

Εναλλακτικές μορφές επένδυσης:

Η περίπτωση των HEDGE FUNDS

Κωνσταντίνος Π. Ζαχαράκης

Πτυχιούχος του τμήματος

Διεθνών και Ευρωπαϊκών Οικονομικών Σπουδών

του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών

Διπλωματική Εργασία

Υποβληθείσα για το Μεταπτυχιακό Δίπλωμα στη Διοίκηση

Επιχειρήσεων

Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

2006

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Αφιερώνεται στην οικογένειά μου
και στην οικογένεια Γιαννακούλια
για την πολύτιμη βοήθεια
και συμπαράστασή τους.

Εναλλακτικές μορφές επένδυσης:

Η περίπτωση των HEDGE FUNDS

Κωνσταντίνος Π. Ζαχαράκης

Σημαντικοί όροι: εναλλακτικές μορφές επένδυσης, Hedge Funds, Funds of Hedge Funds, αμοιβή διαχείρισης (management fee), αμοιβή κινήτρου (incentive fee), ελάχιστη περίοδος επένδυσης (lock up period), απόδοση αναφοράς (hurdle rate of return), ελάχιστο επίπεδο απόδοσης (high water mark), μόχλευση (leverage), ανοιχτή πώληση (short selling), συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, χρηματοοικονομικά δικαιώματα, LTCM, κύριος χρηματομεσίτης (prime broker), λογαριασμός καλύμματος (margin account), ομόρρυθμη εταιρεία, εταιρεία περιορισμένης ευθύνης, υπεράκτια Hedge Funds (offshore Hedge Funds), διαφοροποίηση κινδύνου, εταιρείες συλλογής και παροχής πληροφοριών (data vendors), survivorship bias, selection bias, instant history bias, multi period sampling bias, liquidation bias, απόλυτη απόδοση (absolute return), Sharpe ratio, ασυμμετρία και κύρτωση της κατανομής των αποδόσεων, Net Asset Value, Value at Risk, πιστωτικός κίνδυνος, κίνδυνος ρευστότητας.

Περίληψη

Τα τελευταία χρόνια οι στάσιμες αποδόσεις στην αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων αποτέλεσαν το κίνητρο για την αναβίωση του επενδυτικού ενδιαφέροντος για τα Hedge Funds. Μεταξύ των εναλλακτικών μορφών επένδυσης, τα Hedge Funds κατέχουν ίσως την σημαντικότερη θέση και περιλαμβάνουν ένα ευρύ φάσμα διαφορετικών στρατηγικών, οι οποίες προσπαθούν να αποφέρουν θετικές αποδόσεις ανεξάρτητα από τις συνθήκες που επικρατούν στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου.

Τα Hedge Funds που οργανώνονται με τη μορφή ομόρρυθμης εταιρείας ή εταιρείας περιορισμένης ευθύνης απευθύνονται σε επενδυτές υψηλού εισοδήματος, οι οποίοι είναι διατεθειμένοι να παραχωρήσουν την πρόσθετη ελευθερία στη διαχείριση που αυτά απαιτούν. Επιπρόσθετα, είναι δομημένα με τρόπο ώστε να εκμεταλλεύονται προς όφελός τους θεσμικά και νομοθετικά «κενά», ενσωματώνοντας ιδιαίτερα πολύπλοκα συστήματα ανταμοιβών διαχείρισης και υπολογισμού της καθαρής αξίας του ενεργητικού τους.

Πηγές πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού όσον αφορά τις αποδόσεις των Hedge Funds αποτελούν εξειδικευμένες εταιρείες συλλογής και παροχής πληροφοριών. Οι εν λόγω εταιρείες παρέχουν - έναντι αμοιβής - τα δεδομένα που συλλέγουν από τους διαχειριστές, στους οποίους δεν επιτρέπεται η δημόσια προβολή των Hedge Funds που εκείνοι διαχειρίζονται. Οι βάσεις δεδομένων που έχουν συγκροτηθεί είναι πολύτιμη πηγή πληροφόρησης, αλλά θα πρέπει το περιεχόμενό τους να αξιολογείται με αρκετή προσοχή, καθώς έχει αποδειχθεί ότι ενσωματώνει ορισμένα είδη μεροληψίας που ευθύνονται για αποκλίσεις από τα πραγματικά χαρακτηριστικά απόδοσης - κινδύνου του δείγματος των Hedge Funds που αυτές περιγράφουν.

Η απόδοση των Hedge Funds στηρίζεται σε μεγάλο βαθμό στην ικανότητα των διαχειριστών τους, οι οποίοι - σε αντίθεση με τον περισσότερο παθητικό ρόλο των διαχειριστών των αμοιβαίων κεφαλαίων - αναλαμβάνουν ιδιαίτερα ενεργό ρόλο καθ' όλη τη διάρκεια του επενδυτικού ορίζοντα. Οι ακολουθούμενες στρατηγικές στηρίζονται σε μεγάλο βαθμό σε ανοιχτές πωλήσεις, χρήση μόχλευσης, χρηματο-οικονομικών δικαιωμάτων και συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης. Κρίσιμης σημασίας είναι οι σχέσεις των Hedge Funds διαχειριστών με τους κύριους χρηματομεσίτες και τα υπόλοιπα μέλη της κοινότητας των χρηματο-οικονομικών μεσαζόντων.

Οι πιο πρόσφατες εξελίξεις στο χώρο των Hedge Funds περιλαμβάνουν τα Funds of Hedge Funds, τα οποία επιτρέπουν την πρόσβαση μικρών επενδυτών στον κόσμο των Hedge Funds, είναι απαλλαγμένα από την ανάγκη ίδιας διαχείρισης και θεωρητικά τουλάχιστον προσφέρουν καλύτερη διαφοροποίηση κινδύνου, η οποία όμως ενέχει και σχετικό κόστος.

Την τελευταία δεκαετία σημαντική είναι η έρευνα που αφορά στην αξιολόγηση των χαρακτηριστικών απόδοσης - κινδύνου των Hedge Funds. Η συμμετοχή τους σε παραδοσιακά χαρτοφυλάκια μετοχών και ομολόγων αυξάνει ξεκάθαρα την προσδοκώμενη απόδοση, μειώνοντας παράλληλα την τυπική απόκλισή τους. Εν τούτοις, τα κλασσικά υποδείγματα αποτίμησης χρειάζονται σημαντικές μετατροπές και επεκτάσεις για να περιγράψουν το δυναμικό τρόπο διαχείρισης των Hedge Funds, καθώς αδυνατούν να περιγράψουν εις ολόκληρο την κατανομή των σχετικών αποδόσεων και να ενσωματώσουν περισσότερο εξεζητημένες-κατηγορίες-κινδύνων.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ	VI
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΕΙΚΟΝΩΝ	VII
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1
1.1 ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΣ ΣΚΟΠΟΣ ΚΑΙ ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ	1
1.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	3
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΤΑΥΤΟΤΗΤΑ ΤΩΝ HEDGE FUNDS & ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ	6
2.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΩΝ HEDGE FUNDS	6
2.2 Η ΘΕΣΗ ΤΩΝ HEDGE FUNDS ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΣΤΕΡΕΩΜΑ	7
2.3 ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΑΝΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ HEDGE FUNDS	9
2.3.1 <i>Επενδυτικός σκοπός</i>	9
2.3.2 <i>Επενδυτικές στρατηγικές</i>	10
2.3.3 <i>Πηγές απόδοσης και κινδύνου</i>	11
2.3.4 <i>Επενδυτική πολιτική</i>	12
2.3.5 <i>Σχέσεις των συναλλασσομένων</i>	13
2.3.6 <i>Ρευστότητα και διαφήμιση</i>	14
2.3.7 <i>Αμοιβές</i>	15
2.4 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ HEDGE FUNDS	16
2.4.1 <i>Ίδρυτής και πρωτοπόροι των Hedge Funds</i>	16
2.4.2 <i>Η πορεία των Hedge Funds από την δεκαετία του 1950</i>	19
2.4.3 <i>Η περίπτωση του Long Term Capital Management</i>	22

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ, ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ, ΟΡΓΑΝΩΤΙΚΕΣ ΔΟΜΕΣ ΚΑΙ ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΝΤΕΣ ΣΤΑ HEDGE FUNDS _____ 25

3.1	ΤΟ ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΤΩΝ HEDGE FUNDS _____	25
3.2	ΤΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ HEDGE FUNDS _____	34
3.2.1	Ύψος συμμετοχής επενδυτών <i>sophisticated costumers</i> _____	34
3.2.2	Ελάχιστη διάρκεια επένδυσης _____	35
3.2.3	Προμήθεια διαχείρισης _____	36
3.2.4	Προμήθεια κινήτρου _____	37
3.2.5	Απόδοση αναφοράς _____	38
3.2.6	Ελάχιστο επίπεδο απόδοσης _____	39
3.2.7	Κριτική στο σύστημα ανταμοιβής των <i>Hedge Funds</i> _____	39
3.3	ΟΡΓΑΝΩΤΙΚΕΣ ΔΟΜΕΣ ΤΩΝ HEDGE FUNDS _____	40
3.3.1	Ομόρρυθμη εταιρεία - <i>Limited Partnerships (LPs)</i> _____	41
3.3.2	Εταιρεία περιορισμένης ευθύνης - <i>Limited Liability Companies (LLCs)</i> _____	42
3.3.3	Υπεράκτια <i>Hedge Funds</i> _____	43
3.4	ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΤΩΝ HEDGE FUNDS - NET ASSET VALUE (NAV) _____	44
3.4.1	<i>Equalization Shares Approach</i> _____	46
3.4.2	<i>Equalization / Depreciation Deposit Approach</i> _____	47
3.4.3	<i>Multiple Series of Shares</i> _____	48
3.5	ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΝΤΕΣ _____	49

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΒΑΣΕΙΣ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ - ΔΕΙΚΤΕΣ ΤΩΝ HEDGE FUNDS _____ 53

4.1	ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΣΥΛΛΟΓΗΣ ΚΑΙ ΠΑΡΟΧΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ _____	53
4.2	ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΣΤΗ ΣΥΛΛΟΓΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ _____	55
4.2.1	<i>Survivorship bias</i> _____	57
4.2.2	<i>Selection bias</i> _____	61
4.2.3	<i>Instant history bias</i> _____	62
4.2.4	<i>Multi-period sampling bias</i> _____	63

42.5	<i>Liquidation bias</i>	64
4.3	FUNDS OF HEDGE FUNDS: ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΩΝ ΜΕΡΟΛΗΨΙΑΣ	64
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΕΡΓΑΛΕΙΑ ΣΤΑ ΧΕΡΙΑ ΤΩΝ HEDGE FUNDS MANAGERS		67
5.1	MARGIN TRADING AND LEVERAGE	67
5.1.1	<i>Buying on margin</i>	67
5.1.2	<i>Margin call</i>	69
5.1.3	<i>Πλεονεκτήματα μόχλευσης</i>	71
5.1.4	<i>Μειονεκτήματα μόχλευσης</i>	72
5.2	ΑΝΟΙΧΤΗ ΠΩΛΗΣΗ	73
5.2.1	<i>Λόγοι εφαρμογής ανοιχτής πώλησης</i>	75
5.2.2	<i>Μειονεκτήματα της ανοιχτής πώλησης</i>	76
5.2.3	<i>Κριτική της ανοιχτής πώλησης</i>	77
5.3	ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ	78
5.3.1	<i>Λόγοι χρήσης δικαιωμάτων</i>	79
5.4	ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ	81
5.4.1	<i>Λόγοι χρήσης συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης</i>	83
5.4.2	<i>Συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και μόχλευση</i>	83
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΟΙ ΔΗΜΟΦΙΛΕΣΤΕΡΕΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΤΩΝ HEDGE FUNDS		85
6.1	LONG / SHORT EQUITY	87
6.1.1	<i>Οι αποδόσεις σε ένα long / short equity Hedge Fund</i>	88
6.1.2	<i>Οι κίνδυνοι και τα προβλήματα σε ένα long / short equity hedge fund</i>	90
6.2	SHORT SELLERS	92
6.3	MARKET NEUTRAL	93
6.4	CONVERTIBLE ARBITRAGE Η CONVERTIBLE HEDGING	95
6.4.1	<i>Οι κίνδυνοι στα convertible arbitrage Hedge Funds</i>	97
6.5	FIXED INCOME ARBITRAGE	102

Εναλλακτικές μορφές επένδυσης: Η περίπτωση των Hedge Funds

6.5.1	<i>Κίνδυνοι των fixed income arbitrage Hedge Funds</i>	104
6.5.2	<i>Ευκαιρίες για fixed income arbitrage</i>	106
6.6	STATISTICAL ARBITRAGE	108
6.7	MERGER ARBITRAGE Η RISK ARBITRAGE	109
6.7.1	<i>Κίνδυνοι των merger arbitrage Hedge Funds</i>	112
6.8	DISTRESSED SECURITIES	114
6.8.1	<i>Κίνδυνοι στα distressed securities Hedge Funds</i>	117
6.9	GLOBAL MACRO	118
6.10	COMMODITY TRADING ADVISORS	121
6.11	EMERGING MARKETS	123
6.11.1	<i>Emerging markets Hedge Funds και ρευστότητα</i>	125
6.11.2	<i>Αποσταθεροποιητικός ο ρόλος των emerging markets Hedge Funds?</i>	126

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΕΜΦΑΝΙΣΗ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΩΝ FUNDS OF HEDGE FUNDS 129

7.1	ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΤΑ FUNDS OF HEDGE FUNDS	129
7.2	ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ FUNDS OF HEDGE FUNDS	131
7.2.1	<i>Αποτελεσματικότερη διαφοροποίηση κινδύνου</i>	131
7.2.2	<i>Προσθή επένδυση και εύκολη πρόσβαση</i>	133
7.2.3	<i>Επδέξια διαχείριση</i>	133
7.2.4	<i>Διαφάνεια</i>	134
7.3	ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ FUNDS OF HEDGE FUNDS	134
7.3.1	<i>Πρόσθετες επιβαρύνσεις για τον επενδυτή</i>	134
7.3.2	<i>Προβλήματα ρευστότητας</i>	136
7.3.3	<i>Ελλιπής έλεγχος</i>	137
7.3.4	<i>Συνέπειες αντικατάστασης μη αποδοτικών διαχειριστών</i>	138
7.3.5	<i>Δυσμενείς συνθήκες φορολόγησης</i>	139
7.4	ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΠΟΥ ΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ ΠΡΕΠΕΙ ΝΑ ΛΑΜΒΑΝΟΥΝ ΥΠ' ΟΨΗΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΕΠΙΛΟΓΗ ΕΝΟΣ FUND OF HEDGE FUNDS	139

Εναλλακτικές μορφές επένδυσης: Η περίπτωση των Hedge Funds

7.5	ΕΞΑΙΡΕΤΙΚΩΣ ΕΠΥΗΜΕΝΑ FUNDS OF HEDGE FUNDS	140
7.5.1	<i>Vanilla option structure</i>	142
7.5.2	<i>Knock-out structure</i>	142
7.5.3	<i>Barrier option structure</i>	143
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ HEDGE FUNDS – ΟΦΕΛΗ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ		146
8.1	ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΩΝ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΩΝ ΜΟΡΦΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ	147
8.2	ΔΥΣΚΟΛΙΕΣ ΣΤΗΝ ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΤΩΝ HEDGE FUNDS	151
8.2.1	<i>Πιστωτικός κίνδυνος και κίνδυνος ρευστότητας</i>	155
8.2.2	<i>Δείκτες σύγκρισης</i>	158
8.2.3	<i>Μεροληψία στις βάσεις δεδομένων</i>	160
8.2.4	<i>Δυναμικές και μη γραμμικές διαστάσεις των αποδόσεων</i>	161
8.3	ΑΝΤΙΓΡΑΦΗ ΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΤΩΝ HEDGE FUNDS ΧΩΡΙΣ HEDGE FUNDS	169
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ		172
9.1	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	172
9.2	ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΟ ΕΡΕΥΝΑ	182
ΠΗΓΕΣ		188

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Επιθυμώ να εκφράσω τις θερμές μου ευχαριστίες στον καθηγητή του Μεταπτυχιακού Προγράμματος στη Διοίκηση των Επιχειρήσεων και επιβλέποντα της διπλωματικής μου εργασίας, κύριο Γεώργιο Αρτίκη, ο οποίος μου παρείχε σημαντικές γνώσεις για την χρηματοοικονομική διοίκηση των επιχειρήσεων. Η πολύτιμη γνώση και μακρόχρονη εμπειρία του συνέβαλλαν στον εμπλουτισμό του επιστημονικού μου υποβάθρου, στοιχείο που αποδείχθηκε καθοριστικής σημασίας για τη συγγραφή της παρούσης εργασίας. Τέλος, θα ήθελα να τον ευχαριστήσω ιδιαίτερα για την κατανόησή του απέναντι στις επιφυλάξεις μου και τη διάθεσή του για ουσιαστική συνεργασία καθ' όλη τη διάρκεια της συγγραφής.

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΕΙΚΟΝΩΝ

ΕΙΚΟΝΑ 2.1: Ορίζοντας επενδυτικών ευκαιριών	8
ΕΙΚΟΝΑ 6.1: Οι στρατηγικές των Hedge Funds	87
ΕΙΚΟΝΑ 7.1: Δομή των Funds of Hedge Funds	133
ΕΙΚΟΝΑ 8.1: Αλληλεπίδραση κινδύνων στα Hedge Funds	156

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 Αντικειμενικός σκοπός και χρησιμότητα

Είναι ευρέως αποδεκτό ότι τα τελευταία χρόνια η συχνότητα ενασχόλησης του ειδικού τύπου, ακόμα και στη χώρα μας, με τα Hedge Funds συνεχώς μεγαλώνει. Τα Hedge Funds δείχνουν να βρίσκονται και πάλι στο προσκήνιο του διεθνούς χρηματοοικονομικού ενδιαφέροντος, άλλοτε εισπράττοντας θετικά σχόλια για τις ευεργετικές και ιδιοφυείς τους πρακτικές και άλλοτε κάτω από δριμεία κριτική για τον έντονα φερόμενο κερδοσκοπικό και αποσταθεροποιητικό τους χαρακτήρα.

Τα Hedge Funds και η σύγχρονη μορφή τους αποτελούν αντικείμενο ενδιαφέροντος για ολόκληρο το χρηματοοικονομικό σύστημα, όλες τις κατηγορίες επενδυτών και την ακαδημαϊκή κοινότητα και για αυτό είναι επιτακτική η ανάγκη για προσεκτικότερη μελέτη τους.

Τα Hedge Funds δεν είναι κάποιο νέο περιουσιακό στοιχείο, ούτε κάποια συγκεκριμένη στρατηγική. Όσοι εμπλέκονται σε συναφείς συναλλαγές δεν καυχούνται ότι εφηύραν εκ νέου την επιστήμη της χρηματοοικονομικής, γιατί απλά όλες οι διεργασίες / μέθοδοι και τα συμμετέχοντα περιουσιακά στοιχεία που αξιοποιούνται από τα Hedge Funds είναι λίγο πολύ γνωστά. Το διαφορετικό στοιχείο που εισάγουν τα Hedge Funds είναι ότι τολμούν να

συνδυάσουν όλα τα παραπάνω μεταξύ τους, με διάφορους τρόπους, και σε διαφορετική έκταση, λαμβάνοντας ενεργό ρόλο που να υποστηρίζει συγκεκριμένη άποψη για την έκβαση των γεγονότων προς μία κατεύθυνση, πηγαίνοντας καμία φορά και κόντρα στο ρεύμα και αμφισβητώντας κατά κάποιον τρόπο τις παγιωμένες και αξιωματικές παραδοχές της σύγχρονης χρηματοοικονομικής θεωρίας.

Εδώ έγκεινται και οι αντικρουόμενες απόψεις για τα Hedge Funds. Όμως είναι επιπόλαιο να υιοθετείται η μία ή η άλλη άποψη δογματικά, δίχως παραπέρα διερεύνηση. Άλλωστε τα ιστορικά στοιχεία που είναι διαθέσιμα φανερώνουν έντονες κυκλικές διακυμάνσεις ενώ έχουν υπάρξει και καλές και κακές περίοδοι στη ζωή όλων των περιουσιακών στοιχείων και όλων των διαδεδομένων επενδυτικών στρατηγικών, και είναι πολύ δύσκολο για κάποιον, όσο καλές επιδόσεις και να έχει σημειώσει στο παρελθόν να ενεργεί συνεχώς με τρόπο «σωστό», επωφελή, κερδοφόρο. Αν αυτό συνέβαινε, προφανώς μετά από κάποιο σημείο δε θα μπορούσε να βρει αντισυμβαλλόμενους διατεθειμένους να προβούν σε συναλλαγές μαζί του.

Τα Hedge Funds θα έπρεπε να είναι ένα πολύ σημαντικό κεφάλαιο για όσους λαμβάνουν αποφάσεις επενδύσεων ή / και χρηματοδοτήσεων, ακριβώς, γιατί από μόνα τους αποτελούν σύνθεση όλων των επιμέρους θεμάτων που εντάσσονται σε αυτό που ονομάζουμε σήμερα χρηματοοικονομική επιστήμη. Συνεπώς, η καλύτερη γνώση τους οδηγεί σε καλύτερη κατανόηση της εν λόγω επιστήμης και μπορεί να αποτελέσει ένα από τα κλειδιά για την παραπέρα ανάπτυξή της.

Η παρούσα εισαγωγή σκόπιμα αφαιρετική, έχει την πρόθεση να προκαλέσει το ενδιαφέρον σε όσους για πρώτη φορά συναντούν τον όρο Hedge Funds, να ερευνησουν σταδιακά και να γνωρίσουν μέσα από τα επόμενα κεφάλαια την εναλλακτική αυτή μορφή επένδυσης. Για όσους δε, ήδη γνωρίζουν, η εισαγωγή αυτή, σκοπό έχει να δώσει τον απαραίτητο χρόνο να επεξεργαστούν σύντομα τις μέχρι τώρα γνώσεις τους και να τους οδηγήσει στην ανάγνωση των κεφαλαίων που ακολουθούν, ώστε να εξακριβώσουν αν αυτές επαληθεύονται ή διαφοροποιούνται.

1.2 Μεθοδολογία και διάρθρωση εργασίας

Στα κεφάλαια της παρούσας εργασίας γίνεται μία βιβλιογραφική και αρθρογραφική έρευνα αναφορικά με την εναλλακτική μορφή επένδυσης, τα Hedge Funds.

Πιο συγκεκριμένα, στο 2^ο κεφάλαιο δίνεται ο ορισμός των Hedge Funds, περιγράφεται η θέση τους στο χρηματο-οικονομικό στερέωμα, οι διαφορές από τα αμοιβαία κεφάλαια και δίνονται ορισμένα σημαντικά ιστορικά στοιχεία. Στο 3^ο κεφάλαιο, περιγράφεται το νομικό πλαίσιο λειτουργίας των Hedge Funds και τα λειτουργικά τους χαρακτηριστικά. Επιπλέον, αναφέρονται οι υπάρχουσες οργανωτικές δομές, οι συμμετέχοντες στις εν λόγω διαδικασίες και οι διαφορετικοί τρόποι εκτίμησης της καθαρής αξίας του ενεργητικού των Hedge Funds.

Στο κεφάλαιο που ακολουθεί, εξετάζονται οι εταιρείες συλλογής και παροχής πληροφοριών σχετικών με τις αποδόσεις και τον κίνδυνο που ενέχουν τα Hedge Funds καθώς και οι λόγοι για τους οποίους τα εν λόγω δεδομένα δεν είναι απολύτως αξιόπιστα. Τέλος, γίνεται αναφορά στον τρόπο με τον οποίο τα Funds of Hedge Funds συμβάλλουν στον περιορισμό των προβλημάτων μεροληψίας.

Στο 5^ο κεφάλαιο, αναλύονται τα βασικότερα και σημαντικότερα εργαλεία που έχουν στη διάθεσή τους οι διαχειριστές των Hedge Funds, όπως είναι η μόχλευση, οι ανοιχτές πωλήσεις, τα χρηματο-οικονομικά δικαιώματα και τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και δίνονται σχετικά παραδείγματα. Στο κεφάλαιο που ακολουθεί, περιγράφονται οι έντεκα πιο διαδεδομένες Hedge Funds στρατηγικές, οι οποίες κατηγοριοποιούνται σε τέσσερις βασικές ομάδες, οι πηγές απόδοσής τους και οι ενυπάρχοντες κίνδυνοι.

Στο 7^ο κεφάλαιο, παρουσιάζονται λεπτομερώς τα Funds of Hedge Funds ως εναλλακτική πρόταση για τους επενδυτές που έλκονται από τις αποδόσεις των Hedge Funds. Πιο συγκεκριμένα, γίνεται ανάλυση των πλεονεκτημάτων και των μειονεκτημάτων τους και επισημαίνονται στοιχεία που θα πρέπει να λαμβάνονται υπ' όψιν κατά την επιλογή τους. Επιπλέον, παρέχονται στοιχεία για τις περισσότερο σύγχρονες και σύνθετες μορφές των εξαιρετικώς εγγυημένων Funds of Hedge Funds που αναλαμβάνουν να προσφέρουν τις αποδόσεις των Hedge Funds με ακόμη χαμηλότερα επίπεδα κινδύνου για τον επενδυτή.

Στο 8^ο κεφάλαιο, επισημαίνονται τα πλεονεκτήματα της εναλλακτικής αυτής μορφής επένδυσης καθώς και οι δυσκολίες που ανακύπτουν κατά την εκτίμηση του κινδύνου τους. Τέλος, στο 9^ο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα συμπεράσματα της παρούσας εργασίας και εκτίθενται οι προτάσεις για περαιτέρω έρευνα.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΤΑΥΤΟΤΗΤΑ & ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΤΩΝ HEDGE FUNDS

2.1 Ορισμός των Hedge Funds

Το να δοθεί ένας απόλυτος ορισμός για τα Hedge Funds είναι κάτι πολύ δύσκολο, καθώς όπως θα φανεί και από την παρούσα εργασία, χαρακτηρίζονται από ένα πολύ ευρύ και ανομοιογενές πεδίο δραστηριοποίησης. Ενώ έχουν δοθεί πολλοί και διαφορετικοί ορισμοί, οι περισσότεροι από αυτούς συγκλίνουν στα ακόλουθα.

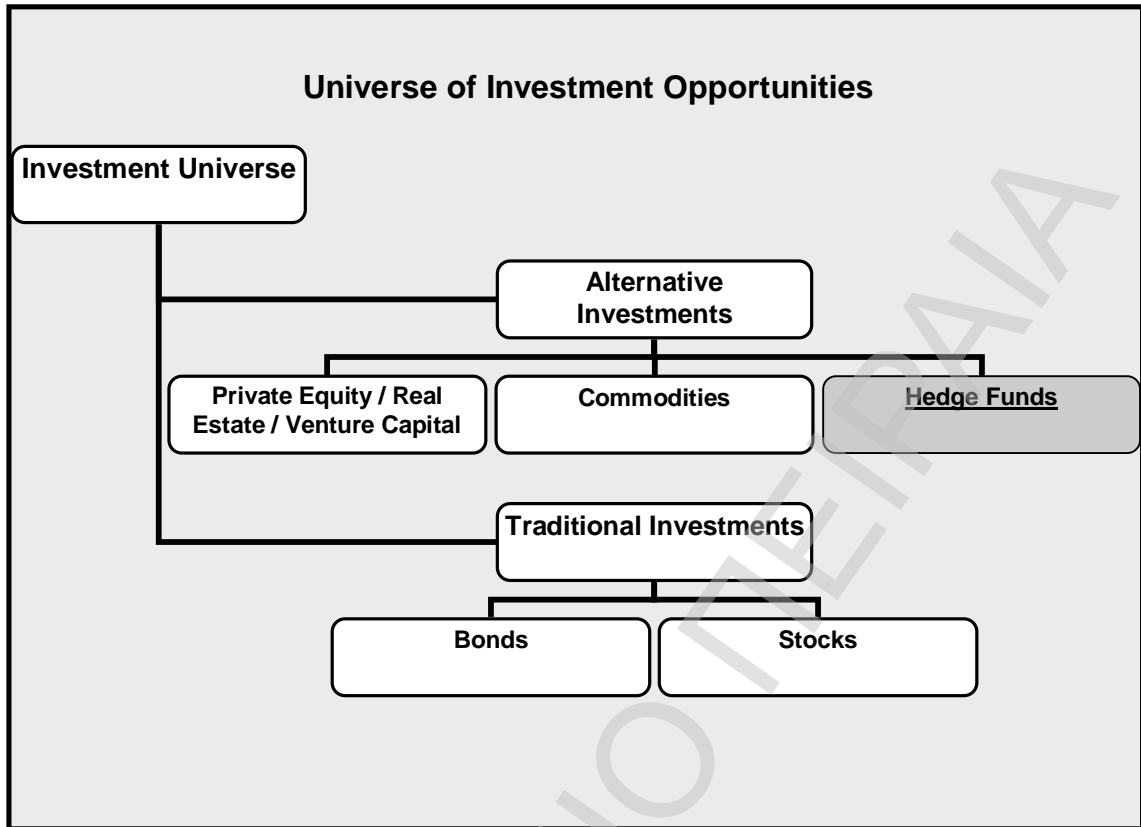
Ως Hedge Fund μπορούμε να χαρακτηρίσουμε μια εταιρεία επενδύσεων που έχει συσταθεί και διοικείται από επαγγελματίες του χώρου, με σκοπό τη συγκέντρωση - από περιορισμένο αριθμό επενδυτών - ποσών προς επένδυση. Εξαιτίας του ιδιωτικού τους χαρακτήρα, συνήθως έχουν τη μορφή εταιρείας περιορισμένης ευθύνης, τα Hedge Funds έχουν λιγότερους περιορισμούς στη χρήση μόχλευσης, ανοιχτών πωλήσεων, συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων, σε σχέση με άλλους περισσότερο τυποποιημένους και αυστηρότερα θεσμοθετημένους επενδυτικούς φορείς, όπως π.χ. τα αμοιβαία κεφάλαια (Amin, Kat 2002). Κάτι τέτοιο έχει ως αποτέλεσμα την ανάπτυξη στρατηγικών πολύ διαφορετικών από εκείνες που αποκλείουν τη χρήση μόχλευσης και που έχουν αυστηρά μακροπρόθεσμο προσανατολισμό.

Το πιο κοινό χαρακτηριστικό γνώρισμα των Hedge Funds είναι ότι οι αποδόσεις τους σε ένα σημαντικό βαθμό φαίνεται να είναι ανεξάρτητες από τις γενικότερες αποδόσεις της αγοράς. Τα Hedge Funds συχνά αναφέρονται ως επενδυτικά εργαλεία «απόλυτης απόδοσης» για να εκφράσουν αυτή ακριβώς την ανεξαρτησία.

2.2 Η θέση των Hedge Funds στο χρηματοοικονομικό στερέωμα

Για την καλύτερη κατανόηση των Hedge Funds, του ρόλου και των προθέσεων τους πρέπει πρώτα να γίνει η ταυτοποίησή τους. Πρέπει επομένως να γίνει διάκριση ανάμεσα στις παραδοσιακές και τις εναλλακτικές μορφές επενδύσεων. Οι πρώτες περιλαμβάνουν τις μακροπρόθεσμες θέσεις των επενδυτών σε μετοχές και ομόλογα, και είναι λίγο - πολύ ευρύτερα γνωστές. Όταν συνδυάζονται σχηματίζουν το χαρτοφυλάκιο της αγοράς και κατά ένα πολύ σημαντικό ποσοστό επηρεάζονται από τις γενικότερες κινήσεις της αγοράς.

Στις εναλλακτικές μορφές επένδυσης συγκαταλέγονται εκείνες οι επενδύσεις, οι αποδόσεις των οποίων γίνεται προσπάθεια να προκύψουν σε ένα μεγάλο βαθμό με τρόπο που να μη συσχετίζονται με τις αποδόσεις της αγοράς (Cheever, Keery 2002). Οι πιο διαδεδομένες εναλλακτικές μορφές επένδυσης είναι τα Private Equity Funds, τα Leverage Buyout Funds, τα Venture Capital Funds, επενδύσεις ακίνητης περιουσίας, διάφορα εμπορεύματα (π.χ. χρυσός, ξυλεία, πετρέλαιο και φυσικό αέριο) και φυσικά τα Hedge Funds.



ΕΙΚΟΝΑ 2.1: Ορίζοντας επενδυτικών ευκαιριών

Ένας εύκολος τρόπος διάκρισης μεταξύ των εναλλακτικών μορφών επένδυσης είναι η αναφορά στο βαθμό ρευστότητάς τους (Schneeweis, Georgiev 2002). Οι επενδυτικές ενώσεις, όπως εκείνες που αντικείμενό τους είναι διάφορα προϊόντα ή τα Leverage Buyout Funds, δεν επιτρέπουν ρευστοποιήσεις. Αντίθετα, τα Hedge Funds επιτρέπουν περιοδικές ρευστοποιήσεις, που όμως είναι πολύ πιο σπάνιες από τις αντίστοιχες των παραδοσιακών μορφών επένδυσης.

2.3 Διάκριση αμοιβαίων κεφαλαίων και Hedge Funds

Πολύ συχνά συγχέονται τα Hedge Funds με τα αμοιβαία κεφάλαια (Mutual Funds) τόσο, γιατί πολλές φορές χρησιμοποιούνται παρόμοια μέτρα εκτίμησης της απόδοσης και του κινδύνου τους, όσο και γιατί τα Hedge Funds συχνά χρησιμοποιούν στις διάφορες στρατηγικές τους πληθώρα γνωστών μετοχών και ομολόγων. Οι βασικότερες διαφορές εντοπίζονται στον επενδυτικό σκοπό, την ακολουθούμενη στρατηγική, τις κύριες πηγές απόδοσης και κινδύνου, την επενδυτική πολιτική, τη ρευστότητα, τη διαφήμιση στο επενδυτικό κοινό, τις σχέσεις των συναλλασσομένων και τις αμοιβές, και περιγράφονται σύντομα παρακάτω (<http://www.offshore-library.com/Mutualvhedge.htm>, <http://www.hedgefundprofiler.com/hf2.htm>).

2.3.1 Επενδυτικός σκοπός

Οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων και εκείνοι των Hedge Funds σκοπό έχουν να αυξήσουν την αξία των επενδυμένων κεφαλαίων των επενδυτών. Οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων σε μετοχές δραστηριοποιούνται επενδύοντας σε μετοχές σε μακροχρόνιο ορίζοντα. Για αυτούς, ο σκοπός τους θα έχει επιτευχθεί αν η τελική τους απόδοση ξεπεράσει μια συγκεκριμένη απόδοση - στόχο. Στόχοι αποτελούν οι αποδόσεις των ανταγωνιστών διαχειριστών που ακολουθούν παρόμοια τακτική επένδυσης (π.χ. μικρής / μεγάλης κεφαλαιοποίησης μετοχές) και η απόδοση κάποιου συγκεκριμένου δείκτη (π.χ. S&P 500). Αυτοί οι δείκτες – στόχοι, συχνά αναφέρονται ως passive benchmarks. Αν ο διαχειριστής καταφέρει να σχηματίσει αποδόσεις ανώτερες

από το χρησιμοποιούμενο ως benchmark δείκτη τότε έχει κάνει καλή δουλειά. Ακόμη και στην περίπτωση που ο διαχειριστής σημειώνει αρνητικές αποδόσεις, αν οι αντίστοιχες αποδόσεις του benchmark δείκτη είναι χειρότερες, ο εν λόγω διαχειριστής έχει επιτύχει το σκοπό του. Επομένως, γίνεται εδώ αντιληπτό ότι ο διαχειριστής του αμοιβαίου κεφαλαίου προσπαθεί να πετύχει καλή σχετική απόδοση.

Αντίθετα, ο διαχειριστής ενός Hedge Fund ενδιαφέρεται μόνο για την απόλυτη θετική απόδοση, κάτι που είναι εντελώς διαφορετικό από το να προσπαθεί να υπερκεράσει ένα benchmark δείκτη. Ακόμη και στην περίπτωση των Hedge Funds που υιοθετούν κάποιο benchmark αυτό συνήθως είναι κάποιο βραχυπρόθεσμο επιτόκιο (π.χ. το LIBOR), οπότε ο διαχειριστής και σε αυτή την περίπτωση προσπαθεί για θετικές αποδόσεις.

Όλοι οι αγοραίοι δείκτες που χρησιμοποιούνται ως benchmark είναι άλλοτε θετικοί και άλλοτε αρνητικοί. Οι διαχειριστές των Hedge Funds επιδιώκουν αποδόσεις ανεξάρτητες από το πώς συμπεριφέρεται η αγορά. Σκοπός τους είναι να προσφέρουν αποδόσεις που να έχουν μικρή συσχέτιση με τις αγορές ομολόγων και μετοχών.

2.3.2 Επενδυτικές στρατηγικές

Στην περίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων, ο διαχειριστής πρέπει να διαλέξει τις σωστές μετοχές, ώστε το αμοιβαίο κεφάλαιο να αποδώσει καλύτερα των ανταγωνιστικών του και να ξεπεράσει το benchmark δείκτη. Τα αμοιβαία

κεφάλαια όμως βρίσκονται κάτω από την εποπτεία μιας αρμόδιας επιτροπής κεφαλαιαγοράς (π.χ. SEC) η οποία θέτει κανόνες και περιορισμούς που πρέπει να τηρούνται από όσους δραστηριοποιούνται στη συγκεκριμένη αγορά. Οι πιο σημαντικοί περιορισμοί έχουν να κάνουν με τη μόχλευση, την ανοιχτή πώληση και την εκτεταμένη χρήση παράγωγων προϊόντων.

Αντίθετα οι παραπάνω περιορισμοί δεν υφίστανται για τους διαχειριστές των Hedge Funds, οι οποίοι κάνουν εκτεταμένη χρήση των παραπάνω εργαλείων. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα τα αμοιβαία κεφάλαια να διατυπώνουν τους επενδυτικούς τους στόχους σε ένα πολύ πιο περιορισμένο και σαφέστερα διατυπωμένο πλαίσιο, σε σχέση με τους διαχειριστές των Hedge Funds.

Η εποπτεία των αμοιβαίων κεφαλαίων και οι περιορισμοί από τις αρμόδιες αρχές δε συνεπάγονται αυτόματα ότι είναι ελεύθερα κινδύνου και ότι αντίθετα τα Hedge Funds είναι πολύ επικίνδυνα. Είναι δυνατό να κατασκευαστούν χαρτοφυλάκια μετοχών πλήρως συμβατά με τους περιορισμούς των αρμόδιων εποπτικών αρχών, όπως είναι επίσης δυνατό να υπάρξουν Hedge Funds των οποίων οι διαχειριστές να κάνουν συνετή χρήση της ελευθερίας και των εκτεταμένων μέσων που διαθέτουν για να συναλλάσσονται, ώστε να κρατήσουν τα επίπεδα του αναλαμβανόμενου κινδύνου σε λογικά επίπεδα.

2.3.3 Πηγές απόδοσης και κινδύνου

Η απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων εξαρτάται από:

- την απόδοση της αγοράς στην οποία δραστηριοποιούνται,

- την κατατομή επένδυσης του αντίστοιχου διαχειριστή και,
- από την ικανότητα του διαχειριστή.

Από τους τρεις αυτούς παράγοντες, ο σημαντικότερος είναι η γενικότερη απόδοση της αγοράς.

Για το διαχειριστή ενός Hedge Fund ο πρώτος παράγοντας δεν ισχύει, αφού έχει την ευχέρεια να λαμβάνει εξίσου αγοράς (Long) και ανοιχτής πώλησης (Short) θέσεις. Μπορούν δηλαδή να «στοιχηματίζουν» είτε σε ανοδική, είτε σε καθοδική πορεία των αγορών. Οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων δε μπορούν να επιλέξουν ανάμεσα στα δύο. Η δουλειά τους είναι να λαμβάνουν θέσεις αγοράς (Long).

2.3.4 Επενδυτική πολιτική

Συνήθως το μέγεθος των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι πολύ μεγαλύτερο από το αντίστοιχο των Hedge Funds. Τα χαρτοφυλάκια που απαρτίζονται από Hedge Funds είναι συνήθως μικρότερα από τα χαρτοφυλάκια των αμοιβαίων κεφαλαίων, όπως και οι εταιρείες Hedge Funds είναι μικρότερες από τις αντίστοιχες εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων.

Το μικρό μέγεθος των Hedge Funds τους επιτρέπει να συναλλάσσονται με μεγαλύτερη ευελιξία και να παίρνουν θέσεις εκμεταλλευόμενα και τις πιο μικρές ευκαιρίες που μπορεί να παρουσιαστούν. Κάτι τέτοιο είναι αδύνατο για τα αμοιβαία κεφάλαια, δεδομένου του μεγέθους τους. Μια ακόμη διαφορά στα σχετικά μεγέθη, αφορά και την ισχύουσα δομή. Στα Hedge Funds η δομή είναι

πιο επίπεδη και χτισμένη γύρω από ελάχιστα πρόσωπα – κλειδιά που είναι εφικτό να παρακολουθούν τις εξελίξεις πιο αποτελεσματικά και να αντιδρούν σε νέες πληροφορίες με αμεσότητα. Αντίθετα η δομή των περισσότερων αμοιβαίων κεφαλαίων είναι πιο δύσκαμπτη και σύνθετη, και περιλαμβάνει πολλά επίπεδα ιεραρχίας, αφού τις περισσότερες φορές υπάγονται σε μεγάλες τράπεζες και ασφαλιστικούς οργανισμούς.

2.3.5 Σχέσεις των συναλλασσομένων

Στην περίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων οι επενδυτές στην ουσία προσλαμβάνουν κάποιον για να διαχειριστεί τα χρήματά τους. Στην περίπτωση των Hedge Funds οι επενδυτές επιλέγουν να εισέλθουν μαζί με το διαχειριστή σε μια κοινοπραξία στην οποία όλοι είναι συμμετοχοί επενδυτές. Στην περίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων δηλαδή οι διαχειριστές δεν είναι υποχρεωμένοι να δεσμεύσουν οποιοδήποτε μέρος της περιουσίας τους στο αμοιβαίο κεφάλαιο που διευθύνουν, ενώ αντίθετα οι διαχειριστές των Hedge Funds υποχρεούνται να δεσμεύσουν σημαντικό τμήμα της προσωπικής τους περιουσίας στο Hedge Fund που διευθύνουν. Κάτι τέτοιο αποτελεί μια μορφή εγγύησης ότι ο διαχειριστής του Hedge Fund δε θα αναλάβει υπερβολικό κίνδυνο με την προσδοκία μικρής πιθανότητας για υψηλή απόδοση, αφού κάτι τέτοιο θα είχε άμεσο αρνητικό αντίκτυπο και για τον ίδιο.

2.3.6 Ρευστότητα και διαφήμιση

Τα αμοιβαία κεφάλαια αποδέχονται τους περιορισμούς από την εκάστοτε εποπτική αρχή, έτσι ώστε σε αντάλλαγμα να μπορούν άνετα να προβάλλονται στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Τα αμοιβαία κεφάλαια προσφέρουν απεριόριστη ρευστότητα και οι επενδυτές μπορούν να επενδύουν ή να αποσύρουν τα χρήματά τους σε καθημερινή βάση.

Οι περιορισμοί σε πρακτικές όπως η μόχλευση, η ανοιχτή πώληση και οι επενδύσεις σε μη εύκολα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία, εξασφαλίζουν τη μέγιστη δυνατή ρευστότητα και προσφέρουν ένα βαθμό προστασίας στους επενδυτές.

Για το διαχειριστή ενός Hedge Fund ισχύουν ακριβώς τα αντίθετα όσον αφορά τη ρευστότητα και τη διαφήμιση. Οι επιτρεπόμενες ρευστοποιήσεις μπορεί να είναι και μόλις μία φορά το χρόνο για ορισμένα Hedge Funds. Από την άλλη όμως ο εν λόγω διαχειριστής έχει απεριόριστη διακριτική ευχέρεια να χρησιμοποιήσει όλες εκείνες τις μεθόδους και πρακτικές που απαγορεύεται να χρησιμοποιήσουν τα αμοιβαία κεφάλαια.

Όσον αφορά τη διαφήμιση, τα Hedge Funds δεν είναι προσβάσιμα στο ευρύ επενδυτικό κοινό και οι διαχειριστές τους προσπαθούν να προσελκύσουν μια μικρή ομάδα πολύ ευκατάστατων ιδιωτών ή κάποια ιδρύματα που να ικανοποιούν τις προϋποθέσεις τους σε καταβαλλόμενο κεφάλαιο.

2.3.7 Αμοιβές

Στα περισσότερα αμοιβαία κεφάλαια οι διαχειριστές αμείβονται με ένα ποσοστό επί των συνολικών κεφαλαίων. Αυτό το ποσοστό μπορεί να είναι της τάξης του 1% ή 0,5% των συνολικών επενδυμένων κεφαλαίων. Κάτι τέτοιο, δεδομένου του σταθερού κόστους λειτουργίας ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, ευνοεί τους διαχειριστές των μεγάλων σε μέγεθος αμοιβαίων κεφαλαίων, των οποίων η αμοιβή θα μεγαλώνει καθώς θα αυξάνουν τα κεφάλαια υπό διαχείριση. Μπορούμε επομένως να πούμε ότι η ισχύουσα δομή αμοιβών για τα αμοιβαία κεφάλαια αποζημιώνει περισσότερο τη συγκέντρωση κεφαλαίων, παρά την επίδοση κατά τη διαχείριση αυτών.

Στα Hedge Funds υπάρχει μια πιο άμεση σχέση ανάμεσα στην επίδοση του διαχειριστή και την αμοιβή του. Ο εν λόγω διαχειριστής μπορεί να αμείβεται με ένα ποσοστό επί των επενδυμένων κεφαλαίων, αλλά επίσης καρπώνεται μια αμοιβή για την επίδοσή του, ένα ποσοστό δηλαδή επί των κερδών. Η δομή αυτή είναι φανερό ότι αποζημιώνει το διαχειριστή για την αποτελεσματικότητα της δουλειάς του και δημιουργεί κίνητρο για όλο και καλύτερες επιδόσεις. Η αμοιβή όμως ενός διαχειριστή Hedge Fund είναι αρκετά πιο πολύπλοκη από όσο περιγράφεται εδώ, και γι αυτό αναλύεται διεξοδικότερα στη συνέχεια, σε σχετική ενότητα για τα λειτουργικά χαρακτηριστικά ενός Hedge Fund.

2.4 Ιστορική εξέλιξη των Hedge Funds

2.4.1 Ιδρυτής και πρωτοπόροι των Hedge Funds

Η ιστορία των Hedge Funds (Ineichen A., 2002) έχει τις ρίζες της στα τέλη του 1940 και η ανακάλυψή τους σχετίζεται με τον Alfred Winslow Jones. Ο Jones ξεκίνησε την ακαδημαϊκή του καριέρα, αποκτώντας διδακτορικό δίπλωμα στην κοινωνιολογία από το University of Columbia στα τέλη της δεκαετίας του 1930. Αργότερα, τη δεκαετία του 1940 εργάστηκε στο περιοδικό Fortune, όπου ανέπτυξε μεγάλο ενδιαφέρον για τη λειτουργία των χρηματαγορών. Το 1949 συνέστησε την επενδυτική κοινοπραξία (investment partnership) A.W. Jones & Co, η οποία απετέλεσε και το πρώτο Hedge Fund. Η εταιρεία του συνέχισε να δραστηριοποιείται μέχρι τις αρχές του 1970, επιδεικνύοντας αξιοσημείωτες μακροπρόθεσμες επιδόσεις.

Ο Jones ακολούθησε τη στρατηγική που σήμερα είναι γνωστή ως “long / short equity” στρατηγική. Η στρατηγική του ήταν να επενδύει σε επιλεγμένες μετοχές παίρνοντας θέσεις αγοράς ή ανοιχτής πώλησης, ανάλογα με τα αποτελέσματα της ανάλυσής του. Το χαρτοφυλάκιό του άλλοτε ήταν net long (η αξία των θέσεων αγοράς ήταν μεγαλύτερη από την αξία των θέσεων ανοιχτής πώλησης), άλλοτε ήταν net short (η αξία των θέσεων ανοιχτής πώλησης ήταν μεγαλύτερη από την αξία των θέσεων αγοράς) και άλλοτε ουδέτερο (ίση αξία θέσεων ανοιχτής πώλησης και θέσεων αγοράς). Η βασική ιδιαιτερότητα του Jones Hedge Fund έναντι των παραδοσιακών αμοιβαίων κεφαλαίων ήταν η αποδέσμευση από την παρακολούθηση ενός δείκτη αναφοράς και η αναζήτηση

απόλυτης απόδοσης. Επίσης, στο χαρτοφυλάκιο του χρησιμοποιούσε μόχλευση για να μπορεί να αυξάνει τις αποδόσεις του.

Το επενδυτικό μοντέλο του Alfred Jones βασιζόταν στις ακόλουθες υποθέσεις:

- Αυξημένη ικανότητα στην επιλογή αξιόγραφων (superior stock selection ability): Ο Jones θεωρούσε ότι είναι ικανός να διακρίνει τα αξιόγραφα που θα απέδιδαν καλύτερα από τον μέσο όρο της αγοράς.
- Ελλιπής ικανότητα πρόβλεψης της κατεύθυνσης που θα ακολουθήσει μελλοντικά η αγορά. Για το λόγο αυτό, λάμβανε θέσεις αγοράς σε υποτιμημένες μετοχές και θέσεις ανοιχτής πώλησης σε υπερτιμημένες μετοχές, όπως έχει και πιο πάνω αναλυθεί.

Ενώ ο Jones θεωρείται ο ιδρυτής των Hedge Funds θα πρέπει στο σημείο αυτό να γίνουν δύο παρατηρήσεις. Πρώτον, είναι πιθανό να υπήρχαν και διάφορες άλλες κοινοπραξίες εκείνη την περίοδο, που να ενεργούσαν με τρόπο παρόμοιο με εκείνον του Jones, αλλά να μη συγκέντρωναν τότε τα φώτα της δημοσιότητας. Για παράδειγμα ο Benjamin Graham, ο οποίος έγινε γνωστός από αναφορές του Warren Buffet, από το 1926 συγκέντρωνε κεφάλαια για μακροχρόνιες συνήθως επενδύσεις σε πολύ υποτιμημένες μετοχές, ασκώντας όμως και εκείνος ανοιχτές πωλήσεις σε ορισμένες περιστάσεις.

Δεύτερον, ακόμα και αν δεχτούμε ότι ο Jones ήταν ο ιδρυτής των Hedge Funds, υπήρχαν από τότε και άλλοι οργανισμοί, εκτός από τη «βιομηχανία» των Hedge

Funds οι οποίοι χρησιμοποιούσαν στρατηγικές που αποδίδονται στα Hedge Fund. Σαν παράδειγμα μπορούν να αναφερθούν οι χρηματομεσιτικές εταιρείες οι οποίες μπορούσαν να αγοράζουν κάποιο εμπόρευμα σε ένα χρηματιστήριο και ταυτόχρονα να το πουλάνε σε κάποιο άλλο σε μια καλύτερη τιμή.

Η επιτυχία του Jones προσέλκυσε όπως ήταν αναμενόμενο πολλούς μιμητές. Κατά το 1970 υπήρχαν περίπου 150 Hedge Funds, που διαχειρίζονταν συνολικά \$1 δις. Ακόμη και ο Warren Buffet ήταν ένας από τους πρώτους που ασχολήθηκαν με τα Hedge Funds. Η δική του κοινοπραξία, το Buffet Partnership Ltd, ξεκίνησε στα μέσα του 1950 και διάρκεσε ως τα τέλη του 1960 με πολύ καλά αποτελέσματα. Ο Buffet έκλεισε την κοινοπραξία του το 1969, διαπιστώνοντας ότι δεν κατανοούσε πλέον την αγορά και συνέστησε στους πρώην επενδυτές του να τοποθετήσουν αλλού τα χρήματά τους. Στα 13 χρόνια που λειτούργησε η κοινοπραξία του, είχε να επιδείξει ετησιοποιημένη απόδοση της τάξης του 24%, χωρίς κανένα έτος με αρνητική απόδοση.

Στα μέσα του 1960 ο Buffet χρησιμοποίησε την κοινοπραξία του για να αγοράσει την Berkshire Hathaway, μια υποτιμημένη εταιρεία υφασμάτων που παρέμενε υποτιμημένη για πολλά χρόνια. Ο Buffet όμως κατάφερε να μετατρέψει την υποτιμημένη αυτή εταιρεία υφασμάτων στη σύγχρονη Berkshire Hathaway, που είναι ταυτόχρονα ένας πολύ σημαντικός επενδυτικός και ασφαλιστικός οργανισμός, ο οποίος κατέχει σημαντικά ποσοστά σε διάφορες δημόσιες και ιδιωτικές εταιρείες.

Η λίστα με τους πρωτοπόρους των Hedge Funds περιλαμβάνει επίσης τον πολύ δημοφιλή George Soros. Ο George Soros ξεκίνησε την καριέρα του στα Hedge Fund το 1969 ιδρύοντας μαζί με τον Bleichroeder την κοινοπραξία Bleichroeder&Co. Το 1974 ο Soros ανεξαρτητοποιείται και ιδρύει το δικό του Hedge Fund, το “Quantum Fund”. Ο Soros είχε σημαντικές επιτυχίες μέχρι το 2000 όπου αντιμετώπισε σημαντικά προβλήματα εξαιτίας των υπερτιμημένων μετοχών Διαδικτύου.

2.4.2 Η πορεία των Hedge Funds από την δεκαετία του 1950

Η ανοδική πορεία των Hedge Funds ξεκίνησε ήδη από την δεκαετία του 1950 όπου το Hedge Fund του Jones είχε καταφέρει σε σημαντικό βαθμό να υπερκεράσει την απόδοση που σημείωναν τα καλύτερα για την εποχή εκείνη Αμοιβαία Κεφάλαια. Η πορεία αυτή δημιούργησε έντονο ενθουσιασμό, γεγονός που ώθησε στη δημιουργία διακοσίων Hedge Funds μέχρι και το 1968.

Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1960, η οποία χαρακτηρίστηκε από υψηλές αποδόσεις μετοχών, οι Hedge Funds διαχειριστές είχαν έντονα θετικές αποδόσεις εκμεταλλευόμενοι την παρατήρησή τους ότι ήταν πιο επικερδές να λαμβάνουν θέσεις αγοράς σε συνδυασμό με μόχλευση χωρίς να αντισταθμίζουν τη θέση τους με αντίστοιχες θέσεις ανοιχτής πώλησης. Κάτι τέτοιο όμως αποδείχθηκε ιδιαίτερα επικίνδυνο κατά τη δεκαετία του 1970 καθώς η αγορά μετοχών ήταν έντονα καθοδική. Αποτέλεσμα αυτού ήταν ότι πολλοί διαχειριστές χρεοκόπησαν. Από την άνοιξη του 1966 μέχρι τα τέλη του 1974, η βιομηχανία των Hedge Funds παρουσίασε έντονη ανάπτυξη που ολοκληρώθηκε με

απότομη ύφεση, την οποία μόνο λίγοι διαχειριστές κατάφεραν να ξεπεράσουν με επιτυχία (Alfred Jones και George Soros).

Στα χρόνια που ακολούθησαν την ύφεση του 1974, τα Hedge Funds άρχισαν πάλι να λειτουργούν παρασκηνιακά όπως συνέβαινε και πριν το 1966. Η επενδυτική κοινότητα τα είχε σχεδόν ξεχάσει. Τα Hedge Funds της δεκαετίας του 1970 παρουσιάζουν διαφορές με τα σημερινά. Σε γενικές γραμμές ήταν μικρά σε μέγεθος και απλά στην δομή τους. Κάθε ένα από αυτά αποτελούνταν μόλις από 2 – 3 ομόρρυθμους εταίρους (general partners) και μία γραμματέα. Βασικό τους χαρακτηριστικό ήταν ότι κάθε ένα από αυτά εξειδικεύονταν σε μία μόνο στρατηγική. Οι περισσότεροι διαχειριστές ακολουθούσαν το μοντέλο του Alfred Jones. Τα Hedge Funds της περιόδου εκείνης περνούσαν απαρατήρητα καθώς διαχειρίζονταν ένα μικρό μέρος των συνολικών προς επένδυση κεφαλαίων με άμεση συνέπεια την αδυναμία εκμετάλλευσης των υπαρχόντων επενδυτικών ευκαιριών. Αποτέλεσμα αυτού ήταν η σημαντική μείωση του αριθμού τους.

Κατά την διάρκεια της δεκαετίας του 1980, ιδρύθηκαν σχετικά λίγα νέα Hedge Funds. Στις Η.Π.Α., οι διαχειριστές δεν υπάγονταν στους κανονισμούς της SEC και έτσι τους απαγορευόταν να διαφημίζουν τις εταιρείες τους. Για το λόγο αυτό τα Hedge Funds αντλούσαν κεφάλαια βάσει της φήμης τους από εύπορους ιδιώτες (word - of - mouth). Στην πλειοψηφία τους ήταν οργανωμένα με την μορφή Εταιρείας Περιορισμένης Ευθύνης, όπου ο αριθμός των επενδυτών περιοριζόταν στους 99. Για το λόγο αυτό, οι διαχειριστές απαιτούσαν υψηλές ελάχιστες συνεισφορές επενδυτικών κεφαλαίων. Οι Julian Robertson, George

Soros, Michael Steinhardt και Jack Nash παρουσίαζαν υψηλές αποδόσεις ανεξαρτήτως της γενικότερης πορείας της αγοράς. Πολλά άρθρα άρχισαν από τότε να γράφονται στον ειδικό Τύπο καταφέροντας να προσελκύσουν την προσοχή των επενδυτών. Στην ευρωπαϊκή αγορά, οι επενδυτές αναγνώρισαν γρήγορα τα πλεονεκτήματα της νέας αυτής μορφής επένδυσης, γεγονός που οδήγησε στη δημιουργία των offshore Hedge Funds.

Τη δεκαετία του 1990, ορισμένοι θεσμικοί επενδυτές έδειξαν ενδιαφέρον για τα Hedge Funds, στοιχείο που οδήγησε στη μεγάλη άνθηση του εν λόγω κλάδου. Τα επενδυμένα κεφάλαια στα Hedge Funds προέρχονταν από τον πλούτο που είχε δημιουργηθεί κατά την πρότερη ανοδική πορεία στην αγορά των μετοχών. Σχεδόν όλοι οι διαχειριστές των Hedge Funds επένδυαν ένα σημαντικό τμήμα της προσωπικής τους περιουσίας στην επενδυτική τους εταιρεία παράλληλα με τις ιδιωτικές επενδύσεις.

Ένα από τα χαρακτηριστικά αυτής της περιόδου είναι ότι η βιομηχανία των Hedge Funds παρουσίαζε έντονη ανομοιομορφία, καθώς πολλές νέες στρατηγικές έγιναν διαθέσιμες στους επενδυτές (βλ. κεφάλαιο 6). Επιπρόσθετα, ένα ακόμη ενδιαφέρον φαινόμενο έκανε την εμφάνισή του. Ορισμένοι διαχειριστές σταμάτησαν να δέχονται νέα κεφάλαια προς επένδυση. Άλλοι διαχειριστές έφτασαν στο σημείο να επιστρέψουν χρήματα στους επενδυτές. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι, βασικό «δόγμα» των Hedge Funds είναι ότι πρέπει να περιορίζονται τα υπό διαχείριση κεφάλαια όταν οι προσδοκίες που σχετίζονται με την απόδοση τείνουν να επαληθευτούν. Αυτό είναι χαρακτηριστικό για την βιομηχανία των Hedge Funds, στην οποία τα έσοδα για

το διαχειριστή προέρχονται κατά κύριο λόγο από τις αμοιβές που σχετίζονται με την επίδοσή τους παρά από τις αμοιβές που σχετίζονται με τα υπό διαχείριση κεφάλαια (βλ. κεφάλαιο 3) (Ineichen A., 2002).

2.4.3 Η περίπτωση του Long Term Capital Management

Η παραπάνω παρουσίαση της ιστορικής εξέλιξης των Hedge Funds θα ήταν ελλιπής εάν δεν γίνει αναφορά στην περίπτωση του Long Term Capital Management (LTCM), η οποία έχει συγκεντρώσει μεγάλη προσοχή και είναι πλέον χαρακτηριστική σε όλες τις αναφορές στον εν λόγω κλάδο.

Το Long Term Capital Management (LTCM) δημιουργήθηκε τον Φεβρουάριο του 1994 με αξία χρεογράφων 1,3 δις δολάρια, από τα οποία τα 100 εκ. δολάρια είχαν συνεισφέρει οι ομόρρυθμοι εταίροι του LTCM. Απαραίτητη προϋπόθεση για την δημιουργία του ήταν 10 εκ. δολάρια ανά επενδυτή, χωρίς δικαίωμα ανάληψης κατά τα πρώτα τρία χρόνια (Edwards F., 1999). Οι αμοιβές του ήταν της τάξεως του 2% επί των υπό διαχείριση κεφαλαίων και 25% επί των κερδών. Το LTCM είχε απόδοση μετά φόρων της τάξεως του 19,9% το 1994, 40,8% το 1996 και 17,1% το 1997. Στα τέλη του 1997, η αξία του ξεπερνούσε τα 7 δις δολάρια και οι διαχειριστές του επέστρεψαν 2,7 δις δολάρια στους επενδυτές του εξαιτίας μειωμένων επενδυτικών ευκαιριών. Στην αρχή του 1998, η αξία του έφτασε τα 4.8 δις δολάρια.

Η στρατηγική που χρησιμοποιούσε το Long Term Capital Management ήταν βασικά “market neutral arbitrage”, με θέσεις αγοράς σε ομόλογα, τα οποία

θεωρούσε υποτιμημένα, και θέσεις ανοιχτής πώλησης σε ομόλογα, τα οποία θεωρούσε υπερτιμημένα. Οι τεχνικές που χρησιμοποιούνταν ήταν σχεδιασμένες ώστε να εκμεταλλεύονται πολύ μικρές διαφορές στα εν λόγω ομόλογα. Για να επιτύχει υψηλότερη απόδοση από αυτές τις μικρές διαφορές τιμών το LTCM χρησιμοποίησε σε μεγάλο βαθμό μόχλευση.

Πριν την κατάρρευσή του είχε πάρει θέσεις ύψους 120 δις δολαρίων, έχοντας κεφάλαιο μόλις 4,8 δις δολάρια. Κάτι τέτοιο αντανάκλούσε έναν πολύ υψηλό δείκτη μόχλευσης ($120 / 4,8 = 25$). Οι τράπεζες ήταν διατεθειμένες να επεκτείνουν την πίστωση στο LTCM με πολύ μικρό ή καθόλου κόστος, καθώς πίστευαν ότι είχε ανακαλύψει έναν σίγουρο τρόπο να αποδίδει κέρδη.

Το Long Term Capital Management δεν ήταν η μοναδική περίπτωση ενός Hedge Fund με υψηλή μόχλευση. Εκείνη την περίοδο περισσότερα από δέκα Hedge Funds με υπό διαχείριση κεφάλαια της τάξεως των 100 εκ. δολαρίων είχαν δείκτη μόχλευσης μεγαλύτερο του 10. Όταν κατέρρευσε το LTCM, οι δείκτες μόχλευσης των Hedge Funds υποχώρησαν σημαντικά.

Το καλοκαίρι του 1998 η κρίση του ρώσικου δημόσιου χρέους προκάλεσε ανωμαλίες στις τιμές των επιτοκίων σε παγκόσμιο επίπεδο. Σε όλο τον κόσμο, οι επενδυτές αναζήτησαν την προστασία των ομολόγων υψηλής ποιότητας (high quality debt). Η διαφορά των επιτοκίων σε κυβερνητικά ομόλογα και ομόλογα υψηλού κινδύνου μεγάλωσε πέραν κάθε προσδοκίας. Αυτό επηρέασε σημαντικά και τις θέσεις του LTCM, το οποίο έχασε το 90% της αξίας του και αντιμετώπισε, όπως ήταν αναμενόμενο, σημαντικά προβλήματα ρευστότητας.

Ήταν επιτακτικό να βρεθεί πίστωση ώστε να αποφευχθεί η χρεοκοπία, η αθέτηση δανείων ύψους πολλών δις δολαρίων και η πιθανή αποσταθεροποίηση των παγκόσμιων χρηματοοικονομικών αγορών. Η Federal Reserve Bank της Νέας Υόρκης συγκέντρωσε 14 τράπεζες και επενδυτικούς οίκους για να εγγυηθούν για το LTCM και να παρέχουν πρόσθετη πίστωση σε αυτό με αντάλλαγμα τις τμηματικές ρευστοποιήσεις των αξιόγραφων του LTCM.

Η κρίση του ρώσικου δημόσιου χρέους και η κατάρρευση του LTCM, διέκοψαν προσωρινά την μεγέθυνση της βιομηχανίας των Hedge Funds. Το 1998, έκλεισαν περισσότερα Hedge Funds από αυτά που δημιουργήθηκαν συγκριτικά με κάθε άλλο έτος της δεκαετίας του 1990. Ο αριθμός των Hedge Funds καθώς και τα υπό διαχείριση κεφάλαια μειώθηκαν σε περιορισμένο βαθμό το 1998 και το πρώτο εξάμηνο του 1999. Κατόπιν, η ανάπτυξη των Hedge Funds επανέκαμψε χωρίς σημαντικές αλλαγές στους ισχύοντες κανονισμούς αλλά με πρόσθετες οδηγίες για τη διαχείριση του κινδύνου. (Connor, Woo 2003)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ, ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ, ΟΡΓΑΝΩΤΙΚΕΣ ΔΟΜΕΣ ΚΑΙ ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΝΤΕΣ ΣΤΑ HEDGE FUNDS

Το νομικό πλαίσιο λειτουργίας των Hedge Funds

Είναι γενικά αποδεκτό ότι τα χαρακτηριστικά των αποδόσεων των Hedge Funds διαφέρουν από αυτά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων εξαιτίας των διαφορετικών συναλλακτικών στρατηγικών που υιοθετούνται. Μία θεμελιώδης διαφορά είναι ότι τα Hedge Funds ακολουθούν δυναμικές στρατηγικές συναλλαγής σε αντίθεση με τα Αμοιβαία Κεφάλαια που υιοθετούν τη στατική long στρατηγική (αγορά αξιόγραφων με προσδοκία ανατίμησης της αξίας τους στο μέλλον).

Μία άλλη θεμελιώδης διαφορά είναι η χρήση της μόχλευσης και θέσεων ανοιχτής πώλησης. Η χρήση της μόχλευσης στα Αμοιβαία Κεφάλαια είναι πολύ περιορισμένη αν όχι απαγορευμένη. Είναι σημαντικό να εξετάσουμε αυτές τις διαφορές ώστε να προκύψει η λογική κάτω από την οποία οργανώνονται οι εταιρείες των Hedge Funds. Στις επόμενες σελίδες κρίνεται σκόπιμο να αναλυθεί το νομικό πλαίσιο λειτουργίας στην αμερικάνικη αγορά, η οποία αποτελεί την βασικότερη αγορά των Hedge Funds.

Στις Η.Π.Α. την εποπτεία των χρηματοοικονομικών αγορών έχουν αναλάβει τρία όργανα. Η Securities Exchange Commission (SEC) εποπτεύει τα δημοσίως εμπορευόμενα χρεόγραφα, τις εταιρείες οι οποίες τα εκδίδουν καθώς και τους

χρηματομεσίτες – χρηματιστές που συμβάλλουν στην οργάνωση αυτών των αγορών. Η Commodity Futures Trading Commission (CFTC) εποπτεύει την αγορά των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης (Futures). Τέλος, το Federal Reserve και το Office of Thrift Supervision επιβλέπουν τις εμπορικές τράπεζες. Η φιλοσοφία δημιουργίας αυτών των μεσολαβητών είναι ότι, η Κυβέρνηση θα πρέπει να ελέγχει τους οργανισμούς οι οποίοι συναλλάσσονται με το ευρύτερο κοινό. Τα Hedge Funds όμως δεν συναλλάσσονται με το ευρύτερο κοινό αλλά είναι ιδιωτικά επενδυτικά «οχήματα» για εύπορους και θεσμικούς επενδυτές (sophisticated investors) και τυγχάνουν διαφορετικής μεταχείρισης σε σχέση με το ευρύτερο επενδυτικό κοινό. Έτσι, τα Hedge Funds δεν εμπίπτουν στην άμεση δικαιοδοσία αυτών των οργανισμών.

Σύμφωνα με τις αρχές της Securities Exchange Commission (SEC) γίνεται προσπάθεια να προστατευθούν οι επενδυτές στις χρηματαγορές, οι οποίες θα πρέπει να λειτουργούν θεμιτά και να εξασφαλίζουν την πρόσβαση των επενδυτών σε όλες τις απαραίτητες πληροφορίες σχετικές με τα συναλλασσόμενα χρεόγραφα. Επιπρόσθετα, η SEC ρυθμίζει τη λειτουργία των εταιρειών που δραστηριοποιούνται στην αγοραπωλησία αξιόγραφων και τη συμπεριφορά των επενδυτικών συμβούλων. Τα παραπάνω θεσμοθετούνται με την νομοθετική πράξη του 1933 (Federal Register, 2004).

Σύμφωνα με σχετική διάταξη (Rule 506 in Regulation D), ένα Hedge Fund μπορεί να χαρακτηριστεί ως μέσο ιδιωτικής τοποθέτησης (private placement) και έτσι να εξαιρεθεί από ορισμένους από τους παραπάνω περιορισμούς. Για να επιτευχθεί αυτή η εξαίρεση, ένα Hedge Fund δεν πρέπει να κάνει γνωστή την

ύπαρξή του με άλλο μέσο προώθησης πέραν της ίδιας φήμης του (word of mouth) ενώ παράλληλα, δεν μπορεί να έχει περισσότερους από 35 μη – διαπιστευμένους επενδυτές. Με τον όρο «διαπιστευμένος επενδυτής» νοείται εκείνος ο ιδιώτης ο οποίος:

- κατέχει χρηματοοικονομική περιουσία μεγαλύτερη του 1 εκ. δολαρίων,
- εισέπραξε πάνω από 200 χιλ. δολάρια στα προηγούμενα δύο έτη,
- έχει ετήσιο εισόδημα 300 χιλ. δολάρια μαζί με τον / την σύζυγό του,

Επιπρόσθετα, ως διαπιστευμένος επενδυτής μπορεί να βοηθεί μία επιχείρηση, ένας συνεταιρισμός ή μία εταιρεία περιορισμένης ευθύνης (Ε.Π.Ε.) ή άλλες επιχειρηματικές οντότητες με συνολικά περιουσιακά στοιχεία που υπερβαίνουν τα 5 εκ. δολάρια. (Das, Kish, Muething, Taylor 2002)

Με την νομοθετική πράξη του 1934 (Securities Exchange Act of 1934), δίνεται η δυνατότητα στη Securities Exchange Commission (SEC) να εποπτεύει τις χρηματομεσιτικές εταιρείες στις οποίες είναι δυνατόν να προκληθεί σύγκρουση συμφερόντων κατά την εκτέλεση εντολών από τους πελάτες τους. Χρηματομεσίτες και χρηματιστές απαιτείται να τηρούν λεπτομερές αρχείο όλων των κινήσεών τους. Τα Hedge Funds συνήθως απαλλάσσονται από την εν λόγω ρύθμιση και έτσι δεν επιβαρύνονται από τα σχετικά κόστη.

Η νομοθετική πράξη του 1940 (Investment Advisers Act of 1940) επεκτείνει τις αρμοδιότητες της Securities Exchange Commission (SEC) να εποπτεύει τις εταιρείες παροχής επενδυτικών συμβουλών. Ένας Hedge Fund διαχειριστής

μπορεί να εξαιρεθεί από την παραπάνω νομοθετική πράξη με την προϋπόθεση ότι θα έχει λιγότερους από δεκαπέντε πελάτες.

Σύμφωνα με την νομοθετική πράξη του 1940 (Investment Company Act of 1940) η Securities Exchange Commission (SEC) εξουσιοδοτείται να εποπτεύει και να ρυθμίζει την αγορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, περιορίζοντας τη δυνατότητα τους να χρησιμοποιούν μόχλευση και ανοιχτές πωλήσεις (Short Selling). Έχοντας λιγότερους από εκατό επενδυτές και παρακάμπτοντας τη διαδικασία της δημόσιας εγγραφής, τα Hedge Funds εξαιρούνται και πάλι των παραπάνω ρυθμίσεων.

Σύμφωνα με τη νομοθετική πράξη του 1974 (Commodity Exchange Act of 1974), η Commodity Futures Trading Commission (CFTC) είναι υποχρεωμένη να προστατεύει τους επενδυτές από χειραγώγηση, καταχρηστικές πρακτικές συναλλαγής και απάτη στην αγορά των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης (Futures). Επιπλέον, μία ακόμα αρμοδιότητά της είναι να υποχρεώνει τους συμμετέχοντες στη σχετική αγορά να αποκαλύπτουν τους αναλαμβανόμενους κινδύνους και τις παρελθούσες αποδόσεις σε υποψήφιους πελάτες. Και σε αυτήν την περίπτωση τα Hedge Funds δύνανται να εξαιρεθούν έως ένα βαθμό από τις παραπάνω υποχρεώσεις.

Τέλος, το Federal Reserve και το Office of Thrift Supervision δεν ασκούν άμεση επιρροή στα Hedge Funds, αφού αυτά δεν αποτελούν τραπεζικά ιδρύματα.

Ενώ αυτή η σύντομη παρουσίαση του νομικού πλαισίου γύρω από τα Hedge Funds μπορεί να δίνει την εντύπωση ότι είναι απαλλαγμένα από κάθε νομοθετική ρύθμιση, κάτι τέτοιο δεν είναι αληθές. Τα Hedge Funds δεν εξαιρούνται των ρυθμίσεων που είναι σχεδιασμένες να επιβλέπουν και να διαφυλάττουν την ακεραιότητα των αγορών.

Το Υπουργείο Οικονομικών απαιτεί από τους συναλλασσόμενους να ενημερώνουν για μεγάλες θέσεις σε επιλεγμένα ξένα νομίσματα και κρατικά χρεόγραφα. Η SEC απαιτεί από τους συναλλασσόμενους να ενημερώνουν για τις θέσεις τους όταν αυτές ξεπερνούν το 5% των δημοσίων διαπραγματευόμενων μετοχών μίας εταιρείας. Το Federal Reserve θέτει προϋποθέσεις στην αγορά μετοχών, οι οποίες αφορούν όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά. Όσοι λαμβάνουν μεγάλες θέσεις σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης υποχρεούνται να συμπληρώνουν ημερήσιες αναφορές προς την CFTC. Όλοι οι παραπάνω κανονισμοί ισχύουν για όλους τους συμμετέχοντες στις χρηματαγορές, συμπεριλαμβανομένων και των Hedge Funds (Fung, Hsieh 1999).

Μια σύντομη αναφορά πρέπει να γίνει και στην άλλη πλευρά του Ατλαντικού, και συγκεκριμένα στην Ευρωπαϊκή Ένωση, όπου τα Hedge Funds τα τελευταία χρόνια κερδίζουν συνεχώς έδαφος. Οι κανονιστικές δυσκολίες στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης αποτελούν το σοβαρότερο εμπόδιο για την ανάπτυξη των Hedge Funds στην Ευρώπη. Στην Ευρωπαϊκή Ένωση ισχύει ένα σύνθετο κανονιστικό πλαίσιο, που επιδρά και στο μάρκετινγκ αυτών των προϊόντων, αφού έως τώρα υπάρχει περιορισμένος συντονισμός μεταξύ των εποπτικών

Αρχών, ενώ παραμένουν σημαντικές εθνικές διαφορές στο φορολογικό καθεστώς και στο καθεστώς προστασίας του κάθε καταναλωτή. Υπάρχουν κράτη-μέλη όπου επιτρέπεται στους διαχειριστές Hedge Funds να προωθούν αυτά τα προϊόντα, ενώ σε άλλα οι διαχειριστές Hedge Funds και παραδοσιακών προϊόντων υπόκεινται στο ίδιο κανονιστικό πλαίσιο. Σε ορισμένες χώρες, οι διαχειριστές περιορίζονται σε offshore Hedge Funds, ενώ σε άλλες σε ημεδαπά (onshore) Hedge Funds. Το Λονδίνο κατέχει το 70% της διαχείρισης των ευρωπαϊκών Hedge Funds. Η κυριαρχία της βρετανικής πρωτεύουσας αντανακλά το ρόλο της στη διαχείριση των κεφαλαίων, το βάθος της σε διαθέσιμους πόρους, και το κανονιστικό πλαίσιο που διαθέτει. Σταδιακά όμως οι διαχειριστές Hedge Funds επεκτείνονται σε χώρες όπως η Γαλλία, η Ιρλανδία, η Σουηδία, η Ιταλία, η Ισπανία και η Φινλανδία.

Ακόμα, σε κάποιες χώρες οι εποπτικές Αρχές προσπαθούν να προστατέψουν τους επενδυτές, διαμορφώνοντας κανονισμούς για τα είδη επενδυτών που επιτρέπεται να επενδύουν σε αυτά, ενώ άλλοι θεωρούν ότι δεν είναι ώριμα για το επενδυτικό κοινό. Μάλιστα, η Βρετανική Αρχή (FSA) προγραμματίζει να διακρίνει τους επενδυτές σε επαγγελματίες και σε πελάτες λιανικής, όπου οι τελευταίοι θα χρειάζονται περισσότερη προστασία. Επιδιώκει και να απλοποιήσει όλη την κανονιστική δομή. Στο μεταξύ, είναι γνωστό ότι το ευρωπαϊκό κανονιστικό πλαίσιο οδηγεί τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης προς την ενιαία αγορά των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Η Οδηγία για τις συλλογικές επενδύσεις (UCITS III) επιτρέπει, ουσιαστικά, στις επενδυτικές εταιρείες μία ευρύτερη σειρά προϊόντων σε όλη την Ευρωπαϊκή Ένωση. Αποτελείται από δύο οδηγίες, αυτή για τα προϊόντα και εκείνη για τις

επενδυτικές υπηρεσίες (ευρωπαϊκό διαβατήριο). Η πρώτη, ενώ επεκτείνει την ευρωπαϊκή ενιαία αγορά σε διάφορα επενδυτικά προϊόντα, εξαιρεί τα Hedge Funds. Υπάρχει αναμφισβήτητη ανάγκη εξέλιξης του σχετικού ευρωπαϊκού πλαισίου, αλλά και εναρμόνισης μεταξύ των κρατών-μελών, μία δύσκολη και μακρά διαδικασία, καθώς η λειτουργική εναρμόνιση απαιτεί την πιστή εφαρμογή κοινοτικών οδηγιών και την αποφυγή φορολογικών διαφορών.

Ωστόσο, παρατηρείται ότι ορισμένες εθνικές εποπτικές Αρχές επιθυμούν να αντιμετωπίσουν πιο γρήγορα τα Hedge Funds, ώστε να ιδρυθούν ημεδαπά Hedge Funds, αφού όμως πρώτα αντιμετωπίσουν μία σειρά ευρύτερων θεμάτων, όπως την κεφαλαιακή επάρκεια, το «ξέπλυμα» χρήματος και την παροχή στοιχείων. Το Λουξεμβούργο επιτρέπει την ίδρυση Hedge Funds, ενώ η Γερμανία ξεκίνησε να ανοίξει τον κλάδο με τη δημιουργία ημεδαπών Hedge Funds και την πρόσβαση σε αυτά και των λιανικών επενδυτών. Τα ημεδαπά Hedge Funds αναμένεται να μεταβάλλουν τη σχετική αγορά στην Ευρώπη, κάτι που μπορεί να αυξήσει σημαντικά τις επενδυτικές εισροές σε αυτά, αλλά και να αντιμετωπίσει τον ανταγωνισμό από αλλοδαπές και offshore αγορές. Οι κανονιστικές δυσκολίες στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης αποτελούν το σοβαρότερο εμπόδιο για την ανάπτυξη αυτής της μορφής επένδυσης στην Ευρώπη. Χρειάζεται κανονιστικό πλαίσιο που εγκαθιστά ευρύτερη κατανομή και μεγαλύτερη καθαρότητα.

Είναι θετικό ότι σταδιακά αντιμετωπίζονται και θέματα εταιρικής διακυβέρνησης με την αμεσότερη διάθεση στοιχείων, όπως για τις συναλλαγές και τις επιδόσεις των Hedge Funds, ενώ μέσω της νέας τεχνολογίας και των διαδικασιών straight

through processing, που μειώνουν την ανθρώπινη παρέμβαση, καλύπτεται το έλλειμμα ευθύνης (accountability gap), χρησιμοποιώντας συστήματα που επιτρέπουν την πρόσβαση των επενδυτών σε ευαίσθητη πληροφόρηση, ενώ ταυτόχρονα προστατεύουν τους διαχειριστές από την ανακοίνωση των θέσεών τους, που είναι τόσο σημαντικές για την επιτυχή διαχείριση εκ μέρους τους.

Τα τελευταία χρόνια γίνονται προτάσεις από διάφορους φορείς, ώστε τα Hedge Funds να υποβάλλονται σε όλους εκείνους τους νομικούς περιορισμούς που ισχύουν για τα πιο παραδοσιακά επενδυτικά μέσα, με σημαντικότερη εκείνη για τη συμμόρφωσή τους με όλους τους περιορισμούς της SEC. Η προσπάθεια αυτή αποσκοπεί στη μεγαλύτερη προστασία των επενδυτών και τη μακροπρόθεσμη ισορροπία των αγορών χρήματος και κεφαλαίου, αλλά η πιθανή εφαρμογή της συνεπάγεται κόστη που πρέπει να ληφθούν υπ' όψιν.

Αρχικά, το κόστος συμμόρφωσης των μικρών ιδίως Hedge Funds θα ήταν απαγορευτικό, καθώς ο περιορισμός της ευελιξίας τους από τη μία και ο έντονος ανταγωνισμός στον κλάδο από την άλλη θα μείωναν τα περιθώρια κέρδους και θα οδηγούσαν πολλά από αυτά στην αφάνεια.

Επιπλέον η συμμόρφωση στους κανονισμούς της SEC ή κάποιου άλλου παρόμοιου φορέα δεν είναι σίγουρο ότι θα οδηγήσουν στον επιδιωκόμενο στόχο. Ακόμη και αν το Long Term Capital Management (LTCM) ήταν πλήρως συμβατό με τους κανονισμούς της SEC, δε θα ήταν υποχρεωμένοι οι διαχειριστές τους να παρέχουν πληροφορίες για τα επίπεδα μόχλευσης, τα πιστωτικά του όρια και την ευαισθησία αυτών των ορίων σε ακραίες συνθήκες

αγοράς. Η ακόλουθη πτώση του LTCM δε θα είχε αποφευχθεί, ούτε και ο συνεπαγόμενος κίνδυνος αποσταθεροποίησης του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Για την προστασία του χρηματοοικονομικού συστήματος από τον παραπάνω κίνδυνο, έχει προταθεί η κατασκευή από τη SEC μιας πιο λεπτομερούς βάσης δεδομένων, που να περιλαμβάνει τα πιο πάνω στοιχεία, σε συνδυασμό με ένα ανεξάρτητο όργανο που να διενεργεί τακτικές επιθεωρήσεις και να ενημερώνει το επενδυτικό κοινό για ακούσιες ρευστοποιήσεις Hedge Funds, τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των οποίων (μέγεθος μόχλευσης, μη καλά διαφοροποιημένες θέσεις, λειτουργικές αστοχίες, έλλειψη επενδυτικού ενδιαφέροντος και απάτες) θα δώσουν στη βιομηχανία των Hedge Funds την ευκαιρία να ωριμάσει μέσα από τα λάθη της και να βελτιωθεί.

Σύμφωνα με την παραπάνω πρόταση οι ρυθμιστικές αρχές θα πρέπει να έχουν πρόσβαση σε πληροφορίες από όλα τα Hedge Funds που σχετίζονται με μηνιαίες αποδόσεις, επίπεδα μόχλευσης, κεφάλαια υπό διαχείριση, αμοιβές, κατηγορίες αξιόγραφων που χρησιμοποιούνται και σχέσεις των διαχειριστών με χρηματομεσίτες και χρηματοδότες. Επιπρόσθετα οι ρυθμιστικές αρχές θα πρέπει να συλλέγουν τις αντίστοιχες πληροφορίες και από τους χρηματομεσίτες, τις τράπεζες και άλλους μεσάζοντες, καθώς και πληροφορίες για την επάρκεια κεφαλαίου των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων τα οποία θα είναι τα πρώτα που θα πληγούν σε ενδεχόμενες κρίσεις στο χώρο των Hedge Funds (Getmansky, Lo, Mei 2004).

Η παραπάνω πρόταση ενδέχεται να έχει υψηλό κόστος υλοποίησης και να συνοδεύεται από πολυπλοκότητες λόγω του όγκου των απαιτούμενων πληροφοριών, αλλά βρίσκεται στη σωστή κατεύθυνση. Αν και δε μπορεί να εγγυηθεί την εξάλειψη των κρίσεων στις χρηματαγορές, τις απάτες, τον πανικό και τις αστοχίες στις αναλαμβανόμενες δράσεις, εντούτοις τα οφέλη της θα είναι απτά για το σύνολο των επενδυτών. Περισσότερη σταθερότητα στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου, υψηλότερα επίπεδα ρευστότητας, χαμηλότερα κόστη δανεισμού από τη μικρότερη έκθεση σε συστηματικό κίνδυνο και ευρύτερη γκάμα επενδυτικών επιλογών για το σύνολο των επενδυτών εξαιτίας της αυξημένης διαφάνειας και ασφάλειας, είναι τα σημαντικότερα από αυτά.

Τα χαρακτηριστικά των Hedge Funds

Τα Hedge Funds αποτελούν αναμφισβήτητα μία νέα εναλλακτική μορφή επένδυσης. Τα χαρακτηριστικά που τα διέπουν και που συμβάλλουν στη διαφοροποίησή τους από τις υπόλοιπες μορφές επενδύσεων αναλύονται στις ακόλουθες παραγράφους.

3.1.1 Ύψος συμμετοχής επενδυτών sophisticated costumers

Σε κάθε Hedge Fund ισχύει ένα ελάχιστο αρχικό ποσό επένδυσης που ένας επενδυτής πρέπει να διαθέτει προκειμένου να είναι σε θέση να συμμετέχει σε αυτό (sophisticated costumers). Επενδυτές μπορεί να είναι είτε θεσμικοί, είτε ιδρύματα, είτε άτομα με πολύ υψηλά εισοδήματα. Κατά κύριο λόγο, το

συνηθέστερο ελάχιστο αρχικό ποσό επένδυσης ορίζεται στα 250.000 δολάρια και η κάθε επιπρόσθετη συνεισφορά δεν μπορεί να είναι μικρότερη των 100.000 δολαρίων. Συμπερασματικά, οι συμμετέχοντες σε ένα Hedge Fund πρέπει να ανήκουν σε υψηλές εισοδηματικές τάξεις.

Από την πλευρά του διαχειριστή του Hedge Fund, η ύπαρξη ενός μικρού αριθμού πελατών, οι οποίοι επενδύουν πολύ σημαντικά χρηματικά ποσά, συμβάλλει καθοριστικά ώστε το κόστος εξυπηρέτησης να διατηρείται σε χαμηλά επίπεδα. Το γεγονός αυτό, επιτρέπει στον διαχειριστή να επικεντρώνει το ενδιαφέρον του και την προσοχή του στις αρμοδιότητές / υποχρεώσεις του και όχι στον τρόπο εξυπηρέτησης των πελατών ή στην προώθηση του Fund.

Καθώς ο αριθμός των επενδυτών ενός Hedge Fund αυξάνεται, ο διαχειριστής υπάρχει περίπτωση να αυξήσει το ύψος της ελάχιστης αρχικής επιτρεπτής συνεισφοράς για τους νέους επενδυτές, ή ακόμα να εμποδίσει την διείσδυση των λιγότερο εύπορων νέων επενδυτών προκειμένου να επωφεληθεί από άλλους πλουσιότερους επενδυτές (Ennis, Bennet, Sebastian 2002).

3.1.2 Ελάχιστη διάρκεια επένδυσης

Με τον όρο «ελάχιστη διάρκεια επένδυσης» (Lock – Up Period) εννοούμε το χρονικό διάστημα μέσα στο οποίο ο επενδυτής είναι υποχρεωμένος να διατηρεί επενδυμένα τα κεφάλαιά στο Hedge Fund προτού αποφασίσει να τα αποσύρει από αυτό. Τα Lock – Up Periods μπορεί να κυμαίνονται μεταξύ 6 μηνών και 5 ετών αλλά στην Αμερική το σχετικό χρονικό διάστημα περιορίζεται στο 1 έτος.

Τα Hedge Funds επιτρέπουν στους επενδυτές τη ρευστοποίηση των επενδύσεών τους σε συγκεκριμένες χρονικές περιόδους, οι οποίες είναι δυνατόν να ποικίλλουν από μερικούς μήνες έως μερικά χρόνια. Κατά κύριο λόγο, τα Hedge Funds δεν παρέχουν δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης στους επενδυτές τους καθώς πολλές από τις εφαρμοζόμενες στρατηγικές είναι μακροχρόνιες και περιλαμβάνουν τοποθετήσεις σε περιορισμένα ή χαμηλής ρευστότητας χρεόγραφα. Η παροχή δυνατότητας άμεσης ρευστοποίησης θα είχε ως αποτέλεσμα ο διαχειριστής να μη μπορεί να μεταβάλλει ελεύθερα την επενδυτική του πολιτική. Για το λόγο αυτό, τα Hedge Funds απαιτούν την έγκαιρη ειδοποίηση των διαχειριστών σε περίπτωση που κάποιος από τους επενδυτές θελήσει να ρευστοποιήσει τη θέση του.

3.1.3 Προμήθεια διαχείρισης

Οι διαχειριστές των Hedge Funds χρεώνουν τους πελάτες τους με μία ετήσια προμήθεια διαχείρισης (Management fee), ύψους 1% - 2% των υπό διαχείριση κεφαλαίων. Η αμοιβή αυτή περιλαμβάνει διοικητικά, ελεγκτικά, νομικά και άλλα είδη εξόδων απαραίτητα για την εύρυθμη λειτουργία του και είναι πληρωτέα είτε σε μηνιαία, είτε σε εξαμηνιαία, είτε σε ετήσια βάση. Αφαιρείται δε, αυτόματα από τον προσωπικό λογαριασμό του κάθε επενδυτή (Das, Kish, Muething, Taylor 2002).

3.1.4 Προμήθεια κινήτρου

Εκτός από την προμήθεια διαχείρισης, οι συμμετέχοντες επιβαρύνονται και με την προμήθεια κινήτρου (incentive fee), η οποία κυμαίνεται μεταξύ 15% - 20% επί των ετήσιων κερδών. Σε πολλά Hedge Funds η προμήθεια κινήτρου υπολογίζεται αφού πρώτα αφαιρεθεί η προμήθεια διαχείρισης από τα κέρδη. Αξίζει να σημειωθεί ότι, η εν λόγω αμοιβή στο πρώτο Hedge Fund του Alfred Winslow Jones ανερχόταν σε 20%. Το ύψος των παραπάνω προμηθειών συμβάλλει στον χαρακτηρισμό των Hedge Funds. Για παράδειγμα, ένα Hedge Fund που χρεώνει 2% προμήθεια διαχείρισης και 15% προμήθεια κινήτρου ονομάζεται “2 και 15 Fund”.

Η προμήθεια κινήτρου είναι ένα πολύ σημαντικό στοιχείο για την επιτυχία ενός Hedge Fund. Η ανταμοιβή του διαχειριστή συνδέεται με την κερδοφορία που επιτυγχάνει οδηγώντας τον στην αναζήτηση απόλυτων αποδόσεων και όχι απλά στον υπερκερασμό ενός δείκτη, π.χ. S&P 500. Για να επιτύχει απόλυτες αποδόσεις, ο διαχειριστής πρέπει να ακολουθήσει επενδυτικές στρατηγικές που παράγουν αποδόσεις άσχετα με τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά. Δηλαδή, να ακολουθεί στρατηγικές με μικρό βαθμό συσχέτισης με την αγορά. Παρόλα αυτά, το εν λόγω σύστημα ανταμοιβής μπορεί να χαρακτηριστεί ασύμμετρο λόγω του ότι επιβραβεύει το διαχειριστή για θετικές αποδόσεις χωρίς αντίστοιχη ζημιά του για αρνητικές αποδόσεις.

Αξίζει να σημειωθεί ότι, ο Liang (1999) απέδειξε ότι μία αύξηση της τάξεως του 1% επί της προμήθειας κινήτρου επιφέρει αντίστοιχη μέση αύξηση των μηνιαίων αποδόσεων της τάξεως του 1,3%.

3.1.5 Απόδοση αναφοράς

Αρκετά Hedge Funds συμπεριλαμβάνουν στο σύστημα ανταμοιβής τους και τις αποδόσεις αναφοράς (Hurdle Rates of Return). Πρόκειται για ένα χαρακτηριστικό σύμφωνα με το οποίο η επιτευχθείσα απόδοση του διαχειριστή θα πρέπει να ξεπερνά εκείνη ενός ευρέως αναγνωρισμένου δείκτη ή επιτοκίου για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο, έτσι ώστε ο διαχειριστής να εισπράξει την προμήθεια κινήτρου. Όταν η απόδοση ενός Hedge Fund ξεπερνά το ύψος του τιθέμενου Hurdle Rate, η προμήθεια κινήτρου προσδιορίζεται ως ποσοστό επί της διαφοράς.

Συνήθως, το επιτόκιο των Κρατικών Εντόκων Γραμματίων (Treasury Bill) ή το διατραπεζικό επιτόκιο (LIBOR) χρησιμοποιείται ως Hurdle Rate, που πάντα παίρνουν θετικές τιμές. Έτσι, δεν θα μπορούσε ποτέ να αποτελεί Hurdle Rate η απόδοση του Δείκτη S&P 500 ή η απόδοση κάποιου άλλου δείκτη. Είναι ευνόητο ότι οι επενδυτές προτιμούν ένα Hedge Fund με σύστημα ανταμοιβής που περιλαμβάνει και Hurdle Rate.

3.1.6 Ελάχιστο επίπεδο απόδοσης

Το ελάχιστο επίπεδο απόδοσης (High-water mark) είναι το επίπεδο απόδοσης, το οποίο ο διαχειριστής είναι υποχρεωμένος να επιτύχει προκειμένου να μπορεί να καρπωθεί την προμήθεια κινήτρου. Το High – Water Mark εξασφαλίζει ότι ο διαχειριστής ενός Hedge Fund δε θα εισπράξει προμήθεια κινήτρου για κέρδη τα οποία θα αντισταθμίζουν ζημιές προηγούμενων ετών. Εξασφαλίζει δηλαδή ότι η προμήθεια κινήτρου πηγάζει μόνο από καθαρά θετικές αποδόσεις σε μία σωρευτική βάση. Για το λόγο αυτό, το συγκεκριμένο χαρακτηριστικό περιγράφει και ο όρος: Loss Carry – Forward Account. Τα περισσότερα Hedge Funds διαθέτουν τον όρο High – Water Marks. Είναι ευνόητο ότι οι επενδυτές προτιμούν ένα Hedge Fund με σύστημα ανταμοιβής που περιλαμβάνει και High – Water Mark.

Αξίζει να σημειωθεί ότι σύμφωνα με τον Liang (1999) τα Hedge Funds που διαθέτουν High – Water Mark σημείωσαν καλύτερες αποδόσεις (+ 0,2% μηνιαίως) συγκριτικά με εκείνα χωρίς αυτό το χαρακτηριστικό. (Connor and Woo, 2003)

3.1.7 Κριτική στο σύστημα ανταμοιβής των Hedge Funds

Αρκετοί υποστηρίζουν ότι το σύνολο των χαρακτηριστικών του συστήματος ανταμοιβής των Hedge Funds, όπως αυτό περιγράφηκε παραπάνω, ωθεί τους διαχειριστές των Hedge Funds να αναλαμβάνουν υπερβολικά υψηλούς κινδύνους προκειμένου να καρπωθούν μεγάλες αμοιβές. Αυτό μπορεί να

φαίνεται εκ πρώτης όψεως αληθές, ωστόσο πρέπει να ληφθούν υπ' όψιν τα ακόλουθα:

- Οι περισσότεροι διαχειριστές θέτουν σε κίνδυνο σημαντικό μέρος των χρημάτων τους αφού και οι ίδιοι έχουν επενδύσει στο Hedge Fund που διαχειρίζονται, γεγονός που λειτουργεί ανασταλτικά στην υπερβολική ανάληψη κινδύνου,
- Οι διαχειριστές ωφελούνται περισσότερο αν διαγράψουν μακροχρόνια πορεία στον κλάδο των Hedge Funds, κάτι θα τους τροφοδοτούσε με μια σειρά διαδοχικών αμοιβών από τα επιτευχθέντα κέρδη και μελλοντικούς πελάτες, παρά να ρισκάρουν υπέρμετρα και να χάσουν το κύρος τους. Αυτό σημαίνει ότι οι διαχειριστές προσπαθούν για μια σειρά ορθολογικών κερδών, αποφεύγοντας το υπερβολικό ρίσκο.

Οργανωτικές δομές των Hedge Funds

Οι δομές με τις οποίες οργανώνονται τα Hedge Funds είναι ποικίλες. Στην διεθνή πρακτική δεν συνίσταται να οργανώνονται υπό τη μορφή Ατομικής επιχείρησης εξαιτίας της απεριόριστης ευθύνης που φέρει ο ιδιοκτήτης ή υπό τη μορφή της Ανώνυμης Εταιρείας λόγω του διπλού συστήματος φορολόγησης που τη διέπει (φορολογία κερδών και διανεμημένων μερισμάτων). Στις επόμενες σελίδες αναλύεται η κάθε μία δομή χωριστά.

3.1.8 Ομόρρυθμη εταιρεία - Limited Partnerships (LPs)

Τα Hedge Funds μπορούν να οργανωθούν με την μορφή ομόρρυθμης εταιρείας, η οποία διέπεται από μία συμφωνία συνεργασίας μεταξύ ενός τουλάχιστον ομόρρυθμου εταίρου και ενός ή περισσότερων εταίρων περιορισμένης ευθύνης. Κατά κύριο λόγο σχηματίζονται για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, π.χ. 20 έτη.

Ο ομόρρυθμος εταίρος, ο οποίος είναι συνήθως ένας ιδιώτης ή μία εταιρεία που συνέστησε το Hedge Fund, είναι υπεύθυνος / η για τη διαχείριση και την διεκπεραίωση των καθημερινών λειτουργιών. Ενώ ο ομόρρυθμος εταίρος ευθύνεται εις ολόκληρον για τις υποχρεώσεις της εταιρείας, είναι σύνηθες το φαινόμενο μία άλλη επιχείρηση περιορισμένης ευθύνης ή μια ομόρρυθμη εταιρεία να λαμβάνει το ρόλο του ομόρρυθμου εταίρου με απώτερο σκοπό τον περιορισμό της απεριόριστης ευθύνης που θα δέσμευε ένα φυσικό πρόσωπο – ομόρρυθμο εταίρο.

Οι εταίροι περιορισμένης ευθύνης είναι αδρανείς επενδυτές (passive investors) που χαίρουν περιορισμένης ευθύνης καθώς αυτοί ευθύνονται για ζημιές μέχρι του ποσού που έχουν επενδύσει. Εις αντάλλαγμα αυτού του πλεονεκτήματός τους ο ρόλος τους περιορίζεται στην παροχή χρημάτων και δεν μπορούν να λαμβάνουν μέρος στη διαχείριση της εταιρείας. Η αναλαμβανόμενη από αυτούς ευθύνη δεν είναι δυνατόν να μεταβιβαστεί σε κάποιον τρίτο χωρίς την συγκατάθεση του ομόρρυθμου εταίρου.

Η οργανωτική αυτή δομή των Hedge Funds επιτρέπει την συλλογή περιουσιακών στοιχείων σε συνδυασμό με την παροχή ευελιξίας όσον αφορά τον σχεδιασμό συστημάτων ανταμοιβής. Αξίζει σε αυτό το σημείο να τονιστεί ότι, οι αμοιβές που παρέχονται σε κάθε εταίρο εκπίπτουν από το εισόδημα του.

3.1.9 Εταιρεία περιορισμένης ευθύνης - Limited Liability Companies (LLCs)

Μία πιο σύγχρονη μορφή οργάνωσης των Hedge Funds είναι αυτή της Εταιρείας Περιορισμένης Ευθύνης (Ε.Π.Ε.). Τα άτομα που την απαρτίζουν αποκαλούνται μέλη (members) και μπορεί να είναι είτε μεμονωμένα άτομα, είτε εταιρείες ή κάποια άλλη Εταιρεία Περιορισμένης Ευθύνης. Αυτά δύνανται να λαμβάνουν μέρος στην διοίκηση της εταιρείας ενώ δεν είναι σπάνιο η διοίκηση να ανατίθεται σε τρίτα πρόσωπα. Τα δικαιώματα ιδιοκτησίας και ψήφου μπορούν να ποικίλουν από εταιρεία σε εταιρεία.

Αυτού του είδους η δομή συνδυάζει το πλεονέκτημα της περιορισμένης ευθύνης, καθώς όλα τα μέλη ευθύνονται μόνο με το ποσό της εισφοράς τους, με το πλεονέκτημα της περιορισμένης φορολογίας όπως ισχύει και για τις ατομικές επιχειρήσεις.

Από την άλλη πλευρά υπάρχουν δύο μειονεκτήματα, τα οποία συμβάλλουν καθοριστικά στην οργάνωση των περισσότερων Hedge Funds με την μορφή Ομόρρυθμης Εταιρείας. Τα μειονεκτήματα αυτά είναι τα ακόλουθα:

- οι περισσότεροι επενδυτές δείχνουν περισσότερη δυσπιστία στο ρόλο τους ως μέλη μιας Εταιρείας Περιορισμένης Ευθύνης σε σχέση με το ρόλο τους σε μία Ομόρρυθμη Εταιρεία και,
- το φορολογικό καθεστώς που διέπει τις Εταιρείες Περιορισμένης Ευθύνης είναι σε αρκετές περιπτώσεις δυσμενέστερο συγκριτικά με αυτό των Ομόρρυθμων Εταιρειών.

3.1.10 Υπεράκτια Hedge Funds

Μολονότι ο μεγαλύτερος αριθμός των Hedge Funds λειτουργεί στις Η.Π.Α., υπάρχει επίσης ένας σημαντικός αριθμός που οργανώνεται εκτός των Η.Π.Α. και που απευθύνεται κατά κύριο λόγο σε μη Αμερικανούς επενδυτές, τα αποκαλούμενα Offshore Hedge Funds. Επιπρόσθετα, υπάρχουν ξένοι επενδυτές που ναι μεν επιδιώκουν να επενδύουν στην αμερικάνικη αγορά χρεογράφων αλλά από την άλλη δεν επιθυμούν να υποβάλλουν το προκύπτον εισόδημά τους στη φορολογία των Η.Π.Α.. Και για αυτού του είδους επενδυτές τα Offshore Hedge Funds αποτελούν μία αρκετά καλή εναλλακτική επενδυτική λύση.

Τα Offshore Hedge Funds οργανώνονται κατά κύριο λόγο με την μορφή Εταιρείας Περιορισμένης Ευθύνης. Οι επενδυτές αγοράζουν μερίδια με τον ίδιο τρόπο με τον οποίο θα προέβαιναν στην αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων αλλά η ελάχιστη απαιτούμενη συνεισφορά είναι αρκετά υψηλότερη.

Τα Offshore Hedge Funds διαφέρουν από τα κοινά Hedge Funds στο ότι τα πρώτα είναι εταιρείες εγγεγραμμένες σε διάφορους «φορολογικούς παραδείσους», στους οποίους οι φορολογικές υποχρεώσεις σε μη αμερικανούς πολίτες – επενδυτές είναι συγκριτικά ελάχιστες. Offshore Hedge Funds μπορεί κάποιος να αναζητήσει στις Μπαχάμες, τις Βερμούδες, τις Βρετανικές Παρθένους Νήσους, τα νησιά Κέιμαν, το Δουβλίνο, το Λίχτενστάιν, τον Μαυρίκιο, την Σιγκαπούρη και στο Λουξεμβούργο. (Brown, Goetzman, Ibbotson 1998)

Ενώ οι παραπάνω χώρες δεν περιορίζουν την επενδυτική δραστηριότητα των Hedge Funds και δεν τους επιβάλλουν φόρους, εισπράττουν ποικίλα έξοδα διοίκησης. Για το λόγο αυτό τα Hedge Funds θεωρούνται μία πολύ σημαντική πηγή εσόδων για την χώρα που τα φιλοξενεί. (Jaeger 2003)

Εκτίμηση της καθαρής αξίας του ενεργητικού των Hedge Funds - Net Asset Value (NAV)

Οι επενδυτές παρακολουθούν την απόδοση ενός Hedge Fund παρατηρώντας τις αλλαγές που πραγματοποιούνται στο Net Asset Value ανά μετοχή, όπου:

$$\text{NAV}_{\text{ανά μετοχή}} = \frac{\text{Περιουσιακά Στοιχεία του Fund} - \text{Υποχρεώσεις}}{\text{Αριθμός Μετοχών}}$$

Τα Hedge Funds, συγκριτικά με τα Αμοιβαία Κεφάλαια, έχουν μικρότερο αριθμό επενδυτών που τείνουν να διατηρούν τα χρήματά τους επενδυμένα στο Fund

για περισσότερο χρονικό διάστημα ενώ παράλληλα δεν απαιτούν συχνό υπολογισμό και δημοσίευση του Net Asset Value ανά μετοχή.

Τα Hedge Funds παρουσιάζουν δυσκολίες στο συχνό υπολογισμό του Net Asset Value ανά μετοχή καθώς συχνά:

- έχουν υψηλές υποχρεώσεις (εξαιτίας των Short θέσεων τους) οι οποίες μπορεί για κάποιο χρονικό διάστημα να εμφανίζονται στις λογιστικές καταστάσεις του κύριου χρηματομεσίτη (βλ. παρακάτω) και όχι σε αυτές του διαχειριστή. Αποτέλεσμα αυτού είναι ότι καθίσταται δύσκολη η παρουσίαση μίας σαφούς εικόνας τόσο των περιουσιακών στοιχείων όσο και των υποχρεώσεων του Fund σε μία δεδομένη χρονική στιγμή και,
- οι διαχειριστές των Hedge Funds λαμβάνουν θέσεις σε αξιόγραφα όπως, εξωτικά δικαιώματα (exotic options), μη εμπορεύσιμες μετοχές, μη ρευστοποιήσιμα συμβόλαια και εταιρικά χρέη, τα οποία κάνουν δύσκολο τον ακριβή υπολογισμό των υποχρεώσεων του Fund.

Όσον αφορά τα Hedge Funds που είναι δομημένα ως Εταιρείες Περιορισμένης Ευθύνης και δημοσιεύουν δείκτη Net Asset Value ανά μετοχή, ο υπολογισμός των αμοιβών (Management Fee και Incentive Fee) παρουσιάζει δυσκολίες.

Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι ο επενδυτής Χ αγοράζει μερίδιο στο Hedge Fund E αξίας 200€ και ότι αργότερα ο επενδυτής Ψ αγοράζει μερίδιο στο ίδιο Hedge Fund όταν η τρέχουσα αξία του είναι 216€. Αν το NAV της επόμενης

περιόδου ανέρχεται σε 240€, τότε το κέρδος χωρίς τον υπολογισμό της αμοιβής κινήτρου του επενδυτή Χ είναι 40€ και του επενδυτή Ψ είναι 24€ (Συνολικό κέρδος= 64€). Δεδομένου ότι, η αμοιβή κινήτρου είναι το 20% επί των κερδών, ο επενδυτής Χ θα κληθεί να πληρώσει 8€ ενώ ο επενδυτής Ψ θα κληθεί να πληρώσει 4,8€ (Συνολική αμοιβή= 12,8€). Η αμοιβή κινήτρου ανά μετοχή ανέρχεται σε 6,4€ (=12,8€ / 2). Δηλαδή, ο επενδυτής Χ θα πληρώσει ως αμοιβή το 16% (=6,4€ / 40€) των κερδών του ενώ ο επενδυτής Ψ το 26,666% (=6,4€ / 24€). Από τα παραπάνω προκύπτει ότι η αμοιβή κινήτρου επιβαρύνει άνισα τους δύο επενδυτές. Κάθε φορά που ένας επενδυτής θα εισέρχεται στο Hedge Fund σε διαφορετικό επίπεδο NAV ανά μετοχή θα επιβαρύνεται με διαφορετικό ποσοστό αμοιβής κινήτρου επί των κερδών του. Για την επίλυση της παραπάνω δυσκολίας έχουν προταθεί οι ακόλουθες λύσεις:

3.1.11 Equalization Shares Approach

Σύμφωνα με αυτήν την προσέγγιση, εκδίδονται νέες σειρές μετοχών για κάθε νεοεισερχόμενο επενδυτή. Κάθε μία από αυτές παρακολουθούνται μεμονωμένα, επιτρέποντας τον υπολογισμό του ακριβούς ύψους της αμοιβής κινήτρου που αντιστοιχεί σε κάθε σειρά μετοχών. Στην μέθοδο αυτή υπολογίζονται τόσα NAV ανά μετοχή όσα και οι σειρές μετοχών που έχουν εκδοθεί κατά τη διάρκεια της περιόδου. Το Fund δημοσιεύει το χαμηλότερο NAV. Οι επενδυτές των οποίων η σειρά μετοχών έχει υψηλότερο NAV ανά μετοχή, λαμβάνουν επιπλέον μετοχές (Equalization Shares) ως αποζημίωση εξαιτίας της απώλειας που προήλθε με την υιοθέτηση του χαμηλότερου επίσημου NAV.

3.1.12 Equalization / Depreciation Deposit Approach

Θεωρούμε ένα Hedge Fund με αρχική τιμή μετοχής 100€ το οποίο χρησιμοποιεί τη μέθοδο “Equalization factor/depreciation deposit” για τον προσδιορισμό του NAV της. Ας υποθέσουμε ότι στη μέση της χρονιάς ένας νέος επενδυτής τοποθετεί 1.500.000€ στο συγκεκριμένο Hedge Fund όταν η τιμή κάθε μεριδίου σε αυτό έχει ανέλθει σε 150€ πριν τον υπολογισμό της αμοιβής κινήτρου (gross NAV). Ο επενδυτής εισέρχεται δηλαδή στο Fund όταν το NAV είναι μεγαλύτερο από το high water mark NAV των 100€.

Ο επενδυτής έχει 10.000 μετοχές ($=1.500.000/150$). Η αμοιβή κινήτρου είναι το 20% των κερδών και τη συγκεκριμένη στιγμή αντιστοιχεί σε 10€ ($=20\%*50$), ενώ το NAV είναι 140€ ($=150-10$). Για το συγκεκριμένο Hedge Fund, η θέση του εν λόγω επενδυτή, σύμφωνα με τη συγκεκριμένη μέθοδο, χωρίζεται στην επένδυσή του, ύψους 1.400.000€ ($=140*10.000$) και στον παράγοντα εξισορρόπησης ύψους 100.000€.

Στο τέλος του χρόνου όπου ο διαχειριστής υπολογίζει την αμοιβή του, η τύχη του ποσού εξισορρόπησης θα εξαρτηθεί από την απόδοση του Hedge Fund. Αν η απόδοσή του είναι καλή, το ποσό εξισορρόπησης θα επιστραφεί είτε με τη μορφή μετρητών είτε με τη μορφή μετοχών, ενώ εάν είναι κακή ολόκληρο το ποσό ή μέρος αυτού θα χαθεί.

Για το συγκεκριμένο παράδειγμα, αν στο τέλος του χρόνου το ακαθάριστο NAV είναι ίσο ή ξεπερνά τα 150€, ο επενδυτής θα εισπράξει μετρητά ή μετοχές ίσης

αξίας με το ποσό εξισορρόπησης. Αν στο τέλος του χρόνου το ακαθάριστο NAV είναι 125€ (το Fund έχασε στη διάρκεια του χρόνου μέρος των κερδών που είχε δημιουργήσει όταν εισήλθε ο επενδυτής του παραδείγματος), η αντίστοιχη αμοιβή κινήτρου θα είναι 5€ ($=20\% \cdot 25$), το NAV ίσο με 120€ και ο επενδυτής θα εισπράξει 50.000€ από το ποσό του παράγοντα εξισορρόπησης. Όπως ο διαχειριστής έχασε τα μισά από τα κέρδη που είχε στο μέσο της χρονιάς, έτσι και ο επενδυτής χάνει τη μισή αξία του παράγοντα εξισορρόπησης.

Στην περίπτωση όπου ο επενδυτής εισέρχεται στο Hedge Fund τη στιγμή που το NAV του, ύστερα από ζημιές είναι μικρότερο του αρχικού high water mark NAV του, τότε ο επενδυτής καταβάλλει ένα ποσό απομείωσης (depreciation deposit). Αν το Hedge Fund επανέλθει στα επίπεδα του high water mark NAV του, το ποσό απομείωσης καταβάλλεται στο διαχειριστή ως αμοιβή κινήτρου. Αν όμως το εν λόγω Hedge Fund συνεχίσει να σημειώνει απώλειες, στο τέλος του χρόνου όπου υπολογίζεται η αμοιβή κινήτρου, το ποσό απομείωσης θα επιστραφεί στον επενδυτή.

3.1.13 Multiple Series of Shares

Η πιο απλή από τις μεθόδους για τον προσδιορισμό του NAV σε ένα Hedge Fund είναι η έκδοση πολλαπλών σειρών μετοχών. Η πρώτη σειρά των μετοχών που εκδίδονται ονομάζεται αρχική σειρά (lead series). Κάθε φορά που πραγματοποιούνται νέες εγγραφές στο Hedge Fund, εκδίδονται και νέες σειρές μετοχών. Κάθε φορά δε που υπολογίζεται και δημοσιοποιείται το NAV,

υπολογίζονται και δημοσιοποιούνται τόσα NAV όσα και οι σειρές των μετοχών που έχουν εκδοθεί.

Πρέπει να σημειωθεί πως αν και απλή, η μέθοδος αυτή μπορεί να εμφανίσει δυσχέρειες καθώς ο αριθμός των εκδιδόμενων σειρών μετοχών αυξάνεται. Σύγχυση μπορεί να προκληθεί επίσης όταν κάποιος επενδυτής έχουν συνεισφέρει στο Fund σε διαφορετικές ημερομηνίες και βρίσκονται στη θέση να κατέχουν διαφορετικές σειρές μετοχών στο ίδιο επενδυτικό όχημα.

Συμμετέχοντες

Οι δραστηριότητες των Hedge Funds δεν διεκπεραιώνονται αποκλειστικά από τα άτομα που εργάζονται σε αυτά. Προκειμένου να διεξαχθούν οι καθημερινές υποχρεώσεις, συμπεριλαμβανομένου της διαχείρισης του χαρτοφυλακίου τους και την διεξαγωγή των διοικητικών υπηρεσιών, τα Hedge Funds αναπτύσσουν συνεργασία με τρίτα πρόσωπα (outsourcing). Σε αντάλλαγμα των εν λόγω υπηρεσιών, οι εξωτερικοί συνεργάτες λαμβάνουν μία προκαθορισμένη αμοιβή. Οι κύριοι συμμετέχοντες στις δραστηριότητες ενός Hedge Fund είναι οι ακόλουθοι:

- Ο ιδρυτής του Hedge Fund, ο οποίος διατηρεί στην κυριότητά του ένα μέρος των ιδρυτικών τίτλων του Fund που του επιτρέπουν να ασκεί έλεγχο στη διοίκησή του,

Εναλλακτικές μορφές επένδυσης: Η περίπτωση των Hedge Funds

- Ο διαχειριστής, του οποίου κύρια αρμοδιότητα είναι να προδιαγράφει την επενδυτική στρατηγική του Hedge Fund, να λαμβάνει τόσο επενδυτικές αποφάσεις σύμφωνα με τους τιθέμενους κάθε φορά στόχους όσο και λειτουργικές αποφάσεις. Ο διαχειριστής καλύπτει τις λειτουργικές του δαπάνες με την αμοιβή που εισπράττει ανά τακτά χρονικά διαστήματα. Σε γενικές γραμμές το ύψος της ετήσιας αμοιβής του κυμαίνεται μεταξύ 1% και 3% της καθαρής περιουσίας του Hedge Fund,
- Ο σύμβουλος επί των επενδυτικών θεμάτων του οποίου αρμοδιότητα είναι να παρέχει επαγγελματικές συμβουλές για θέματα επενδύσεων με τρόπο ώστε αυτές να είναι συνεπείς με τους στόχους και τις πολιτικές που τίθενται από αυτό,
- Το Διοικητικό Συμβούλιο το οποίο εποπτεύει τον διαχειριστή και τους λοιπούς βασικούς συμμετέχοντες. Επιπλέον, αναλαμβάνει μέριμνα σε περιπτώσεις όπου τα συμφέροντα του Hedge Fund και των μετόχων του διαφέρουν από αυτά του επενδυτικού συμβούλου ή του διαχειριστή,
- ο νομικός σύμβουλος, έργο του οποίου είναι να διασφαλίζει την νομιμότητα του Hedge Fund με το ισχύον νομικό πλαίσιο της εκάστοτε χώρας όπου δραστηριοποιείται,
- οι ελεγκτές, των οποίων αρμοδιότητα είναι να εξασφαλίζουν ότι οι πρακτικές που ακολουθεί το Hedge Fund είναι σύμφωνες με τους ισχύοντες νόμους και λογιστικές αρχές,

- Ο κύριος χρηματομεσίτης (prime broker), του οποίου ο ρόλος είναι πολύ σημαντικός για όλα Hedge Funds καθώς παρέχει τεχνολογική υποστήριξη, πρόσβαση σε αγορές, συνθετικά προϊόντα και συστάσεις προς νέους υποψήφιους επενδυτές καθ' όλη τη διάρκεια ζωής ενός Hedge Fund. Αποτέλεσμα των παραπάνω είναι ότι η δραστηριότητά του είναι πολύ ελκυστική και για τις Τράπεζες επενδύσεων στις οποίες παρατηρείται έντονος ανταγωνισμός.

Σε γενικές γραμμές, η δραστηριότητα του κύριου χρηματομεσίτη χαρακτηρίζεται ως αμιγώς λειτουργική και περιορισμένη στη διευθέτηση, υποστήριξη και καταγραφή / ενημέρωση των συναλλαγών ενός Hedge Fund. Ενώ αυτό αποτελεί βασική του δραστηριότητα, μία τέτοια θεώρηση είναι υπεραπλουστευμένη.

Είναι σημαντικό να αναγνωρισθεί ότι ο κύριος χρηματομεσίτης εισπράττει έσοδα από δύο πηγές:

- Από δανεισμό χρημάτων για την υποστήριξη της μόχλευσης και,
- Από τον δανεισμό μετοχών για τη διεκπεραίωση ανοιχτών πωλήσεων.

Όταν ο κύριος χρηματομεσίτης δανείζει μετοχές λειτουργεί σαν ενδιάμεσος μεταξύ των δανειστών και των Hedge Funds ως δανειζομένων. Οι περισσότεροι δανειστές δεν θα αποδέχονταν τον πιστωτικό κίνδυνο να συναλλαχθούν με τα Hedge Funds, ενώ από την άλλη είναι διατεθειμένοι να τον αποδεχθούν συναλλασσόμενοι με τον κύριο χρηματομεσίτη. Οι δανειζόμενοι (Hedge Funds)

θεωρούν ότι η αμοιβή του κύριου χρηματομεσίτη που τους δάνεισε αποτελεί μία λογική επιβάρυνση.

Στο ρόλο του ως χρηματοδότης ο κύριος χρηματομεσίτης επίσης λειτουργεί ως ενδιάμεσος. Οι εμπορικές τράπεζες δεν είναι πρόθυμες να αναλάβουν τον πιστωτικό κίνδυνο που φέρει η χρηματοδότηση ακόμα και των μεγαλύτερων Hedge Funds. Καθώς ο κύριος χρηματομεσίτης είναι σε θέση να αναλάβει και να επιθεωρεί τα εχέγγυα για τα δάνεια που έδωσε, είναι διατεθειμένος να μεσολαβήσει ώστε να εξασφαλίσει τη μόχλευση την οποία πολλές στρατηγικές Hedge Funds απαιτούν. Οι πρακτικές των κύριων χρηματομεσιτών είναι έτσι σχεδιασμένες ώστε σε περίπτωση αθέτησης των υποχρεώσεων των Hedge Funds να μπορούν να εξασφαλίσουν το ποσό που δάνεισαν ρευστοποιώντας την εγγύηση που προηγουμένως είχαν δεχτεί.

Οι κύριοι χρηματομεσίτες κατέχουν σημαντική θέση στον κλάδο των Hedge Funds, εργαζόμενοι στενά με διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων και επενδυτές. Για το λόγο αυτό, πολλοί νέοι διαχειριστές Hedge Funds έχουν ως βασική προτεραιότητα τους το διορισμό του κύριου χρηματομεσίτη. (Jung 2005 – http://eubfn.com/arts/goldman_sachs.htm)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΒΑΣΕΙΣ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ - ΔΕΙΚΤΕΣ ΤΩΝ HEDGE FUNDS

4.1 Εταιρείες συλλογής και παροχής πληροφοριών

Η ραγδαία ανάπτυξη της Τεχνολογίας της Πληροφορίας (Information Technology) κατά τα τελευταία χρόνια έχει επηρεάσει σε σημαντικό βαθμό τις παρεχόμενες προς τους επενδυτές υπηρεσίες. Ειδικότερα, οι επενδυτές των Αμοιβαίων Κεφαλαίων έχουν πρόσβαση σε πολύ αξιόπιστα στοιχεία που καλύπτουν μεγάλες χρονικές περιόδους. Ωστόσο, κάτι τέτοιο δεν ισχύει στην περίπτωση των Hedge Funds καθώς οι διαχειριστές έχουν ευχέρεια ως προς τί θα κοινοποιούν και τι όχι. Επιπλέον, οι επενδυτές έδειξαν ξανά έντονο ενδιαφέρον για τα Hedge Funds μόλις από τις αρχές του '90 με αποτέλεσμα να μην είναι δυνατή η ανεύρεση ικανοποιητικών και αντιπροσωπευτικών στοιχείων του παρελθόντος.

Σήμερα, οι επενδυτές που επιθυμούν να έχουν πρόσβαση σε αυτά τα στοιχεία πρέπει να πληρούν συγκεκριμένες προϋποθέσεις εισοδήματος. Την ανάγκη παροχής πληροφοριών σχετικών με τις αποδόσεις και τον κίνδυνο των Hedge Funds ικανοποιούν επί πληρωμή ιδιωτικές εταιρείες στις οποίες εγγράφονται εθελοντικά διάφορα Hedge Funds. Αυτές κατηγοριοποιούν τα Hedge Funds σύμφωνα με την ακολουθούμενη στρατηγική τους και παρέχουν δείκτες απόδοσης τόσο για κάθε στρατηγική χωριστά όσο και για κάθε Hedge Fund. Οι πιο σημαντικές από αυτές τις εταιρείες είναι: (Brooks, Kat 2001)

- Hedge Fund Research – HFR (www.hfr.com)
- Zurich Capital Markets (www.marhedge.com)
- CSFB / Tremont (www.hedgeindex.com)
- HENNESSEE (www.hennesseegroup.com)
- VAN (www.vanhedge.com)
- ALTVEST (www.altvest.com) και,
- TUNA (www.hedgefund.net)

Οι εν λόγω εταιρείες χρησιμοποιούν εναλλακτικά δύο μεθόδους στάθμισης των Hedge Funds που απαρτίζουν μία συγκεκριμένη στρατηγική (Fung, Hsieh 2002). Οι περισσότερες υιοθετούν την Equally Weighted μέθοδο. Σύμφωνα με αυτήν, τα διάφορα Hedge Funds, που συγκαταλέγονται σε μία συγκεκριμένη στρατηγική, συμμετέχουν πάντοτε με το ίδιο ποσοστό με τα υπόλοιπα του χαρτοφυλακίου. Η μέθοδος αυτή παρουσιάζει το εξής μειονέκτημα: αν στο τέλος της περιόδου υπολογισμού κάποιο Hedge Fund έχει αποδώσει καλύτερα από κάποιο άλλο, ο διαχειριστής θα πρέπει, κατά την επαναστάθμιση, να πωλήσει αυτό με την μεγαλύτερη συγκριτικά απόδοση και να αγοράσει αυτό με την μικρότερη, προκειμένου να διατηρηθεί σταθερό το παραπάνω ποσοστό συμμετοχής.

Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι το Equally Weighted χαρτοφυλάκιο A αποτελείται από το Hedge Fund X, αξίας 500 δολαρίων, και το Hedge Fund Ψ, αξίας 500 δολαρίων, με ποσοστό συμμετοχής 50% έκαστο. Αν στο τέλος της περιόδου, η αξία του Hedge Fund X είναι 750 δολάρια και εκείνη του Ψ 250 δολάρια, ο διαχειριστής δημοσιεύει τις σχετικές αποδόσεις και πρέπει να

επανασταθμίσει το χαρτοφυλάκιο. Για να γίνει αυτό θα πρέπει να πωλήσει μέρος του Χ (250 δολάρια) και να αγοράσει επιπλέον από το Ψ (250 δολάρια) προκειμένου να διατηρηθεί ίδιο το ποσοστό συμμετοχής (50%). Κάτι τέτοιο όμως συνιστά μία αντιθετική στρατηγική την οποία βλέπουν με σκεπτικισμό οι περισσότεροι επενδυτές.

Η λιγότερο υιοθετούμενη μέθοδος στάθμισης είναι η Asset Weighted, σύμφωνα με την οποία κάθε Hedge Fund συμμετέχει σε ένα χαρτοφυλάκιο – στρατηγική με ποσοστό που ορίζεται ως ο λόγος των συνολικών κεφαλαίων του Fund προς το σύνολο των κεφαλαίων όλων των Funds του συγκεκριμένου χαρτοφυλακίου. Με τον τρόπο αυτό, στο τέλος μιας περιόδου τα Hedge Funds με τις μεγαλύτερες αποδόσεις απαρτίζουν μεγαλύτερο μέρος του συνολικού χαρτοφυλακίου. Στο παραπάνω παράδειγμα, το ποσοστό συμμετοχής του Χ στην αρχή της νέας περιόδου θα αυξηθεί από 50% σε 75% ($= 750 / 1000$) και αντίστοιχα το ποσοστό του Ψ θα μειωθεί από 50% σε 25% ($= 250 / 1000$).

4.2 Προβλήματα στη συλλογή δεδομένων

Το έργο των εταιρειών συλλογής και παροχής πληροφοριών σχετικών με τα Hedge Funds είναι πολύτιμο για κάθε ενδιαφερόμενο επενδυτή και ακαδημαϊκό ερευνητή. Παρόλα αυτά, τα εν λόγω δεδομένα δεν είναι πλήρη και απολύτως αξιόπιστα για τους ακόλουθους λόγους:

- Η συμμετοχή των Hedge Funds στις βάσεις δεδομένων είναι εθελοντική καθώς δεν υπάρχει κανένα νομοθετικό πλαίσιο που να υποχρεώνει τους διαχειριστές τους να παρέχουν στοιχεία (γνωστό και ως self reporting bias). Για το λόγο αυτό μόνο ένα μέρος του πληθυσμού των Hedge Funds μπορεί να παρατηρηθεί,
- Οι εν λόγω εταιρείες ξεκίνησαν να δραστηριοποιούνται από την δεκαετία του 90, από όπου και ξεκινάει η συλλογή δεδομένων. Αξίζει να σημειωθεί ότι, τα στοιχεία που συλλέχθηκαν πριν το 1994 δεν χαρακτηρίζονται πλήρως αξιόπιστα. Για τα Hedge Funds τα οποία διέκοψαν την λειτουργία τους πριν το 1994 δεν υπάρχουν καθόλου στοιχεία και,
- Κάθε εταιρεία υιοθετεί διαφορετικά κριτήρια προκειμένου να συμπεριλάβει τα διάφορα Hedge Funds στη βάση δεδομένων της, καθώς και διαφορετικές μεθόδους συλλογής των εν λόγω δεδομένων.

Εξαιτίας των παραπάνω, τα χαρακτηριστικά των Hedge Funds στις βάσεις δεδομένων αποκλίνουν από τα πραγματικά χαρακτηριστικά του πληθυσμού τους. Οι αποκλίσεις αυτές οδηγούν σε διάφορα είδη μεροληψίας (Fung, Hsieh 2002) κατά την ανάλυση των δεδομένων τα οποία αναλύονται εκτενώς παρακάτω.

4.2.1 Survivorship bias

Αυτού του είδους η μεροληψία εντοπίζεται σε δείγματα Hedge Funds τα οποία περιλαμβάνουν μονάχα τα Funds εκείνα τα οποία συνεχίζουν να υφίστανται στο τέλος της περιόδου δειγματοληψίας, ενώ εξαιρούν τα Funds εκείνα των οποίων η λειτουργία διακόπηκε κατά τη διάρκεια της περιόδου αυτής. Οι σημαντικότεροι λόγοι για τους οποίους μπορεί κάποιο Hedge Fund να τερματίσει τη λειτουργία του είναι (Amin, Kat 2002):

- Μικρό Μέγεθος

Ένα Hedge Fund το οποίο δε μπορεί να συγκεντρώσει αρκετά κεφάλαια, είναι συνήθως δύσκολο να επιτρέψει στον εκάστοτε διαχειριστή να πετύχει το στόχο του και να καλύψει τα λειτουργικά του κόστη,

- Φτωχές αποδόσεις

Χαμηλές κατά το παρελθόν αποδόσεις μπορεί να πλήξουν την καλή φήμη του διαχειριστή και του Hedge Fund του, κάτι το οποίο κάνει ακόμα πιο δύσκολη τη συγκέντρωση πρόσθετων νέων πόρων. Επιπλέον είναι γνωστό ότι ο ασύμμετρος χαρακτήρας του συστήματος αμοιβών των Hedge Funds (αμοιβή ως ποσοστό όχι μόνο επί των υπό διαχείριση κεφαλαίων, αλλά και επί των κερδών) υπόκειται στο πρόσθετο χαρακτηριστικό του high watermark. Όπως έχει ήδη περιγραφεί σε προηγούμενη ενότητα, σύμφωνα με το χαρακτηριστικό αυτό, ο διαχειριστής ενός Hedge Fund πρέπει πρώτα να καλύψει παλαιότερες ζημιές προτού καρπωθεί αμοιβή κινήτρου επί πρόσθετων κερδών. Όσο

βρίσκεται κάτω από το watermark σημείο, ο διαχειριστής δεν εισπράττει αμοιβή κινήτρου και αν εκτιμά ότι η κατάσταση δε πρόκειται να βελτιωθεί στο εγγύς μέλλον, αποκτά κίνητρο για λύση του Fund,

- Επενδυτική νοοτροπία του διαχειριστή

Αν ο διαχειριστής ενός Hedge Fund υιοθετεί μια νοοτροπία για γρήγορο, υψηλό και βραχυπρόθεσμο κέρδος τότε με την επίτευξη αυτού του στόχου έχει πρόσθετο κίνητρο για γρήγορη λύση του Fund (και κάρπωση των αμοιβών) σε σχέση με ένα πιο συντηρητικό διαχειριστή.

Αξίζει να σημειωθεί ότι τέτοιου είδους συμπεριφορά τροφοδοτείται από το γεγονός ότι πολλοί διαχειριστές Hedge Funds προέρχονται από το χώρο των επαγγελματιών διαχειριστών κεφαλαίων και αναλυτών χαρτοφυλακίου. Οι πρότεροι υψηλοί μισθοί δημιουργούν την προσδοκία για τουλάχιστον ίσες ή ανώτερες αμοιβές στα νέα τους πόστα.

Γενικότερα, ένα Hedge Fund με μικρή διάρκεια ζωής, χαμηλή απόδοση, λίγα επενδυμένα κεφάλαια, μικρή συμμετοχή του διαχειριστή με ίδια κεφάλαια, χαμηλές αμοιβές κινήτρου και υψηλά επίπεδα μόχλευσης, είναι πολύ πιθανότερο να τερματίσει τη λειτουργία του.

Εξαιτίας των πρώτων δύο λόγων, ενδέχεται οι ιστορικές αποδόσεις ενός δείγματος Hedge Funds να μεροληπτούν προς τα πάνω και τα ιστορικά επίπεδα κινδύνου να μεροληπτούν προς τα κάτω, σε σχέση με τον πληθυσμό όλων των Hedge Funds.

Η επίδραση του συγκεκριμένου είδους μεροληψίας συναντάται συχνά στη βιβλιογραφία των αμοιβαίων κεφαλαίων και για την εκτίμηση του μεγέθους της υπολογίζεται η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων όλου του πληθυσμού των Funds και των αποδόσεων των Funds που συνέχιζαν να λειτουργούν στο τέλος της υπό εκτίμηση περιόδου.

Σε αντίθεση όμως με τα αμοιβαία κεφάλαια, ο πληθυσμός των Hedge Funds δεν παρατηρείται όπως έχει ήδη επισημανθεί, κάτι που δημιουργεί ορισμένα επιπλέον προβλήματα. Το πρώτο πρόβλημα αφορά στο γεγονός ότι πολλά Hedge Funds διέκοψαν τη λειτουργία τους στο πρώτο μισό της δεκαετίας του 1990, πριν ακόμα οι εταιρείες συλλογής δεδομένων αρχίσουν να λειτουργούν. Κάτι τέτοιο οδηγεί στη καλύτερη περίπτωση σε ατελή δεδομένα για τα Hedge Funds της εν λόγω περιόδου και τα κάνει φυσικά πολύ ευάλωτα σε survivorship bias.

Το δεύτερο πρόβλημα έχει να κάνει με τη σύγχυση που δημιουργείται από τη διαφορά ανάμεσα στα Hedge Funds που σταμάτησαν να εμφανίζονται στις βάσεις δεδομένων (defunct Funds) και σε εκείνα των οποίων η λειτουργία διακόπηκε (dead Funds). Στην πρώτη κατηγορία ανήκουν Hedge Funds που διέκοψαν τη συνεργασία με την εταιρεία συλλογής δεδομένων και που μπορεί να συνεχίζουν να υφίστανται, ενώ στη δεύτερη κατηγορία εμπίπτουν εκείνα των οποίων η λύση των εργασιών είναι μόνιμη.

Έτσι οι βάσεις δεδομένων που διατηρούν στοιχεία για τα defunct Hedge Funds δεν μπορούν να προσφέρουν ξεκάθαρη εικόνα για το ποσοστό του πληθυσμού των Hedge Funds που πράγματι «έκλεισε» κατά την εξεταζόμενη περίοδο.

Τελικά ο βαθμός της συγκεκριμένης μεροληψίας για μία βάση δεδομένων για Hedge Funds ορίζεται ως η διαφορά στις αποδόσεις μεταξύ δύο χαρτοφυλακίων (Fung, Hsieh 2000). Το πρώτο ονομάζεται “observable portfolio” και είναι ένα “ Equally Weighted portfolio” όλων των Hedge Funds, από την αρχή της εξεταζόμενης περιόδου, όπως αυτό περιγράφεται σε προηγούμενη ενότητα, στο οποίο γίνεται επαναστάθμιση κάθε φορά που κάποιο νέο Hedge Fund εισέρχεται στη βάση δεδομένων ή κάποιο σταματήσει να παρέχει στοιχεία των αποδόσεών του.

Το δεύτερο ονομάζεται “surviving portfolio” και είναι ένα “Equally Weighted portfolio” μόνο των Hedge Funds που λειτουργούσαν από την αρχή ως το τέλος της εξεταζόμενης περιόδου. Οι περισσότερες σχετικές έρευνες συνηγορούν στο ότι το “survivorship bias” στις βάσεις δεδομένων είναι περίπου της τάξης του 3%.

4.2.2 Selection bias

Η εθελοντική συμμετοχή των Hedge Funds στις διάφορες βάσεις δεδομένων σε συνδυασμό με τα διαφορετικά κριτήρια που χρησιμοποιούν οι εταιρείες που πωλούν τα δεδομένα αυτά στους ενδιαφερόμενους επενδυτές, οδηγούν σε αποκλίσεις ανάμεσα στις αποδόσεις των Hedge Funds που περιλαμβάνονται στις βάσεις δεδομένων και σε αυτές του πληθυσμού των Hedge Funds, που όπως σημειώθηκε παραπάνω δεν παρατηρείται. Οι αποκλίσεις αυτές συνιστούν το δεύτερο είδος μεροληψίας, το selection bias.

Αυτού του είδους η μεροληψία προκύπτει από δύο διαφορετικές καταστάσεις. Οι διαχειριστές των Hedge Funds που πληρούν τις προϋποθέσεις συμμετοχής σε κάποια από τις βάσεις δεδομένων και έχουν καλές αποδόσεις, γνωρίζοντας ότι πέραν της ίδιας φήμης, οι βάσεις δεδομένων αποτελούν το μοναδικό μέσο για τη διαφήμισή τους και την προσέλκυση επιπλέον επενδυτών, έχουν ένα ισχυρό κίνητρο να εγγραφούν σε αυτές. Αντίθετα οι διαχειριστές που σημειώνουν χαμηλές αποδόσεις θα αποφεύγουν να εγγραφονται στις βάσεις δεδομένων. Έτσι αναδύεται η εν λόγω μεροληψία, καθώς στη συγκεκριμένη περίπτωση γίνεται αντιληπτό ότι οι αποδόσεις των Hedge Funds που ανακοινώνονται από τις βάσεις δεδομένων τείνουν να περιλαμβάνουν Funds με αποδόσεις μεροληπτικά ανώτερες από εκείνες του πληθυσμού των Hedge Funds.

Από την άλλη πλευρά όμως, είναι δυνατό ορισμένα Hedge Funds που έχουν συμπληρώσει τον μέγιστο αριθμό επιτρεπόμενων επενδυτών, να έχουν ήδη

προσελκύσει αρκετά κεφάλαια και φέρουν καλές αποδόσεις, να μην ενδιαφέρονται να συμμετάσχουν σε μία από τις βάσεις δεδομένων. Σε αυτή την περίπτωση οι αποδόσεις των Hedge Funds που ανακοινώνονται από τις βάσεις δεδομένων τείνουν να περιλαμβάνουν Funds με αποδόσεις μεροληπτικά χαμηλότερες από εκείνες του πληθυσμού των Hedge Funds.

Επομένως, είναι δύσκολο να υπολογισθεί το μέγεθος και η κατεύθυνση της συγκεκριμένης μεροληψίας, ώστε να απαλλαχθούν οι βάσεις δεδομένων από αυτή. Πάντως, σημειώνεται ότι καθώς όλο και περισσότερα Hedge Funds θα συμμετέχουν στις βάσεις δεδομένων, τα χαρακτηριστικά τους θα προσεγγίζουν αυτά του πληθυσμού των Hedge Funds, αμβλύνοντας το μέγεθος της συγκεκριμένης μεροληψίας.

4.2.3 Instant history bias

Το τρίτο είδος μεροληψίας που σχετίζεται με το selection bias το οποίο περιγράφηκε πιο πάνω προκύπτει από το γεγονός ότι τη στιγμή που τα Hedge Funds εγγράφονται σε μια βάση δεδομένων, καταχωρούνται ταυτόχρονα δεδομένα για τις αποδόσεις του πρόσφατου παρελθόντος. Για τα περισσότερα Hedge Funds το πρώτο χρονικό διάστημα λειτουργίας τους αποτελεί μια δοκιμαστική περίοδο (15 – 27 μήνες) κατά την οποία οι εμπλεκόμενοι επενδυτές, πέραν του ίδιου του διαχειριστή, είναι λίγοι όπως και τα επενδυμένα κεφάλαια. Αν η πορεία του Hedge Fund είναι η αναμενόμενη, ο διαχειριστής αναζητά την πρόσθετη προβολή που του παρέχει η εγγραφή σε μια βάση δεδομένων και το πράττει αυτό παρέχοντας στοιχεία για τις ως τώρα αποδόσεις

του. Αν η πορεία του Hedge Fund δεν είναι η αναμενόμενη, ο διαχειριστής τερματίζει τη λειτουργία του. Αποδεικνύεται επομένως ότι οι δείκτες Hedge Funds που κατασκευάζονται από τις βάσεις δεδομένων τείνουν να μεροληπτούν προς τα πάνω ως προς τις αποδόσεις.

Σημειώνεται ότι το πρόβλημα της συγκεκριμένης μεροληψίας θα μπορούσε να διορθωθεί αν κατά την εγγραφή των διαφόρων Hedge Funds στις βάσεις δεδομένων, απαλείφονταν τα στοιχεία για τις αποδόσεις τους πριν από τη συγκεκριμένη ημερομηνία.

4.2.4 Multi-period sampling bias

Αυτού του είδους η μεροληψία προκύπτει από το γεγονός ότι πολλές έρευνες θέτουν τον περιορισμό κατά τη δειγματοληψία, να υπάρχουν δεδομένα για τα Hedge Funds που να καλύπτουν μια ορισμένη χρονική περίοδο. Απαιτείται δηλαδή τα δεδομένα να έχουν ένα βάθος χρόνου (24 – 36 μήνες) ώστε τα προκύπτοντα από τις παλινδρομήσεις στοιχεία να εξασφαλίζουν τους απαραίτητους βαθμούς ελευθερίας.

Έρευνα στο συγκεκριμένο χώρο (Fung, Hsieh 2000) έχει δείξει ότι το μέγεθος αυτής της μεροληψίας δεν ήταν σημαντικό.

4.2.5 Liquidation bias

Το τελευταίο είδος μεροληψίας στις βάσεις δεδομένων οφείλεται στα Hedge Funds που σημειώνουν αρνητικές αποδόσεις και αποφασίζουν να τερματίσουν τη λειτουργία τους. Οι διαχειριστές τους συνήθως παύουν να ενημερώνουν τις βάσεις δεδομένων αφότου πήραν την απόφαση για τη λύση του Fund τους, στερώντας αυτές με τις κρίσιμες πληροφορίες για την επιδείνωση των αποδόσεων, η οποία ενισχύεται και από τις όλο και περισσότερες ρευστοποιήσεις δυσαρεστημένων επενδυτών.

Έως ότου ενημερωθούν πλήρως οι βάσεις δεδομένων για την υφιστάμενη κατάσταση, κάτι που μπορεί να διαρκέσει έως 12 μήνες, θα φέρουν μεροληψία των αποδόσεων προς τα πάνω.

4.3 Funds of Hedge Funds: Περιορισμός των προβλημάτων μεροληψίας

Πολλές φορές τα Funds of Hedge Funds χρησιμοποιούνται προκειμένου να διαμορφωθεί μία γενική εικόνα όσον αφορά την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς των Hedge Funds. Με την λογική αυτή, τα Funds of Hedge Funds αντικατοπτρίζουν την συμπεριφορά των επενδυτών Hedge Funds.

Η προσέγγιση αυτή χρησιμοποιείται καθώς θα ήταν αδύνατο για κάποιον επενδυτή να κατασκευάσει το χαρτοφυλάκιο την αγοράς των Hedge Funds (Market Portfolio of Hedge Funds) με τον παραδοσιακό τρόπο. Αυτός θα

απαιτούσε επένδυση σε μεγάλο αριθμό Hedge Funds και δεδομένου του υψηλού ελάχιστου ποσού συνεισφοράς, υπέρογκα χρηματικά ποσά.

Επιπλέον, η χρησιμοποίηση των Funds of Hedge Funds αντί του χαρτοφυλακίου των Hedge Funds για την εκτίμηση των αποδόσεών τους είναι απαλλαγμένη από τα προβλήματα μεροληψίας που περιγράφηκαν παραπάνω. Ενώ οι διαχειριστές των Funds of Hedge Funds δεν εμπλέκονται στις συναλλαγές των Hedge Funds στα οποία έχουν επενδύσει, προσφέρουν λεπτομερή δεδομένα για τις αποδόσεις τους σε βάθος χρόνου. Στα δεδομένα αυτά εμπεριέχονται οι πληροφορίες για Hedge Funds που τερμάτισαν την λειτουργία τους λόγω χαμηλών αποδόσεων καθώς και για εκείνα που σταμάτησαν να συνεργάζονται με τη βάση δεδομένων εξαιτίας της καλής τους απόδοσης (συμπλήρωσαν επιθυμητό αριθμό επενδυτών και ύψους επενδυμένων κεφαλαίων). Λόγω της φύσης της δουλειάς τους, οι διαχειριστές των Funds of Hedge Funds είναι επιφορτισμένοι με το να διατηρούν και να παρέχουν τα πιο πάνω δεδομένα, σε αντίθεση με τις εταιρείες συλλογής και παροχής πληροφοριών σχετικών με τα Hedge Funds, οι οποίες καθυστερούν συνήθως να ενημερωθούν. Για το λόγο αυτό, τα δεδομένα για τις αποδόσεις των Funds of Hedge Funds δεν εμπεριέχουν Survivorship και Selection Bias.

Επιπρόσθετα, οι αποδόσεις των Funds of Hedge Funds είναι απαλλαγμένα και από το Instant History Bias καθώς όταν νέα Hedge Funds προστίθενται σε ένα Fund of Hedge Funds, η παρελθούσα απόδοσή του δεν λαμβάνεται υπόψιν και δεν επηρεάζει τη συνολική απόδοση του Fund of Hedge Funds.

Από τα παραπάνω συνάγεται ότι, ένα Equally – Weighted χαρτοφυλάκιο όλων των Funds of Hedge Funds σε μία βάση δεδομένων προσεγγίζει καλύτερα το χαρτοφυλάκιο της αγοράς των Hedge Funds σε σύγκριση με εκείνο που θα προέκυπτε χρησιμοποιώντας ένα Equally – Weighted χαρτοφυλάκιο από μεμονωμένα Hedge Funds. Για ακόμα καλύτερη και πληρέστερη προσέγγιση κατά την παραπάνω διαδικασία πρέπει στις προκύπτουσες αποδόσεις να επαναπροστεθούν οι αμοιβές κινήτρου και διαχείρισης.

Μία πρόσθετη προσαρμογή που πρέπει να γίνει οφείλεται στα μετρητά που τα Funds of Hedge Funds διατηρούν προκειμένου να αντιμετωπίζουν τυχόν περιπτώσεις ρευστοποιήσεων. Το ποσό αυτών των μετρητών αποτελεί ένα κόστος ευκαιρίας που αντανακλάται στις αποδόσεις των Funds of Hedge Funds και επομένως θα πρέπει να αφαιρεθεί για να επιτευχθεί μία πιο ρεαλιστική εικόνα του τι συμβαίνει στον κόσμο των Hedge Funds.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΕΡΓΑΛΕΙΑ ΣΤΑ ΧΕΡΙΑ ΤΩΝ HEDGE FUNDS MANAGERS

Οι διαχειριστές των Hedge Funds ακολουθούν ποικιλία στρατηγικών, οι οποίες πολλές φορές χαρακτηρίζονται από εξωτερικούς παρατηρητές ως ιδιαίτερα δυσνόητες και πολύπλοκες στην εφαρμογή τους. Στην πράξη, οι εν λόγω διαχειριστές αναπτύσσουν τις στρατηγικές τους χρησιμοποιώντας, μεμονωμένα ή σε συνδυασμό, βασικά εργαλεία, τα οποία αποτελούν το αντικείμενο αυτού του κεφαλαίου. Η κατανόησή τους από τους επενδυτές είναι ιδιαίτερα σημαντική προκειμένου να είναι σε θέση να κατανοήσουν καλύτερα τα Hedge Funds, στα οποία επενδύουν, και να αναγνωρίζουν τυχόν προκύπτουσες ευκαιρίες ή απειλές.

5.1 *Margin trading and leverage*

5.1.1 *Buying on margin*

Το συγκεκριμένο είδος συναλλαγής διενεργείται όταν ο διαχειριστής ενός Hedge Fund δανείζεται χρήματα από έναν χρηματομεσίτη προκειμένου να αγοράσει μετοχές. Φαινομενικά, θα μπορούσε κανείς να προσομοιάσει αυτήν την συναλλαγή με δανεισμό. Για να επιτευχθεί αυτού του είδους η συναλλαγή χρησιμοποιείται ο οριακός λογαριασμός (Margin Account), οποίος διαφέρει από τον τρεχούμενο λογαριασμό (Cash Account). Για το άνοιγμα ενός τέτοιου

λογαριασμού απαιτείται αρχική καταβολή μετρητών ύψους τουλάχιστον 2.000 δολαρίων, η αποκαλούμενη Minimum Margin.

Όταν ο λογαριασμός τίθεται σε λειτουργία, ο διαχειριστής μπορεί να δανειστεί από τον χρηματομεσίτη μέχρι το 50% του κόστους αγοράς των επιλεγόμενων από αυτόν μετοχών, το λεγόμενο Initial Margin. Στην ουσία είναι το αρχικό ποσό που μπορεί να δανειστεί. Ο διαχειριστής είναι σε θέση να διατηρεί το ποσό του δανείου για όσο χρονικό διάστημα επιθυμεί με την προϋπόθεση ότι θα εκπληρώνει τις ακόλουθες υποχρεώσεις του:

- Πρώτον, να αποπληρώνει στον χρηματομεσίτη το ποσό του ληφθέντος δανείου, όταν πωλείται μέρος των μετοχών σε έναν Margin Account, έως ότου επιτευχθεί ολική εξόφληση,
- Δεύτερον, να ικανοποιεί το Maintenance Margin, το οποίο αντιπροσωπεύει την ελάχιστη αξία που μπορεί να απομείνει σε έναν Margin Account προτού ο χρηματομεσίτης απαιτήσει από τον διαχειριστή να καταθέσει επιπλέον χρήματα ή να πωλήσει μέρος των αγορασθέντων μετοχών του (Margin Call), ώστε να μην διακυβευθεί η δυνατότητα εξόφλησης του δανείου.

Η δυνατότητα του διαχειριστή να δανείζεται χρήματα ενέχει κόστη. Αρχικά, οι μετοχές που αγοράζονται με τη χρήση ενός Margin Account τίθενται ως εχέγγυο – εγγύηση (Collateral) για την εξασφάλιση του χρηματομεσίτη. Επιπλέον, ο διαχειριστής καλείται να πληρώσει και σωρευτικούς τόκους επί του ληφθέντος

δανείου. Για το λόγο αυτό, η εν λόγω συναλλαγή προτιμάται για βραχυπρόθεσμες επενδύσεις καθώς όσο περισσότερο καθυστερεί η αποπληρωμή του δανείου τόσο πιο μικρή η πιθανότητα να επιστρέψει ο διαχειριστής το δάνειο επιτυγχάνοντας ταυτόχρονα κέρδη.

Διάφορα θεσμικά όργανα (π.χ. Fed) και ιδιώτες χρηματομεσίτες θέτουν περιορισμούς ως προς τις μετοχές που μπορούν να αγοραστούν με χρήση ενός Margin Account (μετοχές υψηλού κινδύνου ή μετοχές που σχετίζονται με δημόσια εγγραφή). Αξίζει τέλος να αναφερθεί ότι τα όρια χρήσης ενός Margin Account ακολουθούν τις διακυμάνσεις των τιμών των αγορασθέντων από το διαχειριστή μετοχών.

5.1.2 Margin call

Σε ευμετάβλητες αγορές, όπου η καθαρή αξία των μετοχών (Αξία αγορασθέντων μετοχών μείον οφειλόμενο στον χρηματομεσίτη ποσό) είναι δυνατόν να διαμορφωθεί σε επίπεδα χαμηλότερα του Maintenance Margin, ο χρηματομεσίτης θα επικαλεστεί το Margin Call, το οποίο όπως έχει ήδη αναφερθεί αναγκάζει τον διαχειριστή είτε να ρευστοποιήσει μέρος της επένδυσής του σε μετοχές, είτε να καταθέσει επιπλέον χρήματα στο λογαριασμό του.

Για να γίνει περισσότερο κατανοητός ο τρόπος με τον οποίο αυτό λειτουργεί θεωρείται σκόπιμο η παρουσίαση ενός παραδείγματος: Έστω ότι ο διαχειριστής του Hedge Fund X επιθυμεί να αγοράσει μετοχές συνολικής αξίας 40.000

δολαρίων, 20.000 δολάρια με ίδια κεφάλαια και δάνειο από τον χρηματομεσίτη Α αξίας 20.000 δολαρίων. Σε περίπτωση που η αξία των μετοχών πέσει στα 30.000 δολάρια, η καθαρή αξία των μετοχών (=Αξία αγορασθέντων μετοχών μείον οφειλόμενο στον χρηματομεσίτη ποσό = $30.000\$ - 20.000\$ = 10.000\$$). Υποθέτοντας ένα απαιτούμενο Maintenance Margin της τάξεως του 25%, θα πρέπει στον λογαριασμό να υπάρχουν τουλάχιστον 7.500 δολάρια (= $25\% \times 30.000\$$). Στην περίπτωση αυτή ο διαχειριστής δεν αντιμετωπίζει κάποιο πρόβλημα καθώς η καθαρή αξία των μετοχών (10.000 δολάρια) είναι μεγαλύτερη από το Maintenance Margin (7.500 δολάρια).

Στην περίπτωση όμως που το Maintenance Margin έχει οριστεί στο 40%, θα πρέπει στον λογαριασμό να υπάρχουν τουλάχιστον 12.000 δολάρια (= $40\% \times 30.000\$$). Στην περίπτωση αυτή ο χρηματομεσίτης θα ασκήσει το Margin Call.

Αν ο διαχειριστής δεν σπεύσει να καλύψει το Maintenance Margin, καταβάλλοντας 2.000 δολάρια στο λογαριασμό του, ο χρηματομεσίτης έχει τη δυνατότητα να πωλήσει ίσης αξίας μετοχές που παρακρατούνται ως εγγύηση του δανείου (Collateral). Ο διαχειριστής θα πρέπει να παρακολουθεί στενά την εξέλιξη του λογαριασμού του καθώς είναι δυνατόν να βρεθεί στην πολύ δύσκολη θέση ο χρηματομεσίτης να πωλήσει τις μετοχές του χωρίς προηγούμενη ενημέρωσή του.

5.1.3 Πλεονεκτήματα μόχλευσης

Η χρήση μόχλευσης από τον διαχειριστή ενός Hedge Fund μεγεθύνει την παραμικρή άνοδο τιμών στις μετοχές που κατέχει και μεγιστοποιεί τα κέρδη του, με την προϋπόθεση ότι θα επενδύσει σε κατάλληλες μετοχές.

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, ένα Initial Margin της τάξεως του 50% επιτρέπει στον διαχειριστή να διπλασιάσει τον αριθμό των μετοχών που είναι σε θέση να αγοράσει, αυξάνοντας παράλληλα και τα κέρδη του, με την προϋπόθεση ότι οι τιμές των μετοχών του θα παρουσιάσουν άνοδο. Για την καλύτερη επεξήγηση του τρόπου βάσει του οποίου λειτουργεί η μόχλευση παρατίθεται το ακόλουθο παράδειγμα στο οποίο για λόγους ευκολίας γίνεται η υπόθεση ότι δεν πληρώνονται τόκοι επί του δανείου και λοιπές αμοιβές.

Έστω ότι ο διαχειριστής του Hedge Fund Ψ θεωρεί ότι οι μετοχές της εταιρείας «ΑΒΓ» (Αρχική Αξία Μετοχής = 300 δολάρια) θα παρουσιάσουν ανοδική πορεία και για αυτό επιθυμεί να αγοράσει μετοχές, συνολικής αξίας 60.000 δολαρίων. Τα 30.000 δολάρια σκοπεύει να τα καλύψει με ίδια κεφάλαια και τα υπόλοιπα με δάνειο από τον χρηματομεσίτη Β. Χωρίς τη χρήση ενός Margin Account ο διαχειριστής θα μπορούσε να αγοράσει 100 μετοχές (= 30.000\$ / 300\$), ενώ με τη χρήση ενός τέτοιου λογαριασμού μπορεί να αγοράσει 200 μετοχές (= 60.000\$ / 300\$). Επιπρόσθετα, υποθέτουμε ότι η τιμή των μετοχών παρουσιάζει σημαντική άνοδο της τάξεως του 25%, εξαιτίας αποδοτικών επενδύσεών της. Για το λόγο αυτό, η επένδυση του διαχειριστή αξίζει 75.000 δολάρια (= 200 μετοχές x 300\$ x 1,25). Μετά την αποπληρωμή των 30.000

δολαρίων, ο διαχειριστής έχει στην διάθεσή του 45.000 δολάρια από τα οποία τα 15.000 δολάρια αποτελούν το κέρδος του.

5.1.4 Μειονεκτήματα μόχλευσης

Παρόλα τα πλεονεκτήματα που αναφέρθηκαν στην προηγούμενη ενότητα, η χρήση μόχλευσης ενέχει και υψηλούς κινδύνους καθώς αυτή μπορεί να μεγεθύνει τις ζημίες όπως κάνει και με τα κέρδη. Εξ' ορισμού, ο κίνδυνος οφείλεται στη διακύμανση που μπορεί να παρατηρηθεί στην τιμή ενός περιουσιακού στοιχείου. Η χρήση της μόχλευσης μεγεθύνει αυτές τις διακυμάνσεις, οι οποίες με τη σειρά τους αυξάνουν σημαντικά τον κίνδυνο ενός χαρτοφυλακίου.

Στο παραπάνω παράδειγμα, έστω ότι η τιμή της εταιρείας «ΑΒΓ» πέφτει κατά 25% (Νέα Τιμή Μετοχής = $300\$ \times 0,75 = 225\$$) διαμορφώνοντας καθαρή αξία των μετοχών σε 45.000 δολάρια (= $200 \text{ μετοχές} \times 225\$$). Μετά την αποπληρωμή των 30.000 δολαρίων, ο διαχειριστής έχει στην διάθεσή του μόλις 15.000 δολάρια σημειώνοντας ζημιά ύψους 15.000 δολαρίων. Με άλλα λόγια έχει χάσει το 50% του αρχικού του κεφαλαίου. Στην περίπτωση που δεν χρησιμοποιούσε μόχλευση, η ζημιά του θα περιοριζόταν στο 25% του αρχικού του κεφαλαίου (Με το κεφάλαιο των 30.000 δολαρίων θα αγόραζε 100 μετοχές που μετά την πτώση της τιμής τους θα είχαν αξία 22.500 δολάρια, αντανακλώντας ζημιά ίση με 7.500 δολάρια).

Εάν η πτώση στην τιμή της μετοχής είναι 50%, ο διαχειριστής θα έχανε όλο το κεφάλαιό του, ενώ για υψηλότερες πτώσεις ο διαχειριστής μπορεί να βρεθεί στην δυσάρεστη θέση να χρωστάει. Η κατάσταση γίνεται ακόμα χειρότερη καθώς σε περίπτωση συνεχόμενης πτώσης στην τιμή της μετοχής, ο χρηματομεσίτης θα προβεί άμεσα σε πώληση της εγγύησης (Collateral) που του παρέχουν, καταδικάζοντας το διαχειριστή σε ζημιές και στερώντας τον από μελλοντική πιθανή ανάκαμψη.

(www.investopedia.com/university/margin/)

5.2 Ανοιχτή πώληση

Οι επενδυτές είναι δυνατόν να σημειώσουν κέρδη ακόμα και στην περίπτωση που η τιμή μιας μετοχής παρουσιάζει πτωτική πορεία, χρησιμοποιώντας την τεχνική ανοιχτής πώλησης (Short Selling). Πρόκειται για μια τεχνική που είναι εύκολη στην εφαρμογή της παρόλο που πολλοί επενδυτές δυσκολεύονται να την κατανοήσουν. Οι περισσότεροι επενδυτές αντιλαμβάνονται την επένδυση ως αγορά μιας μετοχής και παρακράτησή της σε μακροχρόνιο ορίζοντα έως ότου αυτή παρουσιάσει άνοδο. Αντίθετα, με την τεχνική ανοιχτής πώλησης οι επενδυτές σημειώνουν κέρδη όταν η τιμή της μετοχής πέφτει.

Με τον όρο ανοιχτή πώληση εννοούμε την πώληση αξιόγραφων από κάποιον που δεν του ανήκουν με την δέσμευση ότι θα τα επιστρέψει στον κάτοχό τους. Πιο συγκεκριμένα, ένας Hedge Fund διαχειριστής για να κάνει Short Selling δανείζεται από τον χρηματομεσίτη μετοχές που είτε ανήκουν στον τελευταίο, είτε

σε πελάτες του. Κατόπιν, πουλάει τις μετοχές και το ποσό που εισπράττει κατατίθενται στο λογαριασμό του. Για να τερματίσει η συναλλαγή, ο διαχειριστής επαναγοράζει τον ίδιο αριθμό μετοχών για να τις επιστρέψει στον χρηματομεσίτη. Αν, εν τω μεταξύ, η τιμή των μετοχών έχει πέσει, οι μετοχές επαναγοράζονται σε χαμηλότερη τιμή εξασφαλίζοντας κέρδος στον διαχειριστή. Αυτό αποτελεί και το σημαντικότερο πλεονέκτημα αυτής της τεχνικής.

Αν όμως η τιμή των μετοχών έχει αυξηθεί, οι μετοχές επαναγοράζονται σε υψηλότερη τιμή, με αποτέλεσμα ο διαχειριστής να σημειώνει ζημίες. Τις περισσότερες φορές ο διαχειριστής του Hedge Fund μπορεί να κρατήσει τις μετοχές που δανείζεται για όσο χρονικό διάστημα εκείνος επιθυμεί. Παρ' όλα αυτά υπάρχει περίπτωση να κληθεί από τον χρηματομεσίτη να τις επαναγοράσει και να του τις επιστρέψει σε δεδομένη στιγμή μετά από αίτημα του κατόχου τους (πελάτη του χρηματομεσίτη). Αξίζει να σημειωθεί, ότι τα μερίσματα που αναλογούν στις μετοχές για όσο χρονικό διάστημα βρίσκονται στα χέρια του διαχειριστή του Hedge Fund δεν εισπράττονται από αυτόν αλλά από τον ιδιοκτήτη τους. Επιπλέον σε περίπτωση διάσπασης των παρακρατούμενων από τον διαχειριστή μετοχών (Split, π.χ. 2 σε 1), ο διαχειριστής οφείλει να επιστρέψει τις διπλάσιες μετοχές. Τέλος, ο διαχειριστής πρέπει να διαθέτει έναν Margin Account για την εξασφάλιση του χρηματομεσίτη, ο οποίος θα του χρεώνει τόκο επί την αξία των δανειζομένων μετοχών.

Η τεχνική αυτή υπόκειται σε πολλούς περιορισμούς ως προς το μέγεθος, την τιμή και τον τύπο των μετοχών που επιτρέπεται να πωληθούν Short. Για παράδειγμα, τα SEC και NYSE απαγορεύουν την διενέργεια Short Selling μιας

μετοχής εκτός εάν η τελευταία συναλλαγή της γίνει σε τιμή ίση ή υψηλότερη από την προηγούμενη συναλλαγή με απώτερο σκοπό να αποτραπούν οι επενδυτές από το να πουλάνε Short σε καθοδικές αγορές καθώς κάτι τέτοιο θα επιδείνωνε την ήδη δυσμενή κατάσταση της αγοράς.

5.2.1 Λόγοι εφαρμογής ανοιχτής πώλησης

Οι βασικότεροι λόγοι εφαρμογής της τεχνικής Short Selling είναι οι ακόλουθοι δύο:

- **Ισοστάθμιση:** Οι περισσότεροι επενδυτές που προβαίνουν σε Short Selling προσπαθούν να ισοσταθμίσουν αντίστοιχης αξίας Long θέσεις για να περιορίσουν τον κίνδυνο δυσμενών μεταβολών στις αξίες των αξιόγραφων που κατέχουν και,
- **Κερδοσκοπία:** Σε αυτήν την περίπτωση, γίνεται προσπάθεια αποκόμισης κέρδους από την πώληση υπερτιμημένων μετοχών που εικάζεται ότι η αξία τους θα μειωθεί.

5.2.2 Μειονεκτήματα της ανοιχτής πώλησης

Τέτοιου είδους συναλλαγές μπορεί να αποδειχτούν εξαιρετικά επικίνδυνες για τους παρακάτω λόγους:

- Το μέγεθος της ζημιάς από Short συναλλαγές μπορεί να είναι απεριόριστο. Όπως έχει ήδη αναφερθεί, εκείνος που πουλάει Short μια μετοχή ζημιώνεται όταν η τιμή της ανεβαίνει και καθώς αυτή η άνοδος μπορεί να είναι θεωρητικά απεριόριστη το ίδιο συμβαίνει και με τη ζημιά.
- Αν, σε αντίθεση με τις προσδοκίες των Short Sellers, η τιμή των μετοχών αρχίσουν να ανεβαίνουν τότε πολλοί από αυτούς θα κληθούν από τους χρηματομεσίτες να καλύψουν τις θέσεις τους. Πολλοί θα σπεύσουν να επαναγοράσουν τις μετοχές που είχαν δανειστεί, οδηγώντας την τιμή των μετοχών σε ακόμα υψηλότερα επίπεδα.
- Ιστορικά στοιχεία έχουν αποδείξει ότι η τιμή των μετοχών διαχρονικά τείνει να αυξάνεται. Έτσι, λοιπόν, ακόμα και αν μία συγκεκριμένη επιχείρηση δεν παρουσιάσει σημαντική οικονομική βελτίωση, λόγω του πληθωρισμού η τιμή της θα τείνει να αυξάνει διαχρονικά.
- Πουλώντας μετοχές Short απαιτεί το δανεισμό χρημάτων (Margin Trading). Σε περίπτωση που ο επενδυτής δεν καλύπτει το Maintenance Margin υπάρχει περίπτωση η ζημιά να είναι απεριόριστη καθώς ο χρηματομεσίτης θα επικαλεστεί Margin Call. Κάτι τέτοιο σημαίνει ότι ο

επενδυτής θα πρέπει είτε να ρευστοποιήσει μέρος της επένδυσής του σε μετοχές, είτε να καταθέσει επιπλέον χρήματα στο λογαριασμό του.

- Το πλέον σημαντικό πρόβλημα της εν λόγω τεχνικής αναφέρεται όταν αυτός που πουλάει Short εμπλέκεται στην εν λόγω διαδικασία νωρίτερα από όταν πρέπει. Ακόμα και στην περίπτωση που ένας επενδυτής έχει βάλει στόχο κάποιες υπερτιμημένες μετοχές, η τιμή τους μπορεί να αρχίσει να μειώνεται πολύ αργότερα από την εκτίμησή του. Έχοντας, όμως, ήδη πωλήσει Short τις συγκεκριμένες μετοχές, είναι ακάλυπτος σε περίπτωση Margin Call και είναι υποχρεωμένος να πληρώνει τόκους στο χρηματομεσίτη.

5.2.3 Κριτική της ανοιχτής πώλησης

Έντονη είναι η κριτική που έχει ασκηθεί στην εν λόγω τεχνική με βασικότερη την αντίληψη ότι η εφαρμογή της ωθεί την αγορά προς τα κάτω. Για το λόγο αυτό, όπως έχει ήδη αναφερθεί, έχουν νομοθετηθεί συγκεκριμένα μέτρα, τα οποία επιχειρούν να περιορίσουν το εύρος εφαρμογής του Short Selling.

Από την άλλη πλευρά, όσοι πουλάνε Short ωφελούνε την αγορά, παρέχοντάς της ρευστότητα και μειώνοντας την τιμή πολλών υπερτιμημένων μετοχών. Πολλοί είναι μάλιστα αυτοί που επαινούν όσους πουλάνε Short υποστηρίζοντας ότι οδηγώντας προς τα κάτω τις υπερτιμημένες μετοχές σε περιόδους έντονα ανοδικής αγοράς, αποτρέπουν το φαινόμενο της «φούσκας».

Υπάρχουν όμως και επενδυτές που χρησιμοποιούν την τεχνική αυτή με ανήθικο τρόπο για να επωφεληθούν, όταν σε έντονα καθοδικές αγορές προσπαθούν να χειραγωγήσουν ορισμένες μετοχές, τις οποίες πουλάνε Short, και έπειτα διαρρέοντας ψευδείς πληροφορίες, επιχειρούν να οδηγήσουν την τιμή τους ακόμα πιο χαμηλά.

(www.investopedia.com/university/shortselling)

5.3 Δικαιώματα

Στην σύγχρονη οικονομική πραγματικότητα, τα χαρτοφυλάκια αποτελούνται από διάφορα αξιόγραφα, όπως μετοχές, αμοιβαία κεφάλαια, ομόλογα και πολλά άλλα. Το βασικό χαρακτηριστικό των δικαιωμάτων (Options) είναι η προσαρμοστικότητά τους, αφού επιτρέπουν στον επενδυτή να λάβει θέση για οποιαδήποτε εξέλιξη της αγοράς. Μπορούν να χρησιμοποιηθούν εξίσου τόσο από τους επιθετικούς όσο και από τους συντηρητικούς επενδυτές.

Τα Options δίνουν στον αγοραστή τους το δικαίωμα αλλά όχι την υποχρέωση να αγοράσουν ή να πωλήσουν το υποκείμενο χρηματοοικονομικό στοιχείο σε μια συγκεκριμένη τιμή πριν ή σε δεδομένη χρονική στιγμή. Ο αγοραστής έχει τη δυνατότητα να αφήσει ανεκτέλεστο το δικαίωμα αγοράς με μοναδικό κόστος την τιμή του δικαιώματος. Επιπλέον, το δικαίωμα είναι ένας συμβόλαιο που σχετίζεται με ένα δεδομένο περιουσιακό στοιχείο. Για το λόγο αυτό πολλές φορές αποκαλείται παράγωγο, καθώς λαμβάνει τιμή από αυτό.

Δικαιώματα διακρίνονται σε αγοράς (Calls) και πώλησης (Puts). Τα πρώτα δίνουν το δικαίωμα στον κάτοχό τους να αγοράσουν ένα περιουσιακό στοιχείο σε μία δεδομένη τιμή μέσα σε μια καθορισμένη χρονική περίοδο. Οι κάτοχοί τους πιστεύουν ότι η αγορά θα κινηθεί ανοδικά πριν τη λήξη του δικαιώματος αγοράς. Τα δικαιώματα πώλησης δίνουν το δικαίωμα στον κάτοχό τους να πουλήσουν ένα περιουσιακό στοιχείο σε μία δεδομένη τιμή μέσα σε μια καθορισμένη χρονική περίοδο. Οι κάτοχοί τους πιστεύουν ότι η αγορά θα κινηθεί καθοδικά πριν τη λήξη του δικαιώματος πώλησης.

Οι συμμετέχοντες στην αγορά δικαιωμάτων διακρίνονται σε αγοραστές και πωλητές δικαιωμάτων αγοράς και σε αγοραστές και πωλητές δικαιωμάτων πώλησης. Η ταυτόχρονη λήψη θέσεων αγοράς και πώλησης σε διάφορα δικαιώματα παράγει πληθώρα συνθετικών δικαιωμάτων (Long, Short Strangle / Long, Short Straddle/ Long, Short Butterfly κ.α.).

5.3.1 Λόγοι χρήσης δικαιωμάτων

Δύο είναι οι βασικότεροι λόγοι χρήσης των δικαιωμάτων:

- **Κερδοσκοπία:** Όσοι χρησιμοποιούν τα δικαιώματα για λόγους κερδοσκοπίας στοιχηματίζουν υπέρ της κύμανσης της τιμής του υποκείμενου μέσου προς μία συγκεκριμένη κατεύθυνση. Το πλεονέκτημα των δικαιωμάτων έγκειται στο ότι επιτρέπουν την αποκόμιση κερδών, όχι μόνο όταν η αγορά κινείται ανοδικά αλλά και όταν παρουσιάζει καθοδική πορεία. Η χρήση δικαιωμάτων για λόγους κερδοσκοπίας ενέχει πολλούς

κινδύνους καθώς ο κάτοχός τους πρέπει να προβλέψει σωστά όχι μόνο την κατεύθυνση προς την οποία θα κυμανθεί η τιμή του υποκείμενου μέσου αλλά και το μέγεθος και τη χρονική στιγμή που θα συντελεστεί αυτή η κύμανση. Παρ' όλα αυτά, τα οφέλη από την χρήση δικαιωμάτων μπορεί να είναι ιδιαίτερα υψηλά αφού επιτρέπουν στους επενδυτές να λαμβάνουν θέσεις έναντι αξιών πολύ μεγαλύτερων από την πραγματική αξία των τίτλων που αντιπροσωπεύονται στα δικαιώματα αυτά.

- Αντιστάθμιση: Τα δικαιώματα μπορούν να χρησιμοποιηθούν για λόγους εξασφάλισης έναντι μίας δυσμενούς για τον επενδυτή έκβασης στην αξία των περιουσιακών του στοιχείων. Εκείνοι που ασκούν αρνητική κριτική υποστηρίζουν ότι εάν κάποιος δεν είναι απόλυτα βέβαιος για την επένδυσή του, ώστε να χρειάζεται τα δικαιώματα για ισοστάθμιση, τότε από την αρχή δεν θα έπρεπε να είχε επιλέξει αυτού του είδους επένδυση. Αντίθετα, εκείνοι που ασκούν θετική κριτική υποστηρίζουν ότι οι στρατηγικές ισοστάθμισης με δικαιώματα είναι πολύ χρήσιμες ιδιαίτερα για μεγάλους οργανισμούς και ιδρύματα. Αν για παράδειγμα, ένας επενδυτής επιδιώκει να ωφεληθεί από την άνοδο στις τιμές των μετοχών του κατασκευαστικού κλάδου αλλά από την άλλη επιθυμεί εξασφάλιση από πιθανές ζημιές θα μπορούσε να χρησιμοποιήσει δικαιώματα ώστε να περιορίσει τον κίνδυνο μείωσης της αξίας της θέσης του, διατηρώντας παράλληλα το ενδεχόμενο για απεριόριστα κέρδη (Giddy 1994, Levich 2001).

5.4 Συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης

Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (Futures) είναι μία ακόμη κατηγορία των παράγωγων προϊόντων, με τα οποία οι δύο αντισυμβαλλόμενοι συμφωνούν να ανταλλάξουν φυσικά ή χρηματοοικονομικά προϊόντα σε καθορισμένη τιμή και για παράδοση στο μέλλον. Η συμμετοχή όμως σε ένα τέτοιο συμβόλαιο δεν συνεπάγεται τη φυσική παράδοση ή αποδοχή του υποκείμενου μέσου, σκοπός δηλαδή δεν είναι η ανταλλαγή προϊόντων αλλά όπως και στην περίπτωση των δικαιωμάτων η αντιστάθμιση κινδύνου ή η κερδοσκοπία. Η αγορά για τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης χαρακτηρίζεται από πολύ υψηλή ρευστότητα, είναι όμως ταυτόχρονα σύνθετη και εγκυμονεί ορισμένους κινδύνους.

Ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης είναι μία συμφωνία που αποτελείται από δύο θέσεις, μία short θέση την οποία λαμβάνει εκείνος ο οποίος συμφωνεί να παραδώσει το υποκείμενο μέσο, και μια long θέση την οποία λαμβάνει εκείνος ο οποίος συμφωνεί να παραλάβει το υποκείμενο μέσο.

Η αξία των θέσεων σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επαναπροσδιορίζεται σε καθημερινή βάση (marked to market), οπότε τυχόν κέρδη ή ζημιές χρεώνονται ή πιστώνονται στους κατάλληλους λογαριασμούς καθημερινά. Οι τιμές στην τρέχουσα αγορά και την αγορά συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης εξελίσσονται παράλληλα. Κατά την εκπνοή ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης (ή όταν ένας αντισυμβαλλόμενος θελήσει

να κλείσει τη θέση του) οι τιμές στις δύο αγορές θα ταυτιστούν και η προκύπτουσα χρηματική διαφορά εκκαθαρίζεται σε μετρητά.

Δηλαδή και για τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, κάθε κάτοχος συμβολαίου διατηρεί ένα margin account σε κάποιον χρηματομεσίτη, με ένα δεδομένο ποσό αρχικής κατάθεσης (initial margin) και ελάχιστης αξίας που δύναται να παραμείνει στο λογαριασμό (maintenance margin). Καθώς η αξία ενός συμβολαίου, όπως αυτή αντανακλάται σε έναν margin account, επαναπροσδιορίζεται σε καθημερινή βάση (marked to market), είναι και πάλι πιθανό ο χρηματομεσίτης να πρέπει να επικαλεστεί ένα margin call, οπότε ο κάτοχος του συμβολαίου θα αναγκαστεί να καταθέσει επιπλέον χρήματα στο λογαριασμό έως το επίπεδο του maintenance margin.

Η αγορά για τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης είναι ιδιαίτερα δραστήρια και ανταγωνιστική και αποτελεί καλή πηγή πληροφόρησης για τις γενικότερες τάσεις στην οικονομία. Επιπλέον είναι ένα χρήσιμο εργαλείο για τον προσδιορισμό των τιμών, (price discovery) καθώς βασίζεται σε εκτιμήσεις για το μέγεθος της προσφοράς και της ζήτησης, που με τη σειρά τους εξαρτώνται από τη συνεχή παροχή πλήθους πληροφοριών. Τέλος, η εν λόγω αγορά συντελεί στη μείωση της αβεβαιότητας, επειδή παρέχει εκ των προτέρων μελλοντικές τιμές που επιτρέπουν στους συναλλασσόμενους να γνωρίζουν πόσο θα πρέπει να πωλήσουν ή να αγοράσουν.

5.4.1 Λόγοι χρήσης συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης

- Αντιστάθμιση: Συμμετέχοντες στην εν λόγω αγορά μπορεί να είναι επιχειρηματίες, βιομήχανοι, αγρότες, εισαγωγείς, εξαγωγείς και άλλες ομάδες ενδιαφερομένων που επιθυμούν να ελαχιστοποιήσουν τον κίνδυνο από ξαφνική, μη αναμενόμενη εξέλιξη των τιμών. Οι αγοραστές συμβολαίων (θέση long) προσπαθούν να εξασφαλίσουν όσο το δυνατόν χαμηλότερη τιμή, ενώ οι πωλητές συμβολαίων (θέση short) προσπαθούν να εξασφαλίσουν όσο το δυνατόν υψηλότερη τιμή.
- Κερδοσκοπία: Συμμετέχοντες στην εν λόγω αγορά μπορεί να είναι και κερδοσκόποι οι οποίοι προσπαθούν να αποκομίσουν κέρδος, εκμεταλλευόμενοι τις ελάχιστες διαφορές στις τιμές, έναντι των οποίων προσπαθούν να προστατευθούν όσοι ανήκουν στην πρώτη κατηγορία. Εκμεταλλευόμενοι δηλαδή τον κίνδυνο ξαφνικής, μη αναμενόμενης εξέλιξης των τιμών, αγοράζουν και πωλούν συμβόλαια προεξοφλώντας ανοδική ή καθοδική πορεία των τιμών.

5.4.2 Συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και μόχλευση

Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης φέρουν ενδογενώς υψηλά επίπεδα μόχλευσης που σε ορισμένες περιπτώσεις τα καθιστά ιδιαίτερα επικίνδυνα. Επιτρέπουν δηλαδή στον κάτοχό τους, με ένα μικρό ποσοστό συμμετοχής (initial margin), να αποκτήσει ένα συμβόλαιο, του οποίου η πραγματική αξία να είναι πολύ μεγαλύτερη. Κάτι τέτοιο, μπορεί να οδηγήσει σε μεγάλα οφέλη, αλλά

εξίσου και σε μεγάλες ζημιές. Όσο χαμηλότερο το ύψος της ελάχιστης αρχικής κατάθεσης (initial margin) για ένα δεδομένο συμβόλαιο, τόσο υψηλότερο είναι και το επίπεδο της μόχλευσης που αυτό φέρει.

Υποθέτουμε ότι ο διαχειριστής του Hedge Fund Ω προεξοφλεί την άνοδο της τιμής του προϊόντος ΣΤ, το οποίο στην τρέχουσα αγορά αξίζει 1.300 €, και αποφασίζει να αγοράσει ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης για το προϊόν ΣΤ. Επίσης, τη δεδομένη χρονική στιγμή το συμβόλαιο που αφορά 250 τεμάχια από το προϊόν ΣΤ αναφέρεται σε μία αξία 325.000 € (=1.300€ x 250 τεμάχια) και απαιτεί αρχική ελάχιστη κατάθεση 10.000 €. Αν την ημερομηνία λήξης του συμβολαίου η τιμή του προϊόντος ΣΤ έχει αυξηθεί κατά 5% η νέα τιμή του θα είναι 1.365€ και ο διαχειριστής Ω θα έχει ένα κέρδος ύψους 16.250€ (=65€ x 250 τεμάχια) ή 162%=[((10.000€ + 16.250€) – 10.000€) / 10.000€] .

Αντίθετα αν η τιμή του προϊόντος ΣΤ μειωνόταν κατά 5%, τότε η νέα τιμή του θα ήταν 1.235€ και ο διαχειριστής Ω θα είχε ζημία ύψους 16.250€ (= 65€ x 250 τεμάχια) ή 162%. Ο διαχειριστής θα έχανε επομένως όλα τα χρήματα στον margin account και θα έπρεπε επιπλέον να πληρώσει 6.250€. Γίνεται επομένως σαφές ότι μια μικρή διακύμανση στην τιμή του υποκείμενου μέσου που μπορεί να οδηγεί σε κάποια κέρδη ή ζημιές, κάτω από ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης οδηγεί σε πολύ μεγαλύτερα κέρδη ή ζημιές, λόγω του χαρακτηριστικού της μόχλευσης που είναι ενδογενής σε αυτά (Giddy 1994, Levich 2001).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΟΙ ΔΗΜΟΦΙΛΕΣΤΕΡΕΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΤΩΝ HEDGE FUNDS

Σκοπός του κεφαλαίου αυτού είναι η παρουσίαση των δημοφιλέστερων στρατηγικών που χρησιμοποιούνται από τους διαχειριστές των Hedge Funds, οι πηγές απόδοσης σε αυτές τις στρατηγικές, καθώς και οι ενυπάρχοντες κίνδυνοι. Οι δημοφιλέστερες στρατηγικές, όπως φαίνεται και στην εικόνα 6.1 κατηγοριοποιούνται συνήθως σε τέσσερις βασικές ομάδες, κάθε μία από τις οποίες περιέχει ένα ενοποιητικό στοιχείο που τις περιγράφει.

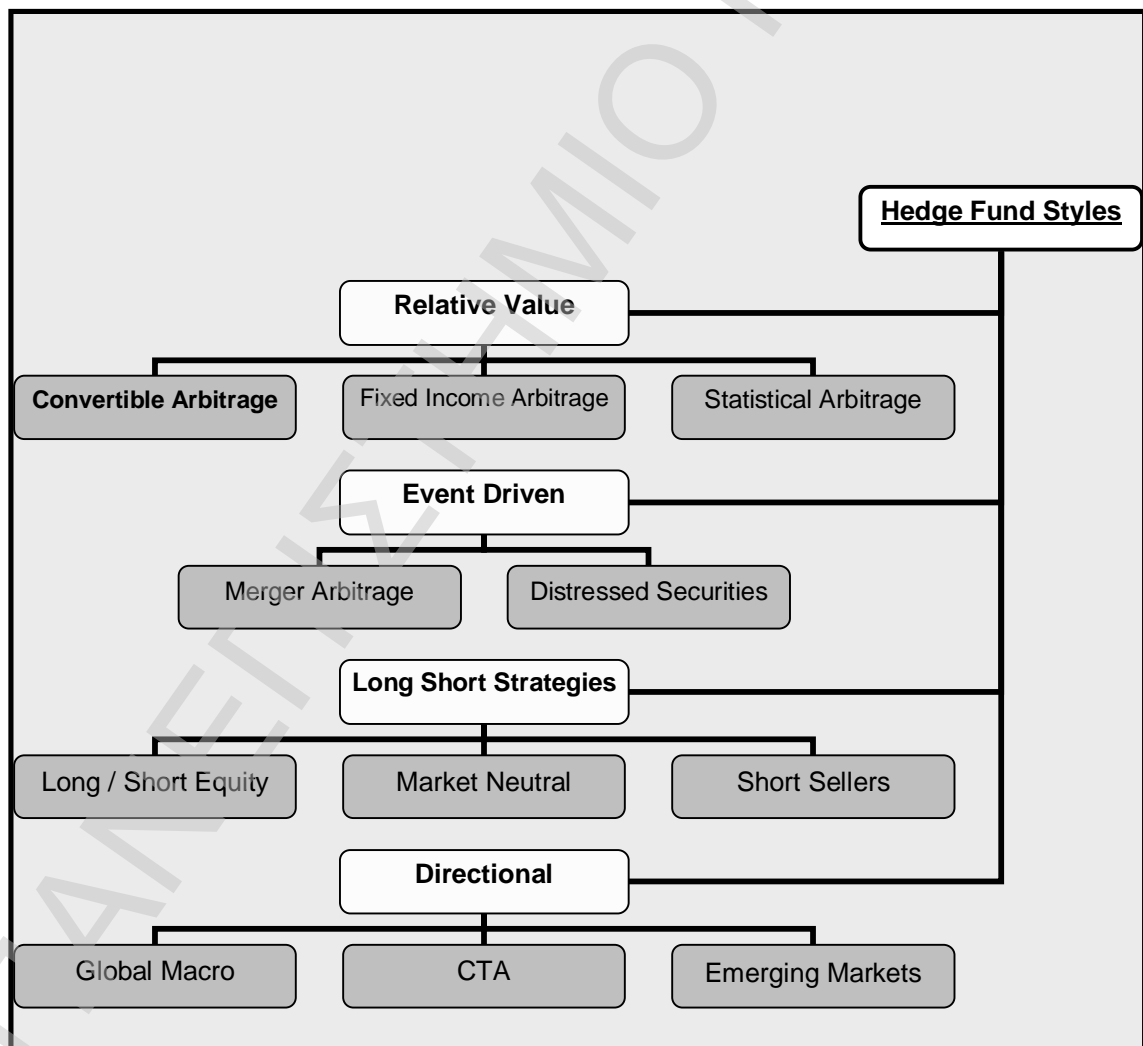
Πιο συγκεκριμένα στις Relative Value στρατηγικές περιλαμβάνονται τα Hedge Funds που επιδιώκουν να εκμεταλλευτούν μη κανονικότητα στη σχετική τιμολόγηση παρεμφερών αξιόγραφων, υπό την προϋπόθεση όμως ότι μελλοντικά οι τιμές τους θα επανέλθουν στα φυσιολογικά τους επίπεδα.

Οι Event Driven στρατηγικές περιλαμβάνουν τα Hedge Funds εκείνα που εκμεταλλεύονται ευκαιρίες που παρουσιάζονται σε ιδιαίτερες καταστάσεις στον κύκλο ζωής μιας επιχείρησης, όπως συγχώνευση, εξαγορά, αναδιοργάνωση και πτώχευση. Ο σχεδιασμός και η υλοποίηση αυτών των στρατηγικών υπαγορεύεται από τις ξεχωριστές συνθήκες που προσδιορίζουν την περίπτωση κάθε επιχείρησης και είναι σχεδόν ανεξάρτητα από τις γενικότερες συνθήκες που επικρατούν στην αγορά.

Οι Long / Short στρατηγικές όπως φανερώνει και το όνομά τους σχετίζονται με τα Hedge Funds που ταυτόχρονα πωλούν και αγοράζουν μετοχές ή δείκτες σε μετοχές σε διάφορες αγορές. Η βασική αρχή σκέψης που διέπει τα

συγκεκριμένα Hedge Funds αποτελεί και τη βάση πάνω στην οποία χτίζουν τη στρατηγική τους οι διαχειριστές των Relative Value Hedge Funds.

Τέλος, τα Hedge Funds της Directional κατηγορίας διαφοροποιούνται αρκετά από τα υπόλοιπα, καθώς σπάνια ενδιαφέρονται για πρακτικές τέλειαν αντιστάθμισης (hedging), αλλά ευθέως λαμβάνουν συνήθως θέση αγοράς με χρήση μόχλευσης, στοιχηματίζοντας υπέρ της άποψής τους όσον αφορά την κατεύθυνση προς την οποία θα εξελιχθούν αγορές, δείκτες μετοχών, νομίσματα και άλλα.



ΕΙΚΟΝΑ 6.1: Οι στρατηγικές των Hedge Funds

6.1 Long / short equity

Οι διαχειριστές των Hedge Funds που ακολουθούν τη στρατηγική αυτή προβαίνουν σε αγορά μετοχών, η τιμή των οποίων εκτιμούν ότι μελλοντικά θα αυξηθεί, ενώ ταυτόχρονα πωλούν μετοχές, η τιμή των οποίων εκτιμούν ότι μελλοντικά θα μειωθεί.

Σε αναλογία επομένως με έναν παραδοσιακό διαχειριστή ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου, ο διαχειριστής ενός Long / Short Equity Hedge Fund, αγοράζει (θέση Long) υποτιμημένες μετοχές σε διάφορες αγορές με την προσδοκία ότι η τιμή τους κατά τις επόμενες μέρες ή μήνες θα αυξηθεί. Εν αντιθέσει όμως με τον παραπάνω διαχειριστή του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, ο οποίος ενδιαφέρεται να μειώσει το βαθμό έκθεσής του σε υπερτιμημένες μετοχές ή σε μετοχές που αναμένεται να υποστούν μείωση της αξίας τους, ο διαχειριστής του Long / Short Equity Hedge Fund, ενεργεί διαφορετικά. Συγκεκριμένα, δανείζεται τέτοιες μετοχές και κατόπιν τις πουλά (διαδικασία short selling, όπως περιγράφηκε σε προηγούμενο κεφάλαιο), με την προσδοκία να τις αγοράσει μετά από κάποιο χρονικό διάστημα σε χαμηλότερη τιμή και να τις επιστρέψει, μέσω του κύριου χρηματομεσίτη (prime broker) στον κάτοχό τους. Επιπρόσθετα ο εν λόγω διαχειριστής εισπράττει τόκους για τα μετρητά που εισέπραξε κατά την ανοιχτή πώληση των δανεισμένων μετοχών και για όσο χρονικό διάστημα μεσολαβήσει έως ότου τις αγοράσει πάλι πίσω.

Ένα σημαντικό πλεονέκτημα των συγκεκριμένων Hedge Funds είναι ότι προσφέρουν χαρτοφυλάκια με αυξημένα επίπεδα διαφοροποίησης του

κινδύνου σε σχέση με τα παραδοσιακά Long χαρτοφυλάκια. Αν οι τιμές δύο μετοχών παρουσιάζουν σε ένα βαθμό θετική συσχέτιση και συνδυαστούν σε μια Long / Short Equity στρατηγική, τότε ο βαθμός συσχέτισής τους θα αντιστραφεί εξαιτίας της short πώλησης μίας εκ των δύο μετοχών, με αποτέλεσμα την καλύτερη διαφοροποίηση του εν λόγω χαρτοφυλακίου. Στην περίπτωση τέλει θετικής συσχέτισης των δύο μετοχών, το Long / Short Equity Hedge Fund θα είναι τέλεια διαφοροποιημένο (τέλεια αρνητική συσχέτιση μεταξύ των μετοχών που αγοράζονται και εκείνων που πωλούνται short).

Οι διαχειριστές των Long / Short Equity Hedge Funds χρησιμοποιούν είτε την προσωπική τους κρίση, είτε κάποιο τεχνικό μοντέλο για να αποφασίσουν ποιες μετοχές θα αγοράσουν και ποιες θα πωλήσουν, γι' αυτό η στρατηγική αυτή έχει να κάνει με τη γενικότερη ικανότητα στην επιλογή των σωστών μετοχών (stock selection). Επιπλέον, τα συγκεκριμένα Hedge Funds πολλές φορές εξειδικεύονται και επενδύουν σε μετοχές συγκεκριμένου βιομηχανικού κλάδου ή / και χώρας ή / και ύψους κεφαλαιοποίησης.

6.1.1 Οι αποδόσεις σε ένα long / short equity Hedge Fund

Σε αντίθεση με τις αποδόσεις σε ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο, οι οποίες προέρχονται μόνο από την αύξηση της τιμής των αγορασθέντων μετοχών, σε ένα Long / Short Equity Hedge Fund, οι πηγές αποδόσεων είναι περισσότερες. Υποθέτουμε λοιπόν ότι ο διαχειριστής του Hedge Fund Ω, μετά από τεχνική ανάλυση στα θεμελιώδη χαρακτηριστικά του κατασκευαστικού κλάδου, αποφάσισε να αγοράσει μετοχές της εταιρείας Κ, αξίας 10.000€ και να πωλήσει

short μετοχές της εταιρείας Λ, αξίας 10.000€. Οι κύριες πηγές θετικών αποδόσεων για τον διαχειριστή του Hedge Fund Ω, είναι οι εξής:

- Αν η αξία των αγορασθέντων μετοχών της εταιρείας Κ αυξηθεί, και η αξία των πωληθέντων μετοχών της εταιρείας Λ μειωθεί, ο διαχειριστής επωφελείται από το spread ανάμεσα στις δύο θέσεις του. Όσο μεγαλύτερο είναι το spread αυτό, τόσο μεγαλύτερη θα είναι και η απόδοση για τον διαχειριστή Ω. Η κύμανση στην τιμή των δύο μετοχών μπορεί να είναι διαφορετική από αυτή που περιγράφηκε παραπάνω (π.χ. σταθερή η τιμή της μετοχής Κ + πτώση της τιμής της μετοχής Λ ή άνοδο στην τιμή της μετοχής Κ + σταθερή η τιμή της μετοχής Λ), αλλά όσο η σχετική αξία της Long θέσης υπερβαίνει εκείνη της Short, οι αποδόσεις για τον διαχειριστή θα είναι θετικές.
- Το επιτόκιο που κερδίζεται επί των χρημάτων που εισπράχθηκαν από την short πώληση των μετοχών της εταιρείας Λ, και που παραμένουν ως εγγύηση στον κύριο χρηματομεσίτη (prime broker), έως ότου ο διαχειριστής του Hedge Fund Ω τις αγοράσει πάλι για να επιστραφούν στον ιδιοκτήτη τους. Η προμήθεια του κύριου χρηματομεσίτη, για τις υπηρεσίες του να δανείσει μετοχές στον διαχειριστή του Hedge Fund Ω είναι συνήθως ένα μέρος από το επιτόκιο αυτό.
- Το επιτόκιο που κερδίζεται επί των χρημάτων που υποχρεωτικά καταθέτει ο διαχειριστής στον κύριο χρηματομεσίτη (initial margin), όταν

ανοίγει έναν margin account και που συνήθως το ύψος του προσεγγίζει εκείνο των εντόκων γραμματίων του δημοσίου.

- Το spread μεταξύ των μερισμάτων των μετοχών της εταιρείας Κ και εκείνων της εταιρείας Λ. Ο διαχειριστής του Hedge Fund Ω δεν είναι ιδιοκτήτης των μετοχών της εταιρείας Λ, τις οποίες έχει μονάχα δανειστεί για κάποιο διάστημα. Επομένως, οφείλει να επιστρέφει στον κάτοχό τους όσα μερίσματα διανεμηθούν κατά τη χρονική περίοδο που τις έχει δανειστεί. Από την άλλη πλευρά, ο διαχειριστής του παραδείγματος, θα καρπωθεί όσα μερίσματα διανείμει η εταιρεία Κ και αντιστοιχούν στις μετοχές που έχει αγοράσει. Η προκύπτουσα διαφορά στη μερισματική απόδοση των δύο εταιρειών δεν αναμένεται να είναι σημαντική, λαμβάνεται όμως υπ' όψιν.

6.1.2 Οι κίνδυνοι και τα προβλήματα σε ένα long / short equity hedge fund

Πέραν των παραπάνω πηγών θετικής απόδοσης, η επένδυση σε long / short equity hedge funds παρουσιάζει ορισμένα προβλήματα και ενέχει κινδύνους. Συνεχίζοντας με τα δεδομένα του προηγούμενου παραδείγματος:

- Το χειρότερο σενάριο για τον διαχειριστή του Hedge Fund Ω, ανακύπτει όταν η τιμή των αγορασθέντων μετοχών της εταιρείας Κ μειωθεί και ταυτόχρονα η τιμή των πωληθέντων μετοχών της εταιρείας Λ αυξηθεί. Είναι χαρακτηριστικό ότι η αξία των μετοχών της εταιρείας Κ, οι οποίες

αναμένετο να αυξηθεί ώστε να προκύψουν κέρδη, μπορεί να εκμηδενιστεί. Από την άλλη πλευρά η αξία των μετοχών της εταιρείας Λ, οι οποίες αναμένετο να μειωθεί, μπορεί να αυξάνεται απεριόριστα. Ο παραπάνω συνδυασμός, είναι ευνόητο ότι θα προκαλέσει απεριόριστες ζημιές για το Hedge Fund Ω.

- Εξαιτίας των μετοχών που δανείζεται ο διαχειριστής του Hedge Fund Ω, βρίσκεται στη θέση να συναλλάσσεται επί του διπλάσιου ποσού σε σχέση με το αρχικό του κεφάλαιο, και συνεπώς υψηλότερα είναι και τα απαραίτητα συναλλακτικά κόστη.
- Εάν οι μετοχές των δύο εταιρειών είναι εκφρασμένες σε διαφορετικά νομίσματα, υπάρχει για τον διαχειριστή ο κίνδυνος από τη δυσμενή εξέλιξη της μεταξύ τους συναλλαγματικής ισοτιμίας.
- Ο διαχειριστής του Hedge Fund Ω ενδεχομένως να χρειαστεί μερικούς μήνες προτού η εξέλιξη στην τιμή των μετοχών των εταιρειών Κ και Λ είναι αυτή που προσδοκούσε. Κάτι τέτοιο συνεπάγεται περιορισμένη ρευστότητα και προβλήματα στην περίπτωση που ζητηθεί από τους πελάτες του να εκκαθαρίσουν τη θέση τους.
- Πρόβλημα είναι πιθανό να προκληθεί και από την αδυναμία του διαχειριστή του Hedge Fund Ω να συνεχίσει να δανείζεται τις μετοχές της εταιρείας Λ. Σε περίπτωση που οι κάτοχοι των μετοχών της εταιρείας Λ ξαφνικά τις ανακαλέσουν (αυξάνοντας τη ζήτηση και την τιμή τους), ο

διαχειριστής ενδέχεται να μην τις έχει (αφού τις έχει πωλήσει short). Σε αυτή την περίπτωση θα αναγκαστεί να τις αγοράσει στην τρέχουσα αγορά ώστε να τις παραδώσει στους κατόχους τους. Θα υποστεί δε ζημιές αν η τιμή στην οποία θα τις αγοράσει είναι υψηλότερη από εκείνη στην οποία αρχικά τις είχε πουλήσει.

- Στην αγορά των Η.Π.Α. ισχύει ότι η τιμή μιας μετοχής για να πωληθεί short, πρέπει να έχει σημειώσει άνοδο την αμέσως προηγούμενη ημέρα της τελικής συναλλαγής. Αυτό είναι γνωστή ως “up-tick” αρχή και υιοθετείται με σκοπό να προστατέψει τις μετοχές από σχεδιασμένες ενέργειες που θα οδηγούσαν την τιμή τους προς τα κάτω. Η αρχή αυτή θέτει σοβαρούς περιορισμούς στους Long / Short Equity διαχειριστές οι οποίοι συχνά πρέπει να πωλούν μετοχές short.

6.2 Short sellers

Τα Hedge Funds που ανήκουν σε αυτή την κατηγορία σχετίζονται με τα Long / Short Equity Hedge Funds υπό την έννοια ότι κατά το ήμισυ εφαρμόζουν την ίδια στρατηγική. Οι διαχειριστές τους δηλαδή παίρνουν short μόνο θέσεις σε μετοχές και παράγωγα. Πωλούν δηλαδή τα συγκεκριμένα αξιόγραφα αναμένοντας ότι η αξία τους μελλοντικά θα μειωθεί, ώστε να τα αγοράσουν πίσω σε χαμηλότερη τιμή. Για το διάστημα που μεσολαβεί έως ότου τα επαναγοράσουν, κερδίζουν τόκους επί των χρημάτων που εισέπραξαν όταν τα

πούλησαν. Σε περίπτωση ανατίμησης των αξιογράφων, ο διαχειριστής υφίσταται ζημίες.

Οι διαχειριστές αυτοί αγνοούν το long κομμάτι της Long / Short Equity στρατηγικής και δεν προβαίνουν σε αγορά υποτιμημένων μετοχών. Φυσικό είναι ότι η στρατηγική αυτή είναι ιδιαίτερα δημοφιλής όταν η αγορά βρίσκεται σε πτώση, ενώ εφαρμόζεται δυσκολότερα όταν για μεγάλο διάστημα η αγορά κινείται ανοδικά (Getmansky, Lo, Mei 2004).

6.3 Market neutral

Και αυτής της κατηγορίας τα Hedge Funds ακολουθούν τη νοοτροπία των long / short equity Hedge Funds, διακρίνονται όμως από ορισμένα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά. Στόχος τους είναι η εξισορρόπηση των long και short θέσεων, ώστε να εξασφαλιστεί μηδενική έκθεση στους κινδύνους της αγοράς. Οι αποδόσεις τους δηλαδή να είναι ασυσχέτιστες με το τι συμβαίνει γενικότερα στη αγορά.

Η ουδετερότητα ως προς την αγορά ή ο μηδενικός βαθμός έκθεσης στους κινδύνους της ή η απαλοιφή του συστηματικού κινδύνου που προσπαθούν τα συγκεκριμένα Hedge Funds να πετύχουν δεν μπορεί να επιτευχθεί 100%. Αυτό που κάνουν είναι να διαφοροποιούν την έκθεση ως προς έναν ή περισσότερους από τους αγοραίους παράγοντες, όπως είναι η συναλλαγματική ισοτιμία, ορισμένα βασικά επιτόκια, κάποιοι βασικοί δείκτες μετοχών, κ.ά.. Από τη μία

πλευρά πάντα θα υπάρχουν παράγοντες, η έκθεση στους οποίους δε μπορεί να διαφοροποιηθεί πλήρως, ενώ από την άλλη πλευρά όσο περισσότεροι παράγοντες διαφοροποιούνται τόσο μικρότερη θα είναι και η καθαρή απόδοση για ένα Market Neutral Hedge Fund, η απόδοση του οποίου θα προσεγγίζει αυτή των γραμματίων του δημοσίου. Αρκετοί διαχειριστές των εν λόγω Hedge Funds θα χρησιμοποιήσουν και μόχλευση για να μεγεθύνουν τις αποδόσεις τους.

Για να είναι πραγματικά ουδέτερο ένα τέτοιο Hedge Fund θα πρέπει ο διαχειριστής του να επιλέξει με πολλή προσοχή τις μετοχές που θα αγοράσει long και εκείνες τις οποίες θα πουλήσει short. Για να γίνει αυτό θα πρέπει οι δύο μετοχές να διαπραγματεύονται στην ίδια αγορά και τον ίδιο βιομηχανικό κλάδο. Η κατασκευή του χαρτοφυλακίου ενός Market Neutral Hedge Fund βασίζεται τις περισσότερες φορές σε ποσοτικά υποδείγματα που επεξεργάζονται ιστορικά στοιχεία για να εντοπίσουν παλαιότερες τάσεις και να προσδιορίσουν εάν θα απέδιδαν εξίσου και στο παρόν.

Το σημαντικότερο μειονέκτημα της συγκεκριμένης στρατηγικής είναι ότι η επιθυμητή ουδετερότητα απαιτεί διαρκείς συναλλαγές, που πέραν της αυξημένης επιτήρησης από τον διαχειριστή, συνεπάγεται και υψηλό κόστος για τις απαραίτητες συναλλαγές.

6.4 Convertible arbitrage ή convertible hedging

Στη στρατηγική αυτή, όπως φανερώνει και το όνομά της, οι διαχειριστές των Hedge Funds χρησιμοποιούν μετατρέψιμες ομολογίες. Πρόκειται για υβριδικά χρεόγραφα, επειδή ενσωματώνουν σε κοινό σώμα, χαρακτηριστικά ομολογιών και μετοχών. Οι μετατρέψιμες ομολογίες πληρώνουν σε τακτά χρονικά διαστήματα κουπόνια και στη λήξη τους επιστρέφουν την ονομαστική αξία στον κάτοχό τους. Επιπλέον δίνουν στον κάτοχο τη δυνατότητα, αλλά όχι την υποχρέωση, να τις ανταλλάξει για δεδομένο αριθμό μετοχών της εκδότριας εταιρείας, σε συγκεκριμένη τιμή και σε ορισμένες ημερομηνίες στο μέλλον.

Έτσι λοιπόν οι μετατρέψιμες ομολογίες προσομοιάζονται με μια ομολογία ή οποία ενσωματώνει ένα δικαίωμα επί των μετοχών της εκδότριας εταιρείας. Σύμφωνα με μια δεύτερη εκδοχή, οι μετατρέψιμες ομολογίες προσομοιάζονται με τον ισοδύναμο αριθμό μετοχών στις οποίες μπορούν να μετατραπούν, συν την επιπλέον εισροή χρήματος από τα κουπόνια, έχοντας όμως πρώτα αφαιρέσει από τη συνολική τους αξία, την αξία των πληρωθέντων μερισμάτων.

Οι διαχειριστές των Convertible Arbitrage Hedge Funds αγοράζουν μετατρέψιμες ομολογίες μιας εταιρείας και ταυτόχρονα δανείζονται από τον κύριο χρηματομεσίτη (prime broker) τον ισοδύναμο αριθμό μετοχών της ίδιας εταιρείας, τις οποίες πωλούν στην τρέχουσα αγορά. Οι διαχειριστές των Hedge Funds καταφέρνουν έτσι να εξαλείψουν τον κίνδυνο που προέρχεται από το ενδεχόμενο η αξία των μετοχών που αντιπροσωπεύονται στις ομολογίες τους να έχει μειωθεί τη στιγμή που αυτές θα πρέπει να ανταλλαχθούν με μετοχές.

Έτσι αν η τιμή της εκδότριας εταιρείας έχει διολισθήσει κατά την ημερομηνία της μετατροπής, οι απώλειες της long θέσης του Convertible Arbitrage Hedge Fund διαχειριστή, θα υπερκαλυφθεί από τις εισροές που θα προέλθουν από τη short θέση του και την επιπλέον καθαρή εισροή χρήματος από τα κουπόνια (το άθροισμα των σωρευμένων κουπονιών μείον το άθροισμα των σωρευμένων μερισμάτων). Εάν αντίθετα η τιμή της εκδότριας εταιρείας έχει αυξηθεί αισθητά κατά την ημερομηνία της μετατροπής, τα κέρδη της long θέσης του συγκεκριμένου διαχειριστή και η επιπλέον καθαρή εισροή χρήματος από τα κουπόνια θα υπερκαλύψουν τις ζημίες από τη short θέση του.

Η παραπάνω όμως διαδικασία δεν είναι πάντα τόσο απλή όσο φαίνεται. Οι διακυμάνσεις στην τιμή της μετοχής της συγκεκριμένης εταιρείας, έχουν σαν αποτέλεσμα η αξία των ομολογιών της εταιρείας που κατέχει ο διαχειριστής να μην αντανακλάται ακριβώς από την αξία των μετοχών τις οποίες έχει πουλήσει short. Συνήθως, όσο μικρότερη είναι η πιστοληπτική διαβάθμιση της εκδότριας εταιρείας, τόσο μεγαλύτερη θα είναι και η μεταβλητότητα στην τιμή της μετοχής της και επομένως τόσο συχνότερη θα είναι η ανάγκη για τον διαχειριστή να αναλάβει διορθωτική δράση.

Η κρίσιμη παράμετρος στη στρατηγική αυτή είναι δανεισμένη από τη βιβλιογραφία των δικαιωμάτων. Άλλωστε όπως φάνηκε και παραπάνω οι μετατρέψιμες ομολογίες, ενσωματώνουν το δικαίωμα για τον κάτοχό τους, να τις ανταλλάξει υπό συγκεκριμένους όρους με μετοχές. Η παράμετρος αυτή είναι ο συντελεστής Δέλτα και μπορεί να ερμηνευτεί και ως λόγος αντιστάθμισης (Bodie, Kane, Marcus 2005):

$$\Delta\epsilon\lambda\tau\alpha = \frac{\text{μεταβολή_sthn_τιμή_thV_metatréyimhV_omologíaV}}{\text{μεταβολή_sthn_τιμή_thV_metochήV}}$$

Ο συντελεστής Δέλτα προσδιορίζει την ευαισθησία τιμής της μετατρέψιμης ομολογίας σε μεταβολές της τιμής της μετοχής, για τα αξιόγραφα μιας συγκεκριμένης εταιρείας. Παρατηρώντας τις μεταβολές του συντελεστή Δέλτα, οι διαχειριστές των εν λόγω Hedge Funds αναλαμβάνουν την κατάλληλη δράση. Αν αυξηθεί ο συντελεστής Δέλτα, οι διαχειριστές θα πρέπει να πουλήσουν short περισσότερες μετοχές, ενώ αν μειωθεί θα πρέπει να ελαττώσουν την έκθεσή τους σε μετοχές επιστρέφοντας αυτές στους κατόχους τους (ουσιαστικά τις αγοράζουν για να τις παραδώσουν). Σε περίπτωση που δεν μπορούν να δανειστούν επιπλέον μετοχές ή πρέπει να επιστρέψουν μετοχές στους κατόχους τους, και ελλείψει πόρων, ενδέχεται να χρειαστεί να ρευστοποιήσουν τμήμα της θέσης τους σε μετατρέψιμες ομολογίες. Αν αυτό συμβεί τη στιγμή που η τρέχουσα τιμή της μετοχής είναι χαμηλή, οι διαχειριστές θα υποστούν σοβαρές ζημιές.

6.4.1 Οι κίνδυνοι στα convertible arbitrage Hedge Funds

Η παραπάνω στρατηγική μπορεί να εξασφαλίσει κέρδη από τις διακυμάνσεις στην τιμή των μετοχών, υπάρχουν όμως και σημαντικοί κίνδυνοι που πρέπει να ληφθούν υπ' όψιν. Αυτοί είναι:

- Κίνδυνος Επιτοκίου

Η αύξηση των επιτοκίων οδηγεί σε μείωση τις τιμές κάθε είδους ομολόγων, ακόμη και των μετατρέψιμων ομολογιών. Συχνά, η αύξηση των επιτοκίων

συνοδεύεται από πτώση στις τιμές των μετοχών. Επομένως οι διαχειριστές που έχουν πωλήσει μετοχές short, να μην θα χάσουν από τη long θέση τους (επειδή μειώθηκαν οι τιμές των ομολογιών), αλλά θα μπορέσουν να επαναγοράσουν φτηνότερα τις μετοχές που είχαν πωλήσει μετριάζοντας κάπως τις αρνητικές συνέπειες από την άνοδο των επιτοκίων. Το σενάριο αυτό όμως δεν ισχύει πάντα, και αν οι τιμές των μετοχών π.χ. λόγω γενικότερου ευνοϊκού επενδυτικού κλίματος ή υψηλών ρυθμών ανάπτυξης, δεν μειωθούν, τότε οι διαχειριστές των Convertible Arbitrage Hedge Funds θα υποστούν ζημιές και από τις δύο θέσεις τους (long και short).

Αυτό που μπορούν να κάνουν οι συγκεκριμένοι διαχειριστές για να περιορίσουν την έκθεσή τους σε κίνδυνο επιτοκίου είναι να πουλήσουν short κρατικά ομόλογα ή συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης σε κρατικά ομόλογα. Σε κάθε περίπτωση θα πρέπει να ταιριάξουν τη μέση σταθμική διάρκεια των μετατρέψιμων ομολογιών με εκείνη των κρατικών ομολόγων που χρησιμοποιούν για αντιστάθμιση. Οι παραπάνω ενέργειες για αντιστάθμιση από τον κίνδυνο επιτοκίου ενέχουν όπως είναι φυσικό κάποιο κόστος, το οποίο μειώνει την τελική απόδοση από την convertible arbitrage στρατηγική.

- Κίνδυνος Ανάκλησης

Όταν τα επιτόκια μειώνονται η αξία των ομολογιών, συμπεριλαμβανομένων των μετατρέψιμων ομολογιών, αυξάνεται. Οι εκδότριες εταιρείες θα έχουν κίνητρο να ανακαλέσουν τις μετατρέψιμες ομολογίες και να τις ανταλλάξουν με μετοχές τους ή με μετρητά, ώστε να εξασφαλίσουν εκ νέου χρηματοδότηση με χαμηλότερο αυτή τη φορά κόστος. Οι διαχειριστές των convertible arbitrage

Hedge Funds θα έχουν πια μετοχές στη θέση των μετατρέψιμων ομολογιών, τις οποίες θα χρησιμοποιήσουν για να καλύψουν τη short θέση τους. Υφίστανται όμως ζημιά, γιατί έχουν πια απολέσει την καθαρή εισροή από τα κουπόνια.

Για να αντιμετωπίσουν τον κίνδυνο ανάκλησης οι διαχειριστές αυτών των Hedge Funds φροντίζουν εκ των προτέρων να αγοράζουν μετατρέψιμες ομολογίες χωρίς το δικαίωμα της ανάκλησής τους από την εκδότρια εταιρεία. Σε περίπτωση που αυτό το δικαίωμα είναι ενσωματωμένο στις μετατρέψιμες ομολογίες, προτιμούν τις εκδόσεις αυτές στο καταστατικό των οποίων περιέχονται όροι για την αποζημίωση των αγοραστών σε περίπτωση ανάκλησης.

- Κίνδυνος μεταβλητότητας

Όπως εξηγήθηκε και παραπάνω οι μετατρέψιμες ομολογίες είναι ουσιαστικά ο συνδυασμός ενός ομολόγου και ενός δικαιώματος αγοράς για τις μετοχές της εκδότριας εταιρείας. Η τιμή εξάσκησης του δικαιώματος αυτού είναι η τιμή στην οποία υπό συγκεκριμένες προϋποθέσεις μπορεί η ομολογία να ανταλλαχθεί για μετοχές. Όπως συμβαίνει και με τα δικαιώματα, αυξημένη μεταβλητότητα στην τιμή της μετοχής, οδηγεί σε αύξηση της αξίας της μετατρέψιμης ομολογίας, λόγω της αυξημένης πιθανότητας η τιμή να διαμορφωθεί σε επίπεδα που να ευνοούν τον εκάστοτε διαχειριστή.

Αυξημένη μεταβλητότητα στην τιμή της μετοχής κάνει πιο πιθανό το ενδεχόμενο να αυξηθεί η τιμή αρκετά πάνω από την τιμή εξάσκησης, ώστε κατά τη μετατροπή να εξασφαλιστούν από τη long θέση περισσότερα κέρδη για τον

κάτοχο της μετατρέψιμης ομολογίας, που να ξεπερνούν τις απώλειες της short θέσης. Αν η αυξημένη μεταβλητότητα οδηγήσει σε σημαντική πτώση την τιμή της μετοχής, τα κέρδη από τη short θέση θα ξεπεράσουν τις απώλειες της long θέσης.

- Κίνδυνος Ρευστότητας

Ο κίνδυνος αυτός είναι σημαντικότερος για τις εταιρείες μικρής κεφαλαιοποίησης και χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης. Σήμερα τα Hedge Funds είναι οι σημαντικότεροι επενδυτές μετατρέψιμων ομολογιών. Σε περιόδους όπου η τιμή των μετατρέψιμων ομολογιών μειώνεται, πολλοί διαχειριστές θα θελήσουν να περιορίσουν τις θέσεις τους σε αυτά, αλλά δύσκολα θα βρουν υποψήφιους αγοραστής, ενώ παράλληλα θα πιέζουν τις τιμές τους σε ακόμη χαμηλότερα επίπεδα.

Προβλήματα ρευστότητας υπάρχει περίπτωση να ανακύψουν και εξαιτίας των περιορισμών και των πιστωτικών ορίων που θέτει ο κύριος χρηματομεσίτης. Σε περιόδους αβεβαιότητας και επενδυτικής δυσπραγίας, όπου συνήθως παρατηρείται στροφή των επενδυτών στη σιγουριά των κρατικών χρεογράφων, η παρεχόμενη ρευστότητα στην αγορά των convertible arbitrage Hedge Funds ελαττώνεται σημαντικά.

- Πιστωτικός Κίνδυνος (Credit Risk)

Δραστηριότητες, πληροφορίες και συγκυρίες που μπορεί να πλήξουν την πιστοληπτική διαβάθμιση μιας εταιρείας, αντανακλώνται και στην τιμή των ομολογιών αυτής της εταιρείας. Για την αντιμετώπιση αυτού του κινδύνου οι

διαχειριστές των convertible arbitrage Hedge Funds επιλέγουν ομολογίες εταιρειών με πολύ υψηλή πιστοληπτική διαβάθμιση ή αντισταθμίζουν αυτόν τον κίνδυνο με τη χρήση ορισμένων σύνθετων παραγώγων, όπως τα credit default swaps, total return swaps και credit spread options. Η χρήση των μέσων αυτών συνεπάγεται την πληρωμή αμοιβών που μειώνουν την καθαρή απόδοση της convertible arbitrage στρατηγικής.

Ο διαχειριστής που χρησιμοποιεί ένα credit default swap καταβάλλει μια αμοιβή σε έναν αντισυμβαλλόμενο, π.χ. μια επενδυτική τράπεζα, για να εξασφαλίσει ότι θα τον αποζημιώσει στην περίπτωση πιστοληπτικής υποβάθμισης της εταιρείας που έχει εκδώσει τη μετατρέψιμη ομολογία που έχει αγοράσει.

Ο διαχειριστής που χρησιμοποιεί ένα total return swap ανταλλάσσει με τον αντισυμβαλλόμενο την απόδοση της μετατρέψιμης ομολογίας με την απόδοση ενός δανείου με κυμαινόμενο επιτόκιο.

Τέλος, ο διαχειριστής που χρησιμοποιεί ένα credit spread option αποκτά, έναντι κάποιας αμοιβής, το δικαίωμα να πωλήσει τη μετατρέψιμη ομολογία, όταν η απόδοσή της κυμαίνεται σε οποιαδήποτε τιμή εντός ενός καθορισμένου εύρους τιμών (spread) επί του διατραπεζικού επιτοκίου.

- Κίνδυνος από την αύξηση της μερισματικής απόδοσης

Οι μετατρέψιμες ομολογίες όπως έχει εξηγηθεί και παραπάνω ισοδυναμούν με τις ίσης αξίας μετοχές συν την καθαρή εισροή κουπονιών (σωρευμένη αξία κουπονιών μείον σωρευμένη αξία πληρωθέντων μερισμάτων). Τα αυξημένα

μερίσματα όπως είναι φυσικό μειώνουν την καθαρή εισροή από τα κουπόνια και πολλές φορές οδηγούν σε αύξηση την τιμή της μετοχής, με πολύ δυσμενή αποτελέσματα για το διαχειριστή του Hedge Fund, ο οποίος χάνει και από τις δύο θέσεις του.

Όσον αφορά τη short θέση του, οι ζημιές προέρχονται από το γεγονός ότι προσδοκούσε να ξαναγοράσει φθηνότερα τις μετοχές που πρέπει να επιστρέψει, ενώ στην αγορά οι τιμές τους έχουν πια αυξηθεί. Όσον αφορά τη long θέση του, οι ζημιές προέρχονται από το γεγονός ότι τα αυξημένα μερίσματα έχουν σε σημαντικό βαθμό φθείρει τις εισροές από τα κουπόνια.

Αυτό που μπορούν να κάνουν οι διαχειριστές των convertible arbitrage Hedge Funds, είναι να έχουν από πριν εξετάσει τη στάση της εκδότριας εταιρείας απέναντι στα κέρδη της (π.χ. αν διανέμει μερίσματα, πόσο συχνά και τι ποσοστό των κερδών διανέμει).

6.5 Fixed income arbitrage

Στη στρατηγική αυτή, οι διαχειριστές των Hedge Funds προσπαθούν να εκμεταλλευτούν αποκλίσεις στην τιμολόγηση χρεογράφων σταθερού εισοδήματος, ώστε να αποκομίσουν κέρδη. Λαμβάνουν επομένως θέσεις σε ομόλογα προσδοκώντας ότι οι long θέσεις τους θα υπερτερούν των short θέσεών τους.

Όσον αφορά τα χρεόγραφα σταθερού εισοδήματος, οι καλύτερες επιδόσεις κάποιων ομολόγων έναντι κάποιων άλλων συντελούν έτσι ώστε το μεταξύ τους άνοιγμα (spread) να μειώνεται. Υποθέτουμε ότι ένας Hedge Fund διαχειριστής λαμβάνει long θέση στα υψηλότερης απόδοσης ομόλογα X , ενώ λαμβάνει short θέση στα χαμηλότερης απόδοσης ομόλογα Ψ , για να εκμεταλλευτεί το θετικό μεταξύ τους spread. Αν οι επιδόσεις των ομολόγων X είναι καλύτερες από τις αντίστοιχες των ομολόγων Ψ , αυτό μπορεί να σημαίνει ότι η τιμή των ομολόγων X αυξήθηκε, ενώ εκείνη των Ψ παρέμεινε σταθερή. Κάτι τέτοιο θα συνεπάγεται ότι η απόδοση των ομολόγων X μειώθηκε, ενώ εκείνη των ομολόγων Ψ παρέμεινε σταθερή. Το μεταξύ τους spread έχει μειωθεί.

Παρομοίως, καλύτερες επιδόσεις των ομολόγων X , μπορεί να σημαίνει ότι η τιμή τους παρέμεινε σταθερή, ενώ μειώθηκε εκείνη των ομολόγων Ψ . Κάτι τέτοιο θα συνεπάγεται ότι η απόδοση των ομολόγων X παρέμεινε σταθερή, ενώ αυξήθηκε εκείνη των ομολόγων Ψ . Το μεταξύ τους spread και πάλι μειώθηκε.

Η βασική θέση για τους διαχειριστές των fixed income arbitrage Hedge Funds, είναι να αγοράζουν τα υψηλής απόδοσης ομόλογα και να λαμβάνουν short θέση στα χαμηλής απόδοσης ομόλογα. Τα spread ανάμεσα στα παραπάνω ομόλογα συχνά είναι πολύ μικρά και οι διαχειριστές των Hedge Funds χρησιμοποιούν ευρέως μόχλευση για να τα μεγεθύνουν. Το δυνητικό κέρδος της στρατηγικής αυτής είναι πεπερασμένο. Οι διάφοροι παράγοντες που οδήγησαν τις τιμές των ομολόγων σε απόκλιση δεν ασκούν την επίδραση τους έπ' αόριστον και τα σφάλματα στην τιμολόγησή τους απαλείφονται. Οι διαχειριστές αυτοί ανταμείβονται συνήθως με μικρή απόδοση, υψηλής όμως πιθανότητας και

σπανίως με μεγάλες ζημίες, χαμηλής όμως πιθανότητας (εξαιτίας της μόχλευσης).

6.5.1 Κίνδυνοι των fixed income arbitrage Hedge Funds

Η εν λόγω στρατηγική δεν είναι ακίνδυνη, καθώς τα spread μεταξύ των διαφόρων ομολόγων επηρεάζονται από διάφορους παράγοντες με ποιο σημαντικούς τους ακόλουθους (σημειώσεις Π.Γ. Αρτίκη):

- Κίνδυνος πληθωρισμού

Ο κίνδυνος αυτός σχετίζεται με την επίδραση που ασκεί ο πληθωρισμός στην ονομαστική αξία των ομολόγων κατά την αποπληρωμή τους. Οι επενδυτές μπορεί να είναι σίγουροι ότι στη λήξη θα εισπράξουν την ονομαστική αξία των ομολόγων, αλλά δεν μπορούν να είναι σίγουροι για την αγοραστική δύναμη των χρημάτων αυτών αν στο μεταξύ τα επίπεδα του πληθωρισμού έχουν αυξηθεί.

Για τη λύση του προβλήματος αυτού είχαν αναπτυχθεί ορισμένα ομόλογα τα οποία ελάμβαναν υπ' όψιν τους την εξέλιξη του πληθωρισμού κατά την πληρωμή των κουπονιών και της ονομαστικής αξίας. Τα ομόλογα αυτά όμως εμφανίζουν πολυπλοκότητες και δυσκολίες στην τιμολόγησή τους που επιβράδυναν την αποδοχή τους.

Τη λύση προσφέρουν τα spread στις αποδόσεις των ομολόγων. Προσδοκίες για αυξανόμενα επίπεδα πληθωρισμού αντανακλώνται σε αυξημένα επιτόκια ομολόγων, ενώ προσδοκίες για χαμηλά επίπεδα πληθωρισμού συνεπάγονται

χαμηλότερα επιτόκια. Ακολουθώντας, τα spread στην πρώτη περίπτωση θα είναι μεγάλα, ενώ στη δεύτερη περίπτωση θα είναι μικρά.

- Πιστωτικός κίνδυνος

Ο κίνδυνος αυτός δεν αφορά τα κρατικά ομόλογα, αλλά μόνο τα εταιρικά, και αναφέρεται στην περίπτωση ο εκδότης να αθετήσει τις υποχρεώσεις του και να μην εξοφλήσει τους ομολογιούχους. Ο κίνδυνος αυτός αποτυπώνεται στις αποδόσεις των ομολόγων. Οι επενδυτές θα απαιτήσουν υψηλότερη απόδοση από τα ομόλογα εταιρειών χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης, ενώ για τα ομόλογα των πολύ ισχυρών εταιρειών θα αποδεχτούν απόδοση ελάχιστα υψηλότερη από εκείνη των κρατικών ομολόγων.

- Κίνδυνος επανεπένδυσης

Είναι ο κίνδυνος που για τον επενδυτή οφείλεται στο ενδεχόμενο να λήξει ένα ομόλογο σε ένα χρηματοοικονομικό περιβάλλον όπου οι ευκαιρίες για επανεπένδυση των κεφαλαίων του να είναι υποδεέστερες εκείνων που επικρατούσαν όταν είχε αγοράσει το ομόλογο.

- Κίνδυνος ρευστότητας

Είναι ο κίνδυνος που οφείλεται στο ενδεχόμενο μια ομολογία να μη μπορεί να πωληθεί στην τρέχουσα αξία της. Πρόκειται για μικρές συνήθως εκδόσεις, που δε συγκεντρώνουν την προσοχή των επενδυτών και έχουν μικρή εμπορευσιμότητα. Σε σχέση με άλλες πιο δημοφιλείς εκδόσεις ομολογίων, έχουν υψηλότερες τιμές και χαμηλότερη απόδοση.

6.5.2 Ευκαιρίες για fixed income arbitrage

Υπάρχουν διάφορες περιστάσεις που δίνουν αφορμή στους διαχειριστές των Hedge Funds να ακολουθήσουν την fixed income arbitrage στρατηγική.

Ορισμένες από αυτές είναι (Lhabitant 2002):

- Ανωμαλίες στην καμπύλη απόδοσης

Γενικότερα είναι παραδεκτό ότι η μορφή της καμπύλης απόδοσης για τα ομόλογα έχει θετική κλίση αντανακλώντας υψηλότερες αποδόσεις για τα πιο μακροχρόνια ομόλογα, εξαιτίας της πρόσθετης αβεβαιότητας που αυτά φέρουν. Σε ορισμένες περιπτώσεις όμως και για συγκεκριμένες διάρκειες είναι δυνατό να παρατηρηθεί μια αντίστροφη καμπύλη απόδοσης. Η αγορά σε αυτές τις περιπτώσεις χαρακτηρίζεται από ιδιαίτερα αυξημένη ζήτηση μακροχρόνιων ομολογιών, η οποία ανεβάζει τις τιμές τους και μειώνει τις αποδόσεις τους.

Οι διαχειριστές που θα διακρίνουν εγκαίρως το ασυνήθιστο αυτό σχήμα, θα σπεύσουν να λάβουν θέση long στα μικρότερης διάρκειας ομόλογα (υψηλότερης τιμής) και θέση short στα μακροχρόνια ομόλογα (χαμηλότερης τιμής). Εκτιμούν δηλαδή ότι μελλοντικά οι αποδόσεις των μακροχρόνιων ομολόγων θα ξεπεράσουν, όπως συμβαίνει συνήθως, εκείνες των πιο βραχυχρόνιων ομολόγων εξασφαλίζοντας κέρδη τα οποία μεγεθύνουν με χρήση μόχλευσης.

- Εταιρικά spread

Το spread μεταξύ των κρατικών και διάφορων εταιρικών ομολόγων, είναι ένας ακόμη τομέας όπου οι Hedge Funds διαχειριστές αναζητούν ευκαιρίες για fixed income arbitrage στρατηγικές. Η εξέλιξη αυτών των spread έχει συνήθως αρκετές διακυμάνσεις οφειλόμενες σε μεταβολές στον πιστωτικό κίνδυνο, τη ρευστότητα των ομολογίων που έχουν εκδοθεί, διάφορους εξωγενείς παράγοντες κ.ά.. Οι διαχειριστές των Hedge Funds μελετούν την εξέλιξη αυτών των spread και βάσει των εκτιμήσεών τους λαμβάνουν την αντίστοιχη θέση.

Αν εκτιμούν ότι το spread ανάμεσα στα κρατικά και τα εταιρικά ομόλογα θα διευρυνθεί, πωλούν short τα εταιρικά ομόλογα (αφού αργότερα, καθώς θα αυξάνεται η απόδοσή τους, η τιμή τους θα μειώνεται) και αγοράζουν τα κρατικά ομόλογα. Αντίθετα αν εκτιμούν ότι το spread θα συρρικνωθεί, τότε πωλούν short τα κρατικά ομόλογα και αγοράζουν τα εταιρικά ομόλογα (αφού αργότερα, καθώς θα μειώνεται η απόδοσή τους, προσεγγίζοντας αυτή των κρατικών ομολόγων, η τιμή τους θα αυξάνεται).

- Ενυπόθηκα χρεόγραφα

Πρόκειται για ενυπόθηκες εταιρικές υποχρεώσεις (Mortgage Backed Securities) και παράγωγα προϊόντα επί των υποχρεώσεων αυτών, τα οποία συγκεντρώνονται από μεγάλες τράπεζες και επενδυτικούς οίκους, αναζητώντας το ενδιαφέρον του επενδυτικού κοινού. Το κίνητρο των Hedge Funds διαχειριστών να επενδύουν στα συγκεκριμένα χρεόγραφα προέρχεται από την παρατήρηση ότι φέρουν υψηλότερες αποδόσεις από τα κρατικά ομόλογα, χωρίς να συνοδεύονται απαραίτητα από πιστωτικό κίνδυνο. Έτσι πωλούν short τα

κρατικά ομόλογα και αγοράζουν τα ενυπόθηκα χρεόγραφα ή τα παράγωγά τους.

6.6 Statistical arbitrage

Τα Hedge Funds αυτής της κατηγορίας χρησιμοποιούν προηγμένα μαθηματικά μοντέλα για να εντοπίσουν ανακρίβειες και σφάλματα τιμολόγησης σε διάφορα χρεόγραφα, όπως μετοχές, ομολογίες, δικαιώματα και συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης. Ο εντοπισμός των παραπάνω αποκλίσεων / σφαλμάτων αποτελεί για τα συγκεκριμένα Hedge Funds επενδυτική ευκαιρία την οποία εκμεταλλεύονται λαμβάνοντας θέση υπέρ της άποψης ότι οι τιμές των υπό εξέταση χρεογράφων θα επανέλθουν στα φυσιολογικά τους επίπεδα.

Τα μαθηματικά μοντέλα που χρησιμοποιούν οι διαχειριστές των Statistical Arbitrage Hedge Funds, έχουν τη δυνατότητα να επεξεργάζονται μεγάλους όγκους διαστρωματικών στοιχείων και χρονολογικών σειρών και να λαμβάνουν πρόληψη για το μέγεθος του σφάλματος της εκτίμησής τους. Είναι επομένως δυνατό να ανακαλύπτουν νόρμες και τάσεις στην εξέλιξη της τιμής ενός χρεογράφου και να διακριβώνουν αν η στρατηγική που θα ακολουθήσουν τώρα οδηγούσε σε κέρδη, σε αντίστοιχες περιστάσεις κατά το παρελθόν.

Τα υψηλά διαστήματα εμπιστοσύνης των παραπάνω μοντέλων προσδίδουν αξιοπιστία για την ορθότητα της στρατηγικής. Πολλοί διαχειριστές χρησιμοποιούν επιπρόσθετα υψηλή μόχλευση για να μεγεθύνουν τις αποδόσεις

τους. Όμως απροσδόκητα γεγονότα, σφάλματα εκτίμησης και αδυναμία των χρησιμοποιούμενων υποδειγμάτων να ενσωματώσουν όλους τους επιδρώντες παράγοντες μπορεί να οδηγήσουν σε ζημίες, οι οποίες ενδέχεται να είναι ιδιαίτερα υψηλές για τα Hedge Funds που έχουν χρησιμοποιήσει μόχλευση.

6.7 Merger arbitrage ή risk arbitrage

Τα Hedge Funds που ανήκουν στην κατηγορία αυτή έχουν να κάνουν με τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές εταιρειών, οι οποίες από τις αρχές του εικοστού αιώνα απασχολούν ως ιδιαίτερο φαινόμενο τη σύγχρονη χρηματοοικονομική. Αρχικά έκαναν την εμφάνισή τους οι συγχωνεύσεις μεταξύ μικρομεσαίων εταιρειών και στο πέρασμα του χρόνου την τακτική αυτή ακολούθησαν και οι μεγάλες επιχειρήσεις / conglomerates (μέσα 20^{ου} αιώνα). Οι ευεργετικές επιδράσεις στις συγχωνευμένες επιχειρήσεις διέυρυναν ακόμη περισσότερο το φαινόμενο και οι πρώτες εχθρικές εξαγορές (hostile takeover) άρχισαν να παρατηρούνται (τέλη 20^{ου} αιώνα). Στις μέρες μας η δραστηριότητα στο συγκεκριμένο χώρο εξακολουθεί να είναι ιδιαίτερα ισχυρή, καθώς ο εντονότατος ανταγωνισμός μεταξύ των επιχειρήσεων και η ανάγκη επιβίωσης και περαιτέρω ανάπτυξης κάνουν ουσιαστικά τις συγχωνεύσεις και εξαγορές μονόδρομο.

Στη συγχώνευση / εξαγορά δύο εταιρειών εμπλέκονται σε πρωτογενές επίπεδο δύο εταιρείες. Η εταιρεία που κάνει την προσφορά και η εταιρεία-στόχος. Έχει παρατηρηθεί ότι το χρονικό διάστημα αμέσως μετά την ανακοίνωση της προθέσεως μιας εταιρείας να συγχωνευθεί με μια άλλη, η τιμή της μετοχής της

εταιρείας-στόχος αυξάνεται σε ένα επίπεδο ελάχιστα χαμηλότερο από το επίπεδο της τιμής που θα πληρώσει η εταιρεία που κάνει την προσφορά για συγχώνευση, σε περίπτωση που η τελευταία στεφθεί από επιτυχία. Το ακόλουθο παράδειγμα είναι προσέγγιση μιας πιθανής εξαγοράς και φανερώνει την επενδυτική ευκαιρία για ένα Hedge Fund διαχειριστή.

Γίνεται η υπόθεση ότι η εταιρεία B αποδέχεται την πρόταση να εξαγοραστεί από την εταιρεία A σε 1,5 μήνες αντί μετρητών και συγκεκριμένα αντί 36€ για κάθε μετοχή της. Την περίοδο πριν από την ανακοίνωση της εξαγοράς, η μετοχή της εταιρίας B ήταν 27€, ενώ την ημέρα της ανακοίνωσης της προθέσεως για εξαγορά, η τιμή της αυξήθηκε στα 35,3€.

Ο διαχειριστής του Hedge Fund M ενδιαφέρεται να επωφεληθεί από τη διαφορά ανάμεσα στην τιμή της εταιρίας B μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς της από την εταιρία A και στην τιμή της όταν και εάν η εξαγορά ολοκληρωθεί επιτυχώς. Σκοπός του είναι να κερδίσει τη διαφορά των 0,7€ (= 36€ - 35,3€) για κάθε μετοχή της εταιρίας B που θα ανταλλάξει για ισάριθμες μετοχές της εταιρίας A μετά την επιτυχή εξαγορά (υποθετικά το όνομα της νέας μεγαλύτερης εταιρίας θα είναι και πάλι A). Η απόδοσή του εν λόγω διαχειριστή είναι 1,98% (=0,7€ / 35,3€) που ετησιοποιημένη αντιστοιχεί περίπου σε 16% [= (1,98% x 360) / 45]. Αν τελικά η εξαγορά δεν ολοκληρωθεί ο διαχειριστής θα έχει χάσει 8,3€ (= 35,3€ - 27€), μία ενδεχόμενη ζημιά δηλαδή που ξεπερνά τα ενδεχόμενα κέρδη περίπου 12 φορές (= 8,3€ / 0,7€).

Ακόμα, στην περίπτωση που γίνει η εξαγορά, αλλά σε 3 μήνες από την ημέρα της ανακοίνωσής της, η επιπλέον καθυστέρηση των 1,5 μηνών θα έχει σαν αποτέλεσμα την κατά το ήμισυ μείωση της ετησιοποιημένης απόδοσης του διαχειριστή. [$7,932\% = (1,98\% \times 360) / 90$]. Ακόμη χειρότερα, αν οι υπεύθυνοι της εταιρίας A μετά από πρόσθετη αξιολόγηση της χρηματοοικονομικής κατάστασης της εταιρίας B, περιορίσουν κατά 1€ την τιμή που θα προσφέρουν για κάθε μετοχή της εταιρίας B, ο διαχειριστής θα υποστεί ζημία $-0,3\text{€}$ ($= 35\text{€} - 35,3\text{€}$) ανά μετοχή.

Εκτός από τις εξαγορές εταιρειών που υλοποιούνται με παράδοση μετρητών για τις μετοχές της εταιρίας-στόχος, μια εξαγορά είναι δυνατόν να γίνει με παράδοση μετοχών της εταιρείας που κάνει την προσφορά σε αντάλλαγμα των μετοχών της εταιρίας-στόχος. Αυτή η περίπτωση είναι περισσότερο σύνθετη, καθώς ο διαχειριστής ενός Hedge Funds δε μπορεί a priori να γνωρίζει το μέγεθος του spread που μπορεί να καρπωθεί. Αυτό συμβαίνει, γιατί από την ημερομηνία ανακοίνωσης της εξαγοράς έως ότου αυτή ολοκληρωθεί, η τιμή της μετοχής που κάνει την προσφορά είναι ελεύθερη να διακυμαίνεται.

Την ημερομηνία που η συμφωνία για την εξαγορά υπογράφεται, η τιμή της εταιρίας που κάνει την προσφορά ενδέχεται να έχει διαμορφωθεί σε επίπεδο χαμηλότερο από εκείνο της εταιρίας-στόχος. Η πρώτη θα αγοράζει τις μετοχές της δεύτερης με κάτι φθηνότερο από αυτό που θα δίνει. Η μέχρι σήμερα εμπειρία επιβεβαιώνει το σενάριο αυτό, καθώς μετά την ανακοίνωση μιας συγχώνευσης η τιμή της εταιρείας-στόχος βαίνει αυξανόμενη, ενώ εκείνη της εταιρείας που κάνει την προσφορά βαίνει μειούμενη.

Η κατάσταση αυτή μπορεί να παραλληλιστεί με το νομισματικό κίνδυνο που ενέχει μια δεδομένη επένδυση σε € που συνάπτεται σήμερα για παράδοση στο μέλλον. Η αξία της τίθεται υπό αμφισβήτηση αν μετά το πέρας του κατάλληλου χρονικού διαστήματος μεταφραστεί σε \$ με την τότε ισχύουσα συναλλαγματική ισοτιμία.

Σε περίπτωση λοιπόν που η συμφωνία για την εξαγορά μιας εταιρίας γίνει με ανταλλαγή μετοχών, η στρατηγική που ακολουθούν οι διαχειριστές των Hedge Funds είναι διαφορετική. Αυτό που κάνουν είναι να αγοράζουν τις μετοχές της εταιρίας-στόχος και ταυτόχρονα να πωλούν short τις μετοχές της εταιρίας που κάνει την προσφορά. Τα ενδεχόμενα είναι δύο. Πρώτον, η τιμή της εταιρίας που κάνει την προσφορά να έχει μειωθεί, την ημερομηνία της τελικής συμφωνίας. Δεύτερον, η τιμή της εταιρίας που κάνει την προσφορά να έχει αυξηθεί. Στην πρώτη περίπτωση, τα κέρδη από τη short θέση θα ξεπερνάνε τις ζημιές της long θέσης και στη δεύτερη περίπτωση οι ζημιές από τη short θέση θα αποζημιώνονται από τα κέρδη της long θέσης.

6.7.1 Κίνδυνοι των merger arbitrage Hedge Funds

Από τη μέχρι τώρα ανάλυση των Merger Arbitrage Hedge Funds έχουν ήδη παρουσιαστεί οι πιο σημαντικοί τους κίνδυνοι. Στην παρούσα ενότητα γίνεται ανακεφαλαίωση αυτών και παρατίθενται μερικοί ακόμη:

- Κίνδυνος από την ακύρωση της συγχώνευσης ή εξαγοράς,
- Κίνδυνος από την καθυστέρηση της συγχώνευσης ή εξαγοράς,

- Κίνδυνος από την υποτίμηση των όρων για τη συγχώνευση ή εξαγορά,
- Κίνδυνος από τη δυσμενή εξέλιξη της τιμής της μετοχής της εταιρείας που κάνει την προσφορά, σε μια εξαγορά με ανταλλαγή μετοχών,
- Κίνδυνος από την αύξηση των επιτοκίων (και επομένως της αποταμίευσης) που μπορεί να στερήσουν τις επιχειρήσεις από πολύτιμους πόρους, οι οποίοι είναι απαραίτητοι για να στηρίξουν μια μεγάλη εξαγορά,
- Κίνδυνος από φθίνουσα πορεία των επιχειρηματικών κερδών, η οποία ενδέχεται να αναγκάσει τις επιχειρήσεις να αναβάλλουν τις σχετικές με εξαγορές δραστηριότητές τους,
- Κίνδυνος από ένα γενικότερο αρνητικό κλίμα στην αγορά και που επηρεάζει δυσμενώς κάθε είδους επιχειρηματική δραστηριότητα,
- Κίνδυνος από την αδυναμία εύρεσης ικανού αριθμού μετοχών προς δανεισμό, που να επιτρέπουν στους διαχειριστές να φέρουν εις πέρας τη στρατηγική τους,
- Κίνδυνος από την εξής συγκυρία: η εταιρία X που κάνει την προσφορά για εξαγορά της εταιρείας Ψ, να γίνει η ίδια εταιρία-στόχος από μια τρίτη εταιρία Φ πριν την ολοκλήρωση της διαδικασίας εξαγοράς που είχε ξεκινήσει. Σε αυτή την περίπτωση η μετοχή της εταιρείας X, που τώρα έχει γίνει εταιρία-στόχος, αρχίζει να αυξάνεται, προκαλώντας ζημίες στις short θέσεις των Hedge Funds διαχειριστών (των οποίων η θέση θα ευνοούνταν από πτώση της τιμής της εταιρείας X, ώστε να ήταν σε θέση να τις αγόραζαν πίσω φθηνότερα). Επιπλέον, η τιμή της μετοχής της εταιρείας Ψ θα καταρρεύσει, προκαλώντας μεγάλες ζημίες και στη long

θέση των διαχειριστών (των οποίων η θέση θα ευνοούνταν από άνοδο της τιμής της εταιρίας Ψ).

6.8 Distressed securities

Οι Hedge Funds διαχειριστές αυτής της κατηγορίας ενδιαφέρονται για τα αξιόγραφα επιχειρήσεων που αντιμετωπίζουν σοβαρά χρηματοοικονομικά προβλήματα και πρόκειται ή έχουν ήδη ξεκινήσει τις διαδικασίες για αναδιοργάνωση ή πτώχευση.

Στα παραπάνω αξιόγραφα συγκαταλέγονται προβληματικές ομολογίες (stressed bonds) με πολύ υψηλές αποδόσεις και συνεπαγόμενα υψηλή τρέχουσα απόδοση (= λόγος κουπονιού προς τιμή ομολογίας) και φυσικά πολύ χαμηλή τιμή, που όμως συνεχίζουν να καταβάλλουν τις πληρωμές των κουπονιών πάρα το γεγονός ότι το μέλλον της εκδότριας εταιρείας είναι αμφίβολο.

Άλλα αξιόγραφα που περιλαμβάνονται στην πιο πάνω κατηγορία είναι τα defaulted bonds, ομολογίες δηλαδή εταιριών που έχουν εκκινήσει τη διαδικασία για πτώχευση και αναζητούν προστασία από τους πιστωτές τους. Οι ομολογίες αυτές δεν πληρώνουν καν τα κουπόνια, η τιμή τους είναι χαμηλότερη από εκείνη των stressed bonds και η εμπορία τους βασίζεται αποκλειστικά στο ενδεχόμενο αύξησης της τιμής τους στο μέλλον.

Τέλος, ανάμεσα στα προβληματικά αξιόγραφα περιλαμβάνονται επιπλέον εμπορικές απαιτήσεις (trade claims) και τραπεζικά χρέη των οποίων η εξόφληση, άμα τη εκκινήσει της διαδικασίας αναδιοργάνωσης είναι αν όχι απίθανη, το λιγότερο αρκετά μακροπρόθεσμη. Φυσικά, οι εν λόγω εταιρίες διαθέτουν και μετοχές μηδαμινής αξίας και εμπορευσιμότητας, επηρεασμένες και αυτές από τη γενικότερη κακή χρηματοοικονομική κατάσταση.

Σε αυτό το σημείο υπεισέρχονται οι διαχειριστές των distressed securities Hedge Funds. Πρέπει να γνωρίζουν πολύ καλά τις διαδικασίες που λαμβάνουν χώρα σε αντίστοιχες καταστάσεις (αναδιοργάνωση, πτώχευση) και να έχουν πολύ καλά διερευνήσει τα θεμελιώδη χαρακτηριστικά των εν λόγω εταιριών, ώστε να μπορούν να ξεχωρίσουν τις καλές και με προοπτικές εταιρίες που συνάντησαν οικονομικές δυσκολίες, από εκείνες τις κακές εταιρίες που υφίστανται τις συνέπειες παρελθόντων επενδυτικών σφαλμάτων και κακοδιαχείρισης.

Σε κάθε περίπτωση όμως, το βασικότερο και πιο εύλογο ζήτημα που αμέσως τίθεται σε αυτές τις περιπτώσεις είναι αυτό της κεφαλαιακής δομής της εταιρίας που τελεί υπό αναδιοργάνωση και της προτεραιότητας στην εξόφληση ή αποζημίωση των διαφόρων εμπλεκόμενων ομάδων επενδυτών. Οι διαχειριστές των distressed securities Hedge Funds δε θα επιλέξουν να αγοράσουν τις μετοχές αυτών των εταιρειών, τη στιγμή που υπάρχουντες μακροπρόθεσμοι δανειστές (π.χ. τράπεζες), κάτοχοι προνομιούχων και προνομιούχων + μετατρέψιμων μετοχών, προμηθευτές και κάτοχοι μετατρέψιμων ομολογιών προηγούνται της όποιας αποζημίωσης. Πρωτεύον μέλημά τους είναι να

επιλέξουν εκείνα τα αξιόγραφα που θα συνδυάζουν καλύτερα την εξασφάλισή τους έναντι άλλων συμφεροντούχων ομάδων και τη δυναμική τους για κέρδη σε περίπτωση επιτυχούς αναδιοργάνωσης (Dukes, Dyckman, Davies 2004).

Οι διαχειριστές των συγκεκριμένων Hedge Funds συγκεντρώνουν συχνά αρνητική κριτική η οποία στηρίζεται στην άποψη ότι εκμεταλλεύονται τη δυσχερή θέση προβληματικών επιχειρήσεων και των επενδυτών τους, ώστε να κερδοσκοπήσουν αποκτώντας με ευτελή ανταλλάγματα αξιόγραφα χαμηλής τιμής μεν, υψηλής εσωτερικής αξίας δε. Η πραγματικότητα όμως για κάποιους άλλους είναι διαμετρικά αντίθετη, καθώς υποστηρίζουν ότι τα συγκεκριμένα Hedge Funds προσφέρουν στις προβληματικές επιχειρήσεις τη ρευστότητα που απεγνωσμένα αναζητούν προκειμένου να ξεπεράσουν τη δύσκολη θέση στην οποία βρίσκονται.

Η στρατηγική πάντως των συγκεκριμένων διαχειριστών είναι να σχηματίζουν χαρτοφυλάκια στα παραπάνω αξιόγραφα και να λαμβάνουν long θέσεις επί αυτών. Φροντίζουν δε τα εν λόγω χαρτοφυλάκια να διαφοροποιούνται σε αξιόγραφα διάφορων τύπων και εταιριών. Επιπλέον διαφοροποίηση του ενεχόμενου κινδύνου αγοράς ή / και επιτοκίου προστίθεται με χρήση συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και short πώλησης εντόκων γραμματίων δημοσίου.

6.8.1 Κίνδυνοι στα distressed securities Hedge Funds

Όπως είναι αναμενόμενο, η επένδυση σε τέτοιου είδους αμφίβολης φερεγγυότητας αξιόγραφα ενέχει σημαντικούς κινδύνους. Οι σημαντικότεροι συνοψίζονται παρακάτω:

- Ειδικός κίνδυνος (specific risk): Ο κίνδυνος που σχετίζεται με την ίδια την εταιρεία και είναι ανεξάρτητος από τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά και τον κλάδο,
- Πιστωτικός κίνδυνος: Ο κίνδυνος που προέρχεται από το ενδεχόμενο η επιχείρηση να αθετήσει τις υποχρεώσεις της, μη καταβάλλοντας τα οφειλόμενα ποσά στους επενδυτές και πιστωτές της,
- Κίνδυνος επιτοκίου: Η παρούσα αξία των προσδοκώμενων μελλοντικών κερδών είναι χαμηλότερη σε περιβάλλον αυξημένων επιτοκίων,
- Κίνδυνος αγοράς: Ο κίνδυνος φτωχών γενικότερων αποδόσεων στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου, έλλειψης εμπιστοσύνης των επενδυτών και αρνητικών προβλέψεων για το μέλλον, τα οποία ασκούν αρνητική επίδραση σε κάθε επενδυτική δραστηριότητα.

6.9 Global macro

Ο συμβατικός τρόπος επένδυσης σε μετοχές και ομόλογα βασίζεται στην ανάλυση εταιρειών και βιομηχανικών κλάδων ως προς τα θεμελιώδη τους μεγέθη, το μερίδιο αγοράς, τις ακολουθούμενες στρατηγικές, τον ανταγωνισμό, την κερδοφορία και τη μερισματική πολιτική και άλλα. Αντίθετα τα Hedge Funds που ακολουθούν τη global macro στρατηγική δεν εστιάζουν στα παραπάνω μικροοικονομικά χαρακτηριστικά, αλλά στους ευρύτερους μακροοικονομικούς παράγοντες σε εθνικό και διεθνές επίπεδο.

Γεγονότα που μπορεί να αποτελέσουν κίνητρο για τα συγκεκριμένα Hedge Funds έχουν να κάνουν με αλλαγές στην ακολουθούμενη νομισματική πολιτική και στο ύψος των επιτοκίων, στη δημοσιονομική πολιτική και στη συναλλαγματική ισοτιμία. Επιπλέον έναυσμα για τη συγκεκριμένη στρατηγική μπορεί να αποτελέσουν ορισμένες τάσεις στις χρηματαγορές και επενδυτικές προσδοκίες που αντανακλώνται στις αγορές ομολόγων και μετοχών.

Οι διαχειριστές των global macro Hedge Funds προεξοφλούν τις παραπάνω αλλαγές και λαμβάνουν θέσεις σε μετοχές, ομόλογα, νομίσματα και δικαιώματα, παράλληλα με τη χρήση μόχλευσης. Σκοπός τους είναι να μεγεθύνουν προς όφελός τους τις συνέπειες από το γεγονός που προεξόφλησαν. Επειδή τοποθετούν τα κεφάλαιά τους υπέρ της έκβασης ενός συγκεκριμένου συμβάντος, συχνά δε λαμβάνουν αντισταθμιστική δράση, κάτι που σε συνδυασμό με μόχλευση οδηγεί σε αυξημένα επίπεδα μεταβλητότητας ως προς τις αποδόσεις τους.

Οι συγκεκριμένες στρατηγικές είναι από τις πιο γνωστές παρ' όλο που απαρτίζουν ένα μικρό μέρος του πληθυσμού των Hedge Funds. Διαχειριστές όπως οι Julian Robertson και Michael Steinhardt έχουν αναδείξει τη συγκεκριμένη στρατηγική, με πιο δημοφιλή τον George Soros και του Quantum Fund του. Ο George Soros έχοντας προβλέψει το 1992 την υποτίμηση της βρετανικής στερλίνας, πούλησε short 10 εκατομμύρια στερλίνες. Μετά την υποτίμηση του βρετανικού νομίσματος και τη μη συμμετοχή της Μεγάλης Βρετανίας στο ευρωπαϊκό νομισματικό σύστημα, οι επενδυτές του Quantum Fund είχαν κερδίσει 2 εκατομμύρια στερλίνες και ο Soros κατηγορήθηκε από πολλούς για κερδοσκοπία και εξαναγκασμό του βρετανικού νομίσματος σε χρεοκοπία.

Τα πράγματα όμως δεν ήταν πάντα με το μέρος των global macro Hedge Funds. Η εκτίμηση πολλών το 1994 υπέρ της πτώσης των ευρωπαϊκών επιτοκίων δεν βγήκε αληθινή. Η αύξηση των αμερικανικών επιτοκίων από τη Fed, συμπάρεσυρε και τα ευρωπαϊκά επιτόκια, επιφέροντας ζημίες σε όσους είχαν «στοιχηματίσει» για το αντίθετο.

Ο τρόπος αναγνώρισης των επενδυτικών ευκαιριών ποικίλει. Σύμφωνα με τον George Soros ένα μεγάλο δημόσιο έλλειμμα συνοδευόμενο από επεκτατική δημοσιονομική πολιτική (αυξημένες δημόσιες δαπάνες και φορολογία) και περιοριστική νομισματική πολιτική (αύξηση επιτοκίων για περιορισμό δανεισμού) οδηγούν σε ανατίμηση του εθνικού νομίσματος. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η περίπτωση του Stanley Druckenmiller. Το 1989, μετά την πτώση του τείχους, ο Druckenmiller παρατήρησε ότι η κυβέρνηση της

Δυτικής Γερμανίας είχε την πρόθεση να ανεχτεί ένα πολύ υψηλό δημόσιο χρέος (επεκτατική δημοσιονομική πολιτική), προκειμένου να χρηματοδοτήσει την αναδιοργάνωση της Ανατολικής Γερμανίας, χωρίς όμως πρόσθετο πληθωρισμό (περιοριστική νομισματική πολιτική). Η εκτίμησή του για την ανατίμηση του μάρκου επαληθεύτηκε και τα κέρδη για το Fund του ήταν πολύ αξιόλογα.

Οι αλλαγές στη νομισματική πολιτική σηματοδοτούν για πολλούς διαχειριστές τα κομβικά σημεία για ανάληψη επενδυτικής δραστηριότητας. Στις αναπτυσσόμενες χώρες η έλλειψη ανεπτυγμένων χρηματοοικονομικών δομών σε συνδυασμό με υπερβάλλουσα ζήτηση κεφαλαίων οδηγούν συχνά σε αυξημένα επιτόκια για τη συγκράτηση του υψηλού ρυθμού ανάπτυξης και την επιπλέον αποζημίωση από τον κίνδυνο που φέρουν ως τόπος επένδυσης (country risk). Οι διαχειριστές εντοπίζουν και επωφελούνται της διαφοράς των επιτοκίων ανάμεσα στα ανεπτυγμένα και τα αναπτυσσόμενα κράτη.

Ένας άλλος τρόπος για τη διάγνωση επενδυτικών ευκαιριών στα global macro Hedge Funds απορρέει από τη συστηματική εξέταση ιστορικών στοιχείων για την αναγνώριση των καταστάσεων που οδηγούν τις αλλαγές σε διάφορες αγορές. Στη λειτουργία αυτή καλούνται σήμερα να συνδράμουν εξελιγμένοι υπολογιστές και μοντέλα τεχνητής νοημοσύνης που είναι ικανά να επεξεργάζονται εκατοντάδες μεταβλητές για βάθος χρόνου μεγαλύτερο των 100 ετών.

Ο βαθμός ετερογένειας μεταξύ των global macro Hedge Funds είναι υψηλός και οφείλεται στο πλήθος των καταστάσεων που οδηγούν την εξέλιξή τους.

Γενικότερα, στόχος τους είναι οι υψηλές αποδόσεις με μια περισσότερο ανεκτική προς τον κίνδυνο διάθεση σε σχέση με τα άλλα Hedge Funds.

(http://www.macroanalytics.com/html/global_macro.html,

<http://www.magnum.com/hedgefunds/globalmacroinvesting>).

6.10 Commodity trading advisors

Με τον όρο Commodity Trading Advisors ή Managed Futures περιγράφεται η στρατηγική των Hedge Funds που εξειδικεύουν τις επενδύσεις τους σε δικαιώματα και συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί χρηματοοικονομικών προϊόντων, εμπορευμάτων και νομισμάτων στις διεθνείς αγορές. Η υψηλή μόχλευση χαρακτηρίζει συχνά τα συγκεκριμένα Hedge Funds, καθώς είναι εμπεδωμένη στα παράγωγα προϊόντα που χρησιμοποιούν (<http://www.turtletrader.com/managed-futures.html>).

Η επιλογή του τρόπου συναλλαγής στις παραπάνω αγορές βασίζεται είτε σε πληροφορίες από προηγούμενη τεχνική ανάλυση, είτε στην προσωπική κρίση του εκάστοτε διαχειριστή. Ορισμένοι αναζητούν σε διάφορες αγορές τις τάσεις, που να υποδεικνύουν ποια συμβόλαια θα πουλήσουν και ποια θα αγοράσουν, ενώ άλλοι εμπορεύονται σχεδόν αποκλειστικά δικαιώματα ακολουθώντας στρατηγικές δέλτα-αντιστάθμισης, ώστε οι αποδόσεις τους να μη σχετίζονται με αυτές της αγοράς.

Οι αγορές συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και δικαιωμάτων προσφέρουν ελκυστικές επενδυτικές ευκαιρίες για τους διαχειριστές των συγκεκριμένων Hedge Funds, των οποίων η πελατεία διευρύνεται κάθε φορά που οι αποδόσεις στις αγορές μετοχών είναι φτωχές ή απειλούνται. Η χρήση τους για τη μείωση του κινδύνου ενός χαρτοφυλακίου αποτελεί ένα ακόμη σημαντικό πλεονέκτημά τους, καθώς σαν ξεχωριστό περιουσιακό στοιχείο τείνουν να εμφανίζουν αρνητική συσχέτιση ως προς τις μετοχές και τα ομόλογα.

Μία από τις σημαντικότερες στατιστικές για τους Commodity Trading Advisors και τα Funds τους είναι αυτή της μέγιστης απώλειας (maximum drawdown), που περιγράφει τη μέγιστη σωρευτική απώλεια που ενδέχεται να εμφανίσει ένας συγκεκριμένος λογαριασμός. Ενώ αποτελεί μια μεταβλητή της οποίας το μέγεθος διακυμαίνεται, εντούτοις αποτελεί χρήσιμη εκτίμηση του κινδύνου που απαιτήθηκε για τις αποδόσεις μιας δεδομένης περιόδου και φανερώνει πόσες μονάδες χρόνου χρειάστηκε ο διαχειριστής για να αποσβέσει τις προηγούμενες απώλειες. Προφανώς, όσο συντομότερο το σχετικό χρονικό διάστημα, τόσο πιο ελκυστικό είναι και το προφίλ απόδοσης για ένα CTA Hedge Fund (Summa 2005).

Ένας ακόμη χρήσιμος δείκτης που συνδέει τις αποδόσεις με το σχετικό τους κίνδυνο είναι ο λόγος Calmar, ο οποίος ορίζεται ως:

$$\text{Λόγος Calmar} = \left(\frac{\text{Σωρευτική ετήσια απόδοση}}{\text{Μέγιστη απώλεια (σε απόλυτη τιμή)}} \right)$$

Σύμφωνα με τον παραπάνω δείκτη η απόδοση προσδιορίζεται με τρόπο που να λαμβάνει υπ' όψιν το ενδεχόμενο ζημιών. Όσο μεγαλύτερη η τιμή του δείκτη Calmar τόσο καλύτερο είναι το προφίλ απόδοσης – κινδύνου. Για παράδειγμα η σωρευτική ετήσια απόδοση ενός CTA ύψους 30% φαίνεται ελκυστικότερη από αυτή ενός δεύτερου, ύψους 10%. Επίσης, η μέγιστη απώλεια για το πρώτο CTA είναι -15%, ενώ για το δεύτερο είναι -2%. Αν λοιπόν ληφθεί υπ' όψιν και η διασπορά των αντίστοιχων ζημιών, αποδεικνύεται ότι το πρώτο επιτυγχάνει υψηλότερη απόδοση απαιτώντας όμως και υψηλότερα επίπεδα κινδύνου. Ο λόγος Calmar είναι 2 και 5 για το πρώτο και δεύτερο CTA αντίστοιχα. Το CTA με το καλύτερο προφίλ απόδοσης – κινδύνου είναι το δεύτερο.

Οι επαγγελματίες διαχειριστές χρήματος και κεφαλαίου που στελεχώνουν τα CTA Hedge Funds αποτελούν για πολλούς μια ανεξάρτητη ομάδα που δεν θα έπρεπε να προσμετρούνται στις ακολουθούμενες στρατηγικές των Hedge Funds. Η ενασχόληση όμως πολλών διαχειριστών Hedge Funds με τα παράγωγα προϊόντα, στα οποία βασίζονται οι commodity trading advisors και η παράλληλη υιοθέτηση από τους τελευταίους κλασσικών τεχνικών και πρακτικών των πρώτων, έχουν λειάνει τις μεταξύ τους διαφορές. Πλέον στην πλειοψηφία των πηγών οι CTAs' λογίζονται στις directional στρατηγικές των Hedge Funds.

6.11 Emerging markets

Τα τελευταία χρόνια έχει παρατηρηθεί αυξανόμενο επενδυτικό ενδιαφέρον για τις αναδυόμενες αγορές στις οποίες στρέφεται και η προσοχή των

συγκεκριμένων Hedge Funds. Στις αγορές αυτές, που παραδοσιακά χαρακτηρίζονται από υψηλότερα επίπεδα κινδύνου και μεταβλητότητας, έχουν λάβει χώρα σημαντικές αλλαγές όσον αφορά την υποδομή στη χρηματαγορά τους, που τις καθιστούν ιδιαίτερα ελκυστικές για πολλές διαφορετικές επενδυτικές ομάδες όπως τα αμοιβαία κεφάλαια, οι ασφαλιστικοί οργανισμοί, τα συνταξιοδοτικά ταμεία, οι διεθνείς τράπεζες, διάφορα ιδρύματα και φυσικά τα Hedge Funds.

Το επενδυτικό αυτό ενδιαφέρον ερμηνεύεται στη βάση των πρόσφατων φτωχών αποδόσεων των παραδοσιακών επενδυτικών εργαλείων στις ανεπτυγμένες χρηματαγορές, στην ολοένα και αυξανόμενη απόκλιση ανάμεσα στις υποχρεώσεις και τις απαιτήσεις στις οικονομικές καταστάσεις πολλών θεσμικών επενδυτών και στον συνεχή ανταγωνισμό μεταξύ των επενδυτικών συμβούλων για συνεχώς υψηλότερες αποδόσεις.

Τα κίνητρα των Hedge Funds που δραστηριοποιούνται στις συγκεκριμένες αγορές μπορεί να οφείλονται σε μακροοικονομικές ανισορροπίες όπως αυτές αντανakλώνται στις τιμές των διάφορων περιουσιακών στοιχείων και στην πεποίθηση για την ικανότητα επιλογής αξιογράφων που θα ανατιμηθούν. Γενικότερα, οι διαχειριστές αυτών των Hedge Funds δανείζονται στοιχεία των προηγούμενων στρατηγικών, στρέφονται όμως και εστιάζουν αποκλειστικά την προσοχή τους στα τεκταινόμενα εντός των αναδυόμενων αγορών.

Συχνά οι δραστηριότητες των Hedge Funds στις αναδυόμενες αγορές περιορίζονται από το γεγονός ότι οι τοπικές αρχές εμποδίζουν πρακτικές όπως

ο δανεισμός χρεογράφων και οι short πωλήσεις. Επιπλέον δυσκολίες ανακύπτουν από την έλλειψη ρευστότητας και από τις ισχνές αγορές παραγώγων που περιορίζουν σε μεγάλο βαθμό την ευελιξία στη διαχείριση. Για το λόγο αυτό, οι θέσεις που τις περισσότερες φορές λαμβάνουν οι διαχειριστές των Hedge Funds στις αναδυόμενες αγορές είναι συνήθως long, όπως οι αντίστοιχες των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Καθώς διευρύνεται ο ρόλος των Hedge Funds στις παραπάνω αγορές, σημαντικός διάλογος γίνεται από ειδικούς αναλυτές για την αρνητική τους επίδραση στη ρευστότητα των συγκεκριμένων αγορών, καθώς και στον αποσταθεροποιητικό ρόλο τους σε αυτές (Global Financial Stability Report, 2004).

6.11.1 Emerging markets Hedge Funds και ρευστότητα

Όσον αφορά στη ρευστότητα, τα στοιχεία τείνουν να μη συνηγορούν με τον παραπάνω ισχυρισμό. Καθώς τα Hedge Funds ακολουθούν κατά κανόνα περισσότερο ευέλικτες στρατηγικές στις συναλλαγές τους, ουσιαστικά αυξάνουν τον κύκλο των εργασιών στις αγορές που δραστηριοποιούνται και βελτιώνουν τη ρευστότητα. Για παράδειγμα, η έξοδος των Hedge Funds από την τρέχουσα αγορά συναλλάγματος και από τις swap αγορές της Νοτίου Αφρικής, παράλληλα με τον αυστηρότερο έλεγχο κίνησης κεφαλαίων από τις εθνικές αρχές στα τέλη του 2001, είχαν σαν αποτέλεσμα τη μείωση του ημερήσιου κύκλου εργασιών κατά 40%, την αύξηση της μεταβλητότητας στην αγορά παραγώγων και τη διεύρυνση των bid – ask spreads.

Ακόμη, λόγω του ότι τα Hedge Funds δεν υφίστανται τον περιορισμό να προσφέρουν στους επενδυτές τους τη δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης της θέσης τους, έχουν τη δυνατότητα να επενδύουν σε λιγότερο ρευστά χρεόγραφα και να αποδέχονται υψηλότερα επίπεδα μεταβλητότητας των χαρτοφυλακίων τους (ουσιαστικά την επιδιώκουν προσβλέποντας στη μικρή πιθανότητα για μεγάλες αποδόσεις). Έτσι, είναι πιο απίθανο για τα Hedge Funds να αναγκαστούν να ρευστοποιήσουν τις θέσεις τους σε αγορές φθίνουσων αποδόσεων, σε αντίθεση με την κοινή πρακτική πιο παραδοσιακών επενδυτικών μέσων. Όλα τα παραπάνω συνηγορούν στην παροχή επιπλέον ρευστότητας από τα Hedge Funds στις εν λόγω αγορές, αλλά και στον ρόλο εξισορρόπησης που αυτά παίζουν.

Ωστόσο, καθώς τα Hedge Funds χρησιμοποιούν μόχλευση, υπάρχει το ενδεχόμενο κάτω από μη ευνοϊκές εξελίξεις στην τοπική αγορά, να χρειαστεί να ρευστοποιήσουν τις θέσεις τους για να ανταποκριθούν ενδεχομένως σε margin call από τον κύριο χρηματομεσίτη. Κάτι τέτοιο θα ασκήσει ακόμη μεγαλύτερες πιέσεις σε ένα ήδη αρνητικό επενδυτικό κλίμα και θα ωθήσει την αγορά ακόμη χαμηλότερα.

6.11.2 Αποσταθεροποιητικός ο ρόλος των emerging markets Hedge Funds?

Η βιβλιογραφία της χρηματοοικονομικής έχει αναγνωρίσει τις δυναμικές εκείνες που ενδεχομένως παίζουν αποσταθεροποιητικό ρόλο στις διάφορες

χρηματαγορές. Η πρώτη περίπτωση αφορά στις συναλλαγές θετικής ανάδρασης (positive – feedback trading), και περιγράφει τη διαδικασία πώλησης ενός αξιόγραφου από τη στιγμή που η τιμή του αρχίσει να μειώνεται. Κάτι τέτοιο παρατηρείται σε χαρτοφυλάκια που περιλαμβάνουν σχετικούς όρους για προστασία από την περαιτέρω μείωση της αξίας τους σε έντονα πτωτικές αγορές (stop – loss rules) ή σε άλλες περιπτώσεις όπου ο διαχειριστής ουσιαστικά αναγκάζεται να πουλήσει σε ένα τέτοιο πτωτικό περιβάλλον για να ικανοποιήσει τις απαιτήσεις του margin call από τον κύριο χρηματομεσίτη.

Έρευνες σχετικές με τον αποσταθεροποιητικό ρόλο των Hedge Funds σε αναδυόμενες αγορές σε περιόδους κρίσεων φανερώνουν ότι δεν ακολούθησαν τακτικές συναλλαγών θετικής ανάδρασης.

Η δεύτερη περίπτωση αφορά στο φαινόμενο της μίμησης μεταξύ των επενδυτών (herding) και περιγράφει την κατάσταση όπου οι επενδυτές δε στηρίζουν τις αποφάσεις τους σε δική τους ανάλυση, αλλά αντιγράφουν τις κινήσεις άλλων επενδυτών, μεγεθύνοντας την πτωτική τάση της αγοράς. Αυτή η τακτική δε φαίνεται να ακολουθείται από τα Hedge Funds, αφού σε σχέση με τα αμοιβαία κεφάλαια και τους θεσμικούς επενδυτές, έχουν καλύτερη πληροφόρηση και δε σταθμίζουν τις αποδόσεις τους με κανένα από τα γνωστά σημεία αναφοράς (π.χ. S&P 500).

Αντίθετα, είναι πιθανό η στρατηγική των Hedge Funds να αντιγράφεται από τους παραδοσιακούς επενδυτές στις διάφορες αγορές, καθώς οι τελευταίοι εποφθαλιούν τις αποδόσεις των πρώτων. Αυτό βέβαια δεν είναι εύκολο καθώς

οι διαχειριστές των Hedge Funds είναι ιδιαίτερα φειδωλοί όσον αφορά τις στρατηγικές τους, καθώς αν μόνοι τους εκμεταλλευτούν την επενδυτική ευκαιρία που ανακάλυψαν, οι αποδόσεις τους θα είναι σημαντικά υψηλότερες.

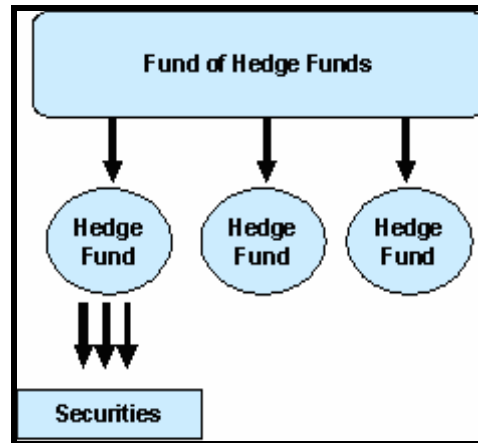
Ωστόσο και πάλι υπάρχει το ενδεχόμενο τα Hedge Funds να ευνοήσουν υπό ορισμένες συνθήκες το φαινόμενο της μίμησης. Αυτό θα συμβεί σε περίπτωση κερδοσκοπικής επίθεσης σε ένα καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Σε αυτή την περίπτωση θα είναι προς όφελος των Hedge Funds, άλλοι επενδυτές να ακολουθήσουν τη δική τους στρατηγική (π.χ. μαζική πώληση ενός νομίσματος με σκοπό την υποτίμησή του), αφού θα μεγεθύνουν τις συνέπειες της στρατηγικής τους. Σε αυτή την περίπτωση θα αφήσουν εσκεμμένως να διαρρεύσουν σχετικές πληροφορίες προκειμένου να επεκταθεί το φαινόμενο της μίμησης. Και πάλι όμως, σχετικές έρευνες (Financial Stability Forum 2000) δεν αποδεικνύουν ότι τα Hedge Funds στις αναδυόμενες αγορές μεθόδευσαν τη χειραγώγησή τους και κατά συνέπεια δε συνέβαλλαν στην αποσταθεροποίησή τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΕΜΦΑΝΙΣΗ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΩΝ FUNDS OF HEDGE FUNDS

7.1 Τι είναι τα Funds of Hedge Funds

Συγκεκριμένες επενδυτικές ανάγκες και οι περιορισμοί των Hedge Funds οδήγησαν στην δημιουργία των Funds of Hedge Funds. Η πολυπλοκότητα στην εκτίμηση των αποδόσεων των Hedge Funds από απλούς επενδυτές και η μεγάλη εμπειρία που απαιτεί η αποτελεσματική παρακολούθησή τους αποτελούν ανασχετικό παράγοντα για επένδυση στα απλά Hedge Funds. Οι υψηλές ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις που χρειάζονται προκειμένου ένας επενδυτής να συμμετέχει σε ένα Hedge Fund είναι ένας επιπρόσθετος παράγοντας που συνέβαλε στην ανάπτυξη των Funds of Hedge Funds.

Με τον όρο Funds of Hedge Funds περιγράφεται το επενδυτικό εκείνο όχημα, το οποίο τοποθετεί τα κεφάλαιά του σε πληθώρα λοιπών Hedge Funds. Συχνά η τοποθέτηση των κεφαλαίων τους γίνεται μεταξύ 15 με 25 διαφορετικών Hedge Funds. Με τον τρόπο αυτό, ο επενδυτής που αποφασίζει να επενδύσει σε ένα Fund of Hedge Funds εκτίθεται στις στρατηγικές επιλογές των διαχειριστών των συμπεριλαμβανόμενων Hedge Funds.



ΕΙΚΟΝΑ 7.1: Δομή των Funds of Hedge Funds

Μολονότι, η εναλλακτική αυτή επενδυτική πρόταση φαίνεται καινοτομική σε αρκετούς επενδυτές, στην πραγματικότητα τα Funds of Hedge Funds δεν αποτελούν κάτι το καινούριο. Το πρώτο Fund of Hedge Funds ήταν το Leveraged Capital Holdings και δημιουργήθηκε το 1969 από την Rothschild Capital Management.

Τα επενδυτικά αυτά οχήματα, σε αντίθεση με τα συμπεριλαμβανόμενα Hedge Funds, είναι συχνά εγγεγραμμένα στην SEC σύμφωνα με την νομοθετική πράξη του 1940 (Investment Company Act of 1940). Επιπρόσθετα, τα αξιόγραφα των Funds of Hedge Funds, σύμφωνα με σχετική νομοθετική πράξη (Securities Act of 1933), δύνανται να διατεθούν προς πώληση στο ευρύτερο επενδυτικό κοινό χωρίς περιορισμό του σχετικού αριθμού επενδυτών και με ελάχιστο ποσό συνεισφοράς ύψους μόλις 25 χιλιάδων δολαρίων.

Τα Funds of Hedge Funds συνήθως αποτελούν ένα καλύτερο μέσο πρόσβασης στον κόσμο των Hedge Funds για συνταξιοδοτικά ταμεία, διάφορα ιδρύματα, ασφαλιστικούς οργανισμούς, εμπορικές τράπεζες και εύπορους ιδιώτες.

7.2 Πλεονεκτήματα των Funds of Hedge Funds

Οι επενδύσεις σε Funds of Hedge Funds ενέχουν ορισμένα πλεονεκτήματα σε σχέση με τις επενδύσεις σε απλά Hedge Funds.

(http://www.aidacapital.com/home.html?goto=advantages_fundsoffunds.html)

7.2.1 Αποτελεσματικότερη διαφοροποίηση κινδύνου

Ένα από τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα είναι ότι επενδύοντας σε μια πληθώρα Hedge Funds που ακολουθούν διαφορετικές στρατηγικές συμβάλλει καθοριστικά στην καλύτερη διαφοροποίηση κινδύνου. Οι αποδόσεις τους μπορεί να είναι χαμηλότερες από τις αντίστοιχες του καλύτερου Hedge Fund ωστόσο εξαιτίας της διαφοροποίησής τους εξασφαλίζουν ικανοποιητικές αποδόσεις, ανεξαρτήτως των γενικότερων συνθηκών της αγοράς.

Υπάρχουν δύο προσεγγίσεις για την κατασκευή ενός Fund of Hedge Funds. Σύμφωνα με την πρώτη τα Hedge Funds που το απαρτίζουν καλύπτουν ένα ευρύ φάσμα στρατηγικών και διαχειριστών και είναι εκτεθειμένα σε κάθε είδους αγορές και παράγοντες κινδύνου. Αυτό επιτυγχάνεται όταν στο Fund of Hedge Funds συμπεριλαμβάνονται Hedge Funds διαφορετικών επενδυτικών κατατομών οι οποίες διαχρονικά εμφανίζουν μεταξύ τους μικρό συντελεστή συσχέτισης.

Σύμφωνα με την δεύτερη προσέγγιση, στο Fund of Hedge Funds περιλαμβάνεται πλήθος Hedge Funds τα οποία ακολουθούν την ίδια

στρατηγική. Σε αυτήν την περίπτωση η μείωση του κινδύνου είναι μικρότερη εφόσον το Fund of Hedge Funds παραμένει εξ' ολοκλήρου εκτεθειμένο σε ένα συγκεκριμένο επενδυτικό υπόδειγμα, αλλά από την άλλη ελαχιστοποιεί τον κίνδυνο που σχετίζεται με την ανεπάρκεια του διαχειριστή στα διάφορα Hedge Funds.

Οι απόψεις όσον αφορά την πληθώρα των Hedge Funds που θα πρέπει να απαρτίζουν ένα άριστα διαφοροποιημένο Fund of Hedge Funds ποικίλλουν. Άλλοι ισχυρίζονται ότι θα πρέπει να αποτελείται από 15 Hedge Funds με σχετικά μεγάλες τοποθετήσεις, ενώ άλλοι ισχυρίζονται ότι είναι προτιμότερες σχετικά μικρότερες τοποθετήσεις σε 50 περίπου Hedge Funds.

Σύμφωνα με μια άλλη άποψη, είναι δυνατόν να επιτευχθούν τα χαρακτηριστικά απόδοσης – κινδύνου ενός Fund of Hedge Funds και από μεμονωμένους επενδυτές, οι οποίοι από μόνοι τους αναλαμβάνουν να επενδύσουν σε διαφορετικά Hedge Funds. Κάτι τέτοιο απαιτεί, σύμφωνα με την σύγχρονη θεωρία του χαρτοφυλακίου, επένδυση σε 15 τουλάχιστον διαφορετικά Hedge Funds.

Η επίτευξη, ωστόσο, είναι δύσκολη καθώς ο επενδυτής έρχεται αντιμέτωπος με τεράστιες απαιτήσεις τεχνικών αναλύσεων των υποψηφίων Hedge Funds, με διαχειριστές διαφορετικής κατατομής αναλαμβανόμενου κινδύνου, διαφορετικές πολιτικές ρευστότητας.

7.2.2 Προσιτή επένδυση και εύκολη πρόσβαση

Τα Funds of Hedge Funds αποτελούν προσιτή επένδυση καθώς το ελάχιστο απαιτούμενο χρηματικό ποσό είναι της τάξεως των 25 χιλιάδων δολαρίων συγκριτικά με τα απλά Hedge Funds τα οποία απαιτούν αντίστοιχα 1 εκατ. δολάρια. Επιπλέον, όντας διαπραγματεύσιμα σε διεθνή χρηματιστήρια επιτρέπει την εύκολη πρόσβαση και διευκολύνει τις συναλλαγές σε πολύ μεγαλύτερο βαθμό σε σχέση με τα μη εγγεγραμμένα Hedge Funds ή μη ελεγχμένα (unregulated) Offshore Hedge Funds.

7.2.3 Επιδέξια διαχείριση

Ο επενδυτής δεν χρειάζεται να ελέγχει συστηματικά το χαρτοφυλάκιο του ή να επιτηρεί σχολαστικά τις αλλαγές που πραγματοποιούνται σε επίπεδο διοίκησης των επιμέρους Hedge Funds καθώς αυτό αναλαμβάνεται από τον διαχειριστή του Fund of Hedge Funds.

Οι επενδυτές ενός Fund of Hedge Funds είναι σε θέση να «εκμεταλλεύονται» την εμπειρία των επαγγελματιών του κλάδου, οι οποίοι μπορούν αποτελεσματικά να διευθύνουν τις διαφορετικές στρατηγικές που ακολουθούνται από τα επιμέρους Hedge Funds.

(www.investopedia.com/articles/03/121003.asp &

www.observer.guardian.co.uk/cash/story/0,,1717829,00.html

<http://kolyaakov.tripod.com/id35.html>)

7.2.4 Διαφάνεια

Είναι γνωστό ότι οι διαχειριστές των Hedge Funds είναι φειδωλοί όσον αφορά την παροχή συχνών και λεπτομερών πληροφοριών στους επενδυτές τους για τις στρατηγικές που ακολουθούν. Αντίθετα, οι διαχειριστές των Funds of Hedge Funds καταφέρνουν να έχουν πρόσβαση σε πληροφορίες για τις θέσεις και τις στρατηγικές των διαχειριστών των Hedge Funds καθώς οι τοποθετήσεις τους στα διάφορα Hedge Funds είναι πολύ μεγαλύτερες από αυτές του μέσου / μεμονωμένου επενδυτή. Συνεπεία αυτού, οι διαχειριστές των Funds of Hedge Funds παρέχουν πληροφόρηση στους πελάτες τους. Άλλωστε, καθώς πολλά Funds of Hedge Funds διαπραγματεύονται σε διεθνή χρηματιστήρια υποχρεώνονται από το Νόμο να παρέχουν συγκεκριμένες πληροφορίες.

7.3 Μειονεκτήματα των Funds of Hedge Funds

7.3.1 Πρόσθετες επιβαρύνσεις για τον επενδυτή

Το πιο σημαντικό μειονέκτημα των Funds of Hedge Funds είναι ότι επιβαρύνουν τον εκάστοτε επενδυτή με ένα πρόσθετο επίπεδο αμοιβών προς το διαχειριστή του. Έτσι πέραν των αμοιβών που καλείται να καταβάλλει για τη συμμετοχή του στα Hedge Funds που απαρτίζουν το Funds of Hedge Funds (2% των υπό διαχείριση κεφαλαίων και 20% επί των κερδών), επιβαρύνεται επιπλέον με αμοιβές της τάξης του 1% έως 1,4% των συνολικών υπό διαχείριση κεφαλαίων και 10% επί των κερδών. Το σχήμα αυτό αποκαλείται συχνά διπλό

σύστημα αμοιβών (double-fee structure) και ακολούθως τα Funds of Hedge Funds αποκαλούνται συχνά ως Funds of Fees. Ο επενδυτής των Funds of Hedge Funds πληρώνει τις εξής αμοιβές: 3% περίπου επί των κεφαλαίων υπό διαχείριση και 30% επί των κερδών.

Σε κάθε περίπτωση είναι απαραίτητο να εξακριβώνεται και το πώς τα δύο αυτά επίπεδα αμοιβών αλληλεπιδρούν. Για παράδειγμα υποθέτουμε ότι για ένα Fund of Hedge Funds και σε κάποιο συγκεκριμένο μήνα, τα μισά από τα Hedge Funds που το απαρτίζουν προσφέρουν μετά από αφαίρεση των σχετικών αμοιβών θετική απόδοση. Υποθέτουμε επίσης ότι τα άλλα μισά Hedge Funds εμφανίζουν αρνητικές αποδόσεις έτσι ώστε η συνολική απόδοση για τον επενδυτή να είναι μηδενική. Υπάρχει περίπτωση ο επενδυτής αυτού του Fund of Hedge Funds να βρεθεί στη δύσκολη θέση να κληθεί να πληρώσει αμοιβές κινήτρου για εκείνα τα Hedge Funds που είχαν θετικές αποδόσεις, παρά το γεγονός ότι η απόδοση για τον επενδυτή ήταν μηδενική.

Πρόσθετη προσοχή πρέπει όμως να δοθεί από τους επενδυτές καθώς το μέγεθος για τις αμοιβές διαχείρισης και κινήτρου μπορεί να διαφέρουν μεταξύ των συμπεριλαμβανομένων Hedge Funds. Το ίδιο ισχύει και για κάποιες άλλες αφανείς αμοιβές του διαχειριστή των Funds of Hedge Funds, όπως προμήθειες από τους διαχειριστές των Hedge Funds που έχει επιλέξει, και προμήθειες από τον κύριο χρηματομεσίτη ως ανταμοιβή για την αποκλειστική τους συνεργασία.

Σε αντίθεση με τα παραπάνω, είναι δυνατόν σε ορισμένες περιπτώσεις η αμοιβή του διαχειριστή ενός Fund of Hedge Funds να αποτελεί ένα τμήμα της

αμοιβής των διαχειριστών των επιμέρους Hedge Funds. Αυτό το σχήμα αμοιβής του διαχειριστή μπορεί να φέρει στην επιφάνεια σύγκρουση συμφερόντων καθώς δίνει στον διαχειριστή του Fund of Hedge Funds το κίνητρο να συμπεριλαμβάνει στο Fund του μόνο διαχειριστές Hedge Funds που να είναι διατεθειμένοι να συμμετάσχουν σε τέτοιου είδους συμφωνίες.

7.3.2 Προβλήματα ρευστότητας

Ένα κοινό χαρακτηριστικό των Hedge Funds είναι η περιορισμένη ρευστότητά τους που οφείλεται κατά κύριο λόγο στις ιδιαίτερες μεθόδους και στρατηγικές που χρησιμοποιούν οι διαχειριστές τους για την επίτευξη των στόχων τους (Short θέσεις - Υψηλή μόχλευση – Θέσεις σε παράγωγα) αλλά και στους ισχύοντες περιορισμούς μεταβίβασης και μεταπώλησής τους.

Τα Funds of Hedge Funds που απαρτίζονται από διάφορα Hedge Funds εμφανίζουν σε μικρότερο βαθμό παρόμοια προβλήματα ρευστότητας, καθώς επιτρέπουν στους επενδυτές τους να ασκούν συχνότερα το δικαίωμα εξαγοράς των θέσεών τους. Στην πράξη, αυτό που κάνουν οι διαχειριστές των Funds of Hedge Funds είναι να στηρίζουν την παροχή πρόσθετης ρευστότητας στα κεφάλαια που εισπράττουν από νεοεισερχόμενους επενδυτές. Με άλλα λόγια, στηρίζουν τις αποφάσεις τους στα υποχρεωτικά δεσμευμένα κεφάλαια των επενδυτών τους (Lock – Up Periods) σε συνδυασμό με νέες εγγραφές και την πιθανότητα άσκησης δικαιωμάτων ρευστοποίησης από τους ήδη υπάρχοντες επενδυτές.

Η πρόσθετη ρευστότητα που παρέχει η εναλλακτική αυτή μορφή επένδυσης ενέχει κόστος για τους ακόλουθους λόγους:

- Οι διαχειριστές επενδύουν σε Hedge Funds που υιοθετούν χαλαρές πολιτικές ρευστότητας. Αυτό το επιτυγχάνουν ακολουθώντας *directional* στρατηγικές (μεγάλα στοιχήματα προς μια συγκεκριμένη κατεύθυνση στην τιμή ενός αξιόγραφου) που οι αποδόσεις τους εμφανίζουν μεγαλύτερη μεταβλητότητα και συνεπώς κίνδυνο και,
- Το γεγονός ότι παρέχουν πρόσθετη ρευστότητα βασισμένα στα κεφάλαια των νέων επενδυτών είναι δυνατόν να αποδειχθεί καταστροφικό σε περιόδους χαμηλών αποδόσεων κατά τις οποίες οι αιτήσεις για ρευστοποιήσεις θέσεων μεγιστοποιούνται και η είσοδος νέων επενδυτών είναι πολύ περιορισμένη.

7.3.3 Ελλιπής έλεγχος

Τα Funds of Hedge Funds επενδύουν σε διάφορα Hedge Funds που δεν υπάγονται στους κανονισμούς της SEC. Για το λόγο αυτό, ο επενδυτής δεν ωφελείται από τους ισχύοντες περιορισμούς των εγγεγραμμένων στη SEC επενδυτικών μέσων. Κάτι τέτοιο δυσχεραίνει τον υπολογισμό της απόδοσης των Hedge Funds που απαρτίζουν το Fund of Hedge Funds τόσο για τον διαχειριστή όσο και για τον επενδυτή. Παρόμοια, ο επενδυτής δεν είναι σε θέση να αντιδράσει σε περίπτωση που η ακολουθούμενη στρατηγική του διαχειριστή ενός Hedge Fund δεν τον εκφράζει.

Αξίζει σε αυτό το σημείο να αναφερθεί ότι ο διαχειριστής ενός Fund of Hedge Funds δεν είναι σε θέση να ελέγχει τις ενέργειες των διαχειριστών των επιμέρους Hedge Funds προκειμένου να προστατεύει τα συμφέροντα των επενδυτών του. Για παράδειγμα, εάν ο διαχειριστής του Hedge Fund X πουλάει Short την μετοχή A ενώ ο διαχειριστής του Hedge Fund Ψ αγοράζει Long την ίδια μετοχή, οι ακολουθούμενες από αυτούς πολιτικές αλληλοεξουδετερώνονται παρά το γεγονός ότι θα πληρωθούν προμήθειες στους κύριους χρηματομεσίτες (Prime Brokers) καθώς και αμοιβή κινήτρου για τον έναν από τους διαχειριστές.

7.3.4 Συνέπειες αντικατάστασης μη αποδοτικών διαχειριστών

Σε περίπτωση αδυναμίας του διαχειριστή ενός Hedge Fund να αποφέρει ικανοποιητικές αποδόσεις, μία πρώτη σκέψη θα ήταν ο διαχειριστής του Fund of Hedge Funds να τον αντικαταστήσει με κάποιον άλλο πιο αποδοτικό. Στην πράξη όμως, οι επενδυτές δεν ωφελούνται από μία τέτοια κίνηση. Αν ο διαχειριστής με την αρνητική απόδοση παρέμενε στο Fund, δεν θα εισέπραττε καμία αμοιβή έως ότου ξεπεράσει το Highwater Mark επίπεδό του. Από την άλλη πλευρά, η πρόσληψη νέου διαχειριστή ενός Hedge Fund συνεπάγεται την άμεση καταβολή αμοιβής για οποιανδήποτε απόδοσή του ακόμα και κάτω από το Highwater Mark επίπεδο που θα ίσχυε με τον προηγούμενο διαχειριστή. Για παράδειγμα, έστω ότι ο διαχειριστής X χάνει το 20% επί του αρχικού κεφαλαίου, ποσού 1.000 δολαρίων. Αν ο διαχειριστής του Fund of Hedge Funds αποφασίσει να τον απολύσει, γιατί τον θεωρεί επιζήμιο για την συνολική επίδρασή του στο Fund και τον αντικαταστήσει με τον διαχειριστή Ψ, θα συμβούν τα ακόλουθα: Ο διαχειριστής Ψ εισπράττει αμοιβή κινήτρου (Incentive

Fee) για οποιαδήποτε θετική απόδοσή του πλέον των 800 δολαρίων. Αντίθετα, ο διαχειριστής X θα έπρεπε να ξεπεράσει το ποσό των 1.000 δολαρίων (Highwater Mark) προκειμένου να είναι σε θέση να εισπράξει οποιαδήποτε αμοιβή.

Με βάση τα παραπάνω αποδεικνύεται ότι συχνές απολύσεις και προσλήψεις διαχειριστών μπορεί να ενέχουν πολύ υψηλό κόστος για τους επενδυτές.

7.3.5 Δυσμενείς συνθήκες φορολόγησης

Η ισχύουσα φορολογική νομοθεσία των Funds of Hedge Funds είναι ιδιαίτερα πολύπλοκη. Επιπλέον, η παροχή πληροφοριών είναι δυνατόν να γίνεται με καθυστερήσεις. Συνεπεία αυτών είναι ότι πολλές φορές απαιτείται παράταση των ισχυόντων προθεσμιών για την υποβολή των φορολογικών δηλώσεων, στοιχείο όμως που ίσως να μην παρέχεται σε ικανοποιητικό βαθμό.

7.4 Στοιχεία που οι επενδυτές πρέπει να λαμβάνουν υπ' όψιν κατά την επιλογή ενός *Fund of Hedge Funds*

Δεδομένου ότι τα Funds of Hedge Funds διαθέτουν πληθώρα τόσο πλεονεκτημάτων όσο και μειονεκτημάτων, οι επενδυτές πρέπει να λαμβάνουν υπ' όψιν τους πολλά στοιχεία κατά την διαδικασία της τελικής επιλογής των Funds of Hedge Funds στα οποία θα τοποθετήσουν τα χρήματά τους. Αυτά είναι τα ακόλουθα:

- Ο βαθμός διαφοροποίησής του,
- Η εμπειρία του διαχειριστή στο να πετυχαίνει σωστό συγκερασμό των επιμέρους Hedge Funds και η σημειωθείσα κατά το παρελθόν επίδοσή του,
- Τα κριτήρια βάσει των οποίων γίνεται η τελική επιλογή των συμπεριλαμβανομένων Hedge Funds,
- Ο τρόπος μέτρησης και παρακολούθησης του ενεχόμενου στα διάφορα Hedge Funds κινδύνου,
- Το βαθμό αξιοπιστίας των στοιχείων απόδοσης του Fund of Hedge Funds που έχουν δημοσιευθεί κατά το παρελθόν και,
- Το ύψος της απόδοσης μετά από την αφαίρεση των διαφόρων αμοιβών.

7.5 Εξαιρετικώς εγγυημένα Funds of Hedge Funds

Ενώ ένα Fund of Hedge Funds μειώνει τον κίνδυνο μέσω επιλογής διαφορετικών διαχειριστών Hedge Funds, διαφοροποίησης και ενεργούς διαχείρισης χαρτοφυλακίου, τα Funds of Hedge Funds δεν απαλλάσσονται πλήρως από κινδύνους. Πολλοί πελάτες – επενδυτές επιθυμούν ακόμα χαμηλότερα επίπεδα κινδύνου από την αρχική τους επένδυση στα Hedge Funds. Για το λόγο αυτό, ένας μεγάλος αριθμός πελατών επιλέγει να επενδύσει σε εξαιρετικώς εγγυημένα Funds of Hedge Funds (Principally Protected Funds of Hedge Funds).

Τα Principally Protected Funds of Hedge Funds αποτελούν κατηγορία των Funds of Hedge Funds στην οποία οι επενδυτές είναι δέκτες εγγυήσεων κεφαλαίου ή εισοδήματος. Επενδύοντας σε αυτά, οι επενδυτές εξασφαλίζουν ότι στο τέλος μιας συγκεκριμένης χρονικής περιόδου, π.χ. τεσσάρων ετών, δε θα εισπράξουν λιγότερα από την αξία της αρχικής τους επένδυσης (http://www.imca.org/monitor/nonmember/imca_sep_99.asp). Το στοιχείο αυτό τα κάνει ιδιαίτερα ελκυστικά σε επενδυτές που αποφεύγουν τον κίνδυνο (Risk Adverse Investors) καθώς προσφέρουν τα πλεονεκτήματα ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου αποτελούμενου από Hedge Funds σε συνδυασμό με την παροχή ενός είδους προστασίας από την μείωση των τιμών.

Τα Principally Protected Funds of Hedge Funds συχνά παίρνουν τη μορφή αξιόγραφων σταθερού εισοδήματος που τους επιτρέπει να ταιριάζουν στο νομοθετικό πλαίσιο πολλών ιδρυμάτων. Θα ήταν λάθος να θεωρηθεί ότι αυτά αποτελούν πανάκεια για την είσοδο στον κόσμο των Hedge Funds καθώς συνεπάγονται ένα τρίτο επίπεδο αμοιβών για τον εγγυητή του Fund. Πρέπει, επίσης, να ειπωθεί ότι ο ενδογενής χαμηλότερος κίνδυνος των προϊόντων αυτών συνοδεύεται από χαμηλότερες αποδόσεις.

Οι επενδυτές μπορούν να επιλέξουν ανάμεσα σε τρεις τύπους Principally Protected Funds of Hedge Funds. Κάθε ένας από αυτούς είναι μία ομολογία μηδενικού επιτοκίου (Zero Coupon Bond) συν ένα δικαίωμα αγοράς στο χρηματικό του ισοδύναμο πάνω στο Hedge Fund χαρτοφυλάκιο. Παρακάτω περιγράφονται οι τρεις διακριτοί, γενικοί τύποι αυτών.

7.5.1 Vanilla option structure

Η πιο απλή δομή απαρτίζεται από ένα vanilla δικαίωμα αγοράς και μία ομολογία μηδενικού επιτοκίου. Η συμμετοχή του επενδυτή στα κέρδη, σύμφωνα με αυτόν τον τύπο παραμένει αμετάβλητη στο χρόνο, κάτι που απλοποιεί και τη διαδικασία αξιολόγησής του.

Για παράδειγμα, θεωρούμε ένα Principally Protected Fund of Hedge Funds τετραετούς διάρκειας, το οποίο προσφέρει στον επενδυτή εγγύηση για το ποσό της αρχικής του επένδυσης και ένα δολάριο κέρδους ή ζημίας για κάθε δολάριο κέρδους ή ζημίας στο Fund of Hedge Funds. Η συμμετοχή του επενδυτή στα κέρδη αυτού του Fund δε θα αλλάξει και στη λήξη θα εισπράξει το μεγαλύτερο ποσό ανάμεσα στην αρχική του επένδυση και το αποτέλεσμα του Fund (μετά από φόρους εγγύησης και διανομής).

Αν και η απλότητα αυτού του τύπου των Funds of Hedge Funds τα κάνει ευρέως αποδεκτά, εντούτοις οι τράπεζες που τα εκδίδουν επιβάλλουν πολλούς περιορισμούς στο διαχειριστή του, ώστε αυτός να τα θεωρεί αναποτελεσματικά.

7.5.2 Knock – out structure

Ο πιο συχνός τύπος για τα Principally Protected Funds of Hedge Funds. Αυτά απαρτίζονται από ένα Knock – out δικαίωμα αγοράς και μια ομολογία μηδενικού επιτοκίου και προσφέρουν αρχικά υψηλό ποσοστό συμμετοχής στα κέρδη. Σε

περίπτωση που το Fund of Hedge Funds υποστεί ζημιές, το δικαίωμα αγοράς εξαλείφεται, αφήνοντας όμως ανέπαφη την ομολογία μηδενικού επιτοκίου.

Για παράδειγμα, θεωρούμε ένα Principally Protected Fund of Hedge Funds τετραετούς διάρκειας, το οποίο αρχικά προσφέρει στον επενδυτή εγγύηση για το ποσό της αρχικής του επένδυσης και ένα δολάριο κέρδους ή ζημίας για κάθε δολάριο κέρδους ή ζημίας στο Fund of Hedge Funds. Αν το συγκεκριμένο Fund σημειώσει σημαντικές ζημιές, ο επενδυτής θα απολέσει κάθε συμμετοχή του στο Fund of Hedge Funds και θα εισπράξει στο τέλος της τετραετίας μόνο το αρχικό ποσό της επένδυσής του.

7.5.3 Barrier option structure

Ο τελευταίος τύπος για τα Principally Protected Funds of Hedge Funds, τα οποία απαρτίζονται από ένα barrier δικαίωμα αγοράς και μια ομολογία μηδενικού επιτοκίου. Σύμφωνα με αυτόν τον τύπο χρησιμοποιούνται φραγμοί (barriers) επί των επιπέδων NAV (net asset value) του Fund, στους οποίους η συμμετοχή των επενδυτών στα κέρδη αλλάζει. Αν το Fund σημειώσει κέρδη που οδηγούν σε αύξηση του NAV πάνω από το επίπεδο του αρχικού NAV, τότε το επίπεδο – φραγμός για τη συμμετοχή στα κέρδη, αυξάνεται εξίσου. Αν το Fund σημειώσει ζημιές που οδηγούν σε μείωση του NAV κάτω από το επίπεδο του αρχικού NAV, τότε το επίπεδο – φραγμός για τη συμμετοχή στα κέρδη, μειώνεται εξίσου. Σε αντίθεση με τα knock out δικαιώματα, τα barrier δικαιώματα ποτέ δεν εξαλείφουν ολοκληρωτικά τη συμμετοχή στα κέρδη.

Για παράδειγμα, θεωρούμε ένα Principally Protected Fund of Hedge Funds τετραετούς διάρκειας, το οποίο αρχικά προσφέρει στον επενδυτή εγγύηση για το ποσό της αρχικής του επένδυσης και ένα δολάριο κέρδους ή ζημίας για κάθε δολάριο κέρδους ή ζημίας στο Fund of Hedge Funds. Αν το Fund έχει θετική απόδοση της τάξεως του 5%, το επίπεδο – φραγμός για το NAV θα αυξηθεί σε 1,05 δολάρια και η συμμετοχή στα κέρδη για τον επενδυτή θα μεταβληθεί σε 1,1 δολάρια κέρδος ή ζημιά για κάθε δολάριο κέρδους ή ζημίας στο Fund. Αυτό ευνοεί φυσικά τον επενδυτή προστατεύοντας τον από τον κίνδυνο μείωσης της αξίας της θέσεως του και αυξάνοντας τη συμμετοχή του στα κέρδη. Κάτι τέτοιο δε συμβαίνει με τα vanilla και knock out δικαιώματα των προηγούμενων τύπων.

Αν το Fund σημειώνει ζημιές τάξεως 5%, το επίπεδο – φραγμός για το NAV θα μειωθεί σε 0,95 δολάρια και η συμμετοχή στα κέρδη για τον επενδυτή θα μεταβληθεί σε 0,9 δολάρια κέρδος ή ζημιά για κάθε δολάριο κέρδους ή ζημίας στο Fund, έτσι ώστε να εμποδιστεί η παραπέρα μείωση της συμμετοχής στα κέρδη.

Οι τρεις τύποι των Principally Protected Fund of Hedge Funds διαφέρουν συνήθως ως προς το αρχικό και μελλοντικό ποσοστό συμμετοχής στα κέρδη, τις εν δυνάμει ημερομηνίες λήξης, τα εγγυημένα επίπεδα επιτοκίου και τις αμοιβές διαχείρισης, διάθεσης και εγγύησης.

Ο περιορισμός των vanilla option structured Principally Protected Funds of Hedge Funds να παρέχουν υψηλή ρευστότητα έχει σαν αποτέλεσμα να μη συγκεντρώνουν το ενδιαφέρον πολλών διαχειριστών. Οι δύο άλλοι τύποι

Εναλλακτικές μορφές επένδυσης: Η περίπτωση των Hedge Funds

παρέχουν μεγαλύτερη ελευθερία κινήσεων στους διαχειριστές και επιτρέπουν την κατασκευή περισσότερο διαφοροποιημένων χαρτοφυλακίων.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ HEDGE FUNDS – ΟΦΕΛΗ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ

Τα τελευταία χρόνια παρουσιάζεται σημαντική αύξηση των επενδυμένων σε Hedge Funds κεφαλαίων. Πρόκειται για μια τάση που εμπειρικές μελέτες έχουν αποδείξει ότι κάτι τέτοιο πρόκειται να συνεχιστεί και στο μέλλον, τόσο στην ευρωπαϊκή όσο και στην αμερικάνικη αγορά. Στη σύγχρονη επιχειρηματική εποχή, τα Hedge Funds τείνουν να αποτελούν, τόσο για τους ιδιώτες όσο και για θεσμικούς επενδυτές, ένα επιπρόσθετο περιουσιακό στοιχείο (πέραν των μετοχών και των ομολόγων) στο οποίο δύνανται να τοποθετούν τα κεφάλαιά τους.

Καθώς οι αποδόσεις στις σύγχρονες χρηματαγορές δεν είναι ικανοποιητικές το ενδιαφέρον των επενδυτών στρέφεται σε εναλλακτικές μορφές επένδυσης, όπως τα Hedge Funds, των οποίων οι αποδόσεις σε μεγάλο βαθμό σχετίζονται με στρατηγικές που δεν επηρεάζονται από τη γενικότερη πορεία της αγοράς. Οι στρατηγικές αυτές:

- συχνά προσφέρουν υψηλότερες αποδόσεις από εκείνες των παραδοσιακών σε μετοχές ή / και ομόλογα χαρτοφυλακίων,
- συνοδεύονται από μικρότερο βαθμό μεταβλητότητας,
- σε πολλές περιπτώσεις έχουν μικρό βαθμό συσχέτισης ως προς τους κινδύνους της αγοράς.

Για το λόγο αυτό, τα Hedge Funds αναφέρονται και ως επενδύσεις απόλυτης απόδοσης και προσελκύουν την προσοχή των επενδυτικών και ρυθμιστικών αρχών.

Σε μια πλήρη και ενδελεχή μελέτη πρέπει να λαμβάνεται υπ' όψιν όχι μόνο ο λειτουργικός κίνδυνος που είναι δυνατό να προκύψει σε επενδύσεις που δεν υπόκεινται σε αυστηρά καθορισμένους κανονισμούς αλλά και οι ενεχόμενοι χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι που είναι δυνατόν να προκύψουν στις εναλλακτικές μορφές επένδυσης.

8.1 Πλεονεκτήματα διαφοροποίησης των εναλλακτικών μορφών επένδυσης

Ένας από τους πιο βασικούς λόγους για τον οποίο πολλοί επενδυτές στρέφονται σε εναλλακτικές μορφές επένδυσης είναι η εγγενής ιδιότητα πολλών Hedge Funds να εκτίθενται σε κινδύνους διαφορετικούς από εκείνους που χαρακτηρίζουν την αγορά. Το εν λόγω πλεονέκτημα αποκτά όλο και μεγαλύτερη σημασία καθώς οι επενδυτικές ευκαιρίες που προσφέρονται από τα παραδοσιακά χαρτοφυλάκια (ομόλογα και μετοχές) παρουσιάζουν συνεχή πτώση. Είναι χαρακτηριστικό ότι, όταν η χρηματαγορά της Αμερικής παρουσιάζει πτώση, παρασύρει και την αντίστοιχη των λοιπών διεθνών αγορών, ενώ η μεταξύ τους συσχέτιση τείνει να είναι ίση με την μονάδα.

Ένα βασικό πλεονέκτημα των Hedge Funds σχετίζεται με το βαθμό συσχέτισης τους με τη χρηματαγορά. Εμπειρικές έρευνες έχουν αποδείξει ότι ο βαθμός συσχέτισης των στρατηγικών Market Neutral και Global Macro είναι χαμηλός και σταθερά ανεξάρτητα από την πορεία της αγοράς.

Αντίστοιχα, για τις Short Selling στρατηγικές, ο βαθμός συσχέτισης αυξάνεται καθώς βελτιώνονται οι συνθήκες της αγοράς. Με τον τρόπο αυτό, ο επενδυτής από τη μία πλευρά θα επωφελείται από τις βελτιωμένες στην αγορά συνθήκες και από την άλλη θα απολαμβάνει αντισταθμιστική προστασία όταν η τάση της αγοράς είναι πτωτική.

Ωστόσο, σε ορισμένες στρατηγικές Hedge Funds (Convertible Arbitrage, Emerging Markets, Distressed Securities και Merger Arbitrage), ο βαθμός συσχέτισης τείνει να αυξάνεται καθώς οι συνθήκες της αγοράς χειροτερεύουν. Αυτό το χαρακτηριστικό είναι ιδιαίτερα αρνητικό για τον επενδυτή, ο οποίος δεν είναι σε θέση να εκμεταλλευτεί το πλεονέκτημα της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου του, τη στιγμή που το χρειάζεται πιο πολύ (πτωτική αγορά).

Σε αυτό το σημείο κρίνεται σκόπιμο να υπογραμμιστεί ότι κατά τον υπολογισμό του βαθμού συσχέτισης ενός Hedge Fund λαμβάνονται υπόψη οι μέσες αποδόσεις του, όπως αυτές διαμορφώνονται για κάποια ορισμένη χρονική περίοδο, και αγνοούνται οι ακραίες τιμές.

Η προσπάθεια να εκτιμηθεί ο βαθμός συσχέτισης ορισμένων Hedge Funds σε σχέση με την αγορά, ο οποίος να περιλαμβάνει στον υπολογισμό του ακραίες

τιμές, έχει απασχολήσει πολλούς ερευνητές μετά την κρίση του 1998. Αυτές οι έρευνες απέδειξαν ότι το ύψος του πραγματικού βαθμού συσχέτισης είναι μεγαλύτερο, όταν λαμβάνονται υπόψη οι ακραίες τιμές.

Η ανάλυση του βαθμού συσχέτισης των αποδόσεων πολλών Hedge Funds με τις αντίστοιχες της αγοράς οδηγεί στο συμπέρασμα ότι είναι απλουστευτικό να θεωρείται ότι τα Hedge Funds αποτελούν ένα ομοιογενές περιουσιακό στοιχείο. Στην πραγματικότητα, υπάρχουν πολλές εναλλακτικές στρατηγικές, κάθε μία από τις οποίες έχει διαφορετικές δυνατότητες διαφοροποίησης. Συγκεκριμένες στρατηγικές, όπως Market Neutral και Convertible Arbitrage παρουσιάζουν γενικότερα μικρό βαθμό συσχέτισης με τις αποδόσεις της αγοράς μετοχών και ομολόγων. Παρόλα αυτά, κάτι τέτοιο δεν ισχύει σε άλλες στρατηγικές όπως στη Short Selling.

Καθώς ο βαθμός συσχέτισης των διαφόρων Hedge Funds ποικίλλει από στρατηγική σε στρατηγική, ο συνδυασμός τους σε χαρτοφυλάκια με ομόλογα και μετοχές, επιφέρει ένα ευρύ φάσμα εν δυνάμει διαφοροποιήσεων. Ορισμένες κατηγορίες Hedge Funds έχουν υψηλό βαθμό συσχέτισης με την αγορά, και αποφέρουν υψηλές αποδόσεις. Ο συνδυασμός αυτών των Hedge Funds με μετοχές και ομόλογα οδηγεί σε αύξηση της προσδοκώμενης απόδοσης διατηρώντας όμως ένα υψηλό βαθμό μεταβλητότητας. Κάτι τέτοιο παρατηρείται στα Emerging Markets, Global Macro, Distressed Securities και Merger Arbitrage Hedge Funds.

Αντίθετα, χαρτοφυλάκια μετοχών, ομολόγων και Hedge Funds με μικρό ή / και αρνητικό βαθμό συσχέτισης ως προς την αγορά συντελούν σε χαμηλό βαθμό μεταβλητότητας του χαρτοφυλακίου. Σε αυτήν την κατηγορία ανήκουν τα Convertible Arbitrage, Fixed Income, Market Neutral και Short Selling. Στο σημείο αυτό κρίνεται σκόπιμο να τονιστεί ότι τα χαρακτηριστικά των παραπάνω χαρτοφυλακίων είναι ιδιαίτερα ευαίσθητα στις μεταβολές των επιπέδων απόδοσης και κινδύνου που χρησιμοποιήθηκαν για την κατασκευή τους. Για το λόγο αυτό, όπως έχει ήδη αναφερθεί, πολύ μεγάλη σημασία έχει να λαμβάνεται υπόψη το survivorship bias κατά την εκτίμηση της απόδοσης και της μεταβλητότητας εναλλακτικών στρατηγικών.

Οι παραπάνω διαφορές στο βαθμό συσχέτισης των εναλλακτικών Hedge Funds στρατηγικών με τις αγορές ομολόγων και μετοχών μπορούν να ερμηνευθούν από το βαθμό έκθεσής τους σε παράγοντες κινδύνου που επηρεάζουν τις αποδόσεις τόσο των παραδοσιακών όσο και των εναλλακτικών μορφών επένδυσης. Έρευνες πάνω στο συγκεκριμένο θέμα (Fung, Hsieh 1997 - Amenc, Curtis, Martellini 2002 – Schneeweiss, Spurgin 1999) έδειξαν ότι οι στρατηγικές των Hedge Funds δεν εκτίθενται μόνο στον κίνδυνο της αγοράς (απροσδόκητες μεταβολές στις τιμές μετοχών και ομολόγων), όπως αυτός μετρείται με το συντελεστή βήτα (beta coefficient), αλλά και σε άλλες μορφές κινδύνου, που οφείλονται στην ιδιαίτερη φύση των ακολουθούμενων Hedge Funds στρατηγικών.

Οι παραπάνω μορφές κινδύνου είναι:

- Κίνδυνος μεταβλητότητας, ο οποίος αναφέρεται στις απρόβλεπτες μεταβολές στη μεταβλητότητα των τιμών,
- Πιστωτικός κίνδυνος, ο οποίος αναφέρεται σε απρόσμενη μεταβολή στην ικανότητα κάποιου αντισυμβαλλόμενου να ικανοποιήσει τις υποχρεώσεις που έχει αναλάβει,
- Κίνδυνος ρευστότητας, ο οποίος αναφέρεται στην απρόβλεπτη μεταβολή στη δυνατότητα να εφοδιάζεται η αγορά με δεδομένες ποσότητες περιουσιακών στοιχείων, σε ορισμένο χρόνο και σε τιμές της αγοράς.

Καθώς η σχέση απόδοσης – κινδύνου είναι ανάλογη, η έκθεση των Hedge Funds στις παραπάνω μορφές κινδύνου μπορεί να ειπωθεί και ως έκθεση σε εναλλακτικές πηγές απόδοσης, κάτι που ορθολογικοποιεί και τη διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων.

8.2 Δυσκολίες στην εκτίμηση του κινδύνου των Hedge Funds

Η αποτελεσματικότερη διαφοροποίηση του κινδύνου ενός χαρτοφυλακίου με χρήση Hedge Funds προϋποθέτει πρότερη γνώση και έλεγχο των κινδύνων τους. Υπάρχουν συγκεκριμένοι λόγοι (Fung, Hsieh 2001 - Amenc, Curtis, Martellini 2002) για τους οποίους η εκτίμηση του κινδύνου των Hedge Funds παρουσιάζει προβλήματα:

- δυσκολίες στον προσδιορισμό των πραγματικών διαστάσεων του πιστωτικού κινδύνου και του κινδύνου ρευστότητας,

Εναλλακτικές μορφές επένδυσης: Η περίπτωση των Hedge Funds

- δυσκολίες στην κατασκευή ικανοποιητικών δεικτών σύγκρισης (benchmarks) για τις αποδόσεις των Hedge Funds,
- δυσκολίες αποτελεσματικής ενσωμάτωσης του δυναμικού και μη γραμμικού χαρακτήρα των αποδόσεων των Hedge Funds στα συνηθισμένα μέτρα εκτίμησης.

Ενώ πολλά είναι τα Hedge Funds που τονίζουν τον απόλυτο χαρακτήρα των αποδόσεών τους κάτω από οποιοσδήποτε επενδυτικές συνθήκες, η απόδοση του χρεογράφου χωρίς κίνδυνο μπορεί να αποτελέσει ικανοποιητικό δείκτη μόνο εάν:

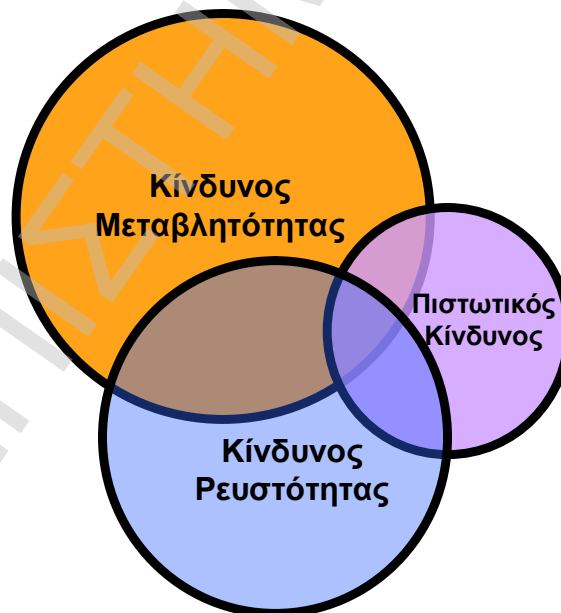
- το Hedge Fund έχει συντελεστή βήτα ίσο με το μηδέν, κάτι που ισχύει για ορισμένες μόνο στρατηγικές όπως οι Market Neutral και Fixed Income Arbitrage,
- το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (C.A.P.M.) είναι επαρκές υπόδειγμα για την αξιολόγηση των εναλλακτικών στρατηγικών των Hedge Funds, κάτι που έχει αμφισβητηθεί πολύ.

Για την καλύτερη κατανόηση των αποδόσεων των Hedge Funds πρέπει να προσδιοριστούν οι πηγές από τις οποίες προκύπτει η υπερβάλλουσα απόδοσή (excess return) τους σε σχέση με την απόδοση χωρίς κίνδυνο. Αυτές περιγράφονται από την ακόλουθη εξίσωση:

Υπερβάλλουσα απόδοση χαρτοφυλακίου = κανονική απόδοση + μη κανονική απόδοση + απόδοση από άλλους παράγοντες (κατάλοιπα)

Η κανονική απόδοση αναφέρεται στην απόδοση που προσφέρει η αγορά ως αντίτιμο για τους κίνδυνους που έχουν αναληφθεί από το εκάστοτε χαρτοφυλάκιο. Αποτελεί δηλαδή την ανταμοιβή κινδύνου η οποία μπορεί να εκτιμηθεί με ένα μονοπαραγοντικό μοντέλο όπως το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων ή με κάποια πολυπαραγοντική διαφοροποίησή του.

Όπως όμως έχει σημειωθεί και πιο πάνω, οι πρόσθετοι κίνδυνοι στους οποίους εκτίθενται τα Hedge Funds (κίνδυνος μεταβλητότητας και ρευστότητας, πιστωτικός κίνδυνος) και οι μεταξύ τους αλληλεπιδράσεις φανερώνουν ότι το πιο κλασσικό υπόδειγμα αποτίμησης του κινδύνου της αγοράς (το C.A.P.M.) είναι ανεπαρκές για να περιγράψει τον κίνδυνο και τις αποδόσεις των Hedge Funds.



ΕΙΚΟΝΑ 8.1: Αλληλεπίδραση κινδύνων στα Hedge Funds

Είναι επομένως εσφαλμένο να θεωρείται ότι στρατηγικές όπως οι fixed income arbitrage και convertible arbitrage οι οποίες δεν εκτίθενται στον κίνδυνο της αγοράς, δύναται να ανταμείβονται με την απόδοση χωρίς κίνδυνο. Κάτι τέτοιο θα αποτελούσε περιοριστική εφαρμογή του υποδείγματος αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων και δε θα ελάμβανε υπ' όψιν τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά αυτών των Hedge Funds.

Επιπλέον, οι χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι στο κόσμο των εναλλακτικών μορφών επένδυσης, όπως τα Hedge Funds, εμφανίζουν αυξημένη πολυμορφία και κατά συνέπεια ποικίλες είναι και οι ανταμοιβές για αυτούς. Για παράδειγμα μια μέση απόδοση ύψους 12% για ένα convertible arbitrage Hedge Fund, το οποίο δεν επηρεάζεται από τις επικρατούσες στην αγορά συνθήκες, όταν η απόδοση χωρίς κίνδυνο είναι 6%, δε συνεπάγεται αναγκαστικά μη κανονική απόδοση (abnormal return) ύψους 6%. Σε αυτό μπορεί να περιέχονται ανταμοιβές για κίνδυνο ρευστότητας ή / και μεταβλητότητας ή / και πιστωτικό κίνδυνο. Η πραγματική μη κανονική απόδοση του συγκεκριμένου Hedge Fund, το alpha του, μπορεί να είναι θετική, αρνητική ή και μηδέν.

Το alpha του Hedge Fund αντανakλά την ικανότητα του διαχειριστή του. Συχνά οι διαχειριστές επιζητούν πρόσθετα κέρδη από πηγές κινδύνου για τις οποίες δεν υπάρχει ανταμοιβή στην αγορά και εκεί ακριβώς, στο alpha του χαρτοφυλακίου, εστιάζονται οι προσπάθειες των Hedge Funds διαχειριστών. Για την περίοδο 1989 -1995 σχετικές μελέτες για τα υπεράκτια Hedge Funds δε φαίνεται να στηρίζουν τον παραπάνω ισχυρισμό (Brown, Goetzmann, Ibbotson 1998).

Από την άλλη πλευρά, πιο πρόσφατες έρευνες υποστηρίζουν τον κρίσιμο ρόλο των διαχειριστών ως στοιχείο που εξηγεί μέρος των αποδόσεων των Hedge Funds. Κάτι τέτοιο φαίνεται να ισχύει περισσότερο για βραχυχρόνιες περιόδους (Agarwal, Naik 2000) και όχι σε ετήσια βάση, κάτι που είναι αποθαρρυντικό αν αναλογιστούμε τους σχετικούς περιορισμούς των Hedge Funds (lock up periods). Επίσης, οι ιδιαίτερες διαχειριστικές ικανότητες εντοπίζονται σε όλες τις στρατηγικές των Hedge Funds και εμφανίζονται πιο ισχυρές σε περιόδους που η οικονομία εισέρχεται σε ύφεση (Miffre, Kat 2002).

8.2.1 Πιστωτικός κίνδυνος και κίνδυνος ρευστότητας

Μεταξύ των κινδύνων που πρέπει να συνεκτιμηθούν για την αξιολόγηση του κινδύνου των Hedge Funds και την καλύτερη κατανόηση των αποδόσεών τους είναι ο πιστωτικός κίνδυνος και ο κίνδυνος ρευστότητας, για δύο λόγους:

- σε αντίθεση με άλλες μορφές κινδύνου η εκτίμηση των οποίων προσεγγίζεται επαρκώς, η εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου και του κινδύνου ρευστότητας παρουσιάζει θεωρητικές και λειτουργικές δυσκολίες,
- η παραλίγο χρεοκοπία του Long Term Capital Management ανέδειξε ότι οι δύο μορφές κινδύνου είναι αλληλένδετες και πως η ενσωμάτωσή τους στα πολυπαραγοντικά μοντέλα ως ανεξάρτητες μεταβλητές ενέχει βαθμό σφάλματος.

Όσον αφορά τον πιστωτικό κίνδυνο, η χρηματοοικονομική βιβλιογραφία έχει να προσφέρει πλήθος υποδειγμάτων, η αφθονία των οποίων αντανακλά τη σχετική αδυναμία γενικότερης αποδοχής πρακτικών που να λαμβάνουν υπ' όψιν κινδύνους οι οποίοι:

- αναφέρονται σε αποδόσεις που δεν κατανέμονται γραμμικά και,
- απαιτούν το συνυπολογισμό ένας πολύ μεγάλου όγκου θέσεων, ώστε να προσφέρουν ικανοποιητική διαφοροποίηση.

Ενώ οι θεμελιώδεις αρχές των υποδειγμάτων αυτών είναι παρεμφερείς και αποτελούν στην ουσία εφαρμογές και επεκτάσεις του υποδείγματος του Merton¹ (Bodie, Kane, Marcus 2005), οι συνθήκες κάτω από τις οποίες εφαρμόζονται και οι εμπειρικοί τους έλεγχοι είναι μόνο κατά προσέγγιση σωστοί.

Η μοντελοποίηση των συνεπειών από τη χρήση μόχλευσης σε διάφορες στρατηγικές θα επιτευχθεί μέσω της ενοποίησης των αλληλεπιδράσεων μεταξύ του πιστωτικού κινδύνου και του κινδύνου ρευστότητας. Όμως, στη σύγχρονη εποχή παρά την ανάπτυξη των εφαρμοσμένων μαθηματικών που συμβάλλουν καθοριστικά στην ανάπτυξη μοντέλων μέτρησης τόσο του πιστωτικού κινδύνου όσο και του κινδύνου ρευστότητας, οι επαγγελματίες του χώρου δεν έχουν

¹ Ο Merton δεν παραδέχεται ότι το χαρτοφυλάκιο της αγοράς, όπως αυτό περιγράφεται από το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM), είναι το επενδυτικό όχημα που ικανοποιεί το σύνολο των επενδυτών. Ο συντελεστής beta ως μέτρο του κινδύνου από τη μεταβλητότητα του συνόλου των αξιόγραφων, σύμφωνα με τον Merton δεν ικανοποιεί τις ανάγκες των επενδυτών για αντιστάθμιση υποκειμενικών ειδών κινδύνου. Η ικανοποίηση της ανάγκης αυτής επιτυγχάνεται με την πολυπαραγοντική μετατροπή του CAPM έτσι ώστε αυτό να λαμβάνει υπ' όψιν την πολυδιάστατη φύση του κινδύνου, αντίληψη που διαφοροποιείται από το μονοδιάστατο χαρακτήρα που η αποζημίωση του αγοραίου μόνο κινδύνου ενέχει.

αρκετά σχετικά στοιχεία στη διάθεσή τους. Για την επίλυση του παραπάνω προβλήματος, πολλοί ακαδημαϊκοί έχουν προτείνει η εκτίμηση του κινδύνου ρευστότητας να προσδιορίζεται από το βαθμό της αυτοσυσχέτισης² των αποδόσεων ενός Hedge Fund (Kat 2003). Η αυτοσυσχέτιση που απαντάται στις αποδόσεις των Hedge Funds έχει τις ρίζες της στα προβλήματα αναπροσαρμογής της αξίας τους στις τρέχουσες τιμές (marking to market problems) που χαρακτηρίζουν όλες τις μη ρευστές αγορές και για αυτό το λόγο δύναται να χρησιμοποιηθεί ως μέτρο του κινδύνου ρευστότητας των Hedge Funds.

Η ανάλυση του συντελεστή αυτοσυσχέτισης επικεντρώνεται στις δυσκολίες που προκύπτουν από την ύπαρξη ή μη ρευστότητας στις τιμές των χρεογράφων και την αξία του εκάστοτε χαρτοφυλακίου. Η παραπάνω μέθοδος είναι δυνατόν να δώσει μερική εικόνα όσον αφορά τον κίνδυνο ρευστότητας. Σχετική έρευνα απέδειξε ότι αποκλίσεις ανάμεσα στις τιμές των χρεογράφων στην αγορά και στην αξία των Hedge Funds χαρτοφυλακίων σχετίζονται σε σημαντικό βαθμό από την τελική επιλογή μεθόδου αξιολόγησης για τα λιγότερα ρευστά αξιόγραφα (μακροπρόθεσμα ομόλογα, δικαιώματα πάνω από το χρηματικό τους ισοδύναμο και δικαιώματα επί υποθηκών).

² Πρόβλημα που προκύπτει σε στοιχεία χρονολογικών σειρών, όταν παραβιάζεται η υπόθεση του κλασσικού γραμμικού υποδείγματος ότι οι διάφορες τιμές του διαταρακτικού όρου δεν συσχετίζονται και επομένως όταν $E(u_t u_s) \neq 0, t \neq s$. Ύπαρξη αυτοσυσχέτισης οδηγεί σε υποεκτίμηση της διακύμανσης του υποδείγματος και σε εσφαλμένες προβλέψεις, ενώ

εντοπίζεται με τον έλεγχο Durbin-Watson, $d = \frac{\sum_{t=2}^n (e_t - e_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^n (e_t)^2}$. Η αυτοσυσχέτιση μπορεί να

οφείλεται σε παράλειψη μιας σημαντικής μεταβλητής από το υπόδειγμα, ενώ πρόσθετες αιτίες, που αφορούν περισσότερο στην περίπτωση των Hedge Funds πρέπει να αναζητηθούν σε ενδογενείς τάσεις και κύκλους στις εξεταζόμενες μεταβλητές, όπως επίσης και σε μη γραμμικότητες των υπό εξέταση στοιχείων (Salvatore, 2004). Η αντιμετώπιση του προβλήματος της αυτοσυσχέτισης γίνεται με τη μέθοδο Durbin ή τη μέθοδο Cochrane-Orcutt (Χρήστου, 2000).

Οι διαχειριστές των Hedge Funds επιλέγουν τη μέθοδο για την αξιολόγηση των θέσεών τους, έτσι ώστε να εξομαλύνονται τυχόν ακραίες θέσεις και από την άλλη να παρουσιάζουν ελκυστικά χαρακτηριστικά απόδοσης κινδύνου για τα χαρτοφυλάκιά τους (Okunev, White 2003). Η έλλειψη ρευστότητας μπορεί με τον τρόπο αυτό να αποκρύπτεται από τους διαχειριστές ώστε οι τελευταίοι να είναι σε θέση να προσελκύσουν περισσότερους επενδυτές (Brook, Kat 2001). Η διαμόρφωση των τιμών στα επιθυμητά επίπεδα οφείλεται για τις διατήρηση των αποδόσεων των Hedge Funds σε πολύ ικανοποιητικά επίπεδα για μακρόχρονες περιόδους (Agarwal, Naik 2000).

8.2.2 Δείκτες σύγκρισης

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, η απόδοση χωρίς κίνδυνο δεν αποτελεί τον κατάλληλο δείκτη σύγκρισης για όλες τις κατηγορίες Hedge Funds. Παράλληλα, η ανάγκη για ικανά μέτρα σύγκρισης έχει οδηγήσει τη βιομηχανία των εναλλακτικών επενδύσεων, στις οποίες ανήκουν και τα Hedge Funds, να μεταβεί από τη λογική των απόλυτων αποδόσεων σε μία αντίστοιχη σχετικών αποδόσεων. Οι μέχρι τώρα πρακτικές αναφέρονται στη σύγκριση ενός δεδομένου Hedge Fund με ένα χαρτοφυλάκιο Hedge Funds της ίδιας στρατηγικής ή στη σύγκρισή του με έναν αντιπροσωπευτικό δείκτη.

Οι δυσκολίες ανάπτυξης ικανών δεικτών για την αξιολόγηση διαφόρων επενδύσεων και αξιόγραφων είναι πιο οξείες για τον κόσμο των εναλλακτικών μορφών επένδυσης, όπως είναι και τα Hedge Funds, όσον αφορά τόσο την

απεικόνισή τους όσο και την ομοιογένειά τους. Αναφορικά με το πρώτο, πρέπει να τονιστεί ότι:

- η λογική απεικόνισης μέσω της κεφαλαιοποίησης είναι δυνατόν να εφαρμοστεί στην περίπτωση των Hedge Funds με δυσκολία, καθώς πληροφόρηση για τα υπό διαχείριση κεφάλαια δεν είναι άμεσα διαθέσιμη. Για το λόγο αυτό, οι περισσότερες εταιρείες παροχής πληροφοριών χρησιμοποιούν το σύστημα στάθμισης Equally Weighted,
- ο προαιρετικός χαρακτήρας σχετικά με τη δημοσιοποίηση των αποδόσεων των Hedge Funds από τους διαχειριστές τους καθιστά δύσκολη την πρόσβαση σε λεπτομερείς και αξιόπιστους δείκτες.

Αναφορικά με το δεύτερο πρέπει αντίστοιχα να τονιστεί ότι καθώς ο κόσμος των Hedge Funds χαρακτηρίζεται από έντονο ανταγωνισμό, οι διαχειριστές δεν είναι ιδιαίτερα πρόθυμοι να αποκαλύπτουν πλήρως τις εφαρμοζόμενες από αυτούς τεχνικές. Παρόλα αυτά, οι εταιρείες παροχής πληροφοριών κατατάσσουν τους διαχειριστές στις διάφορες κατηγορίες - στρατηγικές με βάση αυτά που οι τελευταίοι έχουν δηλώσει. Όμως, καθώς οι επενδυτικές ευκαιρίες συνεχώς λιγοστεύουν δεν είναι σπάνιο το φαινόμενο ορισμένοι διαχειριστές να τροποποιούν την ακολουθούμενη στρατηγική τους με τρόπο που κανονικά θα τους κατέτασσε σε άλλη κατηγορία – στρατηγική.

Εξαιτίας των παραπάνω δυσκολιών, συχνά οι αποδόσεις μιας συγκεκριμένης στρατηγικής, όπως αυτή παρουσιάζεται σε μία βάση δεδομένων για ένα

συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, αποκλίνει από την απόδοση των Hedge Funds της ίδιας στρατηγικής και της ίδιας περιόδου αναφοράς, όπως αυτά εμφανίζονται σε άλλες βάσεις δεδομένων. Έρευνες έχουν δείξει ότι το ύψος των παραπάνω αποκλίσεων είναι δυνατόν να φτάσει και το 20%.

Η ύπαρξη μεγάλης ετερογένειας μεταξύ των ακολουθούμενων στρατηγικών και των αντίστοιχων αποδόσεών τους, όπως αυτά εμφανίζονται στους δείκτες των διαφόρων παροχέων πληροφοριών, επηρεάζει σε σημαντικό βαθμό τις αποφάσεις ενός επενδυτή που αναζητά ευκαιρίες διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου του πέραν των ομολόγων και μετοχών.

8.2.3 Μεροληψία στις βάσεις δεδομένων

Όπως περιγράφεται και στο ξεχωριστό κεφάλαιο για τις βάσεις δεδομένων που παρέχουν επί πληρωμή πληροφορίες για τις αποδόσεις των Hedge Funds, υπάρχουν ορισμένα είδη μεροληψίας στα δημοσιευμένα στοιχεία που θα πρέπει να ληφθούν σοβαρά υπ' όψιν κατά τη διαδικασία επιλογής των προς επένδυση Hedge Funds. Στο σημείο αυτό κρίνεται σκόπιμο να γίνει μία επιγραμματική μόνο επανάληψή τους και παραπομπή για περαιτέρω πληροφορίες στο σχετικό κεφάλαιο. Επομένως, τα ενυπάρχοντα στις βάσεις δεδομένων είδη μεροληψίας είναι:

- self reporting bias
- survivorship bias
- selection bias

- instant history bias
- multi period sampling bias
- liquidation bias.

8.2.4 Δυναμικές και μη γραμμικές διαστάσεις των αποδόσεων

Οι περισσότεροι Hedge Funds διαχειριστές ακολουθούν δυναμικές στρατηγικές και ενεργή διαχείριση σε αντίθεση με τους διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων των οποίων η στρατηγική προϋποθέτει αγορά χρεογράφων και διακράτηση τους σε μακροχρόνιο ορίζοντα. Επιπλέον ο δυναμικός χαρακτήρας των Hedge Funds στρατηγικών ενισχύεται παραπέρα από το γεγονός χρησιμοποίησης χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων και άλλου είδους παραγώγων σε πολλές από τις σχετικές στρατηγικές. Το πρόβλημα που δημιουργείται από την προαναφερθείσα κατάσταση έγκειται στο ότι τα δημοφιλέστερα εργαλεία για την αξιολόγηση του κινδύνου, ο συντελεστής βήτα και ο δείκτης Sharpe, αδυνατούν να περιγράψουν με ακρίβεια τα αξιόγραφα με δυναμικά και μη γραμμικά χαρακτηριστικά κινδύνου.

Παρόλα αυτά μέχρι σήμερα ο δείκτης Sharpe αποτελεί το βασικότερο δείκτη απόδοσης – κινδύνου και για τα Hedge Funds.

$$S_{HF}(t) = \frac{r_{HF}(t) - r_f(t)}{\sigma_{HF}(t)}, \text{ όπου}$$

$r_{HF}(t)$: η απόδοση του Hedge Fund

$r_f(t)$: η απόδοση χρεογράφου χωρίς κίνδυνο

$\sigma_{HF}(t)$: η τυπική απόκλιση του Hedge Fund

Η χρησιμοποίηση του εν λόγω δείκτη μειονεκτεί όσον αφορά τα Hedge Funds, γιατί κάνει την υπόθεση ότι οι επενδυτές ενδιαφέρονται μόνο για τις δύο πρώτες στιγμές (moments) της κατανομής των αποδόσεών τους, δηλαδή για τον μέσο και τη διακύμανση αυτών. Κάτι τέτοιο όμως θα ίσχυε μόνο εάν η συνάρτηση χρησιμότητας των διαχειριστών περιγραφόταν από μια συνάρτηση δευτέρου βαθμού (η οποία δε φέρει το επιθυμητό χαρακτηριστικό της φθίνουσας οριακής χρησιμότητας) ή εάν η κατανομή πιθανοτήτων για τις αποδόσεις των Hedge Funds ακολουθούσε την κατά Gauss κανονική κατανομή.

Οι παραπάνω υποθέσεις δεν ισχύουν για χαρτοφυλάκια που περιέχουν θέσεις σε παράγωγα προϊόντα και επομένως ούτε για τα Hedge Funds. Οι χρηματικές ροές ορισμένων παράγωγων προϊόντων, όπως τα δικαιώματα, αποτελούν μη γραμμικές συναρτήσεις των αποδόσεων των υποκείμενων μέσων και ως τέτοιες δεν ακολουθούν την κανονική κατανομή.

Στην πραγματικότητα όσοι επενδύουν σε Hedge Funds ενδιαφέρονται και για την τρίτη και τέταρτη στιγμή της κατανομής των αποδόσεών τους, δηλαδή την ασυμμετρία³ και την κύρτωση⁴, κάτι που είναι έκδηλο και από την ανάπτυξη

³ Μέτρο της συμμετρίας της κατανομής των αποδόσεων γύρω από τη μέση τιμή. Επιθυμητή ασυμμετρία χαρακτηρίζεται η θετική η ή προς τα δεξιά ασυμμετρία, καθώς υποδεικνύει ότι οι αποδόσεις που είναι υψηλότερες της μέσης απόδοσης, έχουν υψηλότερη πιθανότητα και επιπλέον ότι ο μέσος είναι υψηλότερος από τη διάμεσο της κατανομής (Newbold, 2003).

$$\text{Ασυμμετρία} = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^3}{n} \times \frac{1}{s^2}$$

ιδιαίτερων μέτρων – δεικτών για την εκτίμηση της αξίας του χαρτοφυλακίου κάτω από συνθήκες ιδιαίτερα δυσμενούς μεταβλητότητας, όπως ο V.a.R. (Value at Risk). Η αγνόηση της ασυμμετρίας και της κύρτωσης των αποδόσεων ενός χαρτοφυλακίου αποκρύπτει τον πραγματικό κίνδυνο, όπως αυτός αποτυπώνεται από την διακύμανση. Χαρακτηριστικά, ένα χαρτοφυλάκιο Α με μέσο 0,5 και διακύμανση 0,5 και ένα χαρτοφυλάκιο Β, με μικρότερο μέσο (-0,5) και υψηλότερη διακύμανση (1,32) έχουν τον ίδιο μέσο (0) και την ίδια τυπική απόκλιση (1) με ένα χαρτοφυλάκιο Γ που ακολουθεί την τυποποιημένη κανονική κατανομή. Σε περίπτωση που η ασυμμετρία και η κύρτωση ληφθούν υπ' όψιν αποκαλύπτονται τα υποδεέστερα χαρακτηριστικά του χαρτοφυλακίου Β (ασυμμετρία= -0,75, κύρτωση= 6,06) σε σχέση με τα αντίστοιχα μεγέθη της τυποποιημένης κανονικής κατανομής (0 και 3).

Σχετικές έρευνες αποδεικνύουν ότι καθώς ο αριθμός των Hedge Funds σε ένα χαρτοφυλάκιο αυξάνεται, η τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου μειώνεται, παράλληλα όμως με μείωση της ασυμμετρίας και αύξηση της κύρτωσης και του βαθμού συσχέτισης με την αγορά (Amin, Kat 2002). Αυτό συνεπάγεται αύξηση της πιθανότητας για μια σχετικά μεγάλη ζημία και μείωση της δυνητικής διαφοροποίησης του εν λόγω χαρτοφυλακίου.

⁴ Ο βαθμός συγκέντρωσης των τιμών μιας μεταβλητής γύρω από τον αριθμητικό μέσο και στα άκρα μιας κατανομής συχνοτήτων. Βαθμός κύρτωσης μεγαλύτερος του 3 συνεπάγεται σχετικά μεγάλη πιθανότητα για μια μεγάλη ζημία ή κέρδος. Συνδυαζόμενος με αρνητική ασυμμετρία αποτελεί εξαιρετικά ανεπιθύμητο χαρακτηριστικό της κατανομής (Newbold, 2003).

$$\text{Κύρτωση} = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^4}{n} \times \frac{1}{s^2}$$

Έχει παρατηρηθεί ότι η αξιολόγηση των αποδόσεων των Hedge Funds με βάση το δείκτη Sharpe, είναι πιθανό να ενέχει κινδύνους, καθώς ωθεί ορισμένες φορές τους διαχειριστές σε πρακτικές short volatility, σε πρακτικές δηλαδή που μπορεί να παραλληλιστούν με την πώληση δικαιωμάτων. Πολλά όμως είναι και τα Hedge Funds που χρησιμοποιούν απευθείας δικαιώματα στη στρατηγική τους και εφαρμόζουν ακριβώς την παραπάνω πρακτική, κυρίως πουλώντας δικαιώματα πάνω από το χρηματοοικονομικό τους ισοδύναμο.

Κάτι τέτοιο συνεπάγεται μεγάλη πιθανότητα συχνών μικρών κερδών, αλλά και μικρή πιθανότητα για μια πολύ μεγάλη ζημιά. Οι πρακτικές όμως αυτές είναι δημοφιλείς για τον τρόπο που επιδρούν στην κατανομή των αποδόσεων. Από τη μία πλευρά μειώνουν τον κίνδυνο, όπως αυτός μετριέται από τη διακύμανση, ενώ από την άλλη επιτρέπουν την αύξηση του μέσου μέσω της είσπραξης της τιμής των δικαιωμάτων. Η μικρή πιθανότητα για μια πολύ μεγάλη ζημιά που ενέχει η παραπάνω διαδικασία θα μπορούσε να διαγνωσθεί μόνο από την παρατήρηση της ασυμμετρίας και της κύρτωσης της κατανομής των σχετικών αποδόσεων, τα χαρακτηριστικά των οποίων επιδεινώνονται αισθητά, αλλά δε λαμβάνονται υπ' όψιν στον τύπο για την εκτίμηση του δείκτη Sharpe.

Όσον αφορά το πρόβλημα της αρνητικής ασυμμετρίας και της υψηλής κύρτωσης, έχει προταθεί σαν λύση η περαιτέρω διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου των επενδυτών με χρήση προθεσμιακών συμβολαίων ή δικαιωμάτων κάτω από το χρηματικό τους ισοδύναμο (Kat 2005). Παρόλο που δεν υπάρχει οργανωμένη αγορά προθεσμιακών συμβολαίων και δικαιωμάτων έναντι χαρτοφυλακίων Hedge Funds και το συνεπαγόμενο κόστος ενδέχεται να

είναι υψηλό, εντούτοις είναι δυνατό να βρεθούν τέτοια εργαλεία που να ταιριάζουν με την εκάστοτε στρατηγική ενός διαχειριστή. Τα εργαλεία αυτά εμφανίζουν θετική ασυμμετρία και μικρότερη κύρτωση από τα Hedge Funds και συμμετέχοντας σε χαρτοφυλάκια με Hedge Funds, μετοχές και ομόλογα βελτιώνουν την 3^η και 4^η στιγμή της κατανομής των αποδόσεων, με μικρό όμως κόστος που μεταφράζεται σε χαμηλότερη απόδοση και υψηλότερη τυπική απόκλιση.

Δύο είναι οι τρόποι για να ενσωματωθεί ο μη γραμμικός τρόπος κατανομής των αποδόσεων των Hedge Funds στο σύγχρονο χρηματοοικονομικό πλαίσιο. Σύμφωνα με τον πρώτο τρόπο απαιτείται μια σημαντική μεθοδολογική προσαρμογή με χρήση ενός μη γραμμικού μοντέλου που να είναι ικανό να αναλύει τις αποδόσεις των Hedge Funds στα συνθετικά τους στοιχεία, να διακρίνει μεταξύ κανονικών και μη κανονικών αποδόσεων (abnormal returns – που δεν προκύπτουν ως ανταμοιβή από την ανάληψη γνωστών κινδύνων της αγοράς), να υπολογίζει τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου κάτω από εξαιρετικά δυσμενείς συνθήκες στην αγορά και να προσδιορίζει ανά διαστήματα τις μεταβολές στο βαθμό συσχέτισης μεταξύ των εναλλακτικών στρατηγικών.

Ο δεύτερος τρόπος αναφέρεται σε ένα γραμμικό υπόδειγμα με μη γραμμικές ερμηνευτικές μεταβλητές. Μεταξύ των ερμηνευτικών μεταβλητών που χρησιμοποιούνται για την ενσωμάτωση του μη γραμμικού χαρακτήρα των αποδόσεων των Hedge Funds περιλαμβάνονται και χαρτοφυλάκια δικαιωμάτων (Fung, Hsieh 2000, Agarwal, Naik 2000, Amin, Kat 2002). Επιπλέον, ως ερμηνευτική μεταβλητή για την ερμηνεία του τρόπου απόδοσης των Hedge

Funds χρησιμοποιούνται και οι δείκτες των διαφόρων στρατηγικών Hedge Funds, όπως αυτοί δημοσιεύονται στις διάφορες βάσεις δεδομένων (Amenc, Curtis, Martellini 2002). Παρόλο που η ερμηνεία των αποδόσεων των Hedge Funds με χρήση δεδομένων για την απόδοση άλλων Hedge Funds πρέπει να γίνει αποδεκτή με ένα σχετικά υψηλό βαθμό αφαίρεσης, εν τούτοις έχει πρακτικά πλεονεκτήματα και επιτρέπει να γίνει η ανάλυση των αποδόσεων χωρίς να είναι απαραίτητη η ακριβής περιγραφή της στρατηγικής από το διαχειριστή.

Όσον αφορά το δείκτη V.a.R. ως δείκτη για τον έσχατο κίνδυνο και τη χρησιμοποίησή του στις δυναμικές, μη γραμμικές στρατηγικές των Hedge Funds υπάρχει και πάλι σκεπτικισμός, ο οποίος εστιάζει στα ακόλουθα:

- ο δείκτης V.a.R. αποτιμά το ύψος των πιθανών ζημιών ενός χαρτοφυλακίου από τις πιθανές μεταβολές της αγοραίας αξίας για προκαθορισμένη περίοδο και όχι τις συνέπειες από εξαιρετικά σπάνια ενδεχόμενα,
- ακόμη και αν γίνει προσπάθεια να ληφθούν εξαιρετικά σπάνια ενδεχόμενα υπ' όψιν κατά την εκτίμηση του V.a.R. με χρήση στοιχείων για την κατανομή των αποδόσεων στο παρελθόν, υπάρχει και πάλι πρόβλημα. Κάτι τέτοιο απαιτεί πληθώρα ιστορικών στοιχείων που στην περίπτωση των Hedge Funds είναι δύσκολο να παρασχεθούν. Επιπλέον, η μηνιαία και όχι ημερήσια δημοσιοποίηση των αποδόσεων των Hedge Funds επιτείνει το πρόβλημα,

- ο υπολογισμός του δείκτη V.a.R. κάνει την υπόθεση της γραμμικότητας για τις αποδόσεις των Hedge Funds, κάτι που ενέχει τα προβλήματα που αναφέρθηκαν και στην περίπτωση του δείκτη Sharpe.

Για τα τρία παραπάνω προβλήματα του εν λόγω μέτρου κινδύνου έχουν προταθεί διάφορες λύσεις, όπως εκτίμηση του V.a.R. με προσομοιώσεις με τη μέθοδο Monte Carlo και προσαρμογές του εν λόγω μέτρου κατά τέτοιο τρόπο που να λαμβάνεται υπ' όψιν η μη γραμμικότητα και κατά συνέπεια η επίδραση της ασυμμετρίας και της κύρτωσης στις αποδόσεις των Hedge Funds.

- επιπρόσθετα κριτική έχει ασκηθεί στον τρόπο με τον οποίο αντιλαμβάνονται τον κίνδυνο οι επενδυτές και οι διαχειριστές μέσω του δείκτη V.a.R., καθώς το ύψος ζημίας για το τέλος μιας επενδυτικής περιόδου αναφοράς (τα Hedge Funds επιβάλλουν lock up periods) συνήθως υποεκτιμάται (Van Royen, Kritzman, Chow 2002). Αυτό συμβαίνει επειδή στο τέλος της περιόδου αναφοράς συσσωρεύονται οι μηνιαίες αποδόσεις βελτιώνοντας και εξομαλύνοντας τη γενικότερη εικόνα του χαρτοφυλακίου και επειδή η συνάρτηση πιθανότητας για τις ζημίες που χρησιμοποιείται στον υπολογισμό του δείκτη V.a.R. αναφέρεται μόνο στο τέλος αυτής της περιόδου:

$$P(\text{ζημία} > V) = N \times \left[\frac{\ln(1 + L) - mT}{s\sqrt{T}} \right]$$

όπου:

N = σωρευτική συνάρτηση κανονικής κατανομής

L = σωρευτική πιθανότητα ζημίας

μ = ετησιοποιημένη προσδοκώμενη απόδοση

T = έτη στην επενδυτική περίοδο

σ = ετησιοποιημένη τυπική απόκλιση

Η εκτίμηση της πιθανότητας της ζημίας κατά το τέλος της επενδυτικής περιόδου είναι ασφαλώς σημαντική, όμως η πιθανότητα ζημίας σε οποιοδήποτε σημείο του χρονικού ορίζοντα είναι πιο κρίσιμη για τους επενδυτές των Hedge Funds. Είναι γνωστό ότι πολλά Hedge Funds αποτυγχάνουν και οδηγούνται στη χρεοκοπία πριν την ολοκλήρωση του επενδυτικού τους σχεδίου. Ο συνεχής V.a.R. αποτελεί επέκταση του κλασσικού V.a.R. και εκτιμά τον κίνδυνο ανά πάσα στιγμή με τη βοήθεια της ακόλουθης μετατροπής στον τύπο της πιθανότητας ζημίας:

$$πιθανότητα_ζημίαςV = N \times \left[\frac{\ln(1+L) - mT}{s\sqrt{T}} \right] + (1+L)^{2m/s^2} \times N \times \left[\frac{\ln(1+L) - mT}{s\sqrt{T}} \right]$$

8.3 Αντιγραφή των αποδόσεων των Hedge Funds χωρίς Hedge Funds

Πρόσφατα προτάθηκε η αντιγραφή των αποδόσεων των Hedge Funds χωρίς ουσιαστικά να απαιτείται να επενδύσει κάποιος σε κάποια Hedge Funds. Στόχος αυτής της προσπάθειας είναι να αναπαραχθούν τα χαρακτηριστικά των αποδόσεων των Hedge Funds σε όρους απόδοσης, μεταβλητότητας, ασυμμετρίας, κύρτωσης και μικρού βαθμού συσχέτισης με την αγορά. Κάτι τέτοιο προτείνεται να γίνει μηχανικά με χρήση πολυπαραγοντικών υποδειγμάτων που θα λαμβάνουν υπ' όψιν μεταβλητές όπως το δείκτη S&P 500, τα επιτόκια, τα πιστωτικά spreads, τη μεταβλητότητα της αγοράς κ.ά.. Ακολούθως θα λαμβάνονται θέσεις σε ομόλογα, μετοχές και προθεσμιακά συμβόλαια βάσει της βαρύτητας που θα προκύπτει από το παραπάνω υπόδειγμα και έτσι ώστε να προκύψουν τα χαρακτηριστικά της κατανομής των αποδόσεων του επιθυμητού Hedge Fund.

Η παραπάνω διαδικασία είναι ικανή να προσεγγίζει τη διαχείριση του Hedge Fund στόχου σε ένα βαθμό της τάξης του 15% – 20%, ενώ για τα αμοιβαία κεφάλαια το αντίστοιχο ποσοστό θα ήταν 90 % - 95% (Kat, Palaro 2005). Αυτό όμως που ενδιαφέρει τον εκάστοτε επενδυτή είναι οι στατιστικές ιδιότητες που φέρουν οι αποδόσεις των Hedge Funds και όχι ο ακριβής τρόπος συναλλαγών που οδήγησαν σε αυτές τις αποδόσεις.

Οι υποστηρικτές αυτής της άποψης θεωρούν ότι οι αποδόσεις των εναλλακτικών μορφών επένδυσης, όπως τα Hedge Funds δεν είναι μοναδικές

στην αγορά αλλά απλά διαφορετικές. Τα πλεονεκτήματα της πρότασης αυτής έγκεινται στα ακόλουθα:

- απουσία των περιορισμών ρευστότητας (lock up periods) και δυναμικότητας (ανώτατος αριθμός επενδυτών, αφού η εκμετάλλευση των ευκαιριών έτσι ώστε να προσφέρουν ικανοποιητικές αποδόσεις δε μπορεί να διαχέεται σε απεριόριστο αριθμό ενδιαφερομένων) που επιβάλλουν τα Hedge Funds. Κάτι τέτοιο οφείλεται στο ότι για τα εμπορευόμενα αξιόγραφα της εν λόγω διαδικασίας υπάρχουν διεθνώς οργανωμένες αγορές με απεριόριστη ρευστότητα,
- απουσία των προβλημάτων διαφάνειας και συνεπώς δυσπιστίας που ενέχουν πολλές φορές οι ακολουθούμενες στρατηγικές των Hedge Funds. Η προτεινόμενη στρατηγική βασίζεται σε δημοσίως εμπορευόμενα αξιόγραφα και μπορεί ανά πάσα στιγμή να ελεγχθεί η σύνθεση του εκάστοτε χαρτοφυλακίου,
- οι επενδυτές δε χρειάζεται να ανησυχούν για το ενδεχόμενο ο διαχειριστής του Hedge Fund στο οποίο έχουν επενδύσει να αλλάξει τη δηλωμένη του στρατηγική, κάτι που θα συνεπαγόταν αλλαγές και στις στατιστικές ιδιότητες των αποδόσεών του. Η μέθοδος έγκειται στην ανάλυση του ιστορικού των αποδόσεων ενός Hedge Fund - στόχου και αναγωγή τους στο μέλλον, χωρίς παρεκκλίσεις από την αρχικώς δηλωμένη στρατηγική.

- η προτεινόμενη εναλλακτική δεν ενέχει τις υψηλές αμοιβές κινήτρου και διαχείρισης που συνεπάγονται τα Hedge Funds.

Η παραπάνω πρόταση φαίνεται πολύ ελκυστική, προϋποθέτει όμως πρόσβαση σε λεπτομερή και αξιόπιστα δεδομένα των αποδόσεων του Hedge Fund την απόδοση του οποίου προσπαθεί να αντιγράψει, τα οποία με τη σειρά τους θα τροφοδοτήσουν το κατάλληλο στατιστικό / οικονομετρικό μοντέλο. Τα μοντέλα αυτά είναι αρκετά πολύπλοκα και προσεγγίζουν τον τύπο του Black & Scholes' μοντέλου που οι μεγάλες τράπεζες χρησιμοποιούν για να αντισταθμίζουν με χρήση δικαιωμάτων τις ανοιχτές τους θέσεις.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

9.1 Συμπεράσματα

Η ολοκλήρωση της παρούσας εργασίας οδηγεί αναπόφευκτα σε ορισμένα συμπεράσματα για τα χαρακτηριστικά και τις ιδιότητες των Hedge Funds, τα οποία είναι απαραίτητο να επισημανθούν στην παρούσα ενότητα συγκεντρωτικά και με χαρακτήρα ενοποιητικό όσον αφορά στα διάφορα κεφάλαια που προηγήθηκαν.

Είναι γεγονός ότι τα τελευταία χρόνια τα Hedge Funds γνωρίζουν ιδιαίτερα εντυπωσιακή ανάπτυξη τόσο όσον αφορά τον αριθμό των διαφορετικών υπό λειτουργία Funds, όσο και των υπό διαχείριση κεφαλαίων. Η ανάπτυξη αυτή συνοδεύεται και με ευρύτερη αποδοχή από το επενδυτικό κοινό, στο οποίο πλέον συγκαταλέγονται θεσμικοί επενδυτές, ιδρύματα και ασφαλιστικοί οργανισμοί.

Η εστιασμένη έρευνα στο χώρο των Hedge Funds για την διαπίστωση των πραγματικών ωφελειών και κινδύνων που ενέχουν, παράλληλα με τις προσπάθειες των εποπτικών αρχών για την ανάπτυξη ενός αρτιότερου και ευρύτερου κανονιστικού πλαισίου που να συμβιβάζει ικανοποιητικά τα συμφέροντα των ενδιαφερομένων μερών, έχουν διαμορφώσει εκ νέου το χάρτη των επενδυτικών επιλογών. Σήμερα τα Hedge Funds για τους έμπειρους επενδυτές δεν αποτελούν εξωτικά κερδοσκοπικά οχήματα με μυστική δράση,

αλλά μια ακόμη κατηγορία χρηματοοικονομικού μέσου που προσφέρεται για περαιτέρω διαφοροποίηση ενός χαρτοφυλακίου.

Τα βασικότερα συμπεράσματα από την παρούσα εργασία είναι τα ακόλουθα:

1. Τα Hedge Funds υπάρχουν από το 1949 και δεν είναι ένα καινούριο επενδυτικό προϊόν. Τα τελευταία χρόνια γνωρίζουν μεγάλη ανάπτυξη που σε μεγάλο βαθμό οφείλεται στην πληθώρα χρηματοοικονομικών εργαλείων (παράγωγα, συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης κ.ά.) και στην ανάπτυξη της τεχνολογίας της πληροφορίας (information technology), στοιχεία που διευκολύνουν τον τρόπο και την ταχύτητα εκτέλεσης των απαραίτητων συναλλαγών.
2. Τα Hedge Funds δε θα πρέπει να συγχέονται με τα αμοιβαία κεφάλαια, καθώς αποτελούν μια αυτόνομη κατηγορία αξιόγραφων, τα οποία διαφοροποιούνται ως προς τον επενδυτικό σκοπό, την ακολουθούμενη στρατηγική, τις κύριες πηγές απόδοσης και κινδύνου, την επενδυτική πολιτική, τη ρευστότητα, τον τρόπο διαφήμισης, τις σχέσεις των συναλλασσόμενων και τις αμοιβές διαχείρισης.
3. Η κατάρρευση του Long Term Capital Management είναι άτοπο να χρησιμοποιείται για το χαρακτηρισμό ολόκληρης της βιομηχανίας των Hedge Funds ως εξαιρετικά επικίνδυνη. Πολλά Hedge Funds έκλεισαν πριν το LTCM και πολλά είναι σίγουρο ότι θα κλείσουν και μετά από αυτό. Η σύγχρονη χρηματοοικονομική θεωρία τονίζει τη σπουδαιότητα της

διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου των επενδυτών. Οι επενδυτές δεν πρέπει να τοποθετούν όλα τα κεφάλαιά τους στο ίδιο μέσο και αυτό είναι το δίδαγμα του συγκεκριμένου περιστατικού. Άλλωστε κάτι αντίστοιχο συμβαίνει συχνά και στον κόσμο των μετοχών. Πολλές είναι οι εταιρείες που χρεοκοπούν, εκμηδενίζοντας παράλληλα την αξία των μετοχών τους. Όλοι όμως παραδέχονται πως κάτι τέτοιο δε συνεπάγεται ότι οι επενδυτές θα πρέπει να αντιστρέφονται την αγορά μετοχών.

Επιπλέον, δε θα πρέπει να παραβλεφθούν οι ευθύνες των διαχειριστών για τους πολύ υψηλούς κινδύνους που ανέλαβαν, όπως και εκείνες όσων παρείχαν αφειδώς τα ανάλογα πιστωτικά όρια.

4. Υπάρχουν αρκετά Hedge Funds τα οποία λαμβάνουν ενεργό ρόλο σε συγκεκριμένες καταστάσεις επενδύοντας σε αναδυόμενες αγορές, συγχωνεύσεις, εξαγορές και ιδιωτικά χρέη (private dept). Χωρίς την συμμετοχή τους, πολλά αξιόλογα επενδυτικά σχέδια θα εγκαταλείπονταν μη βρίσκοντας την απαραίτητη χρηματοδότηση. Επιπλέον τα Hedge Funds συναλλάσσονται ενεργά σε πληθώρα εξωτικών χρηματοοικονομικών προϊόντων παρέχοντας πολύτιμη ρευστότητα στους αντισυμβαλλόμενους σε αυτά επενδυτές.

Πρόσφατα έχουν αναπτυχθεί καινοτόμα χρηματοοικονομικά εργαλεία (warrants, oil - linked bonds, mortgage backed bonds) που επιτρέπουν στις επιχειρήσεις να αντλήσουν πρόσθετα κεφάλαια και να διαχειριστούν τον κίνδυνο. Τα Hedge Funds είναι οι σημαντικότεροι αγοραστές των

προϊόντων αυτών τόσο στην πρωτογενή όσο και στη δευτερογενή αγορά. Χωρίς τα Hedge Funds οι εταιρείες που εκδίδουν τα παραπάνω αξιόγραφα θα είχαν λιγότερες επιλογές διαχείρισης κινδύνου και ασφαλώς υψηλότερο κόστος κεφαλαίου.

5. Τα Hedge Funds δε μπορούν να θεωρηθούν υπαίτια για την ασιατική κρίση του 1998, όπως και για οποιαδήποτε άλλη παγκόσμια οικονομική κρίση. Οι σύγχρονες χρηματοοικονομικές αγορές αντιδρούν πολύ γρήγορα στην πληροφόρηση και σε περίπτωση που εταιρίες ή / και χώρες αδυνατούν να εκπληρώσουν τους τιθέμενους στόχους είναι φυσικό τα επενδυμένα κεφάλαια να αποσύρονται μαζικά. Αν οι επενδυτές φοβούνται ότι δε θα μπορέσουν να ανακτήσουν τα κεφάλαιά τους, τότε εξαρχής δε θα έπρεπε να είχαν τοποθετήσει εκεί τα χρήματά τους.
6. Ένα σημαντικό οικονομικό όφελος των Hedge Funds είναι η ικανότητά τους να τροφοδοτούν με κεφάλαια σχετικά μη ρευστές αγορές. Οι επενδύσεις σε αγορές που χαρακτηρίζονται από υψηλή ρευστότητα πραγματοποιούνται εύκολα με αμοιβαία κεφάλαια, τα οποία λειτουργούν κάτω από δεδομένο κανονιστικό πλαίσιο και παρέχουν ανά πάσα στιγμή τη δυνατότητα ρευστοποίησης. Αντίθετα, οι διαχειριστές των Hedge Funds επιβάλλουν επενδύσεις για μακρά διαστήματα χωρίς δυνατότητα ρευστοποίησης (lock up periods), επιτρέποντάς τους να προβαίνουν σε επενδύσεις που χαρακτηρίζονται από έλλειψη ρευστότητας. Όσοι επομένως ενστερνίζονται μακροχρόνιους επενδυτικούς ορίζοντες και διαφωνούν με τη στρατηγική βραχυχρόνιων τοποθετήσεων, θα πρέπει

ίσως να αναθεωρήσουν τις απόψεις τους προτού ταχθούν ενάντια στον «οπορτουριστικό» χαρακτήρα των Hedge Funds.

Πολλά είναι τα Hedge Funds που είναι δομημένα με τρόπο που να επιτρέπει στους διαχειριστές τους να σχεδιάζουν μακροπρόθεσμες στρατηγικές σε αξιόγραφα χαμηλής ρευστότητας, δίχως να ανησυχούν για το ενδεχόμενο οι επενδυτές τους να απαιτήσουν ρευστοποίηση της θέσεως τους.

7. Είναι πολλές φορές ευκολότερο να αναγνωρίζονται εκ των υστέρων τα λάθη που οδήγησαν σε κατάρρευση αγορές, χώρες, εταιρίες κτλ, όπως ευκολότερο είναι να προτείνονται εκ των υστέρων οι λύσεις που ενδεχομένως θα είχαν αποτρέψει μια κατάρρευση. Από τη μία πλευρά η αποτελεσματική διαχείριση κινδύνου πρέπει να αποτελεί αναπόσπαστο τμήμα της επενδυτικής διαδικασίας, αλλά από την άλλη σε καμία περίπτωση δε θα πρέπει να είναι τόσο περιοριστική ώστε να αποκλείει κάθε ενδεχόμενη ζημία.

Η άρνηση πιστωτικών ορίων σε Hedge Funds για επενδύσεις σε στρατηγικές και εταιρίες που ενδέχεται να αποτύχουν, ίσως αποτρέψει την υλοποίηση εν δυνάμει αξιόλογων επενδυτικών σχεδίων. Η μεγέθυνση απαιτεί ανάληψη κινδύνων που με τη σειρά τους ενδέχεται να οδηγήσουν σε ζημίες. Μακροπρόθεσμα όμως τα καλά διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια είναι ικανά να προσφέρουν ανάλογες αποδόσεις. Ο κίνδυνος εμπεριέχεται σε κάθε λογής επενδύσεις και αυτό πρέπει να γίνει κοινώς αποδεκτό.

8. Τα διαθέσιμα στοιχεία για τα Hedge Funds που παρέχονται από τις υπάρχουσες βάσεις δεδομένων δε θα πρέπει να γίνονται αποδεκτά αβίαστα, καθώς ενσωματώνουν διάφορα είδη μεροληψίας.

Οι πωλητές δεδομένων (data vendors) που αφορούν στα Hedge Funds, δημοσιεύουν στη βάση δεδομένων τους τα στοιχεία των διαφόρων Hedge Funds, όπως αυτά παρέχονται από τους διαχειριστές τους, χωρίς περαιτέρω επαλήθευση της ακρίβειάς τους.

Τα διάφορα Hedge Funds μπορούν να παρέχουν τα στοιχεία της απόδοσής τους σε πολλές βάσεις δεδομένων σε εθελοντική βάση, έτσι ώστε κάθε μία από αυτές να αντανakλά ένα διαφορετικό υποσύνολο του πληθυσμού, με διαφορετικά χαρακτηριστικά κινδύνου / απόδοσης.

Καθώς μόνο τα Hedge Funds με καλές αποδόσεις έχουν συμφέρον να δημοσιοποιούν τις αποδόσεις τους, τα χαρακτηριστικά των διαφόρων βάσεων δεδομένων τείνουν να υπερεκτιμούν την πραγματική απόδοση και να υποεκτιμούν τον κίνδυνο.

Επιπλέον, πολλά Hedge Funds λαμβάνουν θέσεις σε μη ρευστά αξιόγραφα κάτι που δημιουργεί πρόβλημα στην τακτική αποτίμηση της καθαρής τους αξίας (NAV) και αναγκάζει τους διαχειριστές να κάνουν κατά προσέγγιση εκτιμήσεις ή να αποτιμούν βάσει της αξίας της πιο πρόσφατης συναλλαγής, δημιουργώντας έτσι τεχνητές υστερήσεις στην εξέλιξη του NAV του Fund τους .

Τέλος, η οργανωμένη συγκομιδή στοιχείων για τις αποδόσεις των Hedge Funds καλύπτει μία περίοδο μόλις 12 περίπου ετών, κάτι που δυσχεραίνει την έρευνα για τον προσδιορισμό της συμπεριφοράς τους στις διάφορες φάσεις της οικονομίας. Το συγκεκριμένο πρόβλημα επιτείνεται από το γεγονός ότι τα Hedge Funds δημοσιεύουν στοιχεία της απόδοσής τους όχι σε ημερήσια, αλλά σε μηνιαία βάση.

9. Τα Hedge Funds μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε περισσότερες από έντεκα διακριτές στρατηγικές, οι οποίες διαφοροποιούνται έντονα μεταξύ τους. Η σημαντική αυτή ετερογένεια μεταφράζεται σε χαμηλούς βαθμούς συσχέτισης ανάμεσα στις διάφορες Hedge Funds στρατηγικές και φυσικά σε σημαντικά οφέλη διαφοροποίησης κατά την κατασκευή ενός χαρτοφυλακίου. Χαμηλός είναι επίσης και ο βαθμός συσχέτισης ανάμεσα σε Hedge Funds που ανήκουν στην ίδια στρατηγική, διευκολύνοντας ακόμη περισσότερο τη διαδικασία και τα οφέλη διαφοροποίησης.
10. Προβλήματα κατά τη διαδικασία αναπροσαρμογής στις τρέχουσες τιμές (marking to market) δημιουργούν υστέρηση στην εξέλιξη του NAV των Hedge Funds, κάτι που στατιστικά μεταφράζεται σε αυτοσυσχέτιση στις αποδόσεις τους. Η εν λόγω αυτοσυσχέτιση οδηγεί σε υποεκτίμηση της τυπικής απόκλισης των αποδόσεων των Hedge Funds, ιδιαίτερα για τα Convertible Arbitrage και Distressed Securities Hedge Funds η αποτίμηση των οποίων ενέχει, λόγω της φύσης τους, και τις μεγαλύτερες δυσκολίες.

Ακόμη, η χρήση της τυπικής απόκλισης για την εκτίμηση του κινδύνου των Hedge Funds δεν αντανακλά τον πραγματικό κίνδυνό τους. Οι αποδόσεις των μετοχών και των ομολόγων ακολουθούν την κανονική κατανομή. Κάτι τέτοιο όμως δεν ισχύει για τα Hedge Funds. Οι επενδυτές ενδιαφέρονται εξίσου για τη συμμετρία και την κύρτωση της κατανομής των αποδόσεων των Hedge Funds. Η ασυμμετρία της κανονικής κατανομής είναι μηδέν, ενώ κατανομές με σχετικά υψηλή πιθανότητα εμφάνισης μεγάλης ζημίας έχουν αρνητική ασυμμετρία. Η κύρτωση της κανονικής κατανομής είναι τρία, ενώ κατανομές με σχετικά υψηλή πιθανότητα εμφάνισης μεγάλης ζημίας εμφανίζουν κύρτωση μεγαλύτερη του τρία. Η αρνητική ασυμμετρία και η υψηλή κύρτωση είναι χαρακτηριστικά των περισσότερων Hedge Funds και είναι σίγουρο ότι απασχολούν τους επενδυτές όσο και η χαμηλή τυπική απόκλιση που παρουσιάζουν.

11. Η απόδοση των Hedge Funds, όπως και εκείνη πολλών άλλων αξιόγραφων αποτιμάται συχνά με το δείκτη Sharpe.

$$S_{HF}(t) = \frac{r_{HF}(t) - r_f(t)}{s_{HF}(t)}$$

Επειδή τα Hedge Funds έχουν υψηλότερους μέσους και χαμηλότερη τυπική απόκλιση από τα αμοιβαία κεφάλαια είναι φυσικό να εμφανίζουν και ελκυστικότερους δείκτες Sharpe. Αυτό δε θα πρέπει να λειτουργεί παραπλανητικά, καθώς όπως προκύπτει από όσα έχουν προηγηθεί, οι υψηλοί δείκτες Sharpe συνοδεύονται στην περίπτωση των Hedge Funds

από αρνητική ασυμμετρία και υψηλή κύρτωση, χαρακτηριστικά που είναι ανεπιθύμητα για τον κάθε επενδυτή.

Ένα ακόμη δημοφιλές μέτρο που ερμηνεύει ως ανώτερες τις αποδόσεις των Hedge Funds, το alpha, πρέπει να λαμβάνεται υπ' όψιν με προσοχή. Το alpha ενός χαρτοφυλακίου προκύπτει ως η επιπλέον απόδοση ενός Hedge Fund σε σχέση με ένα δεύτερο Hedge Fund που έχει κατασκευαστεί με σύνθεση των παραγόντων κινδύνου / απόδοσης (risk / return factors) που επιδρούν στο πρώτο. Πολλές φορές είναι αδύνατο να συμπεριληφθούν όλοι οι επιδρώντες παράγοντες κατά την κατασκευή του μοντέλου σύγκρισης με αποτέλεσμα να προκύπτουν θετικά alpha όταν στην πραγματικότητα δεν υφίστανται. Η επιπλέον απόδοση δε θα έπρεπε να μεταφράζεται σε όρους ανώτερης διαχειριστικής ικανότητας, αλλά ως πριμ για κινδύνους που δεν κατέστη εφικτό να ληφθούν υπ' όψιν. Τέτοιοι κίνδυνοι είναι ο πιστωτικός κίνδυνος και ο κίνδυνος ρευστότητας.

12. Τα Hedge Funds αποτελούν ελκυστική επενδυτική επιλογή για καλύτερη διαφοροποίηση ενός χαρτοφυλακίου μετοχών και ομολόγων. Αυτό ισχύει εν γένει ακόμη και αν μελλοντικά οι αποδόσεις τους προσεγγίζουν εκείνες των μετοχών ή / και ομολόγων. Επομένως, οι επενδυτές δε χρειάζεται να αναμένουν τις υψηλές αποδόσεις του παρελθόντος προτού προχωρήσουν σε διαφοροποίηση με χρήση Hedge Funds.

Θα πρέπει όμως ταυτόχρονα να γνωρίζουν ότι η επιπλέον διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου τους θα προκύψει με κόστος την αρνητική ασυμμετρία

και την υψηλή κύρτωση που συνοδεύουν τις αποδόσεις των Hedge Funds. Κάτι τέτοιο φαίνεται ότι αποκτά ιδιαίτερη σημασία σε ακραίες περιπτώσεις, όπου έντονα πτωτική τάση στην αγορά των μετοχών είναι δυνατό να επιδράσει αρνητικά και στα Hedge Funds, τα οποία θα επηρεαστούν από την προκύπτουσα κατάσταση υψηλότερης μεταβλητότητας, χαμηλότερης ρευστότητας και διευρυμένων πιστωτικών ανοιγμάτων (credit spreads).

13. Είναι γενικά παραδεκτό ότι οι περισσότεροι επενδυτές αξιολογούν και επιλέγουν τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους βασιζόμενοι στο υπόδειγμα του Markowitz (1952). Σύμφωνα με το συγκεκριμένο μοντέλο ένας επενδυτής που αποστρέφεται τον κίνδυνο επιλέγει το χαρτοφυλάκιο εκείνο που προσφέρει την υψηλότερη προσδοκώμενη απόδοση για ένα δεδομένο επίπεδο τυπικής απόκλισης (κινδύνου). Εναλλακτικά, σύμφωνα πάντα με το ίδιο μοντέλο, ο επενδυτής επιλέγει το χαρτοφυλάκιο εκείνο που έχει τη μικρότερη τυπική απόκλιση για ένα δεδομένο επίπεδο προσδοκώμενης απόδοσης.

Τα χαρτοφυλάκια που βασίζονται στο προαναφερθέν υπόδειγμα και περιλαμβάνουν Hedge Funds, χαρακτηρίζονται από υψηλή μέση απόδοση και χαμηλή τυπική απόκλιση. Η χρήση όμως του συγκεκριμένου μοντέλου αδυνατεί να περιγράψει το γεγονός ότι πέρα από τα δύο αυτά ελκυστικά χαρακτηριστικά, τα χαρτοφυλάκια που περιλαμβάνουν Hedge Funds συνοδεύονται από σημαντική επιδείνωση στην ασυμμετρία και την κύρτωση.

Από όλα τα παραπάνω συνάγεται ότι οι επενδυτές που ενδιαφέρονται να επενδύσουν και σε Hedge Funds, χρειάζονται για τη λήψη αποφάσεων, ένα νέο μοντέλο που να ενσωματώνει την ασυμμετρία και την κύρτωση της κατανομής των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου τους.

9.2 Προτάσεις για περαιτέρω έρευνα

Η προσπάθεια εξερεύνησης του κόσμου των Hedge Funds μέσω της παρούσης εργασίας ανέδειξε πολύτιμα στοιχεία για ένα πολύ σημαντικό κομμάτι της σύγχρονης χρηματοοικονομικής το οποίο κερδίζει συνεχώς έδαφος σε διεθνές επίπεδο, είναι όμως σχετικά παρθένο στη χώρα μας. Ένας από τους τιθέμενους στόχους της υπό εξέταση διπλωματικής εργασίας είναι να αποτελέσει το κίνητρο για περισσότερο εξειδικευμένη έρευνα σε επιμέρους θέματα που αφορούν στα Hedge Funds.

Αρχικώς, θα είχε έντονο ενδιαφέρον η διερεύνηση του κατά πόσο γνωστά είναι τα Hedge Funds και οι στρατηγικές τους στην ελληνική επενδυτική πραγματικότητα και κατά πόσο οι τράπεζες, οι επενδυτικοί και ασφαλιστικοί οργανισμοί υιοθετούν πρακτικές που προσεγγίζουν εκείνες των Hedge Funds. Όπως έχει ήδη τονιστεί, τα Hedge Funds δεν αποτελούν κατηγορία αξιόγραφων όπως οι μετοχές και τα ομόλογα, αλλά διακριτή δομή με συγκεκριμένους στόχους και τρόπο λειτουργίας. Είναι πιθανό να αναδυθούν κοινές συνισταμένες και να ληφθεί σοβαρά υπ' όψιν το ενδεχόμενο οργάνωσης Hedge Funds που να δραστηριοποιούνται στον ελληνικό χώρο.

Η παραπάνω πρόταση θα ήταν μονομερής σε περίπτωση που η προτεινόμενη έρευνα δε θα παρείχε και τα αντίστοιχα στοιχεία από την πλευρά των εν δυνάμει αντισυμβαλλομένων. Θα ήταν λοιπόν εξίσου ενδιαφέρουσα μια έρευνα για τη συνάρτηση χρησιμότητας και τις προτιμήσεις του ελληνικού επενδυτικού κοινού, τα χαρακτηριστικά εισοδήματός του, τη ροπή προς τον κίνδυνο και το ύψος των προς διάθεση κεφαλαίων. Για να γίνει αυτό όμως πρέπει τα χαρακτηριστικά και το πλαίσιο λειτουργίας των Hedge Funds να έχουν γίνει κατανοητά από τους επενδυτές που θα κληθούν να απαντήσουν στη σχετική έρευνα. Σε αυτό μπορούν να βοηθήσουν εργασίες αντίστοιχες της παρούσης και ο ειδικός τύπος, που όμως τα τελευταία χρόνια ασχολείται αποσπασματικά με τα Hedge Funds και κυρίως σε περιπτώσεις που τονίζουν ανισομερώς τη σκοτεινή τους πλευρά [περιπτώσεις αποτυχιών (π.χ. LTCM), κερδοσκοπίας (π.χ. στα πρόσφατα ράλι πετρελαίου και χρυσού) και απάτης (Michael Milken και junk bonds)].

Στο ίδιο πνεύμα συντάσσεται και η πρόταση για διερεύνηση του κατά πόσο το ελληνικό θεσμικό και νομικό πλαίσιο είναι ανεπτυγμένα ή έστω έχουν κάνει πρόβλεψη, ώστε να «φιλοξενήσουν» τον ιδιότυπο τρόπο διαχείρισης και τη σχετική αδιαφάνεια που υιοθετούν τα Hedge Funds. Θα πρέπει δε να σημειωθεί ότι οι υπάρχουσες δομές των αμοιβαίων κεφαλαίων θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν ως χρήσιμο σημείο εκκίνησης και αναφοράς, ιδιαίτερα για τα Funds of Hedge Funds, τα οποία είναι δομημένα με αντίστοιχο τρόπο και αποτελούν μια σαφώς περισσότερο εφικτή εναλλακτική για το μέσο Έλληνα επενδυτή, το εισόδημα του οποίου (και επομένως το προς επένδυση κεφάλαιο) υπολείπεται σημαντικά εκείνου των άλλων ανεπτυγμένων χωρών της Δύσης.

Συνεχίζοντας με προτάσεις σε ένα διαφορετικό επίπεδο, σημαντικό βήμα για λεπτομερέστερη και πιο εμπειριστατωμένη έρευνα θα παρείχε και η δυνατότητα πλήρους πρόσβασης στα δεδομένα ορισμένων εκ των μεγαλύτερων εταιρειών συλλογής και παροχής πληροφοριών για τα Hedge Funds (data vendors). Αφού κάτι τέτοιο γίνεται έπ' αμοιβή και για ιδιώτες συγκεκριμένου επενδυτικού προφίλ, η πρωτοβουλία εκ μέρους του Πανεπιστημίου να έρθει σε επικοινωνία και να διαθέσει πόρους για να επιτευχθεί η διάθεση των απαραίτητων δεδομένων θα αποτελούσε σημαντική καινοτομία / πρωτοβουλία με απεριόριστες προοπτικές περαιτέρω έρευνας.

Πιο συγκεκριμένα η πρόσβαση στα εν λόγω δεδομένα, παράλληλα με την διαφανόμενη αύξηση του γενικότερου ενδιαφέροντος για τις εναλλακτικές μορφές επένδυσης θα επέτρεπε την έρευνα για την επαλήθευση των μέχρι σήμερα διαπιστώσεων που αφορούν στα Hedge Funds, αλλά και τον έλεγχο αυτών για την ισχύ τους στα επόμενα χρόνια. Διαπιστώσεις που μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο έρευνας είναι το μέγεθος των διαφόρων ειδών μεροληψίας στις βάσεις δεδομένων, η σύγκριση των αποδόσεων των διαφόρων στρατηγικών των Hedge Funds μεταξύ τους και συνολικά σε σχέση με τα αμοιβαία κεφάλαια, όπως και το βέλτιστο ποσοστό συμμετοχής των Hedge Funds σε ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών και ομολόγων. Επίσης, το κατά πόσο οι διαχειριστές των Hedge Funds καταφέρνουν να διατηρούν τα επίπεδα απόδοσής τους σε βάθος χρόνου (persistence in Hedge Funds returns) και το κατά πόσο επιτυγχάνουν ανώτερη διαχείριση και απόλυτες αποδόσεις (αποδόσεις ανεξάρτητες από τις γενικότερες συνθήκες τις αγοράς) για τις

οποίες χρεώνουν τις γνωστές αμοιβές διαχείρισης και κινήτρου (superior performance → abnormal returns → alpha).

Τέλος, θα είχε εξαιρετικό ενδιαφέρον να διερευνηθούν εκ νέου οι πηγές απόδοσης των Hedge Funds, όπως και οι κίνδυνοι στους οποίους αυτά εκτίθενται. Εδώ οι πιθανές τεχνικές είναι πραγματικά αναρίθμητες. Ελάχιστες μόνο από αυτές αποτελούν οι πολυπαραγοντικές παλινδρομήσεις με χρήση της μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων (OLS) και επιλογή ερμηνευτικών μεταβλητών όπως οι δείκτες κεφαλαιοποίησης, οι δείκτες της αγοραίας προς τη λογιστική αξία του ενεργητικού, μακροοικονομικοί δείκτες και δείκτες που αναφέρονται στη μόχλευση, το λόγο τιμής προς κέρδη (P/E ratio), τον όγκο συναλλαγών, τη μερισματική απόδοση και άλλους. Για κάθε μία από τις μεταβλητές αυτές υπολογίζεται ένας συντελεστής ευαισθησίας (beta coefficient) που προσδιορίζει το βαθμό στον οποίο ερμηνεύει τις υπό εξέταση επιδόσεις ή κινδύνους.

Επίσης, θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί για τον ίδιο λόγο η κατά Sharpe style analysis, παρέχοντας πιο εύκολα αξιοποιήσιμα αποτελέσματα με διάσπαση των αποδόσεων ενός Hedge Funds σε ποσοστά επένδυσης σε διακριτές κατηγορίες αξιόγραφων που να παράγουν τις ίδιες αποδόσεις. Το Hedge Fund που εξετάζεται δεν επενδύει στα αξιόγραφα που προκύπτουν από την παραπάνω ανάλυση, αλλά συμπεριφέρεται σα να είχε επενδύσει σε αυτά.

Η κατά Sharpe style analysis:

$$R_t = a + \sum_{i=1}^N b_i R_{i,t} + e_t$$

υπό τον περιορισμό:

$$(1) \sum_{i=1}^N b_i$$

$$(2) b_i \geq 0 \quad i = 1, \dots, N$$

όπου:

R_t : η απόδοση ενός Hedge Fund την περίοδο t ,

$R_{i,t}$: η απόδοση του αξιόγραφου i την περίοδο t ,

b_i : ο βαθμός ευαισθησίας του Hedge Fund στο αξιόγραφο i και

e_t : το μέρος εκείνο της απόδοσης του Hedge Fund που δεν ερμηνεύεται από τα αξιόγραφα που έχουν περιληφθεί στο υπόδειγμα.

Αν και περισσότερο ευθύ τα συγκεκριμένα αποτελέσματα, εντούτοις όπως έχει τονιστεί και παραπάνω, αδυνατούν να περιγράψουν επαρκώς τα δυναμικά χαρακτηριστικά (option-like payoff structures) που ενσωματώνουν οι αποδόσεις των Hedge Funds, καθώς και τη δυνατότητα των διαχειριστών τους να διενεργούν ανοιχτές πωλήσεις (2^{ος} περιορισμός).

Περισσότερο ακριβείς αλλά και σύνθετες παραμετρικές μέθοδοι (π.χ. AR-GARCH, βηματική παλινδρόμηση → σταδιακή πρόσθεση ερμηνευτικών μεταβλητών βάσει της οριακής συνεισφοράς τους στην αύξηση του συντελεστή προσδιορισμού του υποδείγματος- R^2) έχουν αναπτυχθεί για να ενσωματώσουν τα δυναμικά χαρακτηριστικά στις αποδόσεις των Hedge Funds (αποφάσεις

ενεργούς διαχείρισης και ανοιχτές πωλήσεις) και το μέγεθος της μόχλευσης που αυτά χρησιμοποιούν.

Το υπόδειγμα και η μέθοδος που θα υιοθετηθούν αποτελούν συνάρτηση των τιθέμενων στόχων της εκάστοτε εργασίας και των ερευνητικών ενδιαφερόντων του υποψηφίου μελετητή.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΠΗΓΕΣ

ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

1. Agarwal V., Naik N.
Generalized style analysis of Hedge Funds,
Journal of Asset Management, Vol.1, No. 1, pp. 93-109 (2000)
2. Amenc N., Curtis S., Martellini L.
The Alpha and Omega of Hedge Funds performance measurement
EDHEC – MISYS Risk and Asset Management Research Center,
working paper, (2002)
3. Amin G., Kat H.
Hedge Funds Performance 1990-2000,
Alternative Investment Research Centre, Cass Business School, City
University, working paper No.1 (2002)
4. Amin G., Kat H.
Welcome to the dark side. Hedge Funds Attrition and Survivorship Bias
(1994-2001),
Alternative Investment Research Centre, Cass Business School, City
University, working paper No.2 (2002)
5. Amin G., Kat H.
Portfolios of Hedge Funds,
Alternative Investment Research Centre, Cass Business School, City
University, working paper No.3 (2002)

6. Amin G., Kat H.
Diversification and Yield Enhancement with Hedge Funds,
Alternative Investment Research Centre, Cass Business School, City
University, working paper No.8 (2002)
7. Amin G., Kat H.
Stocks, Bonds and Hedge Funds: Not a Free Lunch,
Alternative Investment Research Centre, Cass Business School, City
University, working paper No.9 (2002)
8. Bennett P., Ennis R., Sebastian M.
Hedge Funds: Return enhancers or false hope?
Ennis Knupp and Associates, Chicago, www.ennisknupp.com (2002)
9. Brooks C., Kat H.
The Statistical Properties of Hedge Fund Index Returns and their
implications for investors,
Alternative Investment Research Centre, Cass Business School, City
University, working paper No. 4 (2001)
10. Brown S., Goetzmann W., Ibbotson R.
Offshore Hedge Funds: Survival and Performance 1989-1995
Journal of Business, Vol. 72, pp. 91-117, (1999)
11. Cheever P., Keary R.
A guide to understanding and using Hedge Funds,
Alternative investments, Rothschild Australia Asset Management limited
(2003)

12. Connor G., Woo M.
An introduction To Hedge Funds (version 3),
IAM / FMG Hedge Funds Research Program at London School of
Economics (2003)
13. Das N., Kish R., Muething D., Taylor L.
An Overview of Hedge Funds Industry,
Discussion paper, Series 1, Lehigh University of Pennsylvania (2002)
14. Edwards F.
Hedge Funds and the collapse of Long Term Capital Management
The Journal of Economic Perspectives, Vol. 13, No. 2, pp.189-210,
(1999)
15. Federal Register, Rules and Regulation
Vol. 69, No 237, (2004)
16. Fung W., Hsieh D.
Empirical Characteristics of Dynamic Trading Strategies: The Case of
Hedge Funds,
Review of Financial Studies, Vol. 10, No. 2, pp. 275-302 (1997)
17. Fung W., Hsieh D.
A primer on Hedge Funds,
Journal of Empirical Finance, Vol. 6, pp. 309-331 (1999)
18. Fung W., Hsieh D.
Performance Characteristics of Hedge Funds and Commodity Funds:
Natural vs. Spurious Biases,
Journal of Financial and quantitative Analysts, Vol. 35, pp. 291-307
(2000)

19. Fung W., Hsieh D.
The Risk in Hedge Funds Strategies: Theory and Evidence from Trend Followers,
Review of Financial Studies, Vol. 41, pp. 313-341 (2001)
20. Fung W., Hsieh D.
Extracting Portable Alphas from Equity Long Short Hedge Funds,
Journal of Investment Management (2002)
21. Fung W., Hsieh D.
Asset Based Style Factors for Hedge Funds,
Centre for Hedge Funds Research and Education at London Business School (2002)
22. Fung W., Hsieh D.
Hedge Funds Benchmarks: Information Content and Biases,
Financial Analysts Journal, Vol. 58, No.1 (2002)
23. Getmansky M., Lo A., Mei. S
Sifting through the wreckage: Lessons from recent Hedge Funds liquidations,
MIT Laboratory for Financial Engineering (2004)
24. Global Financial Stability Report
Institutional Investors in Emerging Markets
Ch. 4, (2004)

25. Kat H., Miffre J.
Performance Evaluation and Conditioning Information: The Case of Hedge Funds,
Alternative Investment Research Centre, Cass Business School, City University, working paper No.6 (2002)
26. Kat H.,
The Dangers of Mechanical Investing Decision Making: the case of Hedge Funds,
Alternative Investment Research Centre, Cass Business School, City University, working paper No.19 (2003)
27. Kat H.
Integrating Hedge Funds into the Traditional Portfolio,
Alternative Investment Research Centre, Cass Business School, City University, working paper No.22 (2005)
28. Kat H., Palaro H.
Hedge Fund Returns: You can Make Them Yourself,
Alternative Investment Research Centre, Cass Business School, City University, working paper No.23 (2005)
29. Liang B.
Hedge Funds: The Living and the Dead,
Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 35, pp. 309-306 (2000)

30. Okunev J., White D.
Hedge Funds risk factors and Value at Risk of credit trading strategies
School of Banking and Finance, University of New South Wales, UNSW
Sydney, working paper, (2003)
31. Schneeweis T., Georgiev G.
The Benefits of Hedge Funds,
Working paper, CISDM/Isenberg School of Management, University of
Massachusetts (2002)
32. Van Royen A., Kritzman M., Chow G.
Hidden Risks of Hedge Funds,
Journal of Portfolio Management (2002)

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Αρτίκη Π.
Ειδικά θέματα Χρηματοοικονομικής Διοίκησης
Πανεπιστημιακές σημειώσεις, (2006)

2. Bodie Z., Kane A., Marcus A.
Investments
6th edition, Mc Graw-Hill International Edition, ch. 11, 21, (2005)
3. Dukes R., Dyckman T., Davis C.
Intermediate Accounting
5th edition, McGraw-Hill International edition, ch22, (2004)
4. Giddy I.
Παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές
Εκδόσεις Παπαζήση, κεφ. 7&8, (1994)
5. Ineichen A.
The Hedge Fund Industry
Part One, Ch. 1, (2002)
6. Jaeger R.
All About Hedge Funds
McGraw-Hill, ch.12 (2000)
7. Levich R.
International Financial Markets, Prices and Policies
2nd edition, McGraw-Hill International Edition, ch.11&12, (2001)
8. Lhabitant F.
Hedge Funds: Myths and limits
John Wiley & Sons, LTD, Ch 8, (2002)
9. Newbold P., Carlson W., Thorne B.
Statistics for Business and Economics
5th edition, Prentice Hall, ch. 14, (2003)

10. Salvatore D.
Managerial Economics in a Global Economics
5th edition, Thomson South-western, ch. 4, (2004)
11. Schneeweis T., Spurgin R.
Quantitative analysis of Hedge Funds and managed futures returns and risks characteristics
In Evaluating and Implementing Hedge Fund Strategies, 2nd edition, P. Lake, London: Euromoney (1999)
12. Summa J.
Options on Futures: New Trading Strategies and Options on Futures Workbook
John Wiley & Sons, LTD, (2001)
13. Χρήστου Γ.
Εισαγωγή στην Οικονομετρία
Εκδόσεις Gutenberg, κεφ. 10, (2000)

ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ ΣΤΟ ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ

1. http://eubfn.com/arts/goldman_sachs.htm
2. <http://kolyaakov.tripod.com/id35.html>
3. <http://www.hfr.com>
4. http://www.aidacapital.com/home.html?goto=advantages_fundsoffunds.html
5. <http://www.altvest.com>
6. <http://www.hedgefund.net>

7. <http://www.hedgefundprofler.com.hf2.htm>
8. <http://www.hedgeindex.com>
9. <http://www.hennesseegroup.com>
10. http://www.imca.org/monitor/nonmember/imca_sep_99.asp
11. <http://www.investopedia.com/articles/03/121003.asp>
12. <http://www.investopedia.com/university/margin/>
13. <http://www.investopedia.com/university/shortselling>
14. <http://www.macroanalytics.com/html/global.html>
15. http://www.macroanalytics.com/html/global_macro.html
16. <http://www.magnum.com/hedgefunds/globalmacroinvesting>
17. <http://www.marhedge.com>
18. <http://www.observer.guardian.co.uk/cash/story/0,,1717829,00.html>
19. <http://www.offshore-library.com/Mutualvhedge.htm>
20. <http://www.turtletrader.com/managed-futures.html>
21. <http://www.vanhedge.com>