. Η συνηθισμένη περίοδος κλειδώματος των hedge funds πριν από τον νέο κανόνα ήταν λιγότερο από 12 μήνες.

Ο νέος κανόνας επίσης προσεχτικά εξαιρεί από τον κανόνα «ανασκόπησης» τους πελάτες επενδυτικών συμβούλων που είναι επιχειρησιακές οργανώσεις (ασφαλιστικές εταιρίες), broker-dealers (εταιρίες που συναλλάσσει ασφαλίσσεις εκ μέρους πελατών ή της ίδιας της εταιρίας) και τράπεζες.

Ο νέος κανόνας δεν τροποποιεί άλλη εξαίρεση για τον αριθμό περιουσιακών στοιχείων υπό διεύθυνση. Ισχύει ότι ένας σύμβουλος hedge fund των Η.Π.Α. εξαιρείται εάν το κεφάλαιο που διευθύνει είναι λιγότερο από \$25 εκατομμύρια σε περιουσιακά στοιχεία.

³⁸ Hedge Funds and the SEC: Observations on the How and Why of Securities Regulation by Troy Paredes, Professor of Law (Washington, University in St.Louis)

Με την εξαίρεση εγγραφής με βάση το Investment Advisers Act να έχει ανακληθεί, τα hedge funds πρέπει τώρα να καταγράφονται στη Securities and Exchange Commission. Οι καταγεγραμμένοι σύμβουλοι καταχωρούν ένα Form ADV.

Το Μέρος 1 αποκαλύπτει, μεταξύ άλλων, το όνομα και την τοποθεσία, το ποσό κεφαλαίων που διαχειρίζονται, το ποσό περιουσιακών στοιχείων υπό διεύθυνση, τη μέθοδο αποζημίωσης, τους ιδιοκτήτες, τον αριθμό των υπαλλήλων, τους συνεργάτες (εκείνοι που ελέγχουν ή ελέγχονται από την εταιρία), τους τύπους πελατών, άλλες επιχειρησιακές δραστηριότητες και τους πελάτες της εταιρίας επενδυτικών συμβούλων.

Το Μέρος 2 του Form ADV δίνει λεπτομέρειες για το επιχειρησιακό υπόβαθρο του διευθυντή, ένα βασικό πρόγραμμα εισφορών, πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ του διευθυντή και των επενδυτών του κεφαλαίου, και γενικές πληροφορίες για τους τύπους των επενδύσεων και της στρατηγικής συναλλαγών. Πρέπει επίσης να συμπεριληφθεί το όνομα, η εκπαίδευση και η επιχειρησιακή εμπειρία των προηγούμενων 5 ετών του κάθε μέλους της επενδυτικής ομάδας της εταιρίας.

Οι νέες ρυθμίσεις είχαν μερικές συνέπειες.

Πρώτον, μερικά hedge funds έχουν αυξήσει τον χρόνο επενδυτικού κλειδώματος σε πάνω από δύο χρόνια για να αποφύγουν την καταχώρηση. Όσο πιο μεγάλο το κλείδωμα τόσο λιγότερο έλεγχο έχουν οι επενδυτές πάνω στις δραστηριότητες των διαχειριστών των κεφαλαίων.

Δεύτερον, μερικοί σύμβουλοι των hedge funds θα μετακομίσουν υπεράκτια για να οργανώσουν τα κεφάλαιά τους. Τα υπεράκτια κεφάλαια πρέπει να καταχωρηθούν εάν έχουν παραπάνω από 14 Αμερικάνους πελάτες, αλλά αποφεύγουν κάποιες από τις απαιτήσεις του Act, συγκεκριμένα τους κανόνες συμμόρφωσης, επιμέλειας και πληρεξούσιας ψηφοφορίας. Το ίδιο το SEC σημείωσε ότι 70% των hedge funds είναι οργανωμένα υπεράκτια.

Επιπλέον, το μικρό φύτρο των νέων ρυθμίσεων θα μεγαλώσει χωρίς αμφιβολία. Οι δύο επίτροποι που διαφωνούσαν υποστήριζαν, μεταξύ άλλων, ότι οι κανόνες δεν ταίριαζαν με τα πολιτικά επιχειρήματα του SEC. Αν το SEC παίρνει στα σοβαρά τις ανησυχίες για την πολιτική της, περισσότεροι περιοριστικοί κανόνες θα πρέπει να ακολουθήσουν.³⁹

³⁹ Regulating Hedge Funds by Dale Oesterle, College of Law, Ohio State University

Αυτό το αναθεωρημένο σύστημα ελέγχου, το οποίο ξεκίνησε το Φεβρουάριο του 2006, κράτησε μόνο έξι μήνες περίπου. Στην υπόθεση Goldstein εναντίον SEC, το ομοσπονδιακό Εφετείο ακύρωσε τον νέο κανόνα του SEC για τα hedge funds, χαρακτηρίζοντάς το «αυταρχικό» και επανέφερε το προηγούμενο σύστημα του Investment Advisers Act σύμφωνα με τον οποίο οι διαχειριστές των hedge funds δεν χρειαζόταν να καταγραφούν.

Το SEC πρότεινε ένα νέο κανόνα στα τέλη του 2006. Πριν διατυπωθεί ο πρόσφατος κανόνας του SEC είναι απαραίτητη η αναφορά στο Securities Act του 1933.

Το Securities Act του 1933 ορίζει ότι πρέπει να γίνονται καταγραφές των επενδύσεων στη SEC. Ωστόσο, υπάρχει ένα ασφαλές καταφύγιο από τις απαιτήσεις καταγραφής του Securities Act για προσφορές που είναι περιορισμένες για «διαπιστευμένους επενδυτές». Στους «διαπιστευμένους επενδυτές» περιλαμβάνονται θεσμικοί επενδυτές και μεμονωμένοι επενδυτές οι οποίοι πληρούν ορισμένες οικονομικές προϋποθέσεις.

Συγκεκριμένα, ένα άτομο τηρεί τις προϋποθέσεις να είναι διαπιστευμένος επενδυτής αν η αξία του δικτύου του (ή η συνδυασμένη αξία του δικτύου μαζί με του συζύγου) υπερβαίνει τα \$1.000.000 ή το εισόδημά του υπερβαίνει τα \$200.000 σε καθένα από τα δύο προηγούμενα χρόνια (ή το κοινό εισόδημα μαζί με το σύζυγο να υπερβαίνει τα \$300.000 σε καθένα από τα δύο προηγούμενα χρόνια) και εύλογα πιστεύει ότι θα φέρει τέτοιο εισόδημα και στο παρόν έτος.

Η λογική αυτού είναι ότι οι διαπιστευμένοι επενδυτές έχουν τη δυνατότητα να τα καταφέρουν από μόνοι τους – με την έννοια ότι μπορούν να εκτιμήσουν το ρίσκο μιας συγκεκριμένης επένδυσης και να αντέξουν το ρίσκο οικονομικής απώλειας – επειδή είναι επαρκώς εύποροι.

Συνεπώς, δεν υπάρχει κάποια επιτακτική ανάγκη για τους ομοσπονδιακούς νόμους να τους προστατεύσει – για αυτό και ο αποκλεισμός από τις προϋποθέσεις καταγραφής του Securities Act.

Στη πράξη όμως ελεγκτές έχουν ανησυχήσει ότι μεμονωμένα άτομα που ικανοποιούν τα τωρινά οικονομικά κατώτατα όρια για θέση διαπιστευμένου επενδυτή δεν είναι ικανά να προστατεύσουν τους εαυτούς τους.

Στον καιρό μετά το Goldstein, το SEC πρότεινε μια καινούρια οροθεσία για τον διαπιστευμένο επενδυτή. Το SEC πρότεινε μια νέα τάξη του διαπιστευμένου επενδυτή – το «διαπιστευμένο φυσικό άτομο» – το οποίο θα εφαρμόζε στις

προσφορές επενδύσεων των hedge funds. Ένα μεμονωμένο άτομο θα χαρακτηριζόταν «διαπιστευμένο φυσικό άτομο» εάν πληρούσε τα κατώτατα οικονομικά όρια που περιγράφονται παραπάνω και κατείχε \$2,5 εκατομμύρια και πάνω σε επενδύσεις (μεμονωμένα ή μαζί με το σύζυγο). Αυτό το κατώτατο όριο των \$2,5 εκατομμυρίων θα προσαρμοζόταν με βάση το πληθωρισμό τα επόμενα χρόνια.

Η τροποποίηση του ορισμού του διαπιστευμένου επενδυτή μπορεί να φαίνεται ως μία σχετικά τεχνική ρυθμιστική εξέλιξη, όμως είναι σίγουρα μια λιγότερο ουσιαστική αλλαγή σε σχέση με τον προηγούμενο κανόνα της SEC το 2004. Η πρόταση της SEC σχετικά με τον διαπιστευμένο επενδυτή θα πρέπει να έχει μία σχετικά μέτρια επίδραση στη βιομηχανία συνολικά, παρόλο που η αλλαγή του κανόνα θα αρνιόταν σε κάποιους επενδυτές την ευκαιρία να επενδύσουν σε hedge funds.

Τέτοιου είδους κανονισμός δεν είναι κάτι καινούριο. Το SEC για αρκετό καιρό τώρα έθετε διακρίσεις μεταξύ των διαφόρων κατηγοριών των επενδυτών, που περιλάμβαναν όχι μόνο τους «διαπιστευμένους επενδυτές», αλλά και «αρμόδιοι πελάτες», «αρμόδιοι αγοραστές», «κοσμικοί» επενδυτές και «αρμόδιοι στοιχειώδεις αγοραστές». Το προτεινόμενο «διαπιστευμένο φυσικό άτομο» προσθέτει κι άλλη κατηγορία.⁴⁰

⁴⁰ Regulating Hedge Funds by Dale Oesterle, College of Law, Ohio State University

Κρατική Παρέμβαση έναντι της Αγοράς

Το SEC δεν ερευνά σε βάθος τις λεπτομέρειες της συμπεριφοράς των επενδυτών. Αντί αυτού, ο ελεγκτής έχει βασιστεί σε ορισμένες αρμοδιότητες – που αντανακλώνται στον ορισμό του διαπιστευμένου επενδυτή – ως αποδεκτά μέτρα για την αυτοπροστασία του επενδυτή. Κάποιος μπορεί να μη συμφωνήσει ότι αυτά είναι τα σωστά όρια για το διαχωρισμό του πότε η παρέμβαση του SEC είναι εξουσιοδοτημένη και πότε όχι.

Αυτό δεν σημαίνει ότι το SEC δεν έχει κανένα ρόλο να παίξει όταν υπερισχύει η πειθαρχία της αγοράς. Μία πιθανότητα είναι ο ελεγκτής των επενδύσεων απλά να επεκταθεί με τη μετακίνηση της ρυθμιστικής γραμμής οριοθετώντας τη γραμμή μεταξύ της εποπτείας του SEC και της πειθαρχίας της αγοράς. Το SEC έχει προτείνει να κάνει αυτό ακριβώς με το να ανεβάσει το οικονομικό εμπόδιο που πρέπει να περάσει ένα μεμονωμένο άτομο για να γίνει διαπιστευμένος επενδυτής.

Σύμφωνα με την πρόταση του SEC λιγότερα μεμονωμένα άτομα θα γίνονταν διαπιστευμένοι και κατά συνέπεια λιγότερα μεμονωμένα άτομα θα αντιμετώπιζονταν ως άτομα ικανά να τα καταφέρουν από μόνοι τους όταν επενδύουν σε ένα hedge fund.

Ειδικότερα, παρόλο που η πρόταση του SEC σχετικά με τον διαπιστευμένο επενδυτή μειώνει τις πιθανότητες για τους επενδυτές των hedge funds, το SEC δεν προτείνει να ελέγξει ένα κεφάλαιο ή τον διαχειριστή του εφ' όσον οι επενδυτές του κεφαλαίου περιλαμβάνουν αποκλειστικά θεσμικούς επενδυτές και διαπιστευμένα φυσικά άτομα.

Αυτή είναι ποιοτικά διαφορετική προσέγγιση από τον ακυρωμένο κανόνα του SEC το 2004, που παρείχε στο SEC δυνατότητα ελέγχου των διαχειριστών των hedge funds, ακόμη κι όταν όλοι οι επενδυτές ήταν διαπιστευμένοι.

Αντί να αποσύρουν την κυβερνητική παρέμβαση/ όριο πειθαρχίας αγοράς, το SEC μπορεί πραγματικά να διευκολύνει την πειθαρχία αγοράς ώστε να είναι πιο αποτελεσματική κι ενημερωμένη. Το SEC ασκεί αξιολογη επίδραση ως τον κυρίαρχο ελεγκτή επενδύσεων στις Η.Π.Α.

Όταν το SEC όντως ελέγχει, μπορεί ακόμη να επιτρέψει χώρο για ευελιξία και ιδιωτική διάταξη υπεκφεύγοντας τη κρατική παρέμβαση/ όριο πειθαρχίας αγοράς. Οι ελεγκτές συχνά πιστεύουν ότι έχουν δύο επιλογές:

- (1) να επιβάλλει εντολές του τύπου «ένα μέγεθος για όλους» ή

(2) να καθίσουν και να μη κάνουν τίποτα. Παρ' όλα ταύτα υπάρχει και μια τρίτη επιλογή μεταξύ του να «επιβάλουν διαταγές» και να «μη κάνουν τίποτα». Δηλαδή, ελεγκτές, όπως το SEC, μπορούν να χρησιμοποιήσουν προεπιλεγμένους κανόνες.

Η αρετή των προεπιλεγμένων κανόνων είναι ότι επιτρέπουν συμβαλλόμενα μέρη να κάνουν συμφωνίες γύρω από τον νόμο για να τακτοποιήσουν δουλειές τους ώστε να προσαρμόζονται στις συγκεκριμένες ανάγκες και προτιμήσεις τους.

Αν και χρησιμοποιήθηκε σποραδικά στις Η.Π.Α., κάποιο προηγούμενο υπήρχε αυτής της προσέγγισης του προεπιλεγμένου κανόνα στον έλεγχο των επενδύσεων. Δύο συγκεκριμένα παραδείγματα μπορούν να βρεθούν στο Sarbanes-Oxley Act του 2002. Το Sarbanes-Oxley απαιτεί δημόσιες επιχειρήσεις να υιοθετήσουν έναν κώδικα ηθικής για ανώτερους οικονομικούς υπαλλήλους ή να εξηγήσουν γιατί δεν υιοθετήθηκε κάποιος κώδικας. Το Act επίσης απαιτεί οι δημόσιες επιχειρήσεις να έχουν έναν οικονομικό ειδικό στην ελεγκτική επιτροπή ή να εξηγήσουν γιατί δεν έχουν.⁴¹

⁴¹ Hedge and the SEC : Observations on the How and Why of Securities Regulation by Troy Paredes Professor of Law

Γιατί ανησυχούμε για τα Hedge Funds ;

Ο θόρυβος για τα hedge funds τραβά μια ευρεία ποικιλία ατόμων που έχουν διαφορετικούς στόχους.

1) Άτομα που φοβούνται συγκεντρώσεις χρημάτων βλέπουν τα hedge funds ως πολύ μεγάλα. Τα hedge funds έχουν μεγαλώσει με γρήγορους ρυθμούς, και σε αριθμό και σε μέγεθος. Επίσης τα hedge funds τείνουν να λειτουργούν σε χαλαρή συνεργασία.

2) Άτομα που δεν εμπιστεύονται την εύπορη ελίτ βλέπουν τα hedge funds ως αποκλειστικό παιδότοπο μιας πολύ εύπορης ελίτ κλάσης επενδυτών. Αυτοί οι πλούσιοι επενδυτές φαίνεται να βγάζουν επιστροφές διπλών-ψηφίων οι οποίες δεν είναι διαθέσιμες σε κανονικούς επενδυτές.

3) Άτομα που φοβούνται για μυστικές συνομιλίες βλέπουν τα hedge funds ως πολύ συνομιτικά. Ο Bernanke, Πρόεδρος του Federal Reserve System τα περιέγραψε ως «θαμπά». Τα κεφάλαια δεν πρέπει να αποκαλύψουν την ιδιότητα μέλους ή τις επενδυτικές τους στρατηγικές, οι οποίες στηρίζονται σε ταχύτητα, εξυπνάδα και επιρροή.

4) Άτομα που δεν τους αρέσουν ζωνθοί δανειστές τελευταίας διαφυγής πιστεύουν ότι μερικά hedge funds είναι γύπες, απαιτώντας δημευτικούς όρους από αυτούς σε άσχημη οικονομική κατάσταση.

5) Άτομα που καταδικάζουν την ανάληψη ρίσκων βλέπουν τα hedge funds ως μια μορφή τζόγου. Τα hedge funds χρησιμοποιούν υψηλή επιρροή για να επιφέρουν υψηλές επιστροφές. Δανείζονται πολλά από τράπεζες και από άλλες πηγές για να χρηματοδοτήσουν τις επενδυτικές τους στρατηγικές. Πολλά από τα κεφάλαια έχουν επιφέρει θαυμαστές επιστροφές ενώ άλλα έχουν αποτύχει παταγωδώς. Όταν αποτύχουν οι στρατηγικές τους, μπορούν να αναμοχλεύσουν τεράστιες απώλειες όχι μόνο για τα μέλη τους αλλά και για του δανειστές τους και τα συμβαλλόμενα μέρη.

6) Άτομα που υποπτεύονται απάτη όποτε υπάρξει κάποια πολυπλοκότητα βρίσκουν τα hedge funds πολύ δυσνόητα. Για μερικούς, οι πολύπλοκες κινήσεις συναλλαγών είναι στα όρια κλεψιάς με την εκμετάλλευση των κενών στους νόμους και τους κανόνες. Το Securities and Exchange Commission καταθέτει ως έναν από τους πρωταρχικούς λόγους για τις καινούριες ρυθμίσεις πάνω στα hedge funds έναν αριθμό ανησυχητικών περιστατικών απάτης από διαχειριστές των hedge funds.

7) Άτομα που κρατούν σε υψηλή εκτίμηση την σταθερότητα της αγοράς ανησυχούν ότι τα hedge funds επιτείνουν την αστάθεια της αγοράς που δεν σχετίζεται με τις ουσιαστικές αγοραστικές αξίες. Τα κεφάλαια συνεισφέρουν στις φούσκες της αγοράς και στους πανικούς.

Αυτός ο συνδυασμός παραγόντων – μεγάλο μέγεθος, ελίτ επενδυτές, μεγάλες επιστροφές πάνω σε μεγάλα ρίσκα, ταχύτητα, επιθέσεις σε καθιερωμένα συμφέροντα, μυστικότητα και περιοδικές θεαματικές αποτυχίες – δημιουργούν μια ευκαιρία να υποκινηθεί ο δημοφιλής φόβος για μια νέα γενιά σκιερών οικονομικών τεράτων.

Το τελευταίο κίνημα κατά των hedge funds σχεδόν γράφεται από μόνο του: μια εύπορη, απόκρυφη ελίτ ομάδα επενδυτών, οδηγούμενοι από εγωιστική απληστία, παίρνουν υπέρμετρα ρίσκα με στρατηγικές συναλλαγών που εκθέτουν σε κίνδυνο την υγεία των τραπεζών και των εταιριών, ολόκληρης της οικονομίας. Κι ο δημοφιλής φόβος δημιουργεί μια έκκληση για κυβερνητικό έλεγχο που ακούγεται από πολιτικούς που επιζητούν την εύνοια των ψηφοφόρων.⁴²

⁴² Regulating Hedge Funds by Dale Oesterle, Ohio State University , College of Law

Νομικό πλαίσιο των Hedge Funds στο Ηνωμένο Βασίλειο

Η FSA (Financial Services Authority) είναι ο μοναδικός θεσμός που θέτει κανονισμούς στο Ην.Βασίλειο. Η χρηματοοικονομική αυτή αρχή πηγάζει τις κανονιστικές δυνάμεις της από το Financial Services & Market Act 2000. Παρόλο που διατυπώθηκε αυτή η πράξη το 2000 ήρθε σε ισχύ στις 30 Νοεμβρίου 2001. Η πράξη δημιούργησε τέσσερις αντικειμενικούς στόχους για την FSA.

- 1) Διατήρηση εμπιστοσύνης στην αγορά,
- 2) Προώθηση της δημόσιας ηρεμίας,
- 3) Προστασία στους καταναλωτές,
- 4) Μείωση του οικονομικού εγκλήματος.⁴³

Παρόλο που στο Ηνωμένο Βασίλειο δεν υπάρχει ακόμη ένας νομικός ορισμός του «hedge fund», αυτό δεν σημαίνει ότι η «βιομηχανία των hedge fund» είναι εντελώς ανεξέλεγκτη. Τα περισσότερα υπεράκτια «κύρια κεφάλαια» έχουν εγχώριους διευθυντές, παρέχοντας υπηρεσίες στο κεφάλαιο (όπως συμβουλές πάνω στη στρατηγική των επενδύσεων). Αυτά τα «κύρια κεφάλαια» έχουν επίσης συνδέσμους με άλλους διαχειριστές, προσφέροντας βοηθητικές υπηρεσίες όπως διευκολύνσεις πιστώσεων, έρευνα και άλλα. Στο βαθμό στον οποίο αυτές οι υπηρεσίες θέτουν σε ισχύ τη διεξαγωγή μιας «ελεγχόμενης δραστηριότητας» κάτω από το FSA, τέτοιοι παρέχοντες υπόκεινται στο ελεγκτικό καθεστώς του Ηνωμένου Βασιλείου.⁴⁴

Μια τράπεζα επενδύσεων που απασχολείται με δραστηριότητες επενδύσεων και που είναι εξουσιοδοτημένη να κάνει αυτό μπορεί να παρέχει υπηρεσίες σ' ένα hedge fund χωρίς να χρειάζεται την ειδική «άδεια» για να το κάνει αυτό. Με άλλα λόγια, η πρακτική της διαχείρισης των hedge funds προς το παρόν δεν συνιστά μια ξεχωριστά ελεγχόμενη δραστηριότητα σύμφωνα με το Regulated Activities Order (RAO) για την οποία χρειάζεται ειδική άδεια.

Οι διευθυντές/ σύμβουλοι των hedge funds που είναι τοποθετημένοι στο Ηνωμένο Βασίλειο – και οι οποίοι παρέχουν συμβουλές επενδύσεων και παίρνουν καθημερινές επενδυτικές αποφάσεις για υπεράκτια «κύρια κεφάλαια» - θα είναι εξουσιοδοτημένοι να κάνουν κάτι τέτοιο ως συνέπεια της άδειάς τους να διευθύνουν ή να συμβουλευτούν πάνω σε επενδύσεις γενικά.

⁴³ Hedge funds, Risks and Regulation by Theodor Baums and Adreas Cahn

⁴⁴ Hedge Funds and the new regulatory agenda by Harry McVea, University of Bristol

Η κατάληξη αυτής της κατάστασης των πραγμάτων είναι ότι π.χ. το «Α», ένα κύριο κεφάλαιο, που δρα υπεράκτια και δεν διεξάγει ελεγχόμενες δραστηριότητες στο Ηνωμένο Βασίλειο, πέφτει έξω από την δικαιοδοσία της FSA. Ενώ ο «Σύμβουλος Β», που δρα στο Ηνωμένο Βασίλειο ως διαχειριστής hedge fund και δέχεται αιτήσεις συνδρομών ή δέχεται χρήματα από τον «Α» (ή εφαρμόζει όποιες άλλες υπηρεσίες συνιστούν μια «ελεγχόμενη δραστηριότητα», ή εκτελώντας δραστηριότητες για τον «Α» που καλύπτονται από το σύστημα οικονομικών προαγωγών), θα εμπίπτει στο νομοθετικό πλαίσιο που καθιερώθηκε από το FSMA.

Συνεπώς, παρόλο που μέχρι σήμερα τα ίδια τα υπεράκτια κεφάλαια δεν είναι προσιτά στην FSA, η λειτουργία των βασισμένων στο Ηνωμένο Βασίλειο διαχειριστών των hedge funds, καθώς και το μάρκετινγκ των προϊόντων των hedge funds στο Ηνωμένο Βασίλειο για επιχειρηματικούς λόγους, έγκειται στη νομοθεσία των οικονομικών υπηρεσιών του Ηνωμένου Βασιλείου.

Εντούτοις, όπως αποδέχεται και η FSA, αυτή η «μερική» ευθύνη για συγκεκριμένες όψεις της βιομηχανίας των hedge funds, αλλά και η παράβλεψή τους, είναι προβληματική. Για παράδειγμα, έλεγχος ενός μέρους της βιομηχανίας (δηλαδή του μέρους που είναι βασισμένο εγχώρια στο Ηνωμένο Βασίλειο) μπορεί να υπονοεί έναν βαθμό διερεύνησης και ελέγχου πάνω στο υπόλοιπο της βιομηχανίας (δηλαδή του μέρους που είναι βασισμένο υπεράκτια) που στην πραγματικότητα δεν υπάρχει και πάνω στο οποίο η FSA δεν έχει καμιά δικαιοδοσία.⁴⁵

Οποιοδήποτε κεφάλαιο που επιδιώκει να καταγραφεί πρέπει, μεταξύ άλλων, να έχει μια κεφαλαιοποίηση αγοράς τουλάχιστον £700.000 καταγεγραμμένα σε λογαριασμούς και μια επαρκή εξάπλωση επενδυτικού ρίσκου. Σε αυτή τη περίπτωση, οι μετοχές σε τέτοιες εταιρίες μπορεί να εμπορευτούν στο κοινό με περίπου τον ίδιο τον τρόπο, και θα υπόκεινται στις ίδιες προστασίες σύμφωνα με το Μέρος VI του FSA, όπως οι μετοχές μιας οποιασδήποτε άλλης εταιρίας.

Το πραγματικό μέγεθος του τομέα των hedge funds, συνδυασμένο με τις υψηλές ελεγκτικές ανησυχίες για συστηματικό ρίσκο και κατάχρησης συγκρούσεων συμφερόντων, έχουν παρακινήσει ελεγκτές γύρω από τον κόσμο να λάβουν υπόψη τη περίπτωση αυξημένης ελεγκτικής διερεύνησης των ίδιων των hedge funds καθώς και των οντοτήτων που τα «υπηρετούν».

⁴⁵ Hedge Funds and the new regulatory agenda by Harry McVea, University of Bristol

Παρ' όλα ταύτα, το πώς ακριβώς πρέπει να μοιάσει οποιοσδήποτε επιπρόσθετος έλεγχος είναι θέμα διαμάχης. Η πρόσφατα ολοκληρωμένη ανασκόπηση πάνω στον τομέα των hedge funds του FSA παρέχει μια ενδιαφέρουσα ενόραση μέσα στον τρόπο με τον οποίο στοχεύει να απευθυνθεί στις ελεγκτικές ανησυχίες και ως εκ τούτου να διαμορφώσει την μελλοντική ελεγκτική πολιτική.

Αν και το FSA είναι «δεσμευμένο στο να παίζει το ρόλο του για να εξασφαλίσει το Ηνωμένο Βασίλειο να παραμείνει μια ελκυστική τοποθεσία για να έχουν τη βάση τους διαχειριστές των hedge funds», καμιά καινούρια μονόπλευρη ελεγκτική πρωτοβουλία δεν έχει προταθεί. Αυτό, λέει το FSA, είναι η αναγνώριση του γεγονότος ότι θα ήταν «αντιπαραγωγικό» αν οι διαχειριστές των hedge funds μετακόμιζαν υπεράκτια, όπου θα υποβάλλονταν σε λιγότερους ελεγκτικούς περιορισμούς από ότι στην τωρινή κατάσταση.

Σύμφωνα με το FSA, τα νέα κίνητρα πρέπει να οδηγούνται από τη βιομηχανία ή, δεδομένου της παγκόσμιας φύσης της βιομηχανίας, να απορρέουν από διεθνής συνεργασία και συντονισμό, όπως η τρέχουσα δουλειά της International Organization of Securities Commissions (IOSCO), του Joint Forum, ή του Financial Stability Forum (FSF).

Το FSA έχει εγκαθιδρύσει ένα κέντρο για πείρα στα hedge funds, μια προτεραιότητα της οποίας είναι να εξασκεί επίβλεψη πάνω στους 31 μεγαλύτερους διαχειριστές των hedge funds στο Ηνωμένο Βασίλειο (οι οποίοι λογοδοτούν για σχεδόν το μισό των περιουσιακών στοιχείων hedge fund κάτω από διεύθυνση στο Ηνωμένο Βασίλειο).⁴⁶

Σε κάποιο βαθμό καθυστερημένα, η FSA έχει επικυρώσει την ανάγκη για διαφάνεια των hedge funds και έχει επιδιώξει να τονίσει το γεγονός ότι καταχρήσεις σε σχέση και με τον τομέα αυτό καλύπτονται ήδη από το υπάρχων ελεγκτικό καθεστώς.

Σύμφωνα με το FSA, η αυτοπροστασία μέσω οφειλόμενης περιεκτικής επιμέλειας του επενδυτή θα μπορούσε επίσης να βοηθήσει να αναγνωρίσει και στη συνέχεια να διαχειριστεί το ρίσκο των λανθασμένων αποτιμήσεων.

Το FSA ισχυρίζεται ακόμη ότι βρίσκεται στην πρώτη γραμμή διεθνών εξελίξεων στο θέμα των αποτιμήσεων, επηρεάζοντας κι υποστηρίζοντας την ομάδα της IOSCO που εργάζεται πάνω στις αποτιμήσεις (της οποίας ένας Διαχειριστής του FSA ήταν

⁴⁶ Hedge Funds and the new regulatory agenda by Harry McVea, University of Bristol

Πρόεδρος). Εδώ, ο βασικός στόχος ήταν η εξέλιξη ενός «μοναδικού, παγκόσμιου συνόλου αρχών σχετικά με την αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων και τις ευθύνες των hedge funds, που θα προσελκύσει παγκόσμια ομοφωνία».

Ανάλογα, το FSA περιμένει από τους διαχειριστές των hedge funds να δείξουν ξεκάθαρα στους επενδυτές τη βάση πάνω στην οποία το κεφάλαιο αποτιμάται και από ποιον και, ίσως πιο σημαντικά, «ο διαχωρισμός των καθηκόντων ανάμεσα στους διαχειριστές των χαρτοφυλακίων και τα διοικητικά τμήματα, ο συμβιβασμός των αξιών μεταξύ του διαχειριστή των hedge funds, του πρωταρχικού μεσίτη και του διοικητή, των τιμολογιακών πηγών, και των διαδικασιών για αντιπαραθετικό διακανονισμό».

Από μια άλλη οπτική γωνία, το FSA ισχυρίζεται ότι «οι επενδυτές πρέπει να λάβουν υπ' όψη την ύπαρξη των δευτερευόντων γραμμάτων προσεκτικά στην οφειλόμενη επιμέλειά τους». Ωστόσο, στο ελάχιστο, και παράλληλα με την καθοδήγηση που παρέχεται από το Alternative Investment Management Association, το FSA καλεί για εμφάνιση των «ουσιαστικών όρων» στα δευτερεύοντα γράμματα, καθώς και τη φύση αυτών των όρων.

Σύμφωνα με το FSA, «ουσιαστικοί όροι» είναι όροι που εστιάζουν στη «χορήγηση πιο ευνοϊκής μεταχείρισης από άλλους κάτοχους της ίδιας κλάσης μετοχών ή ενδιαφέροντος να απονεύουν ένα πλεονέκτημα ως προς την εξαγορά ή το δικαίωμα να εξαγοράσεις».⁴⁷

Γενικότερα, το FSA σκοπεύει να επιθεωρήσει εταιρικές πρακτικές σε σχέση με τη κοινοποίηση της ύπαρξης των δευτερευόντων γραμμάτων για να πληροφορήσει τον τρόπο σκέψης της πολιτικής της και να της επιτρέψει να «λάβει δράση κατά των μεμονωμένων εταιριών και της ανώτερης διαχείρισής τους αν πρέπει». Από αυτό, και από άλλες σημαντικές απόψεις, η αφοσιωμένη ομάδα hedge fund του FSA θα στοχεύσει την επίβλεψή της στην εξασφάλιση ότι οι διαχειριστές των hedge funds «προσχωρούν και συμμορφώνονται» με το Principles of Business (PFBs) του FSA, οι κανόνες του σχετικά με το «Senior Management Arrangements Systems and Controls», το Code of Market Conduct του (σχετικά με την κατάχρηση της αγοράς), και οποιουδήποτε σχετικούς τομείς του Conduct of Business Sourcebook του.

⁴⁷ Hedge Funds and the new regulatory agenda by Harry McVea, University of Bristol

Το καθήκον του FSA είναι να εκτιμά συστηματικά τα σχεδιαγράμματα ρίσκου και τις ικανότητες ανοχής του κινδύνου των διαχειριστών των hedge funds και των πρωταρχικών μεσιτών.

Πρέπει να δοθεί μεγαλύτερη προσοχή στην εκτίμηση πιθανής έκθεσης σε ακραία γεγονότα που πέφτουν έξω από παλαιότερες εμπειρίες, και όχι μόνο αυτές από το πρόσφατο παρελθόν. Αυτό ξεκάθαρα επιβάλλει έναν πιο δραστήριο ρόλο για το FSA απ' ότι η τωρινή πολιτική ρητορική του επιβάλλει.

Δεδομένου της παγκόσμιας φύσης της βιομηχανίας των hedge funds και το FSA από αυτήν την άποψη θα έπρεπε να είναι το σημείο εκκίνησης για μια πιο επείγουσα, συντονισμένη και επίμονη διεθνής ελεγκτική ανταπόκριση.⁴⁸

Σε κάθε περίπτωση, όσο τα οικονομικά ιδρύματα έχουν την ικανότητα να μεταφέρουν κινδύνους στην πραγματική οικονομία, ο ηθικός κίνδυνος παραμένει και θα συνεχίσει να παραμένει ένα βασικό χαρακτηριστικό της δραστηριότητας των οικονομικών αγορών ακόμη και στην απουσία λεπτομερών, καθοδηγητικών κανόνων.

To short selling στο στόχαστρο του FSA⁴⁹

Οι επενδυτές που ακολουθούν την πρακτική του short selling θα πρέπει να δηλώνουν μόνο μία φορά τις τοποθετήσεις τους, ανεξάρτητα από το πώς αυτές μπορεί να αλλάξουν στη συνέχεια, σύμφωνα με νέα οδηγία της βρετανικής επιτροπής κεφαλαιαγοράς (FSA) η οποία συνδέεται άμεσα με την πρόσφατη αναταραχή στις χρηματιστηριακές αγορές. Οι λεπτομέρειες για τον ακριβή τρόπο λειτουργίας των νέων κανονισμών άρχισαν να γίνονται γνωστές ύστερα από μία σειρά τεχνικών αποριών που έθεσαν επενδυτικά funds και οι σύμβουλοί τους στο παρατηρητήριο της βρετανικής χρηματιστηριακής αγοράς, σχετικά με την πρακτική εφαρμογή του μέτρου.

Η FSA εξέπληξε την αγορά με τις αλλαγές στις οποίες προχώρησε. Σύμφωνα με το νέο καθεστώς, οι short sellers θα πρέπει στο εξής να δηλώνουν μόνο μία φορά τις short θέσεις τους, ανεξαρτήτως των αλλαγών που ενδέχεται να προκύψουν στη συνέχεια. Τα hedge funds, που αποτελούν την πλειοψηφία των short sellers, εκφράζουν έντονη δυσαρέσκεια για το νέο καθεστώς, καθώς έχουν ελάχιστο χρόνο

⁴⁸ Hedge Funds and the new regulatory agenda by Harry McVea, University of Bristol

⁴⁹ Financial Times 21/06/2008 by Jennifer Hughes & James Machintosh

στη διάθεσή τους προκειμένου να συμμορφωθούν με τα νέα μέτρα. Στο πλαίσιο αυτό, τα επενδυτικά funds και οι σύμβουλοί τους εξέφρασαν ανοιχτά τη δυσφορία τους για τις εξελίξεις. Δεν είναι λίγοι εκείνοι που επισημαίνουν ότι χρειάζονται τουλάχιστον τρεις εργάσιμες ημέρες προκειμένου να γίνουν οι απαραίτητες διαδικασίες για την εξεύρεση των πληροφοριών που απαιτούν οι αρχές. Οι επενδυτές εκφράζουν τη δυσφορία τους και για το γεγονός ότι αυτή την φορά η FSA εγκατέλειψε τη συνήθη τακτική διαβούλευσης που ακολουθείται σε ανάλογες περιπτώσεις. Συνήθως, η εν λόγω αρχή ανακοινώνει το ενδιαφέρον της για κάποιο συγκεκριμένο ζήτημα, θέτει τα θέματα και ξεκινά διάλογο με τα στελέχη της αγοράς. Ωστόσο, έχει το δικαίωμα να παρακάμψει αυτή τη διαδικασία στην περίπτωση που θεωρήσει ότι τίθενται σε κίνδυνο τα συμφέροντα των καταναλωτών, πράγμα που κατέστησε σαφές δικαιολογώντας τη στάση της στη συγκεκριμένη περίπτωση. Το νέο καθεστώς που ανακοινώθηκε στα τέλη της περασμένης εβδομάδας, αιφνιδίασε την αγορά και προκάλεσε τη γενική κατακραυγή των hedge funds που είναι η μεγαλύτερη ομάδα που ακολουθεί την πρακτική του short selling.

Ρυθμιστικό πλαίσιο των hedge funds στην Γερμανία

Η Γερμανική κυβέρνηση σχεδιάζει να ενισχύσει τη νομοθεσία που διέπει την ανακοίνωση των μετοχικών συνθέσεων, σε μια προσπάθεια να προστατεύσει τις εγχώριες επιχειρήσεις από τα επιθετικά hedge funds και να αποφύγει μία επανάληψη της περυσινής μετοχικής «επανάστασης» στο γερμανικό χρηματιστήριο Deutsche Boerse.

Σύμφωνα με τη νομοθεσία που σχεδιάζεται από τη νέα κυβέρνηση συνασπισμού και αναμένεται να τεθεί σε ισχύ στις αρχές του επόμενου έτους, οι επενδυτές θα πρέπει να ανακοινώσουν τα μερίδιά τους τη στιγμή που ξεπερνούν το 3% αντί της τρέχουσας σχετικής νομοθεσίας για 5%.

Η μεταβολή αυτή θέτει τη Γερμανία ένα βήμα μπροστά σε σχέση με την ηπειρωτική Ευρώπη όπου ο αντίστοιχος νόμος κάνει αναφορά για 5%. Έτσι ευθυγραμμίζει τη νομοθεσία της με αυτή της Αγγλίας, όπου το όριο είναι το 3%.⁵⁰

Το περασμένο χρόνο, το Deutsche Boerse είδε τη σχεδιασμένη απόκτηση του London Stock Exchange να ανατρέπεται και να απομακρύνεται ο Πρόεδρος και Διευθύνων Σύμβουλος μετά από «επανάσταση» των μετόχων, στην πιο ισχυρή επίδειξη μετοχικού ακτιβισμού που έχει σημειωθεί ποτέ στην ηπειρωτική Ευρώπη.

Ο Franz Muntefering, Αναπληρωτής Καγκελάριος της χώρας, είχε χρησιμοποιήσει τότε τον όρο «ακρίδες», για να περιγράψει τους εν λόγω επενδυτές. Το βρετανικό hedge fund TCI, δεν ήταν ευρύτερα γνωστό όταν ανέκυψε ως μέτοχος του Deutsche Boerse με μερίδιο 5,1%.

Τους επόμενους μήνες ενίσχυσε την αντίθεσή του προς τη διοίκηση του Deutsche Boerse και τη στρατηγική της, λαμβάνοντας στήριξη από αμερικάνικα hedge funds, όπως το Atticus Capital αλλά και από θεσμικούς επενδυτές, όπως η Fidelity και η Merrill Lynch Investment Managers, τα μερίδια των οποίων δεν ήταν γνωστά, καθώς ήταν χαμηλότερα του 5%.

Σύμφωνα με τη γερμανική νομοθεσία, ένας μέτοχος με μερίδιο άνω του 5% μπορεί να απαιτήσει έκτακτη γενική συνέλευση, ενώ οι επενδυτές, σύμφωνα με την τρέχουσα νομοθεσία, οφείλουν να ανακοινώνουν τη θέση τους όταν τα δικαιώματα ψήφου τους φτάνουν στο 5%, το 10%, το 25%, το 50% και το 70% των δικαιωμάτων ψήφου σε μια εταιρία.

⁵⁰ «Τα hedge funds και οι στρατηγικές τους» σελ. 71 Νικόλαος Κεφαλληνναίος

Από τις αρχές του 2006 οι γερμανοί πολιτικοί, έχοντας ως στόχο τους την τόνωση των επενδύσεων στην χώρα τους και παράλληλα την εδραίωση της Γερμανίας ως το μεγαλύτερο επενδυτικό κέντρο στην Ευρώπη, έχουν αποφασίσει τη δημιουργία γερμανικής αγοράς των hedge funds, παραβλέποντας τις μέχρι εκείνη τη στιγμή επιφυλάξεις τους για αυτά και τους πιθανούς κινδύνους, που ενδεχομένως δημιουργούν γενικά στις αγορές και στους επενδυτές.

Το προσχέδιο νόμου που επιτρέπει τις πωλήσεις μεριδίων των hedge funds τόσο σε θεσμικούς, όσο και ιδιώτες γερμανούς επενδυτές επρόκειτο να επανεξετασθεί το Νοέμβριο του 2006. Αρκετοί δε πολιτικοί και οικονομικοί αναλυτές έχουν διατυπώσει την άποψη ότι η τελική μορφή του συγκεκριμένου νομοσχεδίου θα διαμορφωθεί μέχρι τα τέλη του τρέχοντος έτους οπότε και θα ψηφιστεί

Βέβαια η πρόβλεψη για τη δημιουργία της συγκεκριμένης αγοράς δεν είναι τίποτε άλλο παρά ένα κομμάτι της ευρύτερης για τις αγορές Οδηγίας της Ευρωπαϊκής Ένωσης, της Investment Modernization Act, η οποία υποχρεώνει κάθε κράτος της Ένωσης να προχωρήσει σε σημαντικές μεταρρυθμίσεις, με καταληκτική ημερομηνία τον Φεβρουάριο του 2008, με απώτερο σκοπό την ενοποιημένη ευρωπαϊκή χρηματοοικονομική αγορά.

Βασικοί άξονες της Οδηγίας αυτής είναι :⁵¹

A) η φορολογική εναρμόνιση των εγχώριων κεφαλαίων με αυτούς που προέρχονται από το εξωτερικό και πιο συγκεκριμένα εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης

B) η σημαντική βελτίωση της διαφάνειας για τους επενδυτές και

Γ) η δημιουργία αυστηρού θεσμικού πλαισίου που θα διέπει τις εταιρίες, οι οποίες θα παρέχουν επενδυτικά προϊόντα στην ενοποιημένη ευρωπαϊκή χρηματοοικονομική αγορά.

Με τη σχετική νομοθεσία και τη δημιουργία της αγοράς των hedge funds η Γερμανία θέλει από τη μια πλευρά να προηγηθεί από τα υπόλοιπα ευρωπαϊκά επενδυτικά κέντρα, αλλά και από την άλλη να εναρμονιστεί με άλλα κράτη, όπως είναι το Λουξεμβούργο, η Ιρλανδία και η Ελβετία, που έχουν ήδη δημιουργήσει το απαραίτητο θεσμικό πλαίσιο και η συγκεκριμένη αγορά λειτουργεί κανονικά με συμμετέχοντες μεγάλους διεθνείς θεσμικούς και ιδιώτες επενδυτές, που επιθυμούν να επενδύουν τα κεφάλαιά τους σε τέτοιου είδους επενδύσεις.

⁵¹ «Τα hedge funds και οι στρατηγικές τους» σελ 73 Νικόλαος Κεφαλληνναίος

Μέχρι στιγμής, οι ιδιώτες Γερμανοί επενδυτές, με βάση το ισχύον θεσμικό πλαίσιο, μπορούν να επενδύσουν σε hedge funds εμμέσως, διοχετεύοντας τα χρήματά τους σε διεθνείς επενδυτικούς οίκους που διαθέτουν fund of funds. Όπως διαπιστώνεται, το νέο νομοσχέδιο θα απλοποιεί πολύ τις διαδικασίες, καθώς θα επιτρέπει πλέον σε ένα ιδιώτη επενδυτή να επενδύει άμεσα σε hedge fund, αφού βέβαια διαθέτει τουλάχιστον ένα ελάχιστο κεφάλαιο συμμετοχής.

Η γενική διευθύντρια της Asterias, μίας ερευνητικής εταιρείας με αντικείμενο την αγορά των hedge funds, με έδρα το Λονδίνο, έχοντας την άποψη ότι το ενδιαφέρον για τη δημιουργία της γερμανικής αγοράς των hedge funds αυξάνεται εντυπωσιακά, τόνισε ότι :

« Τα αμερικανικά επενδυτικά κεφάλαια επιθυμούν τις επενδύσεις σε ευρωπαϊκές αγορές, αλλά και οι ιδιώτες ευρωπαίοι επενδυτές επιθυμούν τις άμεσες επενδύσεις σε hedge funds, με σκοπό τη καλύτερη διασπορά του επενδυτικού κινδύνου. Το νέο νομοσχέδιο είναι μια καθαρή απάντηση στις ανάγκες των εγχώριων χρηματοοικονομικών οργανισμών, που δημιουργούνται από τις απαιτήσεις των πελατών τους»

Υπάρχει όμως και η αντίθετη πλευρά, η οποία αναφέρει ως επιχειρήματα για την αποτυχία του εν λόγω νομοσχεδίου, κατά πρώτον ότι δεν πρόκειται να δημιουργηθεί ελεύθερη αγορά, όταν ένας απλός ιδιώτης επενδυτής πρέπει να επενδύει μέσω fund of funds και όχι απ' ευθείας σε hedge fund και συγχρόνως το fund of funds να μην επιτρέπεται να επενδύει περισσότερο από το 20% των υπό διαχείριση κεφαλαίων του σε ένα μόνο hedge fund, αλλά και ούτε να μπορεί να επενδύει σε δύο hedge funds που έχουν τον ίδιο διαχειριστή κεφαλαίων. Επιπλέον οι κανονισμοί διαφάνειας της αγοράς προϋποθέτουν πολύ περισσότερη δουλειά για τους διαχειριστές κεφαλαίων εκτός Γερμανίας, αποθαρρύνοντας τους να ιδρύσουν υποκαταστήματα σε αυτήν.

Πάντως, πολλές μεγάλες γερμανικές επενδυτικές εταιρίες δεν φαίνεται να έχουν σοβαρές αντιρρήσεις για το νομοσχέδιο. Για παράδειγμα, η DWS, η μεγαλύτερη γερμανική εταιρεία αμοιβαίων κεφαλαίων, προετοιμάζεται από τώρα σχεδιάζοντας την ίδρυση ενός hedge fund, αλλά και την πραγματοποίηση πολλών εκπαιδευτικών σεμιναρίων, με σκοπό την επιμόρφωση των ιδιωτών επενδυτών σε τέτοιου είδους μορφές επενδύσεων.

Η Γερμανική Κυβέρνηση και ο ιδιωτικός τομέας επενδύσεων, έχουν πολλά θέματα να ξεκαθαρίσουν πριν από το εναρκτήριο λάκτισμα για τη λειτουργία της αγοράς των hedge funds που, όπως υπολογίζει ο Christian Jasperneite,

οικονομολόγος-αναλυτής στην M.M.Warburg, μια ιδιωτική γερμανική τράπεζα, με έδρα το Αμβούργο, θα απορροφήσει περίπου 15 δις ευρώ τα πρώτα δύο έτη. Για παράδειγμα, πρέπει να καθοριστεί το ελάχιστο κεφάλαιο συμμετοχής σε hedge fund, το οποίο μέχρι στιγμής φαίνεται ότι θα ανέρχεται περίπου στα 50 χιλ. ευρώ.

Επίσης, πρέπει να συμφωνήσουν οι επενδυτικές εταιρίες πως θα δηλώνουν με βάση τους κανόνες διαφάνειας, τις «ανοιχτές πωλήσεις» τους. Η DWS τονίζει για αυτό το σοβαρό θέμα ότι θα ακολουθήσει την τακτική της δημοσίευσης του συνολικού όγκου των «ανοιχτών πωλήσεων» και όχι τις επιμέρους σε κάθε επενδυτικό τίτλο.

Ο ίδιος υποστηρίζει ότι τουλάχιστον για τα πρώτα χρόνια της λειτουργίας της συγκεκριμένης αγοράς τα μερίδια αγοράς θα μοιραστούν σε μεγάλες εγχώριες επενδυτικές τράπεζες και εταιρίες, που έχουν τις απαραίτητες γνώσεις και την εμπειρία όσον αφορά τα hedge funds, λόγω των διεθνών τμημάτων τους. Αργότερα, καθώς η αγορά θα αναπτύσσεται και νέοι κανονισμοί θα εμπλουτίζουν το ήδη υπάρχον θεσμικό πλαίσιο, θα δημιουργηθούν οι ευκαιρίες για τις μικρότερες γερμανικές τράπεζες και εταιρίες, οι οποίες θα μπορούν πλέον να ιδρύσουν δικά τους hedge funds. Μακροπρόθεσμα, η γερμανική αγορά των hedge funds θα αντικατοπτρίζει την υπόλοιπη Ευρώπη, καθώς θα υλοποιείται η ενοποιημένη Ευρωπαϊκή αγορά. Προς το παρόν όμως, οι αγορές της Αμερικής και του Ηνωμένου Βασιλείου διατηρούν ένα πολύ σημαντικό προβάδισμα, λόγω της λειτουργίας τέτοιων αγορών εδώ και πολλές δεκαετίες και των επιπρόσθετων εμπειριών που έχουν αποκτήσει.

ΠΙΝΑΚΑΣ Ι

Regulation of hedge fund managers by country at May 2005⁵²

Country	Name of Regulator	Minimum capital required to operate as hedge fund manager	Notes
Austria	Finanzmarktaufsicht (FMA)	Varies	1
Bahamas	Securities Commission of the Bahamas	\$25.000	
Bermuda	Bermuda Monetary Authority (BMA)	None	2
Belgium	Banking, Financial and Insurance Commission	N/A	3
Cayman Islands	Cayman Islands Monetary Authority (CIMA)	Cayman-domiciled investment managers must register under the Securities Investment Business Law (SIBL). An exemption from the normal US\$500.000 minimum capital requirement is available where the funds being managed are only open to institutional and high net worth investors.	
Denmark	Danish Financial Supervisor Authority	N/A	4
Finland	Financial Supervision Authority (FSA)	Euro 169.000	
France	Autorites des Marchés Financiers (AMF)	Net equity must be maintained at a level equal to the greater of : -25% of annualized expenditure, and -Euro 125.000 + 0.02% of assets under management in excess of Euro 250 million	
Germany	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	Initial capital of at least Euro 730.000 plus an ongoing capital requirement	

⁵² The regulations and distribution of hedge funds in Europe. Changes and challenges. June 2005. PricewaterhouseCoopers.

		based on assets under management. Own funds shall at no times be less than 25% of annual operating expenses.	
Gibraltar	Financial Services Commission (FSC)	Euro 50.000 to Euro 750.000 depending on the nature and scope of the activities.	
Greece	N/A	N/A	
Guernsey	Guernsey Financial Services Commission (GFSC)	Pounds 10.000 of paid up share capital if no staff or premises, otherwise the higher of pounds 25.000 and 3 months' expenditure.	
Ireland	Irish Financial Services Regulatory Authority (IFSRA)	Usually Euro 50.000 initial capital plus 3 months of annualised expenditure	5
Isle of Man	Financial Supervision Commission (FSC)	The greater of Pounds 75.000, or 3 months' expenditure	
Italy	Bank of Italy, Commissione Nazionale per le Società e la Borsa	Euro 1.000.000 (although this can be larger depending on the nature and scale of investment management activities)	
Jersey	Jersey Financial Services Commission (JFSC)	Pounds 25.000	
Luxemburg	Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF)	Euro 125.000 (Type 2 managers), Euro 1.500.000 (Type 3 managers).	6
Netherlands	Authority for the Financial Markets (AFM) for supervision of market conduct. Dutch Central bank for prudential supervision	Euro 226.890	
Netherlands Antilles	Central Bank of Netherlands Antilles	N/A	

Norway	Financial Supervisory Authority of Norway	Euro 125.000	
Portugal	Portuguese Securities Market Commission (CMVM)	(i) Euro250.000 (share capital) plus a requirement based on assets under management (ii) Euro 7.500.000 (own funds) for managers of closed-ended vehicles	7
Russia	N/A	N/A - hedge fund managers are not regulated in Russia	
South Africa	N/A	N/A - hedge fund managers are not regulated in South Africa	8
Spain	Commissin Nacional del Mercado de Valores (CNMV)	Euro 300.000 plus an additional own funds requirement based on the level of assets under management.	9
Sweden	The Swedish Financial Supervisory Authority	Euro 125.000 initial capital. In addition, capital equal to 3 months' annualised expenditure must be maintained, plus 0,02% of assets under management in excess of Euro 250 million (up to a maximum capital requirement of Euro 10 million)	
Switzerland	Federal Banking Commission (FBC), if regulated	CHF 1-10 million, depending on assets under management, if regulated	10
United Kingdom	Financial Services Authority (FSA)	Own funds of Euro 50.000 plus 3 months annualised expenditure	
USA	The Securities and Exchange Commission (SEC) and in some cases, the Commodity Futures Trading Commission (CFTC)	None	

NOTES:

Austria

1. The FMA is only responsible for Austrian banks and Austrian ISD firms: if a bank is the manager, the capital requirement is Euro 5 million, if an ISD firm is the manager; the capital requirement is either Euro 50.000 or Euro 125.000 depending on scope of services provided.

Bermuda

2. Domestic hedge funds managers are not regulated in Bermuda unless they are distributing funds to residents of Bermuda, in which case they are required to be registered under the Investment Business Act.

Belgium

3. Hedge fund managers may only operate private hedge funds. Hedge fund managers operating such funds are subject to no specific prudential controls.

Denmark

4. Under current legislation, hedge funds managers are not subject to a capital requirement.

Ireland

5. Promoters of Irish-domiciled hedge funds must maintain minimum regulatory capital Euro 675.000

Luxembourg

6. Type 2 and Type 3 managers manage non-UCITS funds domiciled inside and outside of Luxembourg respectively.

Portugal

7. (i) Euro 250.000 is the minimum share capital for a Sociedade Gestora de Fundos Mobiliarios (SGFM) (one of the two types of entities that can be fund managers); additionally, SGFM are required to maintain own funds that are not less than the sum of 0.5% of the first Euro 75 million of assets under management and 0.1% of any additional assets under management.

(ii) For closed-ended funds, the manager is required to be a credit institution. The minimum share capital of a credit institution depends on the nature of its main activity e.g. banking, leasing etc

South Africa

8. As the hedge fund industry in South Africa is currently unregulated, there is no minimum capital requirement for hedge fund managers.

The Financial Services Board (FSB) is the regulator of collective investment schemes under the Collective Investment Schemes Control Act, 2002 (CISCA). The FSB is drafting regulations for the regulation of hedge funds which will fall under this Act. The current capital requirement for a manager of a regulated collective investment scheme in securities is the greater of ZAR600.000 or 13 weeks' fixed operating costs of the scheme, plus an investment of ZAR1 million in every fund under its management (although this is reduced by ZAR100.000 for every ZAR1 million invested in the funds by independent investors) and a position risk requirement based on a percentage of the amount paid for participatory interests held by the manager in funds it manages.

A collective investment scheme managed outside South Africa must at all times have a representative office in South Africa and maintain a minimum capital amount of ZAR2 million (invested in liquid assets) in order to distribute in South Africa.

Spain

9. Revised capital requirements are included in the draft legislation which we expect will be adopted later in the year.

Specific enabling legislation could be adopted in the future to create additional capital requirements for domestic hedge fund managers.

Switzerland

10. Hedge fund managers in Switzerland are generally unregulated unless they manage a domestic hedge fund regulated under the Investment Funds Act (IFA) and at the same time act as the hedge fund's legal fund management company.

USA

11. Rules in the U.S. generally require investment advisers to register with the SEC if they manage the assets of U.S. clients. There are certain exemptions from registration for advisers which manage the assets of fewer than 15 clients (or for U.S. domiciled advisers that manage less than \$ 25 million).

Συμπέρασμα

Οι απώλειες των επενδυτών, οι καταρρεύσεις των hedge funds, και εκνευριστικές απάτες είναι εμφανή περιστατικά που εύκολα θυμόμαστε όταν σχηματίζουμε κανόνες, ειδικά κάτω από την επίβλεψη των δημοσιογράφων και των πολιτικών που δίνουν έμφαση στις απώλειες και στις καταχρήσεις. Πιθανώς αυτά τα περιστατικά παρουσιάζονται πιο έντονα στην λήψη αποφάσεων από τις ελεγκτικές αρχές από ότι το αληθινό μέγεθός τους. Αυτό το δυσανάλογο αντίκτυπο των ειδικά εμφανών περιστατικών στη λήψη αποφάσεων σχετίζεται με την αποκαλούμενη «εύρεση διαθεσιμότητας», σύμφωνα με την οποία εμφανή ρίσκα είναι πιο διαθέσιμα στη σκέψη ενός ατόμου και έτσι δέχονται μεγαλύτερη προσοχή απ' ότι αξίζουν.

Η άλλη πλευρά της ελεγκτικής κλίμακας περιλαμβάνει τα κόστη μεγαλύτερου ασφαλιστικού ελέγχου. Αυτά τα κόστη περιγράφονται γενικά με στείρους κι απρόσωπους όρους καθώς υπάρχει η άποψη ότι περισσότερος έλεγχος θα υποσκάψει την ευελιξία, την αποδοτικότητα και την ρευστότητα των οικονομικών αγορών. Αυτά τα ρίσκα δεν είναι τόσο εμφανή όσο τα υποτιθέμενα κόστη του να μην ελέγχουν. Επιπρόσθετα, οι ελεγκτές μπορεί να έχουν υπερβολική αυτοπεποίθηση στην ικανότητά τους να ελέγχουν με το σωστό τρόπο, πιστεύοντας ότι μπορούν να πάρουν τα οφέλη της προστασίας των επενδυτών χωρίς τα συνοδευόμενα κόστη. Πιθανώς η ρυθμιστική αξιολόγηση θα διέφερε αν τα κόστη του ελέγχου καθορίζονταν πιο συγκεκριμένα σε όρους χαμηλότερων επιστροφών για τους επενδυτές, ή λιγότερων ευκαιριών για επενδύσεις.

Η τελική ανάλυση είναι ότι οι ελεγκτές, καθώς και το δημόσιο και τα μέσα ενημέρωσης, συχνά έχουν μια υπερβολική ανησυχία για απάτες και απώλειες των επενδυτών και, τουλάχιστον σε αντιπαραβολή, μια εξασθετισμένη ευαισθησία για τα κόστη μεγαλύτερης προστασίας επενδυτών. Αυτό δεν σημαίνει ότι τα κόστη του ελέγχου δεν υπολογίζονται.

Αυτό ισχύει ειδικά στο ξεκίνημα ενός κύματος σκανδάλων, σαν αυτή που επέφερε το Enron. Σαν αποτέλεσμα, η αξιολόγηση των ελεγκτών για τα κόστη και τα οφέλη του ελέγχου λοξοδρομεί προς την αποφυγή συγκεκριμένης εμφανούς ζημιάς. Στη πράξη, αυτό σημαίνει παραπάνω από προστασία των επενδυτών – πράγματι, μπορεί η υπερβολική προστασία των επενδυτών να είναι εις βάρος άλλων στόχων, όπως της δημιουργία κεφαλαίου. Αυτό μπορεί να εξηγήσει γιατί το SEC επέλεξε να ελέγξει τα hedge funds το 2004 όταν δεν έκανε κάτι τέτοιο προηγουμένως.

Για να σχεδιάσουν ένα αποτελεσματικό σύστημα ασφαλιστικών νόμων, οι ελεγκτές πρέπει να αξιολογήσουν αντικειμενικά και λογικά τα κόστη και τα οφέλη του ελέγχου και η κρίση των ελεγκτών δεν μπορεί να σκιάζεται από γνωστικές προκαταλήψεις. Μία αμερόληπτη, πιο πιθανολογική ανάλυση των συνεπειών του ελεγκτικού ρίσκου θα έπρεπε να οδηγήσει σ' ένα πιο αποτελεσματικό σύστημα το οποίο θα επισπεύδει καλύτερα τους στόχους του ελέγχου.

. Πώς προφυλάσσονται οι ελεγκτές από τις ασυναίσθητες προκαταλήψεις που μπορούν να εμποδίσουν τη λήψη σωστών αποφάσεων; Δεν υπάρχουν εύκολες απαντήσεις για την πρόκληση αυτή.

Παράρτημα

ΓΡΑΠΤΗ ΕΡΩΤΗΣΗ P-3028/06
υποβολή: Katerina Batzeli (PSE)
προς την Επιτροπή

Θέμα: Ο ρόλος των αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου (hedge funds) στις διακυμάνσεις της διεθνούς χρηματιστηριακής αγοράς

Η πρόσφατη πτώση των τιμών στις ευρωπαϊκές χρηματιστηριακές αγορές, ώριμες και αναδυόμενες, καθώς και στα διεθνή χρηματιστήρια, έχει προκαλέσει μια γενικευμένη νευρικότητα με την καταγραφή μεγάλων απωλειών και συνεχείς κλυδωνισμούς από την προοπτική αναζωπύρωσης των πληθωριστικών πιέσεων και των υψηλότερων επιτοκίων διεθνώς.

Πέραν των άλλων εκτιμήσεων, πολλοί οικονομικοί αναλυτές υποστηρίζουν ότι καθοριστικός ρόλος για τους κραδασμούς που παρατηρούνται στη διεθνή χρηματιστηριακή αγορά θα πρέπει να αποδοθεί στα αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου - hedge funds - τα οποία λειτουργώντας κερδοσκοπικά και ακολουθώντας την αλλαγή της τάσης αποσύρονται από τις αγορές.

Είναι εξάλλου ενδεικτικό ότι στην έκθεση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας του Ιουνίου 2006 για την οικονομική σταθερότητα, υπάρχει για πρώτη φορά ειδική αναφορά στον ρόλο των hedge funds όπου απευθύνεται προειδοποίηση για τις παρενέργειες που εγκυμονεί η εντυπωσιακή αύξηση του αριθμού των hedge funds τα τελευταία χρόνια και τις πολύ αρνητικές επιπτώσεις που θα έχει η ομαδική και συντονισμένη εκροή τους από μία ή περισσότερες αγορές σε περίπτωση αιφνιδιαστικής αλλαγής στις κρατούσες επιχειρηματικές και οικονομικές συνθήκες.

Με ποιον τρόπο σκοπεύει η Επιτροπή να προστατεύσει τους ευρωπαίους επενδυτές, αλλά και να ανταποκριθεί στην έκκληση στελεχών της ΕΚΤ για περισσότερη διαφάνεια όσον αφορά τη λειτουργία και την οικονομική θέση των hedge funds;

Κατά πόσο προτίθεται η Επιτροπή να υιοθετήσει μέτρα ελέγχου καθώς και μία εποπτική Αρχή αρμόδια για τις διαδικασίες που χρησιμοποιούν τα hedge funds ως προς την εκμετάλλευση των κεφαλαίων που διαχειρίζονται;

P-3028/06GR

Απάντηση του κ. McCreeny
εξ ονόματος της Επιτροπής
(13.9.2006)

Τα αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου (hedge funds) χαρακτηρίζονται κυρίως από μεγαλύτερη ευελιξία στην επενδυτική τους πολιτική και τις στρατηγικές που ακολουθούν. Απαντούν όχι μόνο στις χρηματοοικονομικές αγορές τις πλέον ώριμες (μερικές ημέρες τα αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου αντιπροσωπεύουν μέχρι και το 40% του καθημερινού όγκου συναλλαγών αγορών όπως Euronext, χρηματιστήριο του Λονδίνου (LES) χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (NYSE)) αλλά όλο και περισσότερο στις χρηματοοικονομικές αγορές σύνθετων προϊόντων. Με ρόλο αντισταθμιστικό, λαμβάνοντας συχνά αντίθετες θέσεις, συνεισφέρουν στη ρευστότητα των αγορών αυτών και ευνοούν τη διασπορά μεταξύ όλων όσοι συμμετέχουν στην αγορά κινδύνων που άλλοτε συγκεντρώνονταν στις τράπεζες, πράγμα που έχει ρόλο σταθεροποιητικό. Ένα από τα συμπεράσματα της έκθεσης για τα αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου που μόλις υπέβαλε στην Επιτροπή η ομάδα ειδικών αφορά τον αντιπαραγωγικό χαρακτήρα που θα είχε κάθε απόπειρα επιβολής κανονιστικών ορίων στις στρατηγικές ή τις πολιτικές επενδύσεων για τα αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου που έχουν ως χαρακτηριστικό μεγάλη ευελιξία στην επιλογή της έδρας τους.

Η Επιτροπή υπογραμμίζει ότι οι επεμβάσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου στις ευρωπαϊκές χρηματοοικονομικές αγορές δεν πραγματοποιούνται χωρίς καμία επιτήρηση και ότι υπάρχουν ρυθμιστικοί μηχανισμοί. Οι μηχανισμοί αυτοί στα κράτη μέλη επιβλέπουν τις πρακτικές και τις συμπεριφορές στις χρηματοοικονομικές αγορές και, εφόσον απαιτείται, επιβάλλουν κυρώσεις σε καταχρήσεις στην αγορά, οποιαδήποτε και αν είναι η προέλευση ή η ιδιότητα αυτών που τις διέπραξαν, κατ' εφαρμογή της οδηγίας⁵³ σχετικά με την

⁵³ Οδηγία 2003/6/ΕΚ του Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 28ης Ιανουαρίου 2003, για τις

κατάχρηση της αγοράς. Τέλος, στα περισσότερα από τα κράτη μέλη η διανομή των αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου πλαισιώνεται αυστηρά έτσι ώστε τα κεφάλαια αυτά να προορίζονται για τους επενδυτές τους πλέον κατάλληλους ενώ γενικώς δεν επιτρέπεται η διανομή τους σε επενδυτές από το ευρύ κοινό με τρόπο άλλο εκτός υπό τύπο προϊόντων εγκεκριμένων και επιτηρούμενων από την εθνική ρυθμιστική αρχή.

Όσον αφορά τη δυνητική επίπτωση των δραστηριοτήτων των σχετικών με αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου στην οικονομική σταθερότητα, όντως η Κεντρική Ευρωπαϊκή Τράπεζα (ΕΚΤ) εξέφρασε πρόσφατα τις ανησυχίες της όσον αφορά τις δυσκολίες που ήταν δυνατόν να συναντήσουν ορισμένα αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου - τα οποία έχουν επενδύσει μεγάλο μέρος του ενεργητικού που διαχειρίζονται σε αγορές με ελάχιστη ρευστότητα - σε περίπτωση αισθητής αύξησης της ζήτησης επαναγοράς εκ μέρους επενδυτών που έχουν απογοητευθεί από τις χαμηλές αποδόσεις. Η άτακτη απόσυρση ενός ή περισσότερων αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου από αγορά με ελάχιστη ρευστότητα θα ήταν δυνατόν να επιφέρει σημαντικές διορθώσεις της τιμής του ενεργητικού στην υπόψη αγορά. Πάντως, το γεγονός αυτό είναι εγγενές στις χρηματοοικονομικές αγορές στις οποίες έρχονται αντιμέτωπες η προσφορά και η ζήτηση του ζεύγους κίνδυνος/απόδοση και όχι είδω της δομής ή της ουσίας των αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου. Πέραν τούτου, είναι σύνηθες τα αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου να προβλέπουν στον εσωτερικό τους κανονισμό μηχανισμούς (περίοδοι αποκλεισμού μερών, περισσότερο μακροχρόνιες προειδοποιήσεις σε σχέση με τα παραδοσιακά κεφάλαια, επιφυλάξεις ρευστότητας) που τους παρέχουν τη δυνατότητα να αντεπεξέρχονται στις αρνητικές επιπτώσεις των αιτήσεων επαναγοράς από τους τελικούς επενδυτές.

Τελικώς, φαίνεται ότι ο θετικός ρόλος (σταθερότητα, μεγαλύτερη απόδοση, αυξημένη ρευστότητα, διασπορά κινδύνων κλπ.) των αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου στις χρηματοοικονομικές αγορές εξισορροπεί την επίπτωση του μεγέθους των επεμβάσεών τους σε αυτές τις αγορές. Πέραν του ότι η πολλαπλασιαστική επίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου είναι κατά μέσο όρο χαμηλή, τα τελευταία έτη παρατηρήθηκε ότι αναπτύχθηκαν εποπτικοί μηχανισμοί προστασίας στις πρακτικές χρηματοδότησης καινοτόμων στρατηγικών για τα αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου και υιοθετήθηκαν από τις τράπεζες αυστηρές πολιτικές

πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς), ΕΕ L 96 της 12.4.2003

παρακολούθησης και διαχείρισης των χρηματοοικονομικών κινδύνων. Από την άποψη αυτή είναι σκόπιμο να σημειωθεί ότι η ΕΚΤ δεν τάσσεται υπέρ ειδικής ρύθμισης για τα αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου ούτε υπέρ της επιβολής σε αυτά μεγαλύτερης διαφάνειας όσον αφορά τις χρηματοοικονομικές τους θέσεις. Η υποχρέωση αυτή θα ήταν αναποτελεσματική, λαμβανομένου υπόψη του διεθνούς χαρακτήρα των αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου. Αντίθετα, η ΕΚΤ επιμένει να παρακολουθούνται κανονικά οι εσωτερικές πολιτικές μέτρησης και διαχείρισης της επικινδυνότητας στις τράπεζες που αντισταθμίζουν αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου και στην ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ των τραπεζών αυτών και των κανονιστικών ή των εποπτευουσών αρχών για τις τράπεζες. Η Επιτροπή συμμαρτίζεται την άποψη αυτή.

Βιβλιογραφία

1. Σημειώσεις επίκουρου καθηγητή κ. Φίλιππα Πανεπιστήμιο Πειραιά
2. Λεξικό όρων Τραπεζής της Ελλάδος
3. <http://estia.elke.uoa.gr>
4. Μεταπτυχιακή εργασία με θέμα «Hedge funds and their performance»
Ανδρουλάκη Ευαγγελία, Πανεπιστήμιο Πειραιά, Ιανουάριος 2003
5. «Hedge funds : Γενικά γνωρίσματα και ένταξη στο δίκαιο συλλογικών επενδύσεων» Νικολάου Φράγκου, Δικηγόρου
6. <http://www.thefinancialtimes.com>
7. «Hedge funds in company law : virus or vaccine?» by R.H. Maatman & Geert Raaijmakers, Maastricht University
8. <http://www.consulting.com.gr>
9. « Hedge funds and the SEC : Observations on the How and Why of Securities Regulation by Troy Paredes, Professor of Law (Washington, University in St.Louis)
10. Νόμος υπ' αριθμ 1969 της 30.10.1991 (ΦΕΚ 167Α) σχετικά με Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, Αμοιβαία κεφάλαια, διατάξεις εκσυγχρονισμού και εξυγιάνσεως της κεφαλαιαγοράς και άλλες διατάξεις.
11. Οδηγία 85/611/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 20^{ης} Δεκεμβρίου 1985 περί Οργανικών Συλλογικών Επενδύσεων σε κινητές αξίες, ΕΕ L 375 της 31.12.1985, σελ. 3
12. <http://www.law.uc.edu>
13. <http://www.law.cornell.edu>
14. «Regulating hedge funds» by Dale Oesterle, College of Law, Ohio State University

15. «Hedge funds, Risks and Regulation» by Theodor Baums and Adreas Cahn
16. «Hedge funds and the new regulatory agenda» by Harry McVea, University of Bristol
17. To short selling στο στόχαστρο του FSA, Financial times 21/06/2008
18. « Τα hedge funds και οι στρατηγικές τους» Νικόλαος Κεφαλληναίος
19. The regulations and distribution of hedge funds in Europe. Changes and challenges, June 2005, PricewaterhouseCoopers