

ΕΛΕΓΧΟΣ

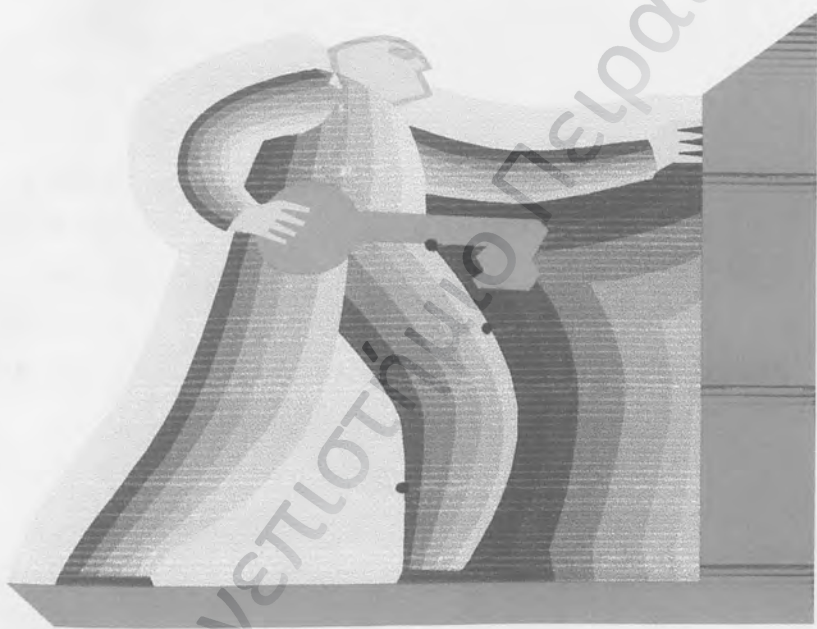
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΘΕΜΑ : «HEDGE FUNDS AND THEIR PERFORMANCE»

190

ΑΝΔΡΟΥΛΑΚΗ Ε. ΕΥΑΓΓΕΛΙΑ

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ



ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΑΝΤΖΟΥΛΑΤΟΣ ΑΓΓΕΛΟΣ
ΑΝΑΠΛΗΡΩΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ

ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 2003

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	
ΑΡΙΘΜΟΣ:	40707+1Dix
ΗΜΕΡΑ:	24/24 η 22809
ΠΡΩΤΗ:	332.627 AN
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ	

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

2. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

3. ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ

- 3.1 Ορισμός
- 3.2 Χαρακτηριστικά
- 3.3 Κατηγορίες
- 3.4 Νομικό πλαίσιο

4. ΔΕΔΟΜΕΝΑ

- 4.1 Βάσεις δεδομένων –συλλογή δεδομένων
- 4.2 Μεροληψία

5. ΣΥΓΚΡΙΣΗ HEDGE FUNDS ΜΕ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

- 5.1 Ως προς την επενδυτική στρατηγική
- 5.2 Ως προς τα χαρακτηριστικά
- 5.3 Απόδοση-κίνδυνος
- 5.4 Προώθηση – διαφήμιση – ενημέρωση

6. ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ

7. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

8. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Με την ανατολή του 20ου αιώνα, η ενασχόληση του ανθρώπου με την οικονομία, είναι γεγονός ότι αποτέλεσε τρόπο ζωής. Εκτός από τις βασικές επενδυτικές του ανάγκες δημιούργησε και άλλες πολύ πιο σύνθετες και απαιτητικές. Έτσι από το 1949 που ο A.W Jones άνοιξε μια θέση με σκοπό να φτάξει ένα χαρτοφυλάκιο το οποίο να έχει μεγαλύτερη ευελιξία και έλαστικότητα απ' ότι το παραδοσιακό, σηματοδοτήθηκε η αρχή μιας νέας εποχής στο χώρο των χρηματοοικονομικών προϊόντων και εργαλείων. Με αυτό τον τρόπο άρχισε η αναζήτηση νέων επενδυτικών ευκαιριών οι οποίες θα οδηγούσαν σε καλύτερη αξιοποίηση των ρευστών διαθεσίμων.

Οι ανάγκες για επένδυση, οι οποίες καλύπτονταν από ένα χαμηλό και συντηρητικό επιτόκιο κατάθεσης, το κουπόνι του ομολόγου και τις μερισματικές αποδόσεις των μετοχών, εξελίχθηκαν και έγιναν πιο απαιτητικές. Η ωρίμανση αυτή των αγορών οδήγησε στη δημιουργία νέων πολυσύνθετων εργαλείων τα οποία έχουν θεαματικά αποτελέσματα όσον αφορά την αντιστάθμιση του κινδύνου.

Μια ενδεχόμενη λύση στο πρόβλημα αυτό αποτέλεσε μια νέα συλλογική μορφή επένδυσης τα “Αμοιβαία Κεφάλαια” και τα “hedge funds”. Τα πλέον δημοφιλή είναι φυσικά τα αμοιβαία κεφάλαια με τα οποία δεν θα ασχοληθούμε διεξοδικά. Απλώς θα τα χρησιμοποιήσουμε για να κάνουμε πιο κατανοητή την ανάλυση εκείνου του εργαλείου που βρίσκεται ακόμη περιορισμένο σε συγκεκριμένες αγορές.

Ο λόγος γίνεται για τα “hedge funds” τα οποία είναι ακόμη άγνωστα στην Ελλάδα. Σε αυτό το άρθρο θα προσπαθήσουμε να αναλύσουμε εκτενώς τη λειτουργία τους, το νομικό πλαίσιο που τα καλύπτει ενώ επιπλέον θα γίνει σύγκριση με τα αμοιβαία κεφάλαια έτσι ώστε να εντοπίσουμε τα χαρακτηριστικά εκείνα που τα διαφοροποιούν και τα καθιστούν μια νέα σύγχρονη και σύνθετη μορφή επένδυσης.

2 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

Παρ' όλο που τα hedge funds έχουν γίνει γνωστά στο ευρύ κοινό μόλις τα τελευταία χρόνια, υπάρχουν για παραπάνω από μισό αιώνα. Σε κάποιες χώρες όπως η Ελλάδα είναι σχεδόν άγνωστο αντικείμενο αφού οι αγορές δεν έχουν καταστεί ιδιαίτερα ώριμες για να δεχτούν αυτό το προϊόν.

Στην παρθενική τους εμφάνιση, τα hedge funds έκαναν ακριβώς αυτό που σημαίνει το όνομα τους: αντιστάθμιση κινδύνου. Το πρώτο hedge fund, δημιουργήθηκε από τον Alfred Winslow Jones το 1949, οπότε δημιούργησε ένα κεφάλαιο που εκτός από θέσεις αγοράς (long positions) έπαιρνε ταυτόχρονα και θέσεις πώλησης (short positions) στους υποκείμενους τίτλους. Σε αυτή τη διαδικασία ο Jones ήρθε να προσθέσει και τη μόχλευση. Κάποιος δηλαδή θα μπορούσε με λίγα χρήματα να πάρει μεγάλες θέσεις ή ακόμα να χάσει το κεφάλαιό του λόγω αυτής. Πρόσθεσε δηλαδή ένα πολύ ισχυρό κερδοσκοπικό εργαλείο.

Ο τύπος βάσει του οποίου υπολόγιζε την έκθεσή του στον κίνδυνο ήταν:

$$\text{Market exposure} = (\text{Long exposure} - \text{Short exposure}) / \text{Capital}$$

Επιπλέον, ο Jones εισήγαγε και την έννοια του incentive fee ως κίνητρο και συνάμα ανταμοιβή για όσους επένδυναν ποσά στο κεφάλαιο που είχε δημιουργήσει.

Ο συνδυασμός λοιπόν αυτών των χαρακτηριστικών- short position, long position, incentive fee- κατέστησαν αυτό το νέο προϊόν πρωτοποριακό για την εποχή του,

παρόλο που τα παραπάνω ήδη προϋπήρχαν και χρησιμοποιούνταν, ξεχωριστά όμως το κάθε ένα.

Η πρώτη δημοσίευση για το hedge fund του Jones έγινε από ένα άρθρο στο περιοδικό Fortune το 1966, στο οποίο αναφερόταν ότι η απόδοση του συγκεκριμένου κεφαλαίου την τελευταία πενταετία υπερέβαινε την αντίστοιχη απόδοση του καλύτερου τότε αμοιβαίου κεφαλαίου (Fidelity Trend Fund) κατά 44% και του καλύτερου αμοιβαίου κεφαλαίου Dreyfus Fund σε επίπεδο δεκαετίας κατά 87%.

Εύλογο ήταν λοιπόν μετά από μια τέτοια δημοσίευση με απράνταχτα συγκριτικά στοιχεία, να προκληθεί μια έντονη κινητικότητα στην χρηματιστηριακή αγορά η οποία τη διετία 1967-1968 σημείωνε ανοδική πορεία. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι μέσα στο έτος 1968 –σύμφωνα με έρευνα της Αμερικάνικης Κεφαλαιαγοράς (S.E.C)-υπήρχαν περίπου 140 κεφάλαια τα οποία είχαν δημιουργηθεί από αυτό το δημοσίευμα και έπειτα.

Ωστόσο, η πενταετία (1969 - 1974) που ακολούθησε είχε να παρουσιάσει δύο περιόδους κρίσης των αγορών με σημαντικότερη την πετρελαϊκή (1972), γεγονός που είχε σημαντικές αρνητικές επιπτώσεις σε ολόκληρη την αμερικάνικη αγορά συμπεριλαμβανομένων και των hedge funds. Συγκεκριμένα, μέχρι το τέλος της δεκαετίας το 1960 τα μεγαλύτερα hedge funds παρουσίασαν μείωση του ενεργητικού τους κατά 70% περίπου εξαιτίας εξαγορών αλλά και πτώσης της αξίας των υποκείμενων τίτλων ενώ αρκετά από αυτά σταμάτησαν τη λειτουργία τους. Φυσικά, τα hedge funds μικρότερης κεφαλαιοποίησης είχαν χειρότερη τύχη. Μέσα σε αυτό το αρνητικό κλίμα υπήρξαν και οι εξαιρέσεις των διαχειριστών Alfred Jones, George Soros και Michael Steinhardt οι οποίοι άφησαν τη δική τους ιστορία στην οικονομική ζωή της Αμερικής και της Ευρώπης.

Μετά από ένα διάστημα έντονων διακυμάνσεων έρχεται ξανά το Μάιο του 1986 ένα άρθρο αυτή τη φορά στο περιοδικό Institutional Investor από τον Julie Rohrer:

"The Red-Hot World of Julian Robertson" το οποίο αναφερόταν σε ένα hedge fund (Tiger Fund) του Robertson που παρουσίαζε τα πρώτα έξι χρόνια λειτουργίας του ετήσια απόδοση 43% όταν την ίδια περίοδο το αντίστοιχο νούμερο για τον S&P 500 ήταν 18.7%. Το άρθρο αυτό έδωσε ξανά ώθηση στον θεσμό ο οποίος γνωρίζει ιδιαίτερη άνθηση την τελευταία δεκαετία. Συγκεκριμένα, εκτιμάται ότι υπάρχουν περίπου 7,000 ενεργά hedge funds παγκοσμίως με συνολικό ενεργητικό ύψους 400 - 500 δις δολαρίων. Σήμερα υπολογίζεται ότι κινούνται με μέσο ρυθμό ανάπτυξης περίπου 20% ετησίως καθώς το Private banking αρκετών μεγάλων τραπεζών αλλά και τα ασφαλιστικά ταμεία τοποθετούν συνεχώς αυξανόμενα μερίδια των κεφαλαίων τους στα hedge funds.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

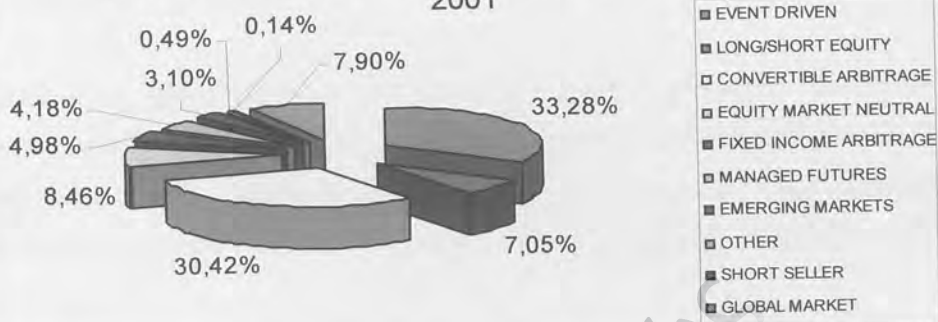
Είναι ενδιαφέρον να δούμε στο σημείο αυτό ορισμένα βασικά στοιχεία της αγοράς των hedge funds στο τέλος του τρίτου τριμήνου του 2001 μετά και την τρομοκρατική επίθεση της 11^{ης} Σεπτεμβρίου στο εμπορικό κέντρο των ΗΠΑ. Στο σύνολο των 2,525 funds που περιλαμβάνονται στην βάση δεδομένων της TASS, οι καθαρές εισροές που πραγματοποιήθηκαν το τρίτο τρίμηνο του 2001 ανά κατηγορίες έχουν ως εξής:

(σε δολάρια)

ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ	ΚΑΘΑΡΕΣ ΕΙΣΡΟΕΣ Γ' ΤΡΙΜΗΝΟΥ
EVENT DRIVEN	2.289.161.499
LONG/SHORT EQUITY	485.081.540
CONVERTIBLE ARBITRAGE	2.092.223.825
EQUITY MARKET NEUTRAL	581.778.282
FIXED INCOME ARBITRAGE	342.323.672
MANAGED FUTURES	287.664.409
EMERGING MARKETS	213.164.473
OTHER	34.002.819
SHORT SELLER	9.826.480
GLOBAL MARKET	543.664.603
ΣΥΝΟΛΑ	6.878.891.602

Τα στοιχεία του παραπάνω πίνακα μπορούμε να τα δούμε και διαγραμματικά στο σχήμα που ακολουθεί:

Διάρθρωση Ενεργητικού των Hedge Funds Γ' τρίμηνο 2001



Πηγή: TASS Asset Flows

Το τρίτο τρίμηνο του 2001 παρατηρήθηκαν οι μεγαλύτερες καθαρές τριμηνιαίες εισροές (6.9 δις δολάρια) στα hedge funds από το 1994. Παρόμοιο ήταν το κλίμα και για τα τρία τρίμηνα του 2001, οπότε πραγματοποιήθηκαν εισροές ύψους 22.3 δις δολαρίων, όταν ολόκληρο το 2000 οι εισροές ήταν μόλις 8 δις δολάρια. Τις μεγαλύτερες εισροές παρουσίασαν οι κατηγορίες των Event Driven και Convertible Arbitrage, που παρουσιάζουν πολύ μικρή συσχέτιση με οποιαδήποτε συγκεκριμένη αγορά.

Αναλυτικά, τα **Convertible Arbitrage** συγκέντρωσαν περίπου 2 δις δολάρια καθώς μετά τα γεγονότα της 11ης Σεπτεμβρίου οι έντονες διακυμάνσεις των μετοχών και οι συνεχόμενες μειώσεις επιτοκίων ευνόησαν την στρατηγική της κατηγορίας αυτής.

Τα **Event Driven** παρουσίασαν τις μεγαλύτερες εισροές από το πρώτο τρίμηνο του 1998 καθώς, παρά την μείωση της δραστηριότητας εξαγορών και συγχωνεύσεων, η στρατηγική τους επικεντρώθηκε στις αυξημένες υπό επιτήρηση μετοχές. Εξάλλου, η αβεβαιότητα των επενδυτών για τους μετοχικούς

τίτλους μετά τα γεγονότα της 11ης Σεπτεμβρίου στις ΗΠΑ ευνόησαν ιδιαίτερα τα **Fixed Income Arbitrage**.

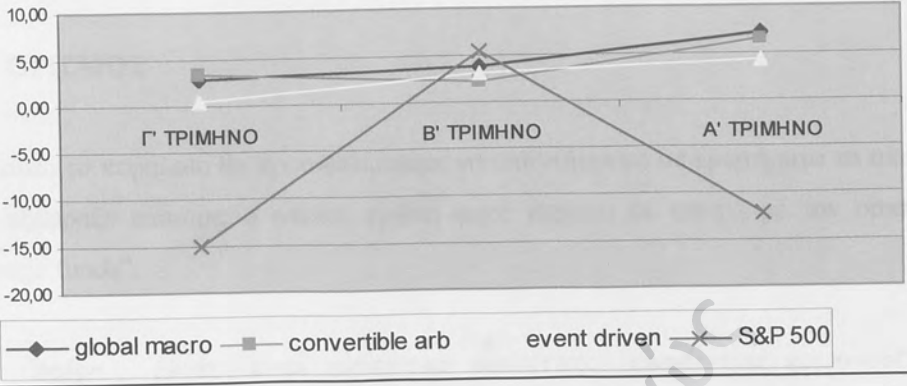
Αντιθέτως, η αβεβαιότητα και οι έντονες διακυμάνσεις που επικράτησαν στις αγορές δεν ευνόησαν κατηγορίες όπως **Short Sellers** και **Emerging Markets**. Οι κατηγορίες αυτές επικεντρώνονται στη θέση πώλησης υπερτιμημένων χρεωγράφων με προοπτική επαναγοράς και σε μετοχές αγορών με χαμηλό Α.Ε.Π αντιστοίχα.

Εκτός από τις καθαρές εισροές ενδιαφέρον παρουσιάζουν οι αποδόσεις των κατηγοριών των hedge funds. Συγκεκριμένα:

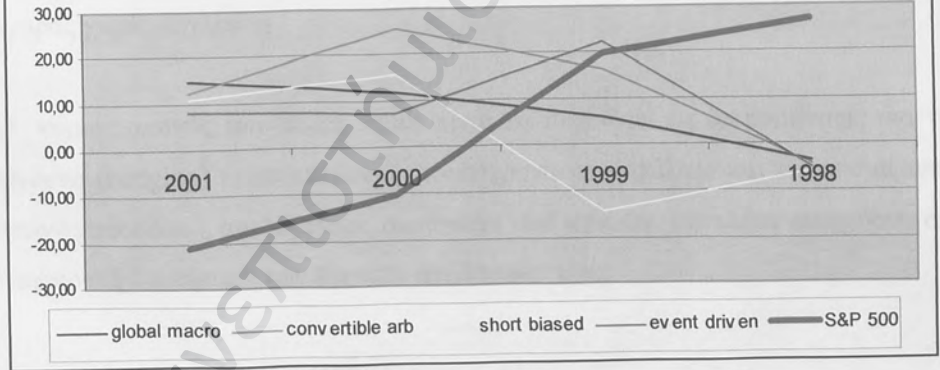
CSFB TREMONT INDEX	Γ' ΤΡΙΜΗΝΟ 2001	Β' ΤΡΙΜΗΝΟ 2001	Α' ΤΡΙΜΗΝΟ 2001	2001	2000	1999	1998
global macro	2,88	3,91	7,20	14,60	11,67	5,81	-3,64
convertible arb	3,36	2,05	6,35	12,17	25,64	16,04	-4,41
short biased	11,10	-10,24	10,96	10,66	15,76	-14,22	-6,00
event driven	0,46	3,09	4,21	7,93	7,26	22,26	-4,87
market neutral	1,18	2,39	3,99	7,73	14,99	15,33	13,31
fixed income arb	1,74	2,36	2,21	6,44	6,29	12,11	-8,16
managed futures	6,42	-5,51	5,00	5,59	4,24	-4,69	20,64
all hedge funds	-0,06	2,11	0,01	2,18	4,85	23,43	-0,36
emerging markets	-8,21	3,53	0,02	-4,95	-5,52	44,82	-37,66
long/short equity	-1,83	1,60	-4,86	-5,12	2,08	47,23	17,18
S&P 500	-14,99	5,52	-12,11	-21,22	-10,14	19,53	26,67

Πηγή: The Tremont Quartely review & Outlook

% ΜΕΤ.ΑΝΑ ΤΡΙΜΗΝΟ



% ΜΕΤ.ΑΝΑ ΕΤΟΣ



Πηγή: The Tremond Quartetly review & Outlook

3 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ

3.1 ΟΡΙΣΜΟΣ

Σε αυτό το κεφάλαιο θα προσπαθήσουμε να απαντήσουμε σε ερωτήματα τα οποία θα εξέφραζε κάποιος, ο οποίος πρώτη φορά ερχεται σε επαφή με τον ορισμό “hedge funds”.

Τα hedge funds είναι ουσιαστικά εκλεκτικές επενδυτικές κοινοπραξίες οργανωμένες ως ιδιωτικοί συνεταιρισμοί, την διαχείριση των οποίων έχουν αναλάβει επαγγελματίες διαχειριστές, ενώ δεν είναι διαθέσιμα στο ευρύ κοινό. Εξαιτίας του ιδιωτικού τους χαρακτήρα έχουν λιγότερους περιορισμούς στη χρήση μόχλευσης, short-selling και παραγώγων από άλλα επίσημα θεσμοθετημένα επενδυτικά εργαλεία, όπως π.χ. τα αμοιβαία κεφάλαια. Αυτό επιτρέπει τη χρήση επενδυτικών στρατηγικών που διαφέρουν σημαντικά από τις παραδοσιακές θέσεις αγοράς χωρίς μόχλευση.

Ο κύριος σκοπός των hedge funds είναι να μειώνουν τις διακυμάνσεις και τον κίνδυνο (hedging) προστατεύοντας ταυτόχρονα το κεφάλαιο και παρουσιάζοντας θετικές αποδόσεις ανεξαρτήτως συνθηκών των αγορών. Επιπλέον στοχεύουν στη διαχρονική διατήρηση των θετικών αποδόσεων τους.

3.2 ΚΥΡΙΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ

Η ιδιαιτερότητα που παρουσιάζουν τα hedge funds ως μια σύγχρονη εναλλακτική μορφή επένδυσης, προσδίδεται από τα χαρακτηριστικά τους, που τα

διαφοροποιούν από τις υπόλοιπες επενδύσεις. Συγκεκριμένα:

Sophisticated customers είναι επενδυτές που μπορούν να συμμετάσχουν στα hedge funds είναι: είτε θεσμικοί είτε πελάτες και οικογένειες με πολύ υψηλό εισόδημα. Έκτος από τον νομικό σχετικό περιορισμό(χαμηλότερο ποσό 250.000 \$), οι περισσότερες εταιρίες που τα διαθέτουν έχουν ορίσει ως ελάχιστο αρχικό ποσό επένδυσης τα 100,000 δολάρια. Συνεπώς, οι συμμετέχοντες θα πρέπει να ανήκουν σε υψηλές εισοδηματικά τάξεις.

Εκτός από την ετήσια προμήθεια διαχείρισης, συνήθως 1% -ανάλογα με το ενεργητικό, που επιβαρύνει τους συμμετέχοντες στα hedge funds, υπάρχει και το **incentive fee** ή αλλιώς **προμήθεια κινήτρου** που κατά μέσο όρο είναι 20% επί των ετήσιων κερδών. Το incentive fee απορροφάται από την απόδοση του hedge fund εφ' όσον αυτή έχει υπερβεί κάποιο συγκεκριμένο επίπεδο που έχει οριστεί από την αρχή. Αυτή η προμήθεια κινήτρου, η οποία είναι και αρκετά υψηλή, 20%(!), αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους λόγους για τον οποίο οι πιο ικανοί και έμπειροι διαχειριστές άλλων μορφών συλλογικών επενδύσεων όπως είναι τα αμοιβαία κεφάλαια, έχουν προσχωρήσει σε αυτή την βιομηχανία, αφού εκείνοι καρπώνονται αυτό το ποσοστό.

Όπως προαναφέρθηκε, για να δοθεί το incentive fee στον διαχειριστή θα πρέπει να έχει επιτευχθεί κάποιο συγκεκριμένο επίπεδο απόδοσης - συνήθως την απόδοση ενός συγκεκριμένου δείκτη π.χ. S&P 500. Αυτό που κάνει τη διαφορά μεταξύ των hedge funds και άλλων παρόμοιων μορφών επένδυσης είναι ότι τα περισσότερα θέτουν τον όρο του **high watermark provision** (υψηλός όρος για προμήθεια κινήτρου). Αυτό σημαίνει ότι οι διαχειριστές πρώτα θα πρέπει να καλύψουν τυχόν απώλειες προηγούμενων ετών και εάν σωρευτικά επιτυγχάνεται η απόδοση του συγκρίσιμου δείκτη τότε μόνο δίνεται στον διαχειριστή η προμήθεια κινήτρου. Ο όρος αυτός είναι πολύ ευνοϊκός για τους επενδυτές, καθώς υπάρχει η μέριμνα για κάλυψη προηγούμενων ζημιών τους.

Οι επενδυτές στα hedge funds δεν μπορούν να εξαγοράσουν οποτεδήποτε θελήσουν την επένδυσή τους. Τις περισσότερες φορές είναι υποχρεωμένοι να την διατηρήσουν για τουλάχιστον ένα (1) έτος (**Lock-up period**) από την έναρξη τους. Ο λόγος είναι για να μπορούν οι διαχειριστές να μεταβάλλουν ελεύθερα, όποτε απαιτηθεί, την επενδυτική τους πολιτική χωρίς τον περιορισμό τυχόν ρευστοποιήσεων και επερχόμενων εσπευσμένων κινήσεων.

Μετά από αυτή την παρουσίαση των χαρακτηριστικών ενός hedge fund θα μπορούσαμε να πούμε ότι ενώ παρουσιάζουν ενδιαφέρον, όλα τα προαναφερθέντα χαρακτηριστικά θα μπορούσαν να λειτουργήσουν αποθαρρυντικά για τον απλό επενδυτή (υψηλές προμήθειες, εγκλωβισμός του κεφαλαίου, κ.ο.κ). Ωστόσο, όπως έχουμε ήδη πει τα hedge funds αποτελούν ιδιωτικές μορφές επένδυσης, δεν είναι ιδιαίτερα διαδεδομένα και έχουν εντελώς διαφορετική αγορά - στόχο σε σχέση με τις απλές εναλλακτικές μορφές επενδύσεων.

3.3 ΒΑΣΙΚΟΤΕΡΕΣ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΚΑΙ ΑΚΟΛΟΥΘΟΥΜΕΝΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Τα hedge funds μπορούν να διακριθούν σε κατηγορίες βάσει δύο διαφορετικών κριτηρίων:

A. Έδρα σύστασης

- Offshore funds
- US - hedge funds

Οι εταιρίες διαχείρισης, ανάλογα με τους επενδυτές που ενδιαφέρονται να προσελκύσουν, δημιουργούν είτε offshore είτε US-based hedge funds. Συγκεκριμένα, εάν απευθύνονται σε μόνιμους κάτοικους ΗΠΑ διαθέτουν hedge funds με έδρα τις ΗΠΑ, ενώ στις περιπτώσεις μη μόνιμων κατοίκων και ιδιωτών ή οργανισμών απαλλαγμένων από τη φορολογία, διαθέτουν τα αντίστοιχα offshore

hedge funds. Τα τελευταία έχουν ως έδρα σύστασης τους φορολογικούς παράδεισους όπως: τα Νησιά Κεϋμάν, οι Βερμούδες, το Λουξεμβούργο, το Δουβλίνο κ.α.

Ένα offshore hedge fund συνήθως χρησιμοποιεί μια τράπεζα θεματοφυλακής ή ένα μεγάλο χρηματιστή στον οποίο βασίζονται οι καθημερινές συναλλαγές του. Επιπλέον όμως, χρησιμοποιεί και έναν administrator στην έδρα σύστασης του για να τηρεί τα αρχεία στα οποία περιλαμβάνονται το καθαρό ενεργητικό, η τιμή διάθεσης και εξαγοράς, η καθημερινή αποτίμηση του, οι διαθέσεις και εξαγορές, οι προμήθειες και όλοι οι υπόλοιποι κανονισμοί διαχείρισης. Συνάμα, απαιτείται η σύσταση ενός διοικητικού συμβουλίου που αποτελείται από ιδιώτες και οργανισμούς offshore, οι οποίοι εξετάζουν τα διάφορα θέματα που το αφορούν και λαμβάνουν διαφορετικές διοικητικές αποφάσεις.

ΔΙΑΦΟΡΕΣ

Η βασική διαφορά μεταξύ των onshore και offshore hedge funds έγκυται στο ότι στην δεύτερη περίπτωση οι επενδυτές είναι **απαλλαγμένοι** από οποιαδήποτε παρακράτηση φόρου. Ακόμα και στις μεμονωμένες περιπτώσεις που πραγματοποιούνται συναλλαγές στις ΗΠΑ στις οποίες επιβάλλεται φορολογία όπως είναι τα μερίσματα ή οι τόκοι, η παρακράτηση γίνεται στην πηγή της, και στον επενδυτή αποδίδονται απαλλαγμένες από φορολογία.

ΟΜΟΙΟΤΗΤΕΣ

Τα κύρια χαρακτηριστικά παραμένουν ίδια και για τις δύο κατηγορίες. Μοναδική εξαίρεση ενδέχεται να αποτελούν, το **incentive fee** που μπορεί να είναι μεγαλύτερο για τα offshore funds και το **ελάχιστο αρχικό ποσό συμμετοχής**

που συνήθως κυμαίνεται μεταξύ 500,000\$ και 1,000,000\$. Στην πλειοψηφία τους οι περισσότεροι διαχειριστές hedge funds για κάθε US-based που διαθέτουν, δημιουργούν και το αντίστοιχο offshore.

B. Επενδυτική στρατηγική

Directional

Η στρατηγική αυτή έχει ως στόχο να επωφεληθεί από σημαντικές εξελίξεις στην αγορά. Οι κυριότερες κατηγορίες hedge funds που ακολουθούν την στρατηγική αυτή είναι

- Macro

Στοχεύει στην επίτευξη κερδών η οποία προκύπτει από μεταβολές που γίνονται σε χώρες και περιοχές ή και από οικονομικές αλλαγές οι οποίες επηρεάζουν τα χρεόγραφα, εμπορεύματα, επιτόκια και συναλλαγματικές ισοτιμίες. Η διάρθρωση μπορεί να είναι επιθετική και ενδέχεται να χρησιμοποιηθούν τα παράγωγα και η μόχλευση. Η μέθοδος και ο βαθμός αντιστάθμισης μπορεί να διαφέρει σημαντικά.

- Long

Η στρατηγική αυτή ακολουθεί μια προσέγγιση «ανάπτυξης» ή «αξίας» (growth or value) επένδυσης σε μετοχές χωρίς να χρησιμοποιεί την πολιτική ανοικτών πωλήσεων ή της αντιστάθμισης για να ελαχιστοποιήσει. Αυτά τα hedge funds επενδύουν κυρίως σε αναδυόμενες αγορές στις οποίες μπορεί να υπάρχουν περιορισμοί για τις ανοικτές πωλήσεις

- Hedge (long Bias)

Η στρατηγική αυτή είναι παρόμοια με αυτήν της αντιστάθμισης μετοχών (equity hedge) - που θα αναφερθεί παρακάτω - αλλά με σημαντικά καθαρή τοποθέτηση αγοράς (net long exposure).

- Short

Επικεντρώνεται στην θέση πώλησης υπερτιμημένων χρεογράφων, με την προοπτική ότι θα τα επαναγοράσει αργότερα στο μέλλον σε χαμηλότερη τιμή.

- Emerging Markets

Ο διαχειριστής επενδύει στις μετοχές και /ή ομόλογα αγορών αναδυομένων χωρών. Οι χώρες αυτές ορίζονται από την Παγκόσμια Τράπεζα ως αυτές που έχουν ΑΕΠ λιγότερο από 7,620 Δολάρια ΗΠΑ και συνήθως βρίσκονται στη Λατινική Αμερική, Ανατολική Ευρώπη, Μέση Ανατολή και Asia Pacific.

- Sector

Τουλάχιστον το 50% του χαρτοφυλακίου θα πρέπει να είναι επενδεδυμένο σε χρεόγραφα συγκεκριμένου κλάδου όπως ιατροφαρμακευτικής, ΜΜΕ, Τηλεπικοινωνιών, τεχνολογίας, κοκ.

Non - Directional

Οι στρατηγικές αυτές έχουν λιγότερη συσχέτιση με οποιαδήποτε συγκεκριμένη αγορά. Συνήθως αναφέρονται ως «ουδέτερες» στρατηγικές. Σκοπός τους είναι να εκμεταλλευθούν βραχυπρόθεσμες ανωμαλίες στις τιμές και μη αποτελεσματικές αγορές μεταξύ των χρεογράφων ενώ διατηρούν την έκθεση τους στον κίνδυνο αγοράς στο ελάχιστο. Αυτό συμβαίνει γιατί τις περισσότερες φορές η ρευστότητα είναι περιορισμένη σε αυτές τις στρατηγικές και συνήθως διαχειρίζονται λιγότερα κεφάλαια από τους διαχειριστές που ακολουθούν directional στρατηγικές. Σε αυτή την μορφή στρατηγικής περιλαμβάνονται οι ακόλουθες κατηγορίες:

- Event Arbitrage

Συμφωνα με τη στρατηγική αυτή ο διαχειριστής αγοράζει τις μετοχές μιας εταιρίας που πρόκειται να εξαγοραστεί με ταυτόχρονη θέση πώλησης στις

μετοχές της εξαγοράζουσας εταιρίας. Ο κίνδυνος που εμπεριέχεται σε τέτοιου είδους στρατηγικές δεν είναι τόσο ο κίνδυνος αγοράς αλλά περισσότερο ο κίνδυνος της μη επίτευξης τελικά της συμφωνίας ή της επιτυχίας ή μη της εξαγοράς αυτής.

- Event driven

Επιδιώκεται το κέρδος που προκύπτει από τις ανωμαλίες στις τιμές που δημιουργούνται από διάφορα γεγονότα όπως συγχωνευτική κερδοσκοπία, αναδιρθρώσεις, κ.ο.κ. Ο διαχειριστής παίρνει μια θέση σε υποτιμημένες μετοχές για τις οποίες αναμένεται να ανέβει η αξία τους εξαιτίας κάποιας συγχώνευσης, αναδιάρθρωσης ή εξαγοράς. Ο σημαντικότερος κίνδυνος σε αυτή την περίπτωση είναι η μη πραγματοποίηση του γεγονότος.

- Equity Hedge

Με βάση αυτή τη στρατηγική πραγματοποιείται επένδυση σε μετοχές η άλλα επενδυτικά εργαλεία παρόμοια με μετοχές, που η καθαρή θέση (μικτή θέση αγοράς μείον μικτή θέση πώλησης) είναι γενικά μικρή. Επίσης συναντάται και ως Long - Short Strategy. Ο διαχειριστής μπορεί να επενδύει παγκοσμίως ή να επικεντρωθεί σε μια πιο συγκεκριμένη γεωγραφική, κλαδική ή κεφαλαιακή περιοχή. Ο κίνδυνος αφορά κυρίως τον ειδικό κίνδυνο των θέσεων αγοράς και πώλησης.

- Restructuring

Μια στρατηγική αγοράς και σπανίως πώλησης χρεογράφων εταιριών που εμπίπτουν στο Κεφάλαιο 11 της Αμερικάνικης Νομοθεσίας (περί πτωχεύσεως) και/ή βρίσκονται σε κάποια μορφή αναδιάρθρωσης. Τα χρεόγραφα μπορεί να είναι από πρώτης τάξεως ομόλογα μέχρι κοινές μετοχές. Ο κυριότερος

κίνδυνος της στρατηγικής αυτής είναι η εκκαθάριση των οικονομικά προβληματικών εταιριών

- Fixed Income Arbitrage

Η στρατηγική αυτή λαμβάνει θέσεις αγοράς και πώλησης σε ομόλογα μέσω της χρηματαγοράς ή της αγοράς των παραγώγων σε κυβερνητικά εταιρικά ή και άλλα χρεόγραφα επί του ενεργητικού. Ο κίνδυνος της στρατηγικής αυτής εξαρτάται από την ωρίμανση (duration), την πιστωτική έκθεση και τον βαθμό μόχλευσης που χρησιμοποιείται.

- Capital structure arbitrage

Σύμφωνα με αυτή την στρατηγική πραγματοποιούνται αγορές και πωλήσεις διαφορετικών χρεογράφων του ίδιου εκδότη (π.χ. μετατρέψιμες / κοινές μετοχές) με σκοπό τον περιορισμό της διακύμανσης των αποδόσεων μέσω αντισταθμιστικής κερδοσκοπίας των σχετικών διαφορών στις τιμές των χρεογράφων αυτών.

Τις περισσότερες φορές, ακριβώς επειδή υπάρχει το πρόβλημα της μη δημοσιοποίησης πληροφοριών από τους διαχειριστές των hedge funds, είναι πολύ δύσκολο να κατηγοριοποιηθούν αυτά. Μάλιστα στις έρευνες η κατηγοριοποίηση τους γίνεται με βάση την απόδοση που παρουσιάζουν διαχρονικά αφού τις περισσότερες φορές οι επιστήμονες δεν έχουν πρόσβαση σε θέματα που αφορούν τη διάρθρωση του ενεργητικού τους.

Ωστόσο, είναι πολύ σημαντικό για τους επενδυτές να επιλέγουν το fund εκείνης της κατηγορίας που αντιπροσωπεύει καλύτερα το επενδυτικό τους προφίλ (κίνδυνος - απόδοση - χρονικός ορίζοντας). Υπάρχουν hedge funds που όντως

λειτουργούν ως αντισταθμιστικά στον κίνδυνο, αλλά στην πλειοψηφία τους είναι αρκετά κερδοσκοπικά και ενέχουν σημαντικό βαθμό ρίσκου.

4 ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

Τα hedge funds έχουν συσταθεί με την μορφή ενός συνεταιρισμού περιορισμένης ευθύνης. Οι συμμετέχοντες περιορίζονται σε 99 εκ των οποίων τουλάχιστον οι 65 πρέπει να χαρακτηρίζονται ως εγκεκριμένοι επενδυτές, ενώ η κοινοπραξία αυτή διοικείται από έναν γενικό συμμετέχοντα (general partner) που είναι συνήθως σύμβουλος επενδύσεων. Καθώς τα hedge funds είναι μη επίσημα θεσμοθετημένες επενδυτικές οντότητες, ο επενδυτής δεν προστατεύεται από την Αμερικάνικη Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Η μορφή της κοινοπραξίας αυτής εμπίπτει στην νομοθεσία που αφορά τις ιδιωτικές τοποθετήσεις (private placement) σύμφωνα με την Απόφαση περί Μετοχών του 1933, στους νόμους του «μπλε ουρανού» (blue sky) όσον αφορά την διάθεση τους και, εάν χρησιμοποιούνται μεσάζοντες, στους νόμους σχετικά με τη χρησιμοποίηση δικηγόρων σύμφωνα με την Απόφαση Συμβούλων Επενδύσεων του 1940. Για να επιβεβαιωθεί η συμμόρφωση με τους νόμους αυτούς, η επενδυτική κοινοπραξία θα πρέπει να λαμβάνει από κάθε επενδυτή ένα συμπληρωμένο έντυπο που θα αφορά τα σχετικά στοιχεία:

- Regulation D

Η συμμετοχή στα συμφέροντα μιας ιδιωτικής επενδυτικής κοινοπραξίας θα πρέπει να γίνει ως ιδιωτική τοποθέτηση προκειμένου να αποφευχθεί η υποχρεωτική θεσμοθέτηση της σύμφωνα με την Απόφαση περί Μετοχών και την Απόφαση Επενδυτικών Εταιριών του 1940. Από τις αποφάσεις αυτές εξαιρούνται οι διαθέσεις χρεογράφων από έναν εκδότη όταν δεν πραγματοποιείται δημόσια διάθεση. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) εξετάζει έναν αριθμό

παραγόντων που μπορεί να συνιστούν δημόσια προσφορά όπως είναι το είδος των πληροφοριών που παρέχονται στους επενδυτές, το επίπεδο και ο αριθμός των προσφορών και των αγοραστών και τον τρόπο με τον οποίο διεκπεραιώνονται οι πωλήσεις. Οι ιδιωτικές τοποθετήσεις σε επενδυτικά κεφαλαία γίνονται συνήθως σύμφωνα με τον Κανόνα 506 της Νομοθεσίας Δ (Regulation D) που αφορά τις εξαιρέσεις των προαναφερθέντων αποφάσεων.

- Εγκεκριμένοι επενδυτές (accredited investors)

Οι επενδυτές που μπορούν να συμμετάσχουν στην επενδυτική κοινοπραξία χαρακτηρίζονται ως εγκεκριμένοι και ορίζονται ως εξής;

- Εξειδικευμένοι θεσμικοί επενδυτές (όπως τράπεζες, χρηματιστηριακές, ασφαλιστικές εταιρίες και εταιρίες επενδύσεων)
- Ταμείο υπαλλήλων με περιουσιακά στοιχεία που υπερβαίνουν τα 5 εκατομμύρια δολάρια ή έχουν ως επίσημο επενδυτικό σύμβουλο μια τράπεζα, μια ασφαλιστική εταιρία ή εάν το ταμείο αυτοδιοικείται και οι επενδυτικές αποφάσεις λαμβάνονται από άτομα που θεωρούνται εγκεκριμένοι επενδυτές
- Συνεταιρισμοί, κοινοπραξίες ή ιδρύματα με περιουσιακά στοιχεία που υπερβαίνουν τα 5 εκατομμύρια δολάρια
- Κοινοπραξίες με περιουσιακά στοιχεία που υπερβαίνουν τα 5 εκατομμύρια δολάρια και δεν έχουν συσταθεί με σκοπό την αγορά των χρεογράφων, η οποία διοικείται από ένα sophisticated άτομο, όπως αυτό ορίζεται από το Κανονισμό Δ
- Ιδιώτες με περιουσιακά στοιχεία που υπερβαίνουν το 1 εκατομμύριο δολάρια ή των οποίων το εισόδημα ξεπερνούσε τις 200.000 δολάρια κάθε ένα από τα δύο προηγούμενα έτη και δικαίως αναμένουν παρόμοιο εισόδημα και το τρέχον έτος
- Οποιοσδήποτε διευθυντής, διευθυντικό στέλεχος ή γενικός συνεταιίρος του εκδότη των χρεογράφων που πωλούνται, η οποιοσδήποτε κατέχει κάποιο από αυτά τα αξιώματα σε γενικό συνέταιρο του εκδότη
- Οποιαδήποτε οντότητα νομική ή φυσική στην οποία όλοι οι μέτοχοι είναι εγκεκριμένοι επενδυτές.

- Ενημέρωση

Οι επενδυτικές κοινοπραξίες αυτής της μορφής υποχρεώνονται να παρέχουν στους επενδυτές όλες τις απαραίτητες πληροφορίες για τα χρεόγραφα που περιλαμβάνουν στο χαρτοφυλάκιο τους. Θα πρέπει να υπάρχει ένα κατάλληλα διαμορφωμένο συμφωνητικό για την ιδιωτική τοποθέτηση που να χρησιμεύει τόσο ως προωθητικό έντυπο αλλά και από νομικής άποψης προστατεύει τον γενικό συνέταιρο από τις διάφορες απαιτήσεις.

- Έντυπα συμμετοχής

Μια ιδιωτική επενδυτική τοποθέτηση θα πρέπει να παρέχει στους πιθανούς συμμετέχοντες όλα τα απαραίτητα έντυπα συμμετοχής. Τα έντυπα αυτά θα πρέπει να είναι έτσι διαμορφωμένα ώστε να παρέχουν στον γενικό συνέταιρο την εξασφάλιση ότι το συγκεκριμένο επενδυτικό προϊόν είναι το κατάλληλο για τον επενδυτή που επιθυμεί να συμμετάσχει. Στην αίτηση που θα υπογράψει ο επενδυτής θα πρέπει να διασφαλίζονται ρητά τα εξής: ότι έχει την οικονομική δυνατότητα να αντεπεξέλθει σε ενδεχόμενες απώλειες της επένδυσης, ότι σκοπός της συμμετοχής του είναι η απόκτηση προσωπικών κερδών και όχι η περαιτέρω διανομή του προϊόντος, ότι ικανοποιεί τα κριτήρια χαρακτηρισμού του ως εγκεκριμένο επενδυτή και τέλος ότι διαθέτει την απαραίτητη γνώση και εμπειρία σε οικονομικά και επιχειρηματικά θέματα προκειμένου να αξιολογεί τα κέρδη και τους κινδύνους της επένδυσης.

- Μάρκετινγκ

- a) Διαφήμιση

Ο ιδιωτικός χαρακτήρας που έχουν τα hedge funds περιορίζει τις δυνατότητες διαφήμισης τους σε σχέση με άλλες μορφές επενδύσεων. Με τον όρο «διαφήμιση» εννοούμε:

- i) οποιοσδήποτε αναλύσεις, εκθέσεις δημοσιεύσεις που αφορούν χρεόγραφα ή που καθορίζουν πότε ή ποιά χρεόγραφα θα αγοραστούν / πουληθούν

ii) οποιοδήποτε γράφημα, πίνακας ή συνάρτηση που καθορίζει πότε ή ποιά χρεόγραφα θα αγοραστούν / πουληθούν

iii) οποιαδήποτε άλλη μορφή παροχής συμβουλευτικής υπηρεσίας.

Η διαφήμιση ενός hedge fund περιορίζεται αποκλειστικά και μόνο σε αυτά που αναφέρονται στο συμφωνητικό της ιδιωτικής τοποθέτησης που υπογράφει με την συμμετοχή του ο επενδυτής. Επιπλέον, δεν μπορεί να αναφέρεται σε κανένα έντυπο ή προσωπική εκτίμηση ή η συμβουλή του επενδυτικού συμβουλίου, καθώς μπορεί να το εκλάβει κάποιος σαν εξαπάτηση των συνεταίρων. Τέλος δεν μπορεί κάποια δεδομένη στιγμή να ξεκινήσει να γίνεται δημοσίευση λίστας με συστάσεις των συμβούλων παρά μόνο στην περίπτωση που υπάρχει ανάλογη λίστα από την πρώτη στιγμή λειτουργίας της συγκεκριμένης επένδυσης.

b) Παρουσίαση αποδόσεων

Κατά την παρουσίαση των αποδόσεων των hedge funds θα πρέπει να ακολουθούνται οι ακόλουθες γενικές αρχές:

- προμήθειες διαχείρισης και οποιοσδήποτε άλλης μορφής κρατήσεων πρέπει να αφαιρούνται από την απόδοση
- η επίδραση οποιασδήποτε αγοράς ή οικονομικών συνθηκών στην απόδοση του hedge fund θα πρέπει να εμφανίζεται
- θα πρέπει να εμφανίζονται τα αντίστοιχα στοιχεία απόδοσης /κινδύνου για τους δείκτες των σχετικών αγορών
- να αναφέρεται η πιθανότητα πραγματοποίησης ζημιών
- να δημοσιεύεται το μέγεθος του hedge fund

Πέρα απ' όλους αυτούς τους κανόνες, ο διαχειριστής ενός τέτοιου fund δεν είναι υποχρεωμένος να δημοσιεύει ανά τακτά χρονικά διαστήματα τις αποδόσεις του έτσι ώστε να εκτίθενται εύκολα στο ευρύ κοινό αφού αποτελούν αποτελέσματα κάποιας καθαρά ιδιωτικής τοποθέτησης. Τους κατόχους όμως αυτών των

κεφαλαίων οφείλουν να τους ενημερώνουν και για τις αποδόσεις αλλά και για την στρατηγική την οποία ακολουθούν.

- Θεματοφυλακή

Συνήθως το ρόλο της θεματοφυλακής τον αναλαμβάνει κάποια τράπεζα. Ο θεματοφύλακας πρέπει να είναι κάποιο πρόσωπο υπεύθυνο και αξιόπιστο αφού έχει άμεση πρόσβαση στα χρήματα των επενδυτών προκειμένου να απορροφά χρήματα για τις προμήθειες διαχείρισης (incentive fee) και είναι υπεύθυνος για τη φύλαξη αυτών των περιουσιακών στοιχείων.

- Εκκαθάριση και ρευστοποίηση

Η τελική διανομή των περιουσιακών στοιχείων μιας επενδυτικής κοινοπραξίας που λύεται γίνεται πάντα με βάση αυτά που έχουν συμφωνηθεί κατά τη σύσταση του συνεταιρισμού σχετικά με αυτό το θέμα και τις σχετικές διατάξεις της νομοθεσίας στην χώρα - έδρα. Ο γενικός εταίρος αναλαμβάνει την διεκπεραίωση όλων των εκκρεμοτήτων και η κοινοπραξία συνεχίζει τη λειτουργία της μέχρι να ξεκαθαριστούν όλα τα θέματα. Μια κοινοπραξία συνήθως λύεται στις εξής περιπτώσεις:

i) εάν προκύψει κάποιο γεγονός ή παρέλθει κάποιο χρονικό διάστημα που ρητά αναφέρεται στη σύσταση

ii) μετά από απόφαση των συνέταιρων

iii) εάν παραιτηθεί ο γενικός εταίρος

ή

iv) εάν επέμβει η δικαιοσύνη.

4. ΔΕΔΟΜΕΝΑ

4.1 ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΣΤΗ ΣΥΛΛΟΓΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ

Το σημαντικότερο πρόβλημα με το οποίο έρχεται ααντιμέτωπος ο ερευνητής των hedge funds είναι η αξιοπιστία των δεδομένων.

Όπως έχει προαναφερθεί, η ελαστικότητα του νομικού πλαισίου που αφορά τα hedge funds δεν υποχρεώνει τις εταιρίες που τα διαθέτουν να δημοσιεύουν σε ημερήσια, ούτε καν σε μηνιαία βάση, τις αποδόσεις τους. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να μην υπάρχουν κάποιες κοινές βάσεις δεδομένων με ευκολη πρόσβαση στο ευρύ κοινό από τις οποίες να ενημερώνεται ο επενδυτής.

Συνεπώς, ορισμένες εταιρίες - κυρίως διαχειρίστριες - όπως είναι η TASS, MAR, VanHedge Advisors κ.ο.κ έχουν δημιουργήσει βάσεις δεδομένων στις οποίες αφ' ενός δεν περιλαμβάνονται όλα τα hedge funds που διατίθενται παγκοσμίως και αφ' ετέρου η πρόσβαση σε αυτές είναι αρκετά ακριβή.

4.2 ΕΙΔΗ ΜΕΡΟΛΗΨΙΑΣ

Έκτος όμως από τα προαναφερθέντα προβλήματα, ακόμα και αυτές οι βάσεις δεδομένων που έχουν δημιουργηθεί δεν θεωρούνται πλήρως αξιόπιστες καθώς εμφανίζουν διάφορες ατέλειες, τις οποίες παραθέτουμε παρακάτω με τη μορφή διαφόρων ειδών μεροληψίας :

1. Survivorship bias

Το είδος της μεροληψίας αυτής εμφανίζεται όταν για την ερευνά μας λαμβάνουμε υπόψη τις αποδόσεις των hedge funds που υπάρχουν στο τέλος της εξεταζόμενης περιόδου. Σε αυτή την περίπτωση τα hedge funds που για διάφορους λόγους - χρεοκοπίας, αλλαγής ονόματος, οικειοθελούς αποχώρησης - μπορεί να εμφάνιζαν αποδόσεις, π.χ. για 5 χρόνια , να μην εμφανίζονται πια και να

αποκλείονται από μια έρευνα που αφορά δεκαετία. Σε αυτού του είδους την μεροληψία υπάγονται το termination bias που αναφέρεται στα hedge funds που σταμάτησαν τη λειτουργία τους, κυρίως λόγω κακών αποδόσεων και το self selection bias που αφορά εκείνα τα hedge funds που έχουν σταματήσει να στέλνουν τα στοιχεία τους γιατί δεν ενδιαφέρονται να προσελκύσουν νέα κεφάλαια (π.χ. έχουν συμπληρώσει τους 499 συμμετέχοντες).

Το είδος αυτό μεροληψίας εμφανίζεται ιδιαίτερα και στην περίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων και αναφέρεται σχεδόν σε όλα τα άρθρα που ασχολούνται με αυτές τις μορφές επένδυσης. Ένας τρόπος για να αποφεύγεται είναι να περιλαμβάνονται στα δεδομένα hedge funds που έχουν να δημοσιεύσουν στοιχεία μέχρι και δύο έτη πριν το τέλος της εξεταζόμενης περιόδου.

Για την περίοδο 1994 - 1998 έχει αποδειχθεί ότι το survivorship bias για τα hedge funds ήταν περίπου 3% ετησίως

2. Liquidation bias

Η μορφή αυτή μεροληψίας έχει σχέση με τα hedge funds που σταματούν τη λειτουργία τους κυρίως λόγω των άσχημων αποδόσεων τους. Από τη στιγμή που ένα hedge fund αποφασίζει τη διακοπή της λειτουργίας του μέχρι και την ημέρα που θα εκκαθαριστεί πλήρως μεσολαβεί κάποιο χρονικό διάστημα που μπορεί να φτάνει έως ένα έτος. Ωστόσο, τα περισσότερα hedge funds μετά την λήψη της απόφασης τερματισμού σταματάνε πλέον να δίνουν τις αποδόσεις τους στις βάσεις δεδομένων.

Συνήθως, οι αποδόσεις των hedge funds το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί από την απόφαση μέχρι την πλήρη παύση της λειτουργίας τους είναι ιδιαίτερα αρνητικές καθώς οι διαχειριστές σπεύδουν να ρευστοποιήσουν τους υποκείμενους τίτλους ακόμα και σε όχι τόσο ικανοποιητικές τιμές. Αυτό έχει ως

αποτέλεσμα να παρουσιάζεται σημαντική πτώση της απόδοσης τους λόγω κακών αποδόσεων και το self selection bias, ως προς εκείνα τα hedge funds που έχουν σταματήσει να στέλνουν τα στοιχεία τους γιατί δεν ενδιαφέρονται να προσελκύσουν νέα κεφάλαια (π.χ. έχουν συμπληρώσει τους 499 συμμετέχοντες).

Το είδος αυτό μεροληψίας εμφανίζεται ιδιαίτερα και στην περίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων και αναφέρεται σχεδόν σε όλα τα άρθρα που ασχολούνται με αυτές τις μορφές επένδυσης. Ένας τρόπος για να αποφεύγεται είναι να περιλαμβάνονται στα δεδομένα hedge funds που έχουν να δημοσιεύσουν στοιχεία μέχρι και δύο έτη πριν το τέλος της εξεταζόμενης περιόδου.

Για την περίοδο 1994 - 1998 έχει αποδειχθεί ότι το survivorship bias για τα hedge funds ήταν περίπου 3% ετησίως

3. Backfilling bias

Μια αρκετά σημαντική μορφή μεροληψίας που εμφανίζεται κατά την ανάλυση των δεδομένων είναι αυτή που οφείλεται στο backfilling. Συγκεκριμένα, όταν ξεκινάει τη λειτουργία του κάποιο hedge fund, οι διαχειριστές του, προκειμένου να προσελκύσουν κεφάλαια δημιουργούν ένα track record "γεμίζοντας" έτσι τις βάσεις δεδομένων. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα οι αποδόσεις για τα συγκεκριμένα hedge funds να εμφανίζονται υπερτιμημένες. Μια μέθοδος που ακολουθούν αρκετοί ερευνητές είναι να μην λαμβάνουν υπόψη τους τα δεδομένα των δύο πρώτων ετών της ερευνάς τους, κάτι όμως που επιβαρύνει αρκετά την αξιοπιστία των αποτελεσμάτων δεδομένου του, ούτως ή άλλως, περιορισμένου μεγέθους του δείγματος.

Ωστόσο, θα πρέπει να επισημανθεί ότι δεν έχει αποδειχθεί κατά πόσο το backfilling bias επηρεάζει τα συμπεράσματα, καθώς στο μεν άρθρο των Fung-Hsieh αναφέρεται ότι για την περίοδο 1994-1998 επηρεάζει τις αποδόσεις των

hedge funds κατά 1.4% ετησίως, ενώ στο άρθρο των Ackermann, McEnally, Ravenscraft (1999) οι διαφορές που βρέθηκαν δεν ήταν στατιστικά σημαντικές.

4. Multi-Period sampling bias

Εάν συγκριθούν οι αποδόσεις των hedge funds ενός δείγματος στο οποίο περιλαμβάνονται μόνο αυτά που παρουσιάζουν αποδόσεις καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου με ένα άλλο δείγμα στο οποίο περιλαμβάνονται όλα ανεξαρτήτως με το αν παρουσιάζουν πλήρη στοιχεία, στην δεύτερη περίπτωση εμφανίζονται μεγαλύτερες αποδόσεις.

Για όλες τις προαναφερθείσες μορφές μεροληψίας που αναφέρθηκαν έχουν προταθεί κυρίως δύο μέθοδοι για την πληρέστερη αντιμετώπιση τους:

A. Fund - of - funds

Η χρήση αποδόσεων των fund - of - funds δίνει κάποια λύση στο πρόβλημα, καθώς θεωρείται ότι οι διαχειριστές αυτών των «οχημάτων» προκειμένου να επενδύσουν στα επιμέρους hedge funds θα έχουν φροντίσει να ενημερωθούν αξιόπιστα για τις αποδόσεις τους και για οποιαδήποτε άλλη λεπτομέρεια τα αφορά. Συνεπώς, τα στοιχεία που εμφανίζουν για τα fund of funds ενέχουν πολύ μικρότερο βαθμό μεροληψίας (σχεδόν το μισό από τα μεμονωμένα hedge funds).

Ωστόσο η μέθοδος αυτή παρουσιάζει δύο σημαντικά προβλήματα:

- Υπάρχουν διπλές προμήθειες και λειτουργικά έξοδα για τα fund of funds αλλά και για τα επιμέρους hedge funds

Τα fund - of- funds είναι υποχρεωμένα να διατηρούν ένα ποσοστό του ενεργητικού τους σε ρευστά διαθέσιμα προκειμένου να αντιμετωπίσουν περιπτώσεις εξαγορών. Στις αποδόσεις τους συμπεριλαμβάνονται και τα έσοδα (τόκοι) από την αποταμίευση γεγονός που επηρεάζει την απόδοσή τους.

B. ΔΕΙΚΤΕΣ hedge funds.

Η λύση αυτή την οποία θα χρησιμοποιήσουμε κι εμείς στην εμπειρική μας έρευνα αφορά την διενέργεια ερευνών στις αποδόσεις δεικτών που έχουν δημιουργήσει οι διάφορες εταιρίες συλλογής δεδομένων για τα hedge funds. Δηλαδή, οι διάφορες εταιρίες που έχουμε προαναφέρει (TASS, Vanhedge) έχουν δημιουργήσει δείκτες hedge funds ανάλογα με την επενδυτική στρατηγική που ακολουθεί το κάθε ένα, έχοντας φιλτράρει τα δεδομένα και απαλλάσσοντάς τα από τις διάφορες μορφές μεροληψίας που μπορεί να προκύψουν.

5. HEDGE FUNDS vs ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Η σύγκρουση δύο εναλλακτικών μορφών επένδυσης - μιας παραδοσιακής και μιας σύγχρονης - είναι πλέον γεγονός. Υπάρχουν αρκετές ομοιότητες αλλά και διαφορές μεταξύ των αμοιβαίων κεφαλαίων και των hedge funds και καθώς τα δεύτερα αποσκοπούν στην απορρόφηση σημαντικού μεριδίου αγοράς από τα πρώτα, είναι ενδιαφέρον να τα αντιπαραβάλλουμε. Μάλιστα, ένα κύριο επιχείρημα των hedge funds είναι η καλύτερη συμπεριφορά που φαίνεται ότι παρουσιάζουν έναντι των αμοιβαίων κεφαλαίων τα τελευταία χρόνια σε πτωτικές αγορές. Σχετικά παρουσιάζουμε τον παρακάτω πίνακα:

	S&P 500	VAN US HEDGE FUND INDEX	MORNINGSTAR AVERAGE EQUITY MUTUAL FUND
1Q90	-3.00%	2.20%	-2.80%
3Q90	-13.70%	-3.70%	-15.40%
2Q91	-0.20%	2.30%	-0.90%
1Q92	-2.50%	5.00%	-0.70%

1Q94	-3.80%	-0.80%	-3.20%
4Q94	-0.02%	-1.20%	-2.60%
3Q98	-9.90%	-6.10%	-15.00%
3Q99	-6.20%	2.10%	-3.20%
2Q00	-2.70%	0.30%	-3.60%
3Q00	-1.00	3.00%	0.60%
4Q00	-7.80%	-2.40%	-7.80%
1Q01	-11.90%	-1.10%	-12.60%
Total	-62.72%	-0.40	-67.20

Πηγή: Magnum Funds

Κατά τη διάρκεια των τελευταίων 13.25 ετών, ο δείκτης S&P500 είχε 12 πτωτικά τρίμηνα, με συνολικές απώλειες 62.72%. Κατά τη διάρκεια αυτών των αρνητικών τριμήνων το μέσο μετοχικό αμοιβαίο κεφάλαιο ΗΠΑ είχε σωρευτική αρνητική απόδοση 67.2%, ενώ το μέσο hedge fund είχε απώλειες μόνο 0.40%, κάτι που δείχνει τη δυνατότητα των hedge funds να προστατεύουν το κεφάλαιο σε πτωτικό χρηματιστηριακό περιβάλλον. Ωστόσο, δεν θα αναφερθούμε περαιτέρω σε θέματα που αφορούν την απόδοση ή τον κίνδυνο που περιλαμβάνει κάθε μια από τις επενδύσεις αυτές και τις ανάλογες συγκρίσεις, καθώς θα γίνει στη συνέχεια εκτενέστερη αναφορά.

Παρακάτω εκτίθενται οι διαφορές στα χαρακτηριστικά και τη λειτουργία των δυο εναλλακτικών μορφών επένδυσης.

Ορισμός Αμοιβαίου Κεφαλαίου: Μια κοινή περιουσία που σχηματίζεται από την συμμετοχή πολλών επενδυτών. Την περιουσία αυτή διαχειρίζεται μια εξειδικευμένη εταιρία (ΑΕΔΑΚ) που την επενδύει με βάση την επενδυτική της στρατηγική σε χρηματιστηριακούς και άλλους τίτλους δημιουργώντας ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο.

Ορισμός hedge funds: Εκλεκτικές επενδυτικές κοινοπραξίες, οργανωμένες ως ιδιωτικοί συνεταιρισμοί, την διαχείριση των οποίων έχουν αναλάβει επαγγελματίες διαχειριστές και δεν είναι διαθέσιμα στο ευρύ κοινό.

Οι ορισμοί φαίνεται να περιγράφουν περίπου το ίδιο πράγμα αλλά δεν είναι έτσι. Οι δύο μορφές επένδυσης παρουσιάζουν αρκετές διαφορές, οι κυριότερες από τις οποίες είναι:

5.1 ΩΣ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ

Τα hedge funds δεν παρουσιάζουν κανένα περιορισμό ως προς την επενδυτική στρατηγική που ακολουθούν και κυρίως στην χρήση των εργαλείων της μόχλευσης, του short selling και των παραγώγων. Στα αμοιβαία κεφάλαια η χρήση των παραπάνω καθίσταται από απαγορευτική έως πολύ περιορισμένη. Αν και τα κάνει περισσότερο ελεγχόμενα από απόψεως ρίσκου, τους στερεί μια ευελιξία την οποία διαθέτουν τα hedge funds. Τα τελευταία ακριβώς λόγω της δυναμικής στρατηγικής που ακολουθούν (short selling, παράγωγα) παρουσιάζουν χαμηλότερο συστηματικό κίνδυνο από τα αμοιβαία κεφάλαια.

Άλλωστε είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι ενώ σκοπός της στρατηγικής των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι να επιτύχουν καλύτερη απόδοση (μικρότερη ζημιά ή μεγαλύτερο κέρδος) από κάποιον συγκρίσιμο δείκτη, τα hedge funds στοχεύουν μόνο σε θετική απόδοση κατά απόλυτο τιμή μεγαλύτερη από κάποιο συγκεκριμένο νούμερο π.χ. T-Bill rate.

Αξίζει ακόμη να τονιστεί ότι σε αντίθεση με τα αμοιβαία κεφάλαια που οι διαχειριστές τους απαγορεύεται να συμμετέχουν με προσωπικό κεφάλαιο σε αυτά, στα hedge funds τις περισσότερες φορές οι διαχειριστές κατέχουν ένα σημαντικό

ποσοστό του ενεργητικού τους γεγονός που τους δίνει ένα επιπλέον κίνητρο για σωστή και αποτελεσματική διαχείριση.

5.2 ΩΣ ΠΡΟΣ ΤΑ ΚΥΡΙΟΤΕΡΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ

Η συμμετοχή στα αμοιβαία κεφάλαια γίνεται με πολύ μικρό αρχικό ποσό και δεν υπάρχει κάποιος περιορισμός ως προς την εξαγορά της επένδυσης. Οι προμήθειες είναι δύο κατηγοριών:

- Συμμετοχής και εξαγοράς, οι οποίες κυμαίνονται από 0%-5% και
- Διαχείρισης που κυμαίνονται από 0% έως 3%

Αντιθέτως στα hedge funds υπάρχει η προμήθεια διαχείρισης, που είναι περίπου 1% ετησίως, αλλά υπάρχει και το incentive fee που κυμαίνεται περίπου στο 20% επί των κερδών που πραγματοποιούνται. Συνεπώς, το προμηθειικό καθεστώς που επικρατεί στα hedge funds αποσαφηνίζει ότι απευθύνεται σε επενδυτές με υψηλά εισοδήματα. Σε αυτό συνηγορεί και το αρκετά υψηλό αρχικό ποσό επένδυσης που απαιτείται για τη συμμετοχή που είναι συνήθως 250,000 δολάρια. Επιπλέον, για τις περιπτώσεις εξαγοράς υπάρχει χρονικός περιορισμός (lock up period) τουλάχιστον ενός έτους.

Τέλος, στα αμοιβαία κεφάλαια δεν υπάρχει περιορισμός ως προς τον αριθμό των μεριδιούχων ενώ στα hedge funds υπάρχει ο περιορισμός των 99 συμμετεχόντων εκ των οποίων 65% accredited investors.

5.3 ΠΡΟΩΘΗΣΗ - ΕΝΗΜΕΡΩΣΗ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ

Τα hedge funds δεν υπάγονται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στην χώρα που δραστηριοποιούνται και συνεπώς δεν απαιτείται να δημοσιεύουν στοιχεία που αφορούν τις αποδόσεις, την επενδυτική στρατηγική που ακολουθούν, τον κίνδυνο

που αναλαμβάνουν, κοκ. Επιπλέον, 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, τα οποία εγκρίνονται και λειτουργούν αποκλειστικά στα πλαίσια που ορίζει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, δημοσιεύουν καθημερινά στον Τύπο τις αποδόσεις τους ενώ ανά τακτά χρονικά διαστήματα (κάθε εξάμηνο) δημοσιεύουν αναλυτικά τις τοποθετήσεις τους (επωνυμία μετοχών / ομολόγων, ποσοστό στο σύνολο του ενεργητικού) για ενημέρωση του επενδυτικού κοινού.

Επίσης, επειδή η επενδυτική πολιτική που ακολουθούν τα αμοιβαία κεφάλαια είναι συγκεκριμένη ανάλογα με την κατηγορία στην οποία ανήκουν, για οποιεσδήποτε παρεκκλίσεις θα πρέπει να ενημερώνεται άμεσα η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (στην οποία αποστέλλεται κάθε μήνα η διάρθρωση του χαρτοφυλακίου) και οι μεριδούχοι. Σε περιπτώσεις παρεκκλίσεων επιβάλλονται και τα ανάλογα πρόστιμα. Ακόμη, οι επενδυτές ενημερώνονται υποχρεωτικά κάθε τρίμηνο για την αξία του χαρτοφυλακίου τους, ενώ μπορούν οποιαδήποτε στιγμή να υπολογίσουν την αξία της θέσης τους από τα στοιχεία που δημοσιεύονται.

Όπως είναι φυσικό υπάρχουν διαφορές και ως προς την προώθηση των δύο μορφών επένδυσης. Για τα hedge funds απαγορεύεται η οποιαδήποτε μορφή διαφήμισης σε εφημερίδα, τηλεόραση ή άλλο ΜΜΕ που να εμφανίζει αποδόσεις ή σχόλια των διαχειριστών. Ακόμα και στις περιπτώσεις των ενημερωτικών επιστολών θα πρέπει να αναγράφονται όλα τα στοιχεία της επένδυσης - ενεργητικό, αποδόσεις προηγούμενων ετών απαλλαγμένες από τις προμήθειες, εμπλεκόμενος κίνδυνος, κλπ. - και να αποφεύγεται οποιαδήποτε παραπλάνηση των επενδυτών μέσω ψευδών πληροφοριών. Τα αμοιβαία κεφάλαια διαφημίζονται σε όλα τα μέσα μαζικής ενημέρωσης και μάλιστα ιδιαίτερα έντονα, χωρίς όμως να λείπουν και από αυτά αρκετοί περιορισμοί προκειμένου να μην εξαπατώνται οι

μεριδιούχοι. Στο σημείο αυτό να αναφέρουμε ότι σε αρκετές περιπτώσεις οι διαχειριστές hedge funds δεν επιθυμούν περαιτέρω διαφήμιση καθώς έχουν εξασφαλίσει τον απαιτούμενο αριθμό συμμετεχόντων και δεν ενδιαφέρονται να προσελκύσουν άλλους.

Συμπερασματικά, είναι δύσκολο να αξιολογήσει κάποιος αυτές τις δύο μορφές επένδυσης και να καταλήξει στην υπεροχή μιας εκ των δύο. Ωστόσο, τα hedge funds απευθύνονται σε ιδιαίτερα δυναμικούς επενδυτές υψηλής εισοδηματικής στάθμης ή σε θεσμικούς για τους οποίους το θέμα της απόδοσης είναι σημαντικότερο όλων των άλλων και κατ' επέκταση ευνοούνται.

6. ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Τα hedge funds έχουν αποτελέσει την τελευταία δεκαετία κυρίως, γνωστικό αντικείμενο υψηλού ενδιαφέροντος με αποτέλεσμα να αναπτυχθεί σημαντική βιβλιογραφία και αρθρογραφία γύρω από αυτά. Η θεματολογία είναι πλούσια αλλά στα πλαίσια της έρευνας που πραγματοποιείται στην παρούσα διατριβή η ανασκόπηση της βιβλιογραφίας θα γίνει σε δύο άξονες: α) αξιολόγηση των hedge funds σε επίπεδα απόδοσης - διατήρησης απόδοσης - κινδύνου και β) σύγκριση αυτών με τα αμοιβαία κεφάλαια.

Όπως έχουμε ήδη αναφέρει η ανυπαρξία κοινής βάσης δεδομένων για τα hedge funds που διατίθενται σε διεθνές επίπεδο δημιουργεί προβλήματα αξιοπιστίας των αποτελεσμάτων που προκύπτουν. Επιπλέον, η αξιοπιστία τους περιορίζεται και από το γεγονός ότι τα δεδομένα στα οποία βασίζονται αφορούν χρονικά δέκα ή το περισσότερο δεκαπέντε χρόνια, κάτι που θεωρείται αρκετά βραχυπρόθεσμο σε επίπεδο ερευνητικό.

Σε προηγούμενο κεφάλαιο της παρούσας διατριβής έχουμε ήδη αναφερθεί αναλυτικότερα στα προβλήματα αξιοπιστίας που υπάρχουν και στον τρόπο με τον οποίο αντιμετωπίζονται προκειμένου να εξάγονται ασφαλή συμπεράσματα από τις έρευνες που γίνονται. Στη συνέχεια παραθέτουμε αναλυτικά την αρθρογραφία στην οποία έχει βασιστεί η παρούσα διατριβή:

6.1 ΑΠΟΔΟΣΗ - ΔΙΑΤΗΡΗΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ - ΚΙΝΔΥΝΟΣ

Η φύση των hedge funds καθώς και όλα τα αποτελέσματα που προέρχονται από αυτό έχει δημιουργήσει μια έντονη κινητικότητα ,μελέτη και ανάλυση αυτού του σχετικά καινούριου προϊόντος. Πολλοί είναι εκείνοι που καταπιάστηκαν με το θέμα προκειμένου να εξηγήσουν την απόδοση, τη διαχείριση του κινδύνου, τη διατήρηση της απόδοσης, καθώς και την αξιοπιστία των αποτελεσμάτων. Ένα άλλο τρωτό σημείο που έχει δημιουργήσει αρκετά μεγάλη κινητικότητα και προβληματισμό στο χώρο είναι η διαχείριση. Οι περιορισμένες διαθέσιμες πληροφορίες όσον αφορά τις συνεχείς εναλλαγές των τοποθετήσεων των διαχειριστών δεν προδίδει διαφάνεια, αλλά δημιουργεί αμφιβολία στους επενδυτές.

Ένα από τα σημαντικότερα σημεία που δεν πρέπει να παραλήψουμε να αναφέρουμε είναι η σύγκριση των hedge funds με τα Αμοιβαία Κεφάλαια . Τα δύο αυτά προϊόντα αποτελούν δύο μορφές επένδυσης με αρκετές ομοιότητες αλλά και ουσιαστικές διαφορές ως προς τις διαφορετικές δυνατότητες στην επενδυτική στρατηγική που ακολουθούν επηρεάζοντας τις μετέπειτα αποδόσεις. Αυτό ακριβώς το σημείο έχει δημιουργήσει πολλή μεγάλη κινητικότητα και προβληματισμό τόσο στους διαχειριστές όσο και στους επενδυτές. Ενώ οι επενδυτές από την άλλη πλευρά, εφόσον διαθέτουν τα κεφάλαια που απαιτούνται, στέκονται προβληματισμένοι ανάμεσα σ'αυτούς τους δύο θεσμούς.

Οι Ackermann, McEnally και Ravenscraft ασχολήθηκαν με το θέμα σε ένα από τα πιο γνωστά άρθρα: «The Performance of Hedge Funds Risk Return and Incentives στο Journal of Finance. June 1999». Το παραπάνω άρθρο αναφέρεται σε στοιχεία της χρονικής περιόδου 1988-1985 και βασίζεται σε μηνιαία στοιχεία ενός μεγάλου δείγματος hedge funds . Όσον αφορά λοιπόν την απόδοση των hedge funds , παρουσιάζεται μεγαλύτερη από αυτή των mutual funds σε όλες τις κατηγορίες (ομόλογα, μετοχές) και για όλες τις γεωγραφικές συντεταγμένες (ΗΠΑ, παγκοσμίως). Ενώ αναφορικά με το Sharpe ratio προσδίδουν μεγαλύτερη αποζημίωση ανα μονάδα κινδύνου.

Ο Bing Liang την ίδια περίπου περίοδο (Μάρτιος 1999) οδηγήθηκε στο ίδιο συμπέρασμα. Για ένα αρκετά μεγάλο δείγμα hedge funds που χρησιμοποίησε για το χρονικό διάστημα 1992-1996 κατέληξε στο εξής:

Όσον αφορά τους διαχειριστές τα hedge funds,

- α) δίνουν μεγαλύτερα κίνητρα και αυτά είναι οι υψηλότερες προμήθειες διαχείρισης και watermark κάτι που αφορά το ευρύ επενδυτικό κοινό.
- β) έχουν μικρότερο συστηματικό κίνδυνο.
- γ) απαιτούν υψηλότερο αρχικό ποσό συμμετοχής και συνήθως Lock up period.
- δ) έχουν υψηλότερο αποδοτικό σύνορο.
- ε) εμφανίζουν αποζημίωση ανα μονάδα κινδύνου (sharpe ratio) αφού για την συγκεκριμένη περίοδο το SR είναι 0,44 έναντι 0,26 των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, με διαφορά στατιστικά σημαντική αφού αλλάζει το 1%. Όμως καθώς συνεχίζεται η έρευνά τους, η διαφορά είναι μειωμένη λόγω της κρίσης του 1992-1996 που επηρέασε περισσότερο τα short selling hedge funds, οι αποδόσεις των οποίων παρουσίασαν έντονες διακυμάνσεις.
- στ) παρουσιάζουν μικρότερο β από τα Αμοιβαία Κεφάλαια αλλά ο συνολικός κίνδυνος παραμένει μεγαλύτερος.

Οι Fung και Hsieh σε άρθρο τους το 1997 επικεντρώθηκαν στις αποδόσεις που πρκύπτουν από τη χρήση διαφορετικών στρατηγικών των δυο αυτών μορφών επένδυσης. Τα hedge funds απο τη μια πλευρά έχουν σκοπό την θετική απόδοση ανεξάρτητα με την πορεία της αγοράς. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια αντίθετα, επιδιώκουν απλά καλύτερη ή ανάλογη απόδοση με ένα σημείο σύγκρισης το οποίο μπορεί να είναι κάποιος δείκτης μετοχικός, ομολογιακός κλπ και συχνότερα αυτός είναι ο S&P 500.

Οι δύο αυτοί ερευνητές χρησιμοποίησαν σαν κύριο άξονα το μοντέλο παραγόντων του Sharpe (1992)

$$R_t = \sum w_k + F_{kt} + e_t$$

R_t = απόδοση

W_{kt} = ποσοστό παράγοντα στο χαρτοφυλάκιο

e_t = απροσδοκητοί παράγοντες

Η παραπάνω φόρμουλα είναι κοινή τόσο για τα Αμοιβαία Κεφάλαια όσο και για τα hedge funds . Αυτό που τα διαφοροποιεί είναι το ποσοστό του παράγοντα στο χαρτοφυλάκιο. Στην πρώτη το w βρίσκεται μεταξύ του 0 1. Ακολουθεί δηλαδή την παραδοσιακή στρατηγική “buy and hold” σε αντίθεση με την αντίστοιχη επιθετική των hedge funds όπου το w βρίσκεται μεταξύ -10 και 10. Η διαφορά αυτή σαν ποσοστό είναι ικανή να δώσει απάντηση στο γιατί υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ δεικτων και αποδόσεων hedge funds .

Ολοκληρώνοντας την παρουσίαση των θέσεων κάποιων σημαντικών ερευνητών επί του θέματος, διακρίνουμε τόσο τα χαρακτηριστικά των δύο μορφών επένδυσης όσο και τις διαφορές τους που περιορίζονται μόνο σε τεχνικά στοιχεία (προμήθειες, ελάχιστο ποσοστό...), αλλά και σε θέματα στρατηγικής και νομικού πλαισίου. Συμπερασματικά, μπορούμε να πούμε με βεβαιότητα ότι οι αποδόσεις των hedge funds είναι μεν μεγαλύτερες αλλά εμπεριέχουν μεγαλύτερο αναλογικό

κίνδυνο, γεγονός που το καθιστά τροχοπέδη στο ευρύ κοινό που επιθυμεί να επενδύσει μέρος των χρημάτων του.

Μετά την παραπάνω αναφορά θα συνεχίσουμε με την παρουσίαση ερευνών για την απόδοση, τη διατήρηση της απόδοσης και τον κίνδυνο.

Με το θέμα του υπολογισμού της απόδοσης των hedge funds ασχολήθηκαν οι Fung και Hsieh. Απέδειξαν ότι τα Trend Following Funds δεν παρουσιάζουν συσχέτιση με τους τυπικούς δείκτες ομολόγων, μετοχών κλπ, αλλά έχουν θετικές και υψηλές αποδόσεις στις ακραίες περιόδους των διεθνών χρηματαγορών (υψηλές τιμές, χαμηλές τιμές). Φέρονται δηλαδή στις πιο απλές μορφές να έχουν τα χαρακτηριστικά απόδοσης των options (Put και Call) γεγονός που τους οδήγησε να χρησιμοποιήσουν και για τα hedge funds μη γραμμικά μοντέλα όπως γίνεται στα δικαιώματα.

Όσον αφορά τον κίνδυνο των hedge funds ο Francois-Serges Lhabitaf μετά από έρευνα (1994-2000) σε hedge funds προτείνει ένα μοντέλο μέτρησης κινδύνου Var τέτοιο ώστε να παρουσιάζει max απώλεια του χαρτοφυλακίου σε συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα και διάστημα εμπιστοσύνης. Κατέληξε σε αυτό το μοντέλο ύστερα από έρευνα πάνω στο μοντέλο του Sharpe οπότε το απέρριψε λόγω του ότι βασιζόταν πάνω στην παρατήρηση της στρατηγικής, πράγμα που δεν υφίσταται στα hedge funds.

$$\text{Var}_{P,IM} = \sqrt{(\text{ValueAtMarketRisk}_{P,IM})^2 + (\text{ValueAtSpecificRisk}_{P,IM})^2}$$

$$\text{Όπου: value at market risk}_{P,IM} = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n \rho_{ij} * \beta_i * F_i^* * \beta_j * F_j^*$$

$$\text{Specific risk}_{P,IM} = \sigma_e^2 = \sigma_p^2 - \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n \rho_{i,j} * \beta_i * \sigma_i * \beta_j * \sigma_j$$

$$\text{value at Specific risk}_{P,IM} = 2,33 + \sigma_e$$

$\rho_{i,j}$ =συνδιακυμάνσεις μεταξύ των αποδόσεων των δεικτών hedge funds

$F^*=1\%$ ποσοστό υπερβολικών αποδόσεων των δεικτών

β_i = μεταβολές της απόδοσης του δείκτη σε αλλαγές του fedge fund style

Συνεχίζει όμως λέγοντας ότι και αυτή η φόρμουλα δεν είναι απόλυτα ενδεικτικό μέτρο καθορισμού της πολιτικής των διαχειριστών αλλά βοηθάει περισσότερο στην κατηγοριοποίηση, έλεγχο και εκτίμηση του κινδύνου αυτού του προϊόντος .

Μέσα από άλλη οπτική γωνία αναφέρονται στο θέμα της απόδοσης οι Brown & Goetzmann (Φεβρουάριος 2001). Η έρευνα τους βασίστηκε στις αποδόσεις (σε %) του τύπου $R_{jt}=\mu_{jt}+e_{jt}$ όπου μ_{jt} η αναμενόμενη απόδοση της κατηγορίας j όταν εμφανίζεται το γεγονός t.

Οι δύο ερευνητές αναφέρονται στο θέμα από την προοπτική των διαφοροποιήσεων που προκύπτουν μεταξύ των διαφορετικών στρατηγικών αυτή τη φορά, που ακολουθεί η κάθε κατηγορία. Για να ελέγξουν την αξιοπιστία της σχέσης απόδοση –κατηγορία κατηγοριοποίησαν τα hedge funds βάσει αποδόσεων τους την πρώτη τριετία (89-91) και στη συνέχεια έτρεξαν μια παλινδρόμηση για τις αποδόσεις μεταξύ των κατηγοριών της τέταρτης χρονιάς σε σχέση με την αρχική κατηγοριοποίηση (cross section). Έτσι κατέληξαν στο ότι οι στρατηγικές σε κάθε κατηγορία ευθύνονται κατά 20% για τις διαφορετικές αποδόσεις μεταξύ των κατηγοριών , ποσοστό αρκετά μεγάλο ικανό να κάνει τους επενδυτές να δίδουν σημασία στην κατηγορία των hedge funds που επιλέγουν να επενδύσουν αφού η πληροφόρησή τους γύρω από το θέμα είναι περιορισμένη.

Οι Brown , Goetzmann & Ibootson ασχολήθηκαν με τα offshore hedge funds. Αυτό το είδος δίνει τη δυνατότητα σε άτομα που δεν είναι αμερικανοί πολίτες , να αποφεύγουν τη φορολογία και αποτελεί αντιπροσωπευτικό δείγμα στο σύνολο της βιομηχανίας των hedge funds, αφού οι περισσότεροι διαχειριστές τα χρησιμοποιούν για να προσελκύνουν νέα κεφάλαια.

Έτσι για την περίοδο 89-95 η ετήσια απόδοση των hedge funds ήταν 13,26% σε σχέση με 16,47% του S&P 500. Η χαμηλή όμως απόδοση συνοδεύτηκε με μικρότερη τυπική απόκλιση 9,07% έναντι 16,32% του Δείκτη και το χαμηλότερο beta σε σχέση με αυτό της χρηματιστηριακής αγοράς. Στο άρθρο αυτό επίσης διευκρινίζεται ότι αν λάβουμε υπόψη το μέσο σταθμικό δείκτη (σύμφωνα με το κεφάλαιο του κάθε hedge funds στο σύνολο της αγοράς) η ετήσια απόδοση στο διάστημα αυτό φτάνει το 24,71% (ο S&P 500 είναι ισοσταθμισμένος δείκτης).

Για το θέμα της θνησιμότητας των hedge funds οι Brown, Goetzmann & Ibootson απέδειξαν ότι η πιθανότητα να διατηρηθεί κάποιο μέχρι 7 χρόνια είναι μικρότερη του 20%. Αποδεικνύουν επίσης ότι η απόδοση των hedge funds είναι ανεξάρτητη τόσο από την ικανότητα των διαχειριστών όσο και από τις προμήθειες που λαμβάνουν.

Όσον αφορά την αποδοτικότητα των hedge funds τόσο ως μεμονωμένη απόδοση όσο και στα πλαίσια ενός χαρτοφυλακίου οι Harry M. Cat & Gaurav S. Amin παρουσίασαν το Μάιο του 2001 μια έρευνα για τη δεκαετία 1990-2000. Χρησιμοποίησαν ως βάση δεδομένων 77 hedge funds με μηνιαία στοιχεία και 13 δείκτες για να μειώσουν μεροληπτικά φαινόμενα. Έτσι κατέληξαν στο ότι τα προϊόντα αυτά παρουσιάζουν μη κανονικότητα, μη γραμμικότητα και κυρτότητα με αποτέλεσμα το Sharpe ratio και ο Alpha Jensen να μην μπορούν να τα αξιολογήσουν.

Το τεστ αποδοτικότητας που χρησιμοποίησαν βασίστηκε στο μοντέλο απόδοσης Dybvig σύμφωνα με το οποίο η αποκλειστική επένδυση σε hedge funds έχει απώλεια αποδοτικότητας η οποία μπορεί να περιοριστεί με διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου. Όμως δεν μπορεί να εξαλειφθεί λόγω διπλών προμηθειών. Έτσι προτείνουν περιορισμό στο ποσοστό των hedge funds μέσα στο χαρτοφυλάκιο,

αφού με αυτόν τον τρόπο περιορίζεται ο κίνδυνος καθώς υπάρχει μικρή συσχέτιση μεταξύ των δύο.

Άλλοι που ασχολήθηκαν με το θέμα ήταν οι Vikas Agarwal και Narayan Naik οι οποίοι εφτασαν στο ίδιο συμπέρασμα ότι δηλαδή ένας συνδυασμός παθητικών μορφών επένδυσης (long θέσεις σε δείκτες μετοχών, ομολόγων ισοτιμιών) προσφέρει καλύτερη αποζημίωση απόδοσης από τις απόλυτα παθητικές επενδύσεις. Σημαντική επίσης είναι η αναφορά τους στο σύνδρομο του βελτιστού μετώπου (efficient frontier). Απέδειξαν ότι λόγω χαμηλής συσχέτισης που εμφανίζουν τα hedge funds με τις παθητικές μορφές επένδυσης το βέλτιστο μέτωπο του χαρτοφυλακίου που αποτελείται από 60% από κάποιο δείκτη και 40% από κάτι εναλλακτικό (hedge funds) βρίσκεται υψηλότερα από τα αντίστοιχα βέλτιστα μέτωπα των δύο θέσεων όταν αυτές δεν είναι συνδυασμένες.

7. ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ

Η έρευνα που πραγματοποιήσαμε βασίστηκε στις μηνιαίες αποδόσεις της περιόδου Ιανουάριος 1994- Φεβρουάριος 2002 τριών κατηγοριών :

A) Δείκτες HEDGE FUNDS

CSFB/Tremont Hedge fund indices

Ο λόγος γίνεται για οκτώ δείκτες που έχει δημιουργήσει η Credit First Suisse Boston σε συνεργασία με την διαχειρίστρια εταιρία Tremont η οποία διατηρεί το TASS Database. Πρόκειται για μια βάση δεδομένων περίπου 2,600 hedge funds όλων των κατηγοριών, η οποία συνοψίζεται στις παρακάτω 7 βασικές κατηγορίες:

- Convertible Arbitrage
- Dedicated short bias
- Emerging markets
- Market neutral
- Event-driven
- Fixed income
- Global Macro

και σε έναν σύνθετο δείκτη που ενσωματώνει ολόκληρη τη γκάμα των hedge funds (performance index). Στο παράρτημα υπάρχει η αναλυτική περιγραφή των στρατηγικών που ακολουθούν οι προαναφερθείσες κατηγορίες.

Η επιλογή δεικτών hedge funds έγινε για δύο κυρίως λόγους:

- Η πρόσβαση σε μια βάση δεδομένων για μεμονωμένα hedge funds είναι ιδιαίτερα δύσκολη και δαπανηρή.
- Η χρησιμοποίηση δεικτών απαλλάσσει κατά ένα σημαντικό ποσοστό τα αποτελέσματα της έρευνας από τα διάφορα είδη μεροληψίας που αναλυτικά έχουν αναφερθεί σε προηγούμενη ενότητα.

B) Δείκτες μετοχών και ομολόγων

Προκειμένου να συγκρίνουμε την σύγχρονη αυτή εναλλακτική μορφή επένδυσης με τις απλές μορφές επένδυσης σε επιμέρους αγορές επιλέξαμε ορισμένους αντιπροσωπευτικούς δείκτες της παγκόσμιας κεφαλαιαγοράς, οι οποίοι είναι:

- JP Morgan Emerging Markets Bond Indices
- MSCI World Bond Index

- MSCI World + Emerging Markets Bond Index

- S&P500

- MSCI World Equity Index US

- MSCI Emerging Markets Equity Index

Οι προαναφερθέντες δείκτες καλύπτουν ένα αρκετά ευρύ φάσμα των μετοχών και ομολόγων που αφορούν τόσο τις ανεπτυγμένες όσο και τις αναπτυσσόμενες αγορές.

Γ) Δείκτες Αμοιβαίων κεφαλαίων

Προκειμένου να συγκρίνουμε τα χαρακτηριστικά των δύο σύγχρονων εναλλακτικών μορφών επένδυσης: παθητικής - αμοιβαία κεφάλαια και ενεργητικής - hedge funds, χρησιμοποιήσαμε δείκτες αμοιβαίων κεφαλαίων. Η Moody's έχει δημιουργήσει 26 δείκτες μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων, οι οποίοι βασίζονται σε 2,000 περίπου αμοιβαία κεφάλαια. Από αυτούς χρησιμοποιήσαμε τους ακόλουθους, οι οποίοι μπορούν να θεωρηθούν ως οι πιο κατάλληλοι για την ερευνά μας:

- Moody's Value Equity Fund Index

- Moody's Mid Capitalization Equity Fund Index

- Moody's Growth Equity Fund Index-

- Moody's Emerging Markets Equity Fund Index

- Moody's Balanced Equity Fund Index

- Moody's Aggressive Growth Equity Fund Index

και έναν γενικό δείκτη που περιλαμβάνει μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια όλων των κατηγοριών (Moody's World Equity Fund Index). Τα στοιχεία για τους δείκτες των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι μηνιαία και αφορούν το χρονικό διάστημα

Απρίλιος 1997 - Φεβρουάριος 2002. Εκ των προτέρων αναγνωρίζουμε ότι η ερευνά μας καλύπτει ένα σχετικά μικρό χρονικό διάστημα με αποτέλεσμα να υπάρχει περιορισμένο πλήθος παρατηρήσεων και να αμφισβητείται η αξιοπιστία των αποτελεσμάτων. Ωστόσο, όπως έχουμε ήδη αναφέρει, το νομικό πλαίσιο που περιβάλλει το θεσμό αυτό αποτελεί εμπόδιο σε κάθε ερευνητή που επιθυμεί να ασχοληθεί με ένα, κατά τα άλλα, πολύ ενδιαφέρον γνωστικό αντικείμενο. Για τον καλύτερο σχολιασμό των αποτελεσμάτων μας έχουμε κάνει και στις τρεις προαναφερθείσες κατηγορίες έναν διαχωρισμό σε «επιθετικό χαρτοφυλάκιο» και «συντηρητικό χαρτοφυλάκιο». Η κατηγοριοποίηση έχει γίνει ως εξής:

ΕΠΙΘΕΤΙΚΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ		
HEDGE FUNDS	ΔΕΙΚΤΕΣ	ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ
- Convertible Arbitrage	- JP Morgan Emerging	- Moody's Value Equity
- Dedicated short bias	Markets Bond Indices	Fund Index
- Emerging markets	- S&P 500	- Moody's Mid
- Event-driven	- MSCI World Equity	Capitalization Equity
	Index excl US	Fund Index
	- MSCI Emerging	- Moody's Growth Equity
	Markets Equity Index	Fund Index
		- Moody's Emerging
		Markets Equity Fund
		Index
		- Moody's Aggressive
		Growth Equity Fund
		Index

ΣΥΝΤΗΡΗΤΙΚΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ		
HEDGE FUNDS	ΔΕΙΚΤΕΣ	ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ
- Market neutral	- MSCI World Bond	- Moody's Balanced
- Fixed income	Index	Equity Fund Index
- Global Macro	- MSCI World +	

- Market neutral	- MSCI World Bond	- Moody's Balanced
- Fixed income	Index	Equity Fund Index
- Global Macro	- MSCI World +	

HEDGE FUNDS vs MUTUAL FUNDS

Για το σκοπό της σύγκρισης των δύο αυτών διαφορετικών μορφών επένδυσης χρησιμοποιήσαμε τα ίδια μέτρα αξιολόγησης όπως και στην προηγούμενη ενότητα αλλά η χρονική περίοδος είναι πιο περιορισμένη (Απρίλιος 1997 - Φεβρουάριος 2002).

Συγκρίνοντας τους γενικούς δείκτες των δύο κατηγοριών, βλέπουμε μια σαφή υπεροχή των hedge funds έναντι των αμοιβαίων κεφαλαίων τόσο σε μηνιαία απόδοση (0.8062% vs 0,1772%) όσο και σε κίνδυνο - τυπική απόκλιση (2.6964% vs 4.9210%). Μάλιστα, για τα αμοιβαία κεφάλαια το Sharpe ratio δηλ. η αποζημίωση για την ανάληψη κινδύνου είναι αρνητική για την εξεταζόμενη περίοδο. Πιο αναλυτικά, στο «επιθετικό χαρτοφυλάκιο» στην κατηγορία των αμοιβαίων κεφαλαίων η μεγαλύτερη απόδοση που παρουσιάζεται είναι 0.71% περίπου (μεσαίας κεφαλαιοποίησης), ενώ στα hedge funds ο δείκτης των Convertible Arbitrage παρουσιάζει μέση μηνιαία απόδοση 0.93%. (Το αντίστοιχο νούμερο στην κατηγορία των δεικτών είναι 0,67% και αφορά τα ομόλογα αναδυόμενων αγορών). Ανάλογα είναι συμπεράσματα και για το Sharpe ratio που είναι 0.31, πάλι για τα Convertible arbitrage, ενώ ο Growth Equity Fund index έχει 0.12, το μεγαλύτερο νούμερο για τα αμοιβαία κεφάλαια σε αυτό το χαρτοφυλάκιο.

Σημαντικό είναι να αναφερθεί ότι η απόκλιση από τον μέσο όρο των τιμών για τα αμοιβαία κεφάλαια φτάνει μέχρι και το 9%, ενώ για τα hedge funds, που έχουν τη φήμη πιο ρισοκίνδυνων επενδύσεων, η μεγαλύτερη απόκλιση που παρουσιάζεται είναι 5.9%. Όσον αφορά το «συντηρητικό χαρτοφυλάκιο» τα hedge funds παρουσιάζουν καλύτερες αποδόσεις (Neutral) τόσο από τα αμοιβαία κεφάλαια όσο και από τους δείκτες και με χαμηλότερες διακυμάνσεις. Οι συσχετίσεις των αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων και των hedge funds με τους δείκτες των

αγορών δικαιολογούν απόλυτα την διαφορετική στρατηγική που ακολουθεί κάθε μια από τις δύο κατηγορίες. Έτσι, ενώ στα αμοιβαία κεφάλαια βλέπουμε σχεδόν όλες τις κατηγορίες να παρουσιάζουν θετική και μάλιστα ισχυρή συσχέτιση με τον δείκτη S&P 500, τα hedge funds δεν εμφανίζουν κάποια ιδιαίτερη συσχέτιση με δείκτη αγοράς με μοναδική εξαίρεση τα Neutral. Εδώ ακριβώς φαίνεται ότι στόχος της επενδυτικής στρατηγικής των αμοιβαίων κεφαλαίων αποτελεί η εναρμόνιση της απόδοσης τους με κάποιον δείκτη, κάτι που σαφώς υποδηλώνει περισσότερη ευελιξία και αποτελεσματικότερη διαφοροποίηση για τα hedge funds. Στο ίδιο πλαίσιο κινούνται και τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης :

$$(R_A - R_f) = a + b(R_{S\&P} - R_f) + e_A$$

Όπου R_f = USD 3 month libor,

R_A = απόδοση δείκτη αμοιβαίου κεφαλαίου,

$R_{S\&P}$ = απόδοση δείκτη S&P 500.

Η παλινδρόμηση αυτή μας δίνει πολύ καλούς εκτιμητές για το beta των αμοιβαίων κεφαλαίων ενώ ταυτόχρονα αποδεικνύει ότι τα αμοιβαία κεφάλαια δεν εμφανίζουν υπεραποδόσεις. Οι αποδόσεις τους εξηγούνται στο μεγαλύτερο ποσοστό τους από την απόδοση της αγοράς.

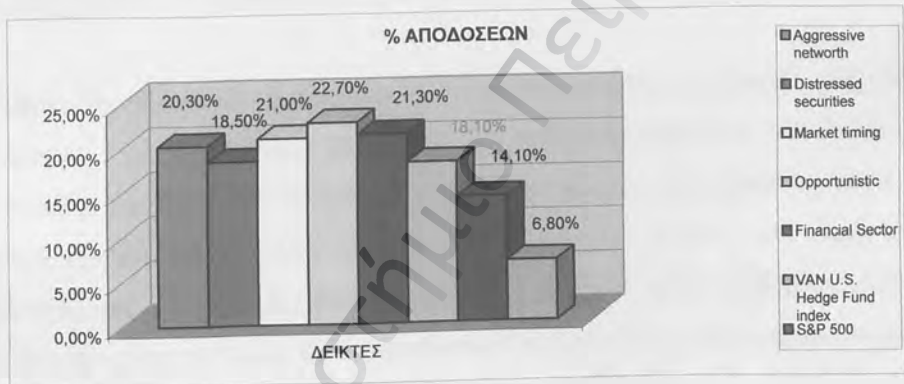
HEDGE FUNDS

Η παρακάτω παρουσίαση βασίζεται σε στοιχεία που αφορούν την περίοδο από 1 Ιανουαρίου 1998 έως 31 Μαρτίου 2002.

Η απόδοση των αμερικάνικων hedge funds όπως παρουσιάζεται στον παρακάτω πίνακα 18,1% βρίσκεται σε πολύ υψηλότερα επίπεδα σε σχέση με τις αποδόσεις του MSCI World Equity index 6,8%, του δείκτη αμοιβαίων κεφαλαίων (U.S equity

mutual fund) 10,8%, και του S&P 500 ο οποίος σημείωσε άνοδο 14,1%. Οι συνολικές αποδόσεις των hedge funds θα πρέπει να σημειωθεί ότι επιτεύχθηκαν με θεαματικά ποσοστά κινδύνου.

US HEDGE FUND PERFORMANCE (Για συγκεκριμένες μορφές στρατηγικής)				
	Net Compound Annual return	Sharp ratio	Correlation to S&P 500	Beta
Aggressive network	20,30%	0,9	0,8	1,1
Distressed securities	18,50%	1,2	0,4	0,4
Market timing	21,00%	1,2	0,7	0,7
Opportunistic	22,70%	1,3	0,7	0,7
Financial Sector	21,30%	1,3	0,6	0,5
VAN U.S. Hedge Fund index	18,10%	1,4	0,8	0,6
S&P 500	14,10%	0,7	1	1
MSCI World Equity Index	6,80%	0,2	0,9	0,9



Θα ήταν σκόπιμο να αναφερθεί ότι στην ίδια περίοδο κάποια hedge funds που κινούνται σε διαφορετικούς χώρους στην αγορά (υγεία, τεχνολογία) σημείωσαν ακόμη καλύτερα νούμερα τόσο από άποψη κινδύνου όσο και απόδοσης.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Στο τελευταίο μέρος της εργασίας παρουσιάζονται συνοπτικά συμπεράσματα και εκτιμήσεις αναφορικά με τα hedge funds που αποτελούν άλλωστε και το αντικείμενο της συγκεκριμένης εργασίας.

Τα hedge funds συνιστούν μια νέα εναλλακτική μορφή επένδυσης αναπτυγμένη κυρίως στην αμερικάνικη αγορά, η οποία απευθύνεται σε συγκεκριμένες κατηγορίες και ομάδες αγοραστών. Απαιτεί μεγάλο ποσοστό συμμετοχής και για αυτό το λόγο οι πιο ένθερμοι υποστηρικτές της είναι κυρίως θεσμικοί επενδυτές, καθώς επίσης και high networth clients.

Λόγω του ιδιωτικού χαρακτήρα και της περιορισμένης πληροφόρησης που τα διέπουν, τα hedge funds αποτελούν μια πολύ εξειδικευμένη επένδυση. Αυτό σημαίνει ότι θα πρέπει ο επενδυτής να είναι αρκετά ενημερωμένος πάνω στο συγκεκριμένο προϊόν, έτσι ώστε να αποφασίσει να εισέλθει στο χώρο και να αποκομίσει τα μέγιστα δυνατά οφέλη. Και αυτό γιατί υπάρχουν διάφορες κατηγορίες hedge funds που καλύπτουν ένα ευρύ φάσμα που κυμαίνεται μεταξύ κερδοσκοπίας και αντιστάθμισης κινδύνου και επένδυσης.

Θα μπορούσε κάλλιστα να επικρατήσει σύγχυση όσον αφορά την καθαυτή λειτουργία hedge funds και αμοιβαίων κεφαλαίων. Αν και έχουν αρκετές ομοιότητες οι διαφορές μεταξύ τους είναι θεμελιώδεις. Κυρίως όσον αφορά την ακολουθούμενη επενδυτική στρατηγική, στα hedge funds χαρακτηρίζεται ως «δυναμική», ενώ στα αμοιβαία κεφάλαια χαρακτηρίζεται ως «παθητική». Επιπλέον, στα hedge funds η απουσία ισχυρού νομικού πλαισίου παρέχει σαφώς μια δυνατότητα αυθαιρεσίας στη λειτουργία τους, καθώς δεν υπάγονται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να μην υπάρχουν επίσημες

πηγές πληροφόρησης ως προς την επενδυτική πολιτική, τις αποδόσεις και τον ενδεχόμενο κίνδυνο.

Βάση εμπειρικής έρευνας (σελ.40-45 κεφ.7) προκύπτει ότι οι αποδόσεις των hedge funds σε σχέση με τους δείκτες μετοχών και ομολόγων αλλά και αμοιβαίων κεφαλαίων παρουσιάζουν σημαντικά μεγαλύτερες αποδόσεις και μάλιστα σε αρκετές περιπτώσεις με λιγότερο κίνδυνο. Επιπλέον, επιτυγχάνεται η ελαχιστοποίηση του μη συστηματικού κινδύνου λόγω της μη συσχέτισής τους με τις αγορές. Σε αυτό οφείλεται και η αδυναμία πολλών ερευνητών να αποδείξουν ότι κάποιες οικονομικές κρίσεις (υποτίμηση της στερλίνας 1992, κρίση στην Ασία 1997-98) επηρεάστηκαν από τα hedge funds.

Συμπερασματικά, θα μπορούσαμε να πούμε ότι τα hedge funds ενσωματώνουν μια ενδιαφέρουσα πρόκληση αλλά και ένα σημαντικό κίνδυνο. Η δυνατότητα επίτευξης σημαντικών κερδών αντισταθμίζεται από ένα υψηλό ρίσκο. Προκειμένου να αποφευχθούν ενδεχόμενες αυθαιρεσίες και να προστατευθεί καλύτερα το συμφέρον του επενδυτή, θα ήταν σκόπιμη μια περισσότερο ελεγχόμενη ενημέρωση των επίδοξων ή ήδη υπαρχόντων επενδυτών ως προς τη συγκεκριμένη επένδυση.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΗΣ ΤΩΝ ΑΣΕΚΤΩΝ ΤΩΝ HEDGE FUNDS ΠΟΥ
 ΣΥΝΕΒΑΙΝΟΥΝΤΑΙ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΡΕΥΝΑ ΜΑΣ

ΦΥΣΗ ΑΣΕΚΤΩΝ	ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ
Commodity arbitrage	Επένδυση στα υποτιμημένα χρεώματα της αγοράς. Με την επένδυση ένα βέλτο αγοράς από μεσοπρόθεσμα όραση και βέλτο κέρδη στη μεσοπρόθεσμα.
Technical short bias	Επένδυση σε βραχυπρόθεσμα χρεώματα της αγοράς στα υποτιμημένα χρεώματα της αγοράς.
Emerging market	Επένδυση σε μεσοπρόθεσμα χρεώματα της αγοράς στα υποτιμημένα χρεώματα της αγοράς.
Market neutral	Επένδυση σε μεσοπρόθεσμα χρεώματα της αγοράς στα υποτιμημένα χρεώματα της αγοράς.
Event driven	Επένδυση σε μεσοπρόθεσμα χρεώματα της αγοράς στα υποτιμημένα χρεώματα της αγοράς.
Global macro arbitrage	Επένδυση σε μεσοπρόθεσμα χρεώματα της αγοράς στα υποτιμημένα χρεώματα της αγοράς.
Global macro	Επένδυση σε μεσοπρόθεσμα χρεώματα της αγοράς στα υποτιμημένα χρεώματα της αγοράς.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

**ΠΙΝΑΚΑΣ 1: ΕΠΕΞΗΓΗΣΗ ΤΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ ΤΩΝ HEDGE FUNDS ΠΟΥ
ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΗΘΗΚΑΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΡΕΥΝΑ ΜΑΣ**

ΟΝΟΜΑ ΔΕΙΚΤΗ	ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ
Convertible arbitrage	Επενδύει στα μετατρέψιμα χρεόγραφα μιας εταιρίας. Μια τυπική στρατηγική είναι θέση αγοράς στο μετατρέψιμο ομόλογο και θέση πώλησης στη μετοχή της ίδιας εταιρίας
Dedicated short bias	Διατηρεί συνεχώς θέσεις καθαρής πώλησης (net short) στην υποκείμενη αγορά.
Emerging markets	Επενδύσεις σε μετοχές ή χρεόγραφα σταθερού εισοδήματος σε αναδυόμενες αγορές παγκοσμίως
Market neutral	Εκμεταλλεύεται μη αποτελεσματικές χρηματιστηριακές αγορές διατηρώντας ταυτόχρονες θέσεις αγοράς και πώλησης παρόμοιων χαρτοφυλακίων μετοχών της ίδιας χώρας
Event driven	Στρατηγική που βασίζεται σε μετοχές και σκοπεύει να επωφεληθεί από μεταβολές τιμών που προκύπτουν από ένα μη αναμενόμενο εταιρικό γεγονός (συγχώνευση, εξαγορά, μετοχές υπό επιτήρηση, κοκ)
Fixed income arbitrage	Σκοπεύει στην κερδοφορία από διαφορές στις τιμές σχετικών χρεογράφων επιτοκίου
Global macro	Τοποθετήσεις στην παγκόσμια αγορά με γνώμονα τις οικονομικές τάσεις και / ή τα γεγονότα

Πηγή: CSFB / Tremont

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2: ΕΠΕΞΗΓΗΣΗ ΤΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ
ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΠΟΥ ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΗΘΗΚΑΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΡΕΥΝΑ ΜΑΣ**

ΟΝΟΜΑ	ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ
Moody's Value Equity Fund Index	Αποτελείται από μια ομάδα παρόμοιων αμοιβαίων κεφαλαίων, με ισχυρή συσχέτιση και εκτιμώμενο μέσο όρο beta 0.77, ο οποίος κυμαίνεται μεταξύ 0.44 και 0.99 σε σχέση με ένα ευρύ δείκτη αγοράς. Αυτά τα αμοιβαία κεφάλαια κατηγοριοποιούνται με βάση τον επενδυτικό σκοπό τους και την βασική στρατηγική τους και ο δείκτης περιλαμβάνει αμοιβαία κεφάλαια αναπτυξιακά, εισοδήματος και σε μικρότερο βαθμό ισορροπημένα.
Moody's Mid Capitalization Equity Fund Index	Αποτελείται από μια ομάδα αντιφατικών αμοιβαίων κεφαλαίων, που δεν έχουν ισχυρή συσχέτιση με εκτιμώμενο μέσο όρο beta 0.87, ο οποίος κυμαίνεται μεταξύ 0.48 και 1.20 σε σχέση με ένα ευρύ δείκτη αγοράς. Αυτά τα αμοιβαία κεφάλαια κατηγοριοποιούνται με βάση τον επενδυτικό σκοπό τους και την βασική στρατηγική τους και ο δείκτης περιλαμβάνει αμοιβαία κεφάλαια αναπτυξιακά, ειδικά (συγκεκριμένου κλάδου) και σε μικρότερο βαθμό μετοχικά εισοδήματος και αναπτυξιακά εισοδήματος.
Moody's Growth Equity Fund Index	Αποτελείται από μια ομάδα παρόμοιων αμοιβαίων κεφαλαίων, με ισχυρή συσχέτιση και εκτιμώμενο μέσο όρο beta 1.22, ο οποίος κυμαίνεται μεταξύ 0.77 και 1.53 σε σχέση με ένα ευρύ δείκτη αγοράς. Αυτά τα αμοιβαία κεφάλαια κατηγοριοποιούνται με βάση τον επενδυτικό σκοπό τους και την βασική στρατηγική τους και ο δείκτης περιλαμβάνει αμοιβαία κεφάλαια αναπτυξιακά, και σε μικρότερο βαθμό αναπτυξιακά εισοδήματος και επιθετικά αναπτυξιακά.
Moody's Emerging Markets Equity Fund Index	Αποτελείται από μια ομάδα παρόμοιων αμοιβαίων κεφαλαίων, με ισχυρή συσχέτιση και επενδύουν κυρίως σε μετοχές αναπτυσσόμενων χωρών. Ο δείκτης αποτελείται από 43 αμοιβαία κεφάλαια με συνολικό ενεργητικό την 31 Δεκεμβρίου 1999 12,7 δις δολάρια.
Moody's Balanced Equity Fund Index	Αποτελείται από μια ομάδα παρόμοιων αμοιβαίων κεφαλαίων, με ισχυρή συσχέτιση και εκτιμώμενο μέσο όρο beta 0.54, ο οποίος κυμαίνεται μεταξύ 0.24 και 0.71 σε σχέση με ένα ευρύ δείκτη αγοράς. Αυτά τα αμοιβαία κεφάλαια κατηγοριοποιούνται με βάση τον επενδυτικό σκοπό τους και την βασική στρατηγική τους και ο δείκτης περιλαμβάνει αμοιβαία κεφάλαια ισορροπημένα, μικτά και σε μικρότερο βαθμό διεθνή αμοιβαία κεφάλαια διαφόρων χρεογράφων.
Moody's Aggressive Growth Equity Fund Index	Αποτελείται από μια ομάδα παρόμοιων αμοιβαίων κεφαλαίων, με ισχυρή συσχέτιση και εκτιμώμενο μέσο όρο beta 1.41, ο οποίος κυμαίνεται μεταξύ 1.09 και 1.70 σε σχέση με ένα ευρύ δείκτη αγοράς. Αυτά τα αμοιβαία κεφάλαια κατηγοριοποιούνται με βάση τον επενδυτικό σκοπό τους και την βασική στρατηγική τους και ο δείκτης περιλαμβάνει αμοιβαία κεφάλαια μικρής κεφαλαιοποίησης, αναπτυξιακά και επιθετικά αναπτυξιακά.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. "The performance of hedge funds: risk, return and incentives" by C. Ackermann, R. McEnally and D. Ravenscraft, *The Journal of Finance*, June 1998
2. "Performance characteristics of hedge funds and commodity funds: natural vs spurious biases " by W. Fung, D. Hsieh, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, May 2000
3. "Offshore hedge funds: survival and performance 1989-1995" by S. Brown, W. Goetzmann, R. Ibbotson, *Journal of Business*, 1999
4. "Changes in the factor exposures of hedge funds" by R.A. Brealey, E. Kaplanis, *Working paper*, January 2001
5. "On the performance of hedge funds" by B. Liang, *Financial Analysts' Journal*, July / August 1999
6. "Assessing market risk for hedge funds and hedge funds portfolio" by F-S. Lhabitant, *Working paper*, March 2001
7. "Hedge fund performance 1990-2000: Do the "money machines" really add value?" by G.S. Amin, H.M. Cat, *Working paper*, May 2001
8. "Hedge funds with style" by S. Brown, W. Goetzmann, *Working paper*, February 2001
9. "Empirical characteristics of dynamic trading strategies: The case of hedge funds" by W. Fung, D. Hsieh, *The Review of Financial Studies*, 1997
10. "The risk in hedge fund strategies: theory and evidence from trend followers", by W. Fung, D. Hsieh, *The Review of Financial Studies*, Summer 2001
11. "Multi-period performance persistence analysis of hedge funds", by V. Agarwal, N. Naik, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, March 2000
12. "On taking the alternative route: Risks, rewards and performance persistence of hedge funds", by V. Agarwal, N. Naik, *Journal of Alternative Investments*, 2000a
13. "Hedge Funds: Investment and portfolio strategies for the institutional investor" , The Irwin Asset Allocation Series for Institutional Investors, 1995

14. "Do hedge funds disrupt Emerging Markets?" by William Fung, David Hsieh, Konstantinos Tsatsaronis, *The Brookings – Wharton Papers on Financial Services Third Annual Conference*, October 1999
15. Υλικό της Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών για το «Πιστοποιητικό Πωλητών Αμοιβαίων Κεφαλαίων»
16. "Commentary on TASS Asset Flows: January 1994 – September 2001"
17. "The Tremont quarterly review & outlook – 3rd QTR 2001"
18. www.vanhedge.com
19. www.hedgefundindex.com
20. www.magnumfund.com
21. www.tremont.com

Πανεπιστήμιο Πειραιώς