ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ

Η ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΚΑΙ Η ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΩΝ HEDGE FUNDS:Η ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΟΥΣ ΣΤΗΝ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 2008

ΓΚΑΒΕΛΗΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ

Διατριβή υποβληθείσα προς μερική εκπλήρωση
των απαραιτήτων προϋποθέσεων
για την απόκτηση του
Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα

Ιανουάριος,2010

Εγκρίνουμε τη διατριβή του Γκαβέλη Νικόλαου,

Υπογραφή

Σαπουντζόγλου Γεράσιμος
Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθήνας

Υπογραφή

Τζαβαλής Ηλίας [1]
Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθήνας

Υπογραφή

Τσαγκαράκης Νικόλαος [2]
Πανεπιστήμιο Πειραιά

Ιανουάριος 2010

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

Περίληψη……6

Εισαγωγή ……..8

Κεφάλαιο 1ο: Παραδοσιακές και εναλλακτικές μορφές επένδυσης 10

1.1 Παραδοσιακές μορφές επένδυσης 10

1.2 Εναλλακτικές μορφές επένδυσης 12

Κεφάλαιο 2ο: Προσεγγίζοντας τα hedge funds 15

2.1 Τι είναι ένα hedge fund; 15

2.2 Στόχος των hedge funds 18

2.3 Mutual funds και hedge funds, ομοιότητες και διαφορές 19

2.4 Δομή και διάρθρωση των hedge funds 23

2.5 Μέρη που αποτελούν ένα hedge fund 28

2.5.1 Επενδυτές(limited partners) 28

2.5.2 General partners 31

2.5.2.1 Διαχειριστές(managers) 32

2.5.2.2 Accountants 33

2.5.2.3 Αναλυτές 33

2.5.2.4 Risk managers 33

2.5.2.5 Traders 33

2.5.2.6 Δικηγόροι 34

2.5.3 Εξωτερικοί συνεργάτες ή επαγγελματίες 34

2.5.3.1 Prime brokers 34

2.5.3.2 Marketing specialist 36

2.5.3.3 Σύμβουλοι 36

2.5.3.4 Ρυθμιστικές αρχές 36

2.6 Ιστορική αναδρομή 37

2.7 Πραγματικά και εικονικά hedge funds 38

2.8 Είδη hedge funds πραγματικά και εικονικά 41

2.8.1 Πραγματικά hedge funds 41

2.8.1.1 Funds που ακλουθούν το μοντέλο του Jones 41

2.8.1.2 Relative hedge funds 41

2.8.1.3 Macro hedge funds 42

2.8.2 Εικονικά hedge funds 42

2.8.2.1 Shorted funds 42

2.8.2.2 Distressed securities 42

2.8.2.3 Emerging hedge funds 42

3.1 Short selling 43

3.1.1 Margin 45

3.1.2 Short selling και hedge funds 47

3.1.3 Κριτική που ασκείται στο short selling 48

3.2 Μόχλευση(leverage) 49

3.3 Αντιστάθμιση κινδύνου(hedging) 52

3.4 Χρήση παραγώγων (futures και options) 52

3.5 Arbitrage 54

3.6 Γενικά 55

Κεφάλαιο 4ο:Περιγραφή των στρατηγικών των hedge funds 56

4.1 Στρατηγικές των funds **56**

4.2 Event driven **57**
4.2.1 Merger arbitrage **58**
4.2.2 Investing in distressed securities **60**
4.2.2.1 Νομοθεσία για την πτώχευση 61
4.2.2.2 Περιγραφή στρατηγικής 62

4.3 Tactical or directional hedge funds **63**
4.3.1 Managed futures **63**
4.3.2 Long-short portfolio **66**
4.3.2.1 Έκθεση στην αγορά 67
4.3.2.2 Equity market neutral 70
4.3.3 To selling short ως στρατηγική **73**
4.3.3.1 Κίνδυνος του short selling και σύγκριση του με long θέσεις 73
4.3.3.2 Επιδόσεις των hedge fund που ακλουθούν την στρατηγική του short selling 74
4.3.5 Global macro hedge funds **76**
4.4.1 Convertible arbitrage **79**
4.4.1.1 Ορισμοί 80
4.4.1.2 Μοντέλα αποτίμησης του μετατρέψιμου ομολόγου 82
4.4.1.3 Convertible bond arbitrage 85
4.4.1.4 Arbitrage των χρηματοροών 86
4.4.1.5 Volatility trading 86
4.4.1.5 Γαμμα trading 88
4.4.1.6 Πιστωτικό arbitrage 89
4.4.1.7 Πολύ-στρατηγική 90
4.4.2 Σταθερού εισοδήματος arbitrage **91**

5.1 Πως ορίζεται ο κίνδυνος; **92**

5.2 Διάρθρωση των κινδύνων **92**
5.2.1 Λειτουργικός κίνδυνος **92**
5.2.2 Κίνδυνος αποτίμησης και τιμολόγησης **93**
5.2.3 Κίνδυνος εξαπάτησης **93**
5.2.4 Regulatory risk **94**
5.2.5 Κίνδυνος στρατηγικής **95**
5.2.6 Κίνδυνος μόχλευσης **95**
5.2.7 Κίνδυνος ρευστότητας **95**
5.2.8 Πιστωτικός κίνδυνος **98**
5.2.9 Model risk **99**
5.2.10 Κίνδυνος αγοράς **99**

5.3 Μέτρα μέτρησης του κινδύνου του χαρτοφυλακίου των hedge funds **100**
5.3.1 Variance and volatility **100**
5.3.2 Normal distribution and z-scores **101**
5.3.3 Downside risk measures **105**
5.3.4 Drawdown statistics **106**
5.3.5 VaR (Value at risk) **108**
5.3.5.1 Μέθοδος της διακύμανσης– συνδιακύμανσης 109
5.3.5.2 Μέθοδος της ιστορικής προσομοίωσης 113
5.3.5.3 Μέθοδος προσομοίωσης Monte Carlo 113
5.3.5.4 Έλεγχοι ακραίων καταστάσεων(stress testing) 114
5.3.6 Beta και κίνδυνος της αγοράς **114**

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6^{Ο}:Σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος και hedge funds ***116***

6.1 Συστημικός κίνδυνος και hedge funds **116**
6.1.1 Μέγεθος και ανάπτυξη του κλάδου **118**

6.1.2 Hedge funds και τράπεζες 121
6.1.2.1 Μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου από τις τράπεζες- ο ρόλος των hedge fund 122
6.1.2.2 Counterparty credit risk 124
6.1.3 Οι κίνδυνοι που αναλαμβάνουν τα hedge funds σε ένα ολοένα και 125
6.1.4 Υψηλές συσχέτισης 126
6.1.5 Short selling 126
6.1.6 Μόχλευση και συγκεντρώσεις σε πολύπλοκα παράγωγα προϊόντα 127
6.1.7 Συγκέντρωση σε αγορές με χαμηλή ρευστότητα 128
6.2 Γνωστές περιπτώσεις hedge funds και συστημικός κίνδυνος 129
6.2.1 Η περίπτωση του long term capital management 129
6.2.2 Η περίπτωση του amaranth advisors 132
6.2.3 Η κρίση στις αναδυόμενες ασιατικές αγορές του 1997 και ο ρόλος των hedge fund 134
6.2.3.1 Ο ρόλος των hedge funds 135
6.3 Αντίλογος-θετικός αντίκτυπος των hedge funds στο σύστημα 136
6.3.1 Αποτελεσματικότητα της αγοράς 136
Κεφάλαιο 7^{ο}: Κανονισμοί-ρυθμιστικό πλαίσιο *139*
7.1 Προστασία επενδυτών 139
7.2 Προστασία της σταθερότητας της αγοράς 140
7.3 Προστασία της αποτελεσματικότητας και της ακεραιότητας της αγοράς 142
7.4 Άμεση ρύθμιση 142
7.5 Έμμεση ρύθμιση 143
7.6 Αμερικάνικοι κανονισμοί 145
7.7 Ρυθμιστικό πλαίσιο των hedge funds σε ευρωπαϊκές χώρες 146
Κεφάλαιο 8^{0}: Η οικονομική κρίση του 2008 και τα hedge funds *148*
8.1 Η κρίση του 2008-Αίτια 148
8.2 Οικονομική κρίση και hedge funds 151
8.3 Επίδραση της κρίσης στα hedge funds 152
8.5 Αλλαγές στο ρυθμιστικό πλαίσιο 155
Βιβλιογραφία *159*
Συμπεράσματα 158
Βιβλιογραφία 160

Περίληψη

Η διπλωματική πραγματεύεται τα hedge funds. Ο κλάδος αυτός τις τελευταίες δεκαετίες απασχολεί όλο και πιο έντονα τόσο τους επενδυτές όσο και τις αρμόδιες ρυθμιστικές αρχές. Στον οικονομικό τύπο συχνά δημοσιεύονται άρθρα τα οποία ασχολούνται με τις κινήσεις των hedge funds. Συνήθως τα σχόλια είναι επικριτικά αφού για τους περισσότερους τα hedge funds είναι επενδυτικά σχήματα υψηλού κινδύνου που συνδέονται με κερδοσκοπικές επιθέσεις. Ταυτόχρονα τα επίπεδα μόχλευσης που συνήθως χρησιμοποιούν, σε συνδυασμό με τις στρατηγικές που υιοθετούν και την αδιαφάνεια που χαρακτηρίζει τον κλάδο επιτείνει τα αρνητικά σχόλια.

Στην παρούσα εργασία προσπαθούμε να εξακριβώσουμε τι είναι ένα hedge fund, ποιοι είναι οι στόχοι του, την δομή και διόρθωση του. Παράλληλα εντοπίζουμε την προέλευση των hedge funds και διαπιστώνουμε την εξέλιξή τους. Ο διαχωρισμός των hedge funds, σε πραγματικά και εικονικά, είναι σημαντικός τόσο σε επίπεδο επιλογής στρατηγικών όσο και σε επίπεδο αντιστάθμισης κινδύνου(hedging).

Επίσης εξετάζουμε τα εργαλεία και τις τακτικές των hedge funds και αναλύουμε τις στρατηγικές που εφαρμόζουν. Επιπλέον εξετάζουμε τους κινδύνους που αντιμετωπίζουν οι διαχειριστές των hedge funds και τα μέτρα μέτρησης του κινδύνου των χαρτοφυλακίων του κλάδου.

Προσπαθούμε να εντοπίσουμε τις πηγές συστημικού κινδύνου του κλάδου, να διαπιστώσουμε αν πράγματι το σύστημα απειλείται από τις τακτικές των hedge funds.Επίσης αναφερόμαστε στο ρυθμιστικό πλαίσιο και την στάση των ρυθμιστικών αρχών απέναντι στα hedge funds. Τέλος αναφερόμαστε στην κρίση του 2008 και προσπαθούμε να εξακριβώσουμε την συμπεριφορά των hedge funds κατά την διάρκεια της κρίσης.

Εισαγωγή

Αναμφισβήτητα τα hedge funds αποτελούν έναν αμφιλεγόμενο κλάδο, με αρκετούς επικριτές αλλά και πολλούς υποστηρικτές. Ο σκεπτικισμός απέναντι στα hedge funds υπήρχε από ανέκαθεν, όμως εντάθηκε μετά την σχεδόν-κατάρρευση ενός μεγάλου hedge fund του Long Term Capital Management. Το γεγονός αυτό έθεσε σε κίνδυνο το παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα αναγκάζοντας τις αρμόδιες ρυθμιστικές αρχές να παρέμβουν για την σωτηρία του fund. Παράλληλα, εκτός από πηγή συστημικού κινδύνου, τα hedge funds θεωρούνται ως τα πιο ριψοκίνδυνα επενδυτικά σχήματα που λειτουργούν κάτω από ένα μη-ρυθμισμένο πλαίσιο, ενώ χρησιμοποιούν ανεύθυνα υψηλή μόχλευση.

Την ίδια στιγμή άλλα άτομα έχουν εκ διαμέτρου αντίθετη άποψη. Θεωρούν τα hedge funds ως ένα από τα καλύτερα επενδυτικά σχήματα, από άποψη απόδοσης, και πιστεύουν ότι οι διαχειριστές τους είναι πραγματικές ιδιοφυίες. Ταυτόχρονα υποστηρίζουν ότι τα hedge funds δρουν θετικά για το σύστημα ενισχύοντας την αποτελεσματικότητα της αγοράς.

Είναι δεδομένο ότι ο κλάδος τα τελευταία χρόνια γνώρισε μια τεράστια ανάπτυξη. Η απουσία ουσιαστικού κανονιστικού πλαισίου έδωσε στα hedge funds ελευθερία κινήσεων τόσο ως προς τις στρατηγικές τους όσο και ως προς τον τόπο σύστασή τους. Πολλά hedge funds επέλεγαν ως έδρα τους φορολογικούς παραδείσους, οι οποίοι ταυτόχρονα χαρακτηρίζονταν και από ένα χαλαρό ρυθμιστικό πλαίσιο. Επίσης ο κλάδος χαρακτηρίζονταν και από τις ψηλές αμοιβές των διαχειριστών, γεγονός που προσέλκυσε τους πιο ταλαντούχους διαχειριστές κεφαλαίων. Επομένως η ελευθερία κινήσεων σε συνδυασμό με την ικανότητα των διαχειριστών έφερε στον κλάδο σημαντικότατες αποδόσεις σε σύγκριση με τα άλλα επενδυτικά σχήματα. Αυτά τα αποτελέσματα προσέλκυαν ολοένα και περισσότερους επενδυτές με αποτέλεσμα τα υπό διαχείριση στοιχεία του κλάδου να αυξηθούν με ιλιγγιώδεις ρυθμούς. Παράλληλα με τους ίδιους ρυθμούς αυξάνονταν και αριθμός των hedge funds.

Και ενώ όλοι διέβλεπαν την περαιτέρω ανάπτυξη του κλάδου εμφανίστηκε στο προσκήνιο η διεθνής κρίση, η οποία ταρακούνησε το παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα. Φυσικά επηρέασε σε σημαντικό

βαθμό και τα hedge funds. Οι άλλοτε θεαματικές αποδόσεις τώρα σημείωναν κατακόρυφη πτώση. Μάλιστα τα περισσότερα hedge funds κατέγραφαν αρνητικές αποδόσεις. Αρκετοί επενδυτές θορυβημένοι από τις εξελίξεις έσπευδαν να αποσύρουν τα κεφάλαια τους, αναγκάζοντας τα hedge funds να προχωρούν σε εκτεταμένες ρευστοποιήσεις. Εκατοντάδες hedge funds αναγκάστηκαν να κλείσουν. Παράλληλα κορυφώθηκε η συζήτηση σε σχέση με το κανονιστικό πλαίσιο ολόκληρου του χρηματοοικονομικού τομέα. Οι πιέσεις για ένταση των ρυθμίσεων και ελέγχων προς την πλευρά των hedge funds αυξήθηκαν κατά πολύ. Αναμφισβήτητα τα hedge funds δέχτηκαν μια πρωτοφανή γι' αυτά πίεση.

Η διπλωματική εργασία χωρίζεται σε δυο μεγάλες ενότητες. Η πρώτη πραγματεύεται γενικά ζητήματα που αφορούν τον κλάδο των hedge funds. Πιο συγκεκριμένα στο πρώτο κεφάλαιο διαχωρίζονται οι παραδοσιακές από τις εναλλακτικές επενδύσεις. Στο δεύτερο κεφάλαιο εξηγείται τι είναι ένα hedge fund, αναφέρεται η δομή του, ορίζονται οι στόχοι του που αφορούν την απόδοση και τέλος καταγράφονται τα μέρη που αποτελούν ένα hedge fund. Επίσης γίνεται μια σύντομη ιστορική αναδρομή και αναλύονται οι διαφορές μεταξύ πραγματικών και εικονικών hedge funds. Στην τελευταία υποενότητα του κεφαλαίου γίνεται αναφορά στα είδη των hedge funds που υπάρχουν. Στο τρίτο κεφάλαιο αναφέρονται οι τακτικές που χρησιμοποιούν οι διαχειριστές. Για παράδειγμα το short selling, η μόχλευση, η αντιστάθμιση του κινδύνου κα είναι εργαλεία που χρησιμοποιεί ο διαχειριστής σε περισσότερες από μια στρατηγικές. Στο τέταρτο κεφάλαιο αναφέρονται και αναλύονται οι στρατηγικές που εφαρμόζουν οι διαχειριστές. Στο πέμπτο και τελευταίο κεφάλαιο τις πρώτης ενότητας καταγράφονται οι κίνδυνοι που αντιμετωπίζουν τα χαρτοφυλάκια των hedge funs και επίσης παρατίθενται μια σειρά μέτρων κινδύνων για το χαρτοφυλάκιο.

Η δεύτερη ενότητα ξεκινάει με το έκτο κεφάλαιο. Εδώ συνδέονται τα hedge funds με την έννοια του συστημικού κινδύνου. Αναλύονται διάφοροι παράγοντες, που συνδέονται με τα hedge funds και μπορούν να επηρεάσουν αρνητικά το χρηματοοικονομικό σύστημα. Επίσης αναφέρονται και χαρακτηριστικές περιπτώσεις hedge funds που έχουν επηρεάσει εμφατικά το σύστημα. Ταυτόχρονα όμως παρατίθεται και η αντίθετη άποψη για τις θετικές επιδράσεις που έχει η δράση των hedge funds στο σύστημα. Το έβδομο

κεφάλαιο πραγματεύεται με το κανονιστικό πλαίσιο μέσα στο οποίο λειτουργούν τα hedge funds. Η προστασία των επενδυτών, η προστασία της αποτελεσματικότητας και της σταθερότητας της αγοράς είναι χαρακτηριστικά ζητήματα που απασχολούν τις αρμόδιες ρυθμιστικές αρχές. Στην συνέχεια περιγράφονται δυο μοντέλα ρύθμισης του κλάδου η άμεση ρύθμιση και η έμμεση ρύθμιση. Τέλος αναφέρονται ρυθμίσεις που ισχύουν για τον κλάδο των hedge funds τόσο στην Αμερική όσο και σε ευρωπαϊκές χώρες. Στο τελευταίο κεφάλαιο παρατηρείται η συμπεριφορά των hedge funds κατά την διάρκεια της τρέχουσας κρίσης. Εξετάζεται ο ρόλος των hedge funds στην κρίση αλλά η επίδραση που δέχτηκαν από αυτή. Στο τέλος του κεφαλαίου αναφέρονται αλλαγές στο ρυθμιστικό πλαίσιο που αφορούν τα hedge funds.

Κεφάλαιο 1^{ο}: Παραδοσιακές και εναλλακτικές μορφές επένδυσης

Στον κόσμο των επενδύσεων υπάρχουν δυο μεγάλες κατηγορίες. Οι παραδοσιακές επενδύσεις και οι εναλλακτικές μορφές επενδύσεις. Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει τις μετοχές, τα ομόλογα, τα μετρητά και συνεπώς τα αμοιβαία κεφάλαια(mutual funds). Η άλλη κατηγορία περιλαμβάνει τα hedge funds, τα private equity, τα venture capital κα…

1.1 Παραδοσιακές μορφές επένδυσης

Οι **μετοχές** είναι αξιόγραφα που εκδίδονται από εταιρίες δίνοντας στον ιδιοκτήτη τους το αντίστοιχο μερίδιο της εταιρίας. Η μετοχή είναι ένα από ίσα μερίδια, στα οποία διαιρείται το κεφάλαιο μιας ανώνυμης εταιρίας. Κάθε μετοχή ενσωματώνει τα δικαιώματα που έχει ο ιδιοκτήτη της. Φυσικά τα δικαιώματα είναι ανάλογα με τον αριθμό μετοχών που κατέχει κάποιος σε σύγκριση με το σύνολο του αριθμού των μετοχών που έχουν εκδοθεί. Ο κάτοχος μετοχών μπορεί ως ιδιοκτήτης μέρους της εταιρείας να συμμετέχει(έμμεσα συμμετέχοντας στις γενικές συνελεύσεις των μετόχων) στις αποφάσεις που λαμβάνονται για την επιχείρηση(διοικητικές, επενδυτικές κα) ενώ δικαιούται μέρος των κερδών εισπράττοντας μερίσματα. Οι μέτοχοι είναι υπόχρεοι έναντι των δανειστών της εταιρίας, και ανάλογα με το είδος της εταιρείας, μπορεί να κληθούν να καλύψουν πιθανές ζημιές χρήσης από τα ίδια κεφάλαια. Για τον λόγο αυτό, το σύνολο των εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο μετοχών είναι εταιρείες περιορισμένης ευθύνης, συνήθως ανώνυμες εταιρίες (Α.Ε), οι οποίες έχουν μέγιστη υποχρέωση προς τους δανειστές τους ίση με τη συνολική τρέχουσα αξία του εταιρικού κεφαλαίου τους. Επομένως η μεγίστη δυνατή ζημιά του μετόχου ισούται με την αξία αγοράς των μετοχών. Από την άλλη οι μετοχές των ανωνύμων εταιριών(όσες είναι εισηγμένες) διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο ενώ η αξία τους αποτυπώνεται ανά πάσα στιγμή. Η τιμή κάθε μετοχής διαμορφώνεται στην αγορά ανάλογα με τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης.

Τα **ομόλογα** είναι αξιόγραφα που εκδίδονται από εταιρίες ή κράτη. Τα ομολογιακά δάνεια είναι ένας τρόπος χρηματοδότησης των μακροπρόθεσμων αναγκών των εταιριών ή των επιχειρήσεων. Ο εκδότης του ομολογιακού δανείου αναλαμβάνει την υποχρέωση να καταβάλλει, σε τακτά χρονικά διαστήματα, στον κάτοχο του ομολόγου χρηματικό ποσό όπως αυτό ορίζεται

από το κουπόνι του ομολόγου, ενώ στην λήξη του ο εκδότης καταβάλλει την ονομαστική αξία που αναγράφεται στο ομόλογο συν το αντίστοιχο τοκομερίδιο. Τα ομόλογα εξαιτίας, των σταθερών πληρωμών, θεωρούνται επενδύσεις σταθερού εισοδήματος(fixed-income investment). Τα χαρακτηριστικά των ομολόγων είναι η ονομαστική αξία, η διάρκεια τους καθώς και το τοκομερίδιο όπως αυτό καθορίζεται από το κουπόνι τους. Ο κάτοχος ομολόγων αντιμετωπίζει την πιθανότητα αδυναμίας πληρωμής από την πλευρά του εκδότη όταν το ομόλογο λήξει. Υπάρχουν διεθνείς οίκοι αξιολόγησης που εξετάζουν την πιστοληπτική δυνατότητα των εκδοτών αλλά και ξεχωριστά των τίτλων χρέους. Τα αποτελέσματα της αξιολόγησης είναι σημαντικά για τους επιδόξους επενδυτές στην επιλογή των ομολόγων προσπαθώντας να καθορίσουν τον πιστωτικό κίνδυνο που αναλαμβάνουν. Τα πιο ασφαλή θεωρούνται τα κυβερνητικά ομόλογα που όμως δίνουν μικρό επιτόκιο. Αντίθετα εταιρικές ομολογίες με χαμηλή πιστωληπτική διαβάθμηση θεωρείται ότι εμπεριεέχουν υψηλό πιστωτικό κίνδυνο, και ακριβώς για αυτόν τον λόγο προσφέρουν πολύ υψηλό επιτόκιο, στην προσπάθειά τους να προσελκύσουν επενδυτές.

Ο κάτοχος ενός ομολόγου δεν χρειάζεται να το διατηρήσει ως την λήξη του. Τα ομόλογα διαπραγματεύονται στην δευτερογενή αγορά ενώ η τιμή τους διαμορφώνεται από τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης. Παραδοσιακά οι μεταβολές στις αγορές αυτές είναι μικρότερες από τις αντίστοιχες μεταβολές στις αγορές των μετοχών. Η απόδοση του ομολόγου καθορίζεται από το εισόδημα, όπως αυτό προκύπτει από το επιτόκιο της έκδοσης, και από τα κεφαλαιακά κέρδη(ή ζημίες) τα οποία διαμορφώνονται αν η τιμή πώλησης είναι υψηλότερη(ή αντίστοιχα χαμηλότερη) από την τιμή κτήσης του ομολόγου. Η απόδοση εξαρτάται από την πιστοληπτική διαβάθμιση του τίτλου αλλά και από άλλους μακροοικονομικούς παράγοντες όπως τα επιτόκια, η ρευστότητα της αγοράς, η φάση του οικονομικού κύκλου που βρισκόμαστε κα.

Η τρίτη επιλογή αφορά την διακράτηση **ρευστότητας** από τους επενδυτές. Αυτή η επιλογή μπορεί να εκφράζει στάση αναμονής από τους επενδυτές προκειμένου να επενδύσουν σε μια ευκαιρία που θα εντοπίσουν ή την προσδοκία τους ότι οι οικονομία εισέρχεται στη φάση της ύφεσης.

Τα **αμοιβαία κεφάλαια** είναι μια συλλογή που αποτελείται κυρίως από μετοχές και ομόλογα. Ουσιαστικά είναι μια εταιρία που συγκεντρώνει τα χρήματα πολλών επενδυτών και τα επενδύει σε μετοχές, ομόλογα αλλά και άλλα αξιόγραφα. Το σύνολο των χρημάτων που συγκεντρώθηκαν αποτελεί το ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου. Το ενεργητικό χωρίζεται σε μερίδια ίσης αξίας τα οποία αποδίδονται στους επενδυτές. Υπάρχουν διαφόρων ειδών αμοιβαία κάθε ένα από τα οποία επιτρέπεται να κάνει συγκεκριμένες επενδυτικές τοποθετήσεις αναλαμβάνοντας και τον αντίστοιχο κίνδυνο. Τα αμοιβαία κεφάλαια έχουν ενεργητικό αρκετών τρισεκατομμυρίων ευρώ σε παγκόσμιο επίπεδο. Είναι υποχρεωμένα να καταγράφονται στις ρυθμιστικές αρχές(στην Αμερική στην SEC) και τους έχει επιβληθεί ένα αυστηρό ρυθμιστικό πλαίσιο. Παράλληλα στους διαχειριστές τους τίθενται αυστηροί περιορισμοί όσων αφορά τις επενδυτικές τακτικές τους. Έτσι υπάρχουν αυστηροί κανόνες όσων αφορά το short selling,την χρήση παραγώγων το επίπεδο μόχλευσης κα.

1.2 Εναλλακτικές μορφές επένδυσης

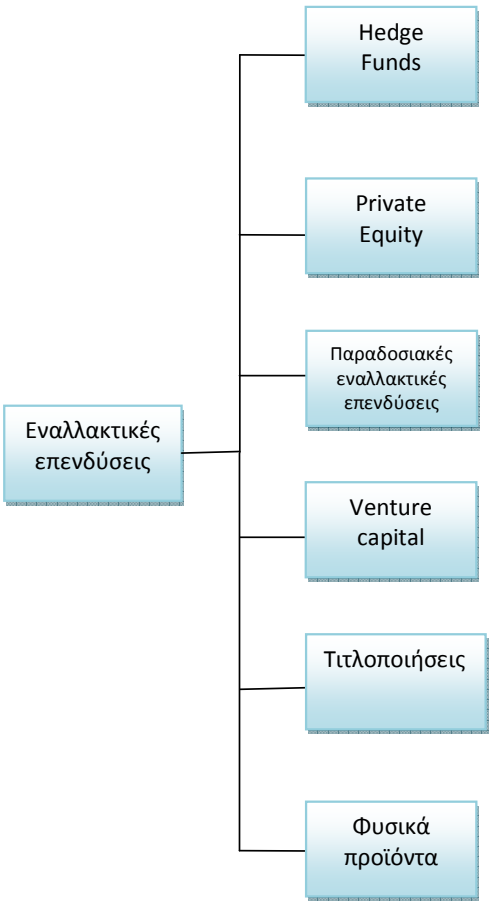
Στην άλλη κατηγορία ανήκουν οι εναλλακτικές μορφές επένδυσης. Εδώ ανήκουν επενδύσεις που δεν συναντώνται στις παραδοσιακές μορφές επένδυσης. Επομένως δεν μπορεί να δοθεί μια λίστα με τα ακριβή επενδυτικά προϊόντα που περιλαμβάνονται στην παραπάνω κατηγορία. Πάντως ξεχωρίζουν οι παρακάτω επενδύσεις hedge funds, private equities, venture capitals, commodities, real estate.

Τα **επιχειρηματικά κεφάλαια**(venture capital) αφορούν επενδύσεις σε νέες, μικρές επιχειρήσεις. Ταυτόχρονα όμως αυτές οι επιχειρήσεις εμφανίζουν θετικές προοπτικές για άμεση και ταχύτατη ανάπτυξη, ενώ συνήθως δραστηριοποιούνται στον τομέα της υψηλής τεχνολογίας. Οι εταιρίες αυτές είναι μικρές δεν έχουν την δυνατότητα χρηματοδότησης αφού δεν συμμετέχουν σε κεφαλαιαγορές ενώ πιθανή έκδοση ομολογιακού δανείου δεν θα προκαλούσε το ενδιαφέρον της αγοράς. Επομένως τα επιχειρηματικά κεφάλαια, τα οποία συνήθως προέρχονται από θεσμικούς επενδυτές, αποτελούν μια σημαντική διέξοδο στο χρηματοδοτικό πρόβλημα που αντιμετωπίζουν. Η διαδικασία της επένδυσης περιλαμβάνει την ανταλλαγή μετρητών με μετοχές της εταιρίας. Τα venture capitals αναλαμβάνουν υψηλό

ρίσκο επενδύοντας σε τέτοιες επιχειρήσεις όμως οι αποδόσεις μπορεί να είναι πολύ υψηλές.

Το **real estate** αφορά επενδύσεις σε γη αλλά και σε κτίρια, αποθήκες και ότι άλλο κατασκευάζεται πάνω σε αυτή και έχει μόνιμο χαρακτήρα. Τα κεφάλαια που επενδύουν σε real estate προσδοκούν σε κεφαλαιακά κέρδη, τα οποία προέρχονται από την διαφορά μεταξύ των τιμών αγοράς και πώλησης. Η απόδοση της επένδυση επηρεάζεται κυρίως από την επιλογή της περιοχής και τις προοπτικές που αυτή έχει παρά σε άλλους παράγοντες. Φυσικά θα πρέπει να εξαιρέσουμε την περίπτωση μιας οικονομικής ύφεσης, η οποία συμπαρασύρει προς τα κάτω και τις τιμές των ακινήτων.

Εικόνα 1: Εναλλακτικές επενδύσεις



Τα **φυσικά προϊόντα(commodities)** είναι διάφορα αγαθά τα οποία διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές. Τα προϊόντα αυτά είναι κυρίως ορυκτά(χρυσός, χαλκός, πετρέλαιο κα), τρόφιμα (σιτηρά, πορτοκάλια, γάλα, κρέας κα). Οι συναλλαγές γίνονται μέσω τυποποιημένων συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης(futures). Τα αγαθά που γίνονται αντικείμενο ευρέων συναλλαγών αποτελώντας τις εισροές για άλλους παραγωγικούς κλάδους π.χ. το πετρέλαιο.

Τα **private equities** είναι κεφάλαια θεσμικών κυρίως επενδυτών που στόχο έχουν την επένδυση ή εξαγορά εταιριών με στόχο την πώληση τους σε υψηλότερη τιμή.

Κεφάλαιο 2^{ο}: Προσεγγίζοντας τα hedge funds

2.1 Τι είναι ένα hedge fund;

Formatted: Justified, Level 2, Line spacing: 1,5 lines

Formatted: Justified, Indent: First line: 1,25 cm, Line spacing: 1,5 lines

Τα τελευταία χρόνια ακούγεται ολοένα και συχνότερα ο όρος hedge funds. Σε τηλεοράσεις, ραδιόφωνα, εφημερίδες οι αναγνώστες διαβάζουν για τις επενδυτικές κινήσεις πολλών εκατομμυρίων ευρώ που πραγματοποιήθηκαν από την πλευρά των hedge funds. Θα προκαλούσε εντύπωση το γεγονός ότι δεν υπάρχει επίσημος, νόμιμος ορισμός που να περιγράφει με ακρίβεια τι είναι ένα hedge fund. Αρχικά θα μπορούσαμε να πούμε ότι τα hedge funds είναι ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια που στόχο έχουν πολύ υψηλές αποδόσεις ενώ ταυτόχρονα τα περισσότερα από αυτά αναλαμβάνουν υψηλό ρίσκο. Τα hedge funds είναι δομημένα ως συνεταιρισμοί(partnerships),αυτό τους δίνει την δυνατότητα της μη εγγραφής στις αρμόδιες επιτροπές κεφαλαιαγορών. Επομένως υπάρχει απουσία ρυθμιστικού πλαισίου μέσα στο οποίο θα έπρεπε να λειτουργούν τα hedge funds . Το γεγονός ότι δεν ακλουθούν συγκεκριμένους κανονισμούς τους δίνει την δυνατότητα να εφαρμόζουν οποιαδήποτε επενδυτική στρατηγική πιστεύουν ότι τα εξυπηρετεί. Κυρίαρχες στρατηγικές ή εργαλεία στις στρατηγικές που χρησιμοποιούν είναι η μόχλευση και οι short τοποθετήσεις.

Τα hedge funds δεν διαφημίζονται ούτε απευθύνονται στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Ουσιαστικά πρόσβαση σε αυτά έχουν μονό επενδυτές με μεγάλη οικονομική επιφάνεια, οι όποιοι πρέπει να έχουν και ιδιαίτερες γνώσεις προκειμένου να μπορέσουν να παρακολουθούν τις κινήσεις τους. Συνήθως το ελάχιστο ποσό συμμετοχής είναι το 1.000.000$ παρόλο που τελευταία έχει μειωθεί εξαιτίας του εντόνου ανταγωνισμού ανάμεσα στα hedge funds. Εκτός από ιδιώτες με μεγάλη οικονομική δυνατότητα τα τελευταία χρόνια ως επενδυτές συμμετέχουν σε αυτά και συνταξιοδοτικά ταμεία. Τελευταία ως μεγάλοι επενδυτές στα fund of funds, μια κατηγορία των hedge funds με χαμηλότερο ρίσκο, εμφανίζονται τα συνταξιοδοτικά ταμεία. Από την άλλη πλευρά την κάρδια των hedge fund αποτελούν οι διαχειριστές τους. Οι διαχειριστές είναι αυτοί που ουσιαστικά καθορίζουν την τύχη του hedge fund καθώς αποφασίζουν για την επενδυτική στρατηγική που θα ακολουθηθεί. Σημαντικό χαρακτηριστικό των hedge funds αποτελούν οι υψηλές αμοιβές των διαχειριστών, οι οποίες στο μεγαλύτερο μέρος της είναι αμοιβή απόδοσης.

Ο κλάδος των hedge funds έχει αναπτυχτεί ιδιαίτερα τα τελευταία χρόνια. Το 2008 υπολογίζονταν ότι υπήρχαν περίπου 9000 hedge funds τα οποία διαχειρίζονται κεφάλαια άξιας 1,5 δις. $. Να σημειώσουμε ότι το έτος αυτό σημειώθηκε σημαντική κάμψη εξαιτίας της οικονομικής κρίσης, καθώς το προηγούμενο έτος ο αριθμός των hedge funds έφτανε τις 12000 με υπό διαχείριση κεφάλαια ύψους 1,9 δις$. Για τα επόμενα χρόνια προβλέπεται περαιτέρω ανάπτυξη του κλάδου. Στο παρακάτω σχήμα μπορούμε να δούμε την εξέλιξη του κλάδου από το 1950 έως το 2006.

Διάγραμμα 2.1: τα υπό διαχείριση περιουσιακά στοιχεία και ο αριθμός των hedge funds



Άρα η δυναμική του κλάδου είναι εύκολα αντιληπτή. Ταυτόχρονα όμως το μέγεθος του κλάδου σε συνδυασμό με την έλλειψη ρυθμιστικού πλαισίου για την λειτουργία των hedge funds, την υψηλή μόχλευση που κάποια χρησιμοποιούν αλλά και τις στενές σχέσεις τους με χρηματοπιστωτικά ιδρύματα εγείρουν έντονο προβληματισμό για τον συστημικό κίνδυνο που μπορεί να υπάρξει εξαιτίας της δράσης τους. Ιδιαίτερα τον τελευταίο καιρό, εξαιτίας της οικονομικής κρίσης, ο προβληματισμός για την έλλειψη ενός σαφή ρυθμιστικού πλαισίου σε συνδυασμό με την επίδραση των hedge funds στις κεφαλαιαγορές και χρηματαγορές είναι πιο έντονος από ποτέ.

Είναι σημαντικό να τονίσουμε ότι δεν υπάρχει επίσημος ορισμός, που να γίνεται ευρέως αποδεκτός, ο οποίος να περιγράφει τι είναι τα hedge funds. Πιο συγκεκριμένα υπάρχει αδυναμία διατύπωσης ακριβή ορισμού. Ακόμα και η AMF, η γαλλική ρυθμιστική αρχή, που δημιούργησε για τα hedge funds ένα

σκληρό ρυθμιστικό πλαίσιο δεν μπόρεσε να δώσει έναν ξεκάθαρο ορισμό γι' αυτά. Αυτό συμβαίνει εξαιτίας των πολλών διαφορετικών στρατηγικών που εφαρμόζουν οι διαχειριστές των hedge funds. Τα funds αυτά αντιμετωπίζονται σαν μια ομοιογενή οντότητα όμως τα πράγματα δεν είναι έτσι. Ο όρος hedge funds περιλαμβάνει μια πληθώρα εναλλακτικών επενδυτικών στρατηγικών που κάθε μια μπορεί να έχει τελείως διαφορετικά χαρακτηριστικά. Για να συλλάβουμε το παραπάνω ας αναφέρουμε ενδεικτικά ότι ο πρώτος όρος της ονομασίας τους προήλθε από το πρώτο fund του Jones το όποιο χρησιμοποιούσε τη πρακτική του hedging αντισταθμίζοντας (ως ένα μέρος) το ρίσκο της αγοράς. Αρκετά hedge funds διατήρησαν την πρακτική αυτή, άλλα hedge funds όμως δεν ακολούθησαν τη πρακτική του hedging διατηρώντας παράλληλα την ονομασία! Όπως γίνεται αντιληπτό από τα παραπάνω υπάρχουν πολλές κατηγορίες hedge funds. Το κρίσιμο σημείο της διάκρισης για την κατηγοριοποίηση είναι η στρατηγική που θα υιοθετήσει ο διαχειριστής. Άρα κάθε κατηγορία έχει διαφορετικές αναμενόμενες αποδόσεις και φυσικά διαφορετικό αναλαμβανόμενο κίνδυνο.

Συνοψίζοντας τα παραπάνω τα hedge funds, που προσομοιάζουν με τα mutual funds (τις διαφορές των οποίων θα εξετάσουμε παρακάτω), είναι μεγάλες δεξαμενές κεφαλαίων, ενώ με την διαδικασία της μόχλευσης τα hedge funds φτάνουν να έχουν ενεργητικό πολλών εκατομμυρίων ευρώ. Εξαιτίας της μεγάλης ποικιλίας hedge funds, τις στρατηγικές των διαχειριστών, τις οποίες και διαφοροποιούν συνέχεια, αλλά και λόγο της δομής και οργάνωσης των hedge funds δεν έχει καταστεί δυνατό να υπάρξει κάποιος νόμιμος ορισμός γι' αυτά. Αν πάντως έπρεπε οπωσδήποτε να δοθεί ένας ορισμός για το τι είναι τα hedge funds, θα μπορούσε να τεθεί ως εξής: <<**Τα hedge funds είναι επενδυτικά σχήματα μέσω των οποίων οι διαχειριστές προσπαθούν να πετύχουν απόλυτες αποδόσεις εκμεταλλευόμενοι επενδυτικές ευκαιρίες ενώ ταυτόχρονα έχουν σαν κύριο μέλημα την προστασία τους από χρηματοοικονομικές απώλειες**>>.

2.2 Στόχος των hedge funds

Κυρίως στόχος των hedge funds είναι η επίτευξη απόλυτων αποδόσεων, και σταδιακή αύξηση του κεφαλαίου που διαχειρίζονται. Φυσικά υπάρχουν και hedge funds που μπορεί να έχουν άλλους πρωτεύοντες στόχους όπως μπορεί να είναι η μείωση του ρίσκου που αναλαμβάνουν. Επίσης τα hedge funds μπορεί να διαφέρουν και ως προς τις αποδόσεις που στοχεύουν. Έτσι ανάλογα με την στρατηγική που υιοθετούν υπάρχουν επιθετικά funds που στοχεύουν σε υψηλές αποδόσεις αναλαμβάνοντας και μεγαλύτερο κίνδυνο για το κεφάλαιο τους, ενώ υπάρχουν και συντηρητικά funds που στοχεύουν σε μικρότερες αποδόσεις έχοντας όμως αναλάβει και μικρότερο κίνδυνο.

Οι παραδοσιακές μορφές επένδυσης από την άλλη, όπως είναι τα mutual funds, στοχεύουν σε σχετικές αποδόσεις. Αυτό σημαίνει ότι οι διαχειριστές τους συγκρίνουν τις αποδόσεις τους με αυτές των άλλων διαχειριστών mutual funds και στοχεύουν τις να ξεπεράσουν. Επίσης χρησιμοποιούν δείκτες και άλλα σημεία αναφοράς με τα οποία συγκρίνουν τις αποδόσεις τους. Για παράδειγμα αν ο δείκτης αναφοράς έχει απόδοση 5% και οι διαχειριστές πετυχαίνουν απόδοση 8% τότε αυτή θεωρείται μια καλή σχετική απόδοση αφού έχει ξεπεράσει την αντίστοιχη της αγοράς. Όμως αν ο διαχειριστής πετύχει απόδοση 8% ενώ ο δείκτης, που χρησιμοποιείται ως σημείο αναφοράς, έχει απόδοση 11% τότε ο διαχειριστής δεν κρίνεται ως πετυχημένος. Επιπρόσθετα ακόμα και σε αρνητικές αποδόσεις ισχύει το ίδιο, αφού μια απόδοση -4% μπορεί να κριθεί ικανοποιητική αν η αγορά έχει σημειώσει πτώση κατά 8%. Επομένως παρατηρούμε ότι ανεξαρτήτως την απόδοση, θετική ή αρνητική, στόχος των διαχειριστών είναι να ξεπεράσουν την απόδοση του δείκτη. Αυτό σημαίνει ότι ακόμα και αρνητικές αποδόσεις κρίνονται ως ικανοποιητικές αν η απόδοση του δείκτη είναι μικρότερη. Συγκρίνοντας την απόδοση του διαχειριστή με αυτή του δείκτη μπορούμε να παρατηρήσουμε την αξία που αυτός προσθέτει στο mutual fund.

Από την άλλη πλευρά στόχος των hedge funds είναι οι απόλυτες αποδόσεις, δηλαδή θετικές αποδόσεις ανεξάρτητα από το μέγεθός τους το οποίο εξαρτάται από τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο. Τα επιθετικά hedge funds στοχεύουν σε αποδόσεις της τάξης του 15% ενώ συντηρητικά hedge funds στοχεύουν σε αποδόσεις του 10%. Επομένως σε πρώτη μοίρα μπαίνει η

επίτευξη θετικής απόδοσης ενώ το μέγεθος αυτής τίθεται σε δεύτερη μοίρα. Είναι αυτονόητο ότι όσο μεγαλύτερη είναι η απόδοση τόσο θετικότερο για το hedge fund και τον διαχειριστή του ο οποίος ανταγωνίζεται τους διαχειριστές των άλλων hedge funds. Θα πρέπει να τονίσουμε ότι οι θετικές αποδόσεις αποτελούν στόχο για κάθε περιβάλλον αγοράς, ανεξάρτητα δηλαδή από το αν η τάση είναι πτωτική ή ανοδική. Για να πετύχουν θετικές αποδόσεις, ακόμα και σε πτωτικές αγορές, τα hedge funds χρησιμοποιούν εργαλεία και στρατηγικές που απομονώνουν το κίνδυνο της αγοράς από το χαρτοφυλάκιο τους. Παράλληλα τα mutual funds δεν χρησιμοποιούν τέτοιες στρατηγικές . Αυτό μπορεί να οφείλεται σε περιορισμό που θέτουν σε αυτά οι ρυθμιστικές αρχές ή στο ότι τα mutual funds αποφεύγουν να τις χρησιμοποιήσουν μην αναλαμβάνοντας το αντίστοιχο κίνδυνο.

2.3 Mutual funds και hedge funds, ομοιότητες και διαφορές

Όπως έχουμε ήδη αναφέρει τα mutual funds είναι ουσιαστικά ένα χαρτοφυλάκιο που αποτελείται από μετοχές και ομολογίες αλλά και από άλλα επενδυτικά προϊόντα. Το ρυθμιστικό πλαίσιο κάτω από το οποίο πρέπει να λειτουργούν τα αμοιβαία κεφάλαια, ειδικά τα αμερικάνικα, είναι ιδιαίτερα αυστηρό καθορίζοντας σε μεγάλο βαθμό βασικά θέματα της λειτουργίας των αμοιβαίων. Αυτό συμβαίνει προκειμένου οι αρχές να προστατέψουν τόσο τους επενδυτές όσο και το σύνολο των αγορών. Από την άλλη πλευρά τα hedge funds είναι ιδιωτικά επενδυτικά σχήματα που αναφέρονται σε ελάχιστους ρυθμιστικούς κανόνες. Πάντως η SEC θορυβημένη από τις διαστάσεις που είχε πάρει ο κλάδος αλλά και τις συνέπειες που αυτός μπορούσε να έχει σε ολόκληρο το σύστημα(περίπτωση long term capital που θα εξετάσουμε παρακάτω) υιοθέτησε νέους κανόνες αναγκάζοντας τα hedge funds να καταχωρούνται στα μηρώα της.

Τα hedge funds προσομοιάζουν με τα αμοιβαία κεφάλαια αλλά έχουν σημαντικές διαφορές. Αρχικά και στις δυο περιπτώσεις αναφερόμαστε σε εταιρίες που συγκεντρώνοντας χρήματα επενδυτών προχωρούν στην δημιουργία χαρτοφυλακίων με σκοπό την επίτευξη θετικών αποδόσεων. Από κει και πέρα όμως τα δυο σχήματα παρουσιάζουν θεμελιώδεις διαφορές. Οι διαφορές μπορούν να εντοπιστούν στα εξής σημεία: ρυθμιστικό πλαίσιο, προφίλ επενδυτών, πρακτικές μόχλευσης, φιλοσοφία-επενδυτικές

στρατηγικές, στόχοι όσων αφορά τις αποδόσεις, αποτίμηση, ρευστότητα έλεγχος από την πλευρά των επενδυτών.

Ρυθμιστικό πλαίσιο

Mutual funds

Τα αμοιβαία κεφάλαια είναι εταιρίες επενδύσεων και ως τέτοιες θα πρέπει να εγγράφονται στην SEC. Φυσικά οι κανόνες που αφορούν την λειτουργία τους είναι συγκεκριμένοι και πολύ αυστηροί. Ουσιαστικά η δομή και λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων καθορίζονται από μια σειρά νόμων ενώ η SEC έχει αναλάβει την επίβλεψη του κλάδου και την συμμόρφωση αυτού με τις διατάξεις. Η Invest Company Act είναι ο ακρογωνιαίος λίθος για τις ρυθμίσεις που αφορούν τα αμοιβαία. Υπάρχουν διατάξεις που αφορούν την αντιστάθμιση κινδύνων αλλά και για την διανομή κερδών. Επίσης υπάρχουν κανόνες που ορίζουν τα καθήκοντα των διευθυντών στο αμοιβαίο όσων αφορά την επίβλεψη των επενδυτικών πολιτικών του και τις κινήσεις για αντιστάθμιση του κινδύνου. Παράλληλα απαιτείται η καθημερινή αποτίμηση του χαρτοφυλακίου και η αυστηρή τήρηση των λογιστικών βιβλίων. Επιπρόσθετα υπάρχει αρχή που επιβλέπει τις διαφημίσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων αλλά και κάθε έντυπου υλικού που αφορά την προσέλκυση επενδυτών. Τέλος οι αμοιβές και τα έξοδα των αμοιβαίων τίθενται και αυτά κάτω από αυστηρές διατάξεις. Τα έξοδα πωλήσεων αλλά και άλλα έξοδα διανομής των αμοιβαίων κεφαλαίων κινούνται κάτω από ορισμένα όρια. Κάθε έξοδο και αμοιβή των αμοιβαίων καταγράφονται με λεπτομέρεια και με συγκεκριμένο τρόπο στο ενημερωτικό δελτίο που αποστέλλεται στον επενδυτή. Αυτό γίνεται για να μπορεί ο επενδυτής να διαβάσει τα στοιχεία και να μπορεί να τα συγκρίνει με άλλα αμοιβαία.

Hedge funds

Τα hedge funds,από την άλλη, είναι ιδιωτικές επενδυτικές ομάδες που λειτουργούν κάτω από μια επενδυτική συμφωνία μεταξύ των επενδυτών(limited partners) και διαχειριστών(general partners). Εξαιτίας της δομής και διάρθρωσης τους, τα hedge funds κατάφερναν να λειτουργούν χωρίς κανένα ρυθμιστικό πλαίσιο. Όμως η ανάπτυξη του κλάδου αλλά και η εμφάνιση περιπτώσεων που εξαιτίας των επιλογών τους έθεσαν σε κίνδυνο ολόκληρο το σύστημα θορύβησαν τις αρμόδιες αρχές. Από το 2004 τα hedge

funds θα πρέπει να εγγράφονται στα μητρώα της SEC ενώ ελέγχονται και όλοι οι επενδυτικοί σύμβουλοι που συμμετέχουν σε αυτά. Ταυτόχρονα υπάρχουν ρυθμίσεις για την δημοσιοποίηση των στοιχείων των hedge funds ώστε να επιτευχθεί μεγαλύτερη διαφάνεια στον κλάδο. Όσο αφορά τα έξοδα δεν υπάρχει κάποιο όριο και οι διαχειριστές μπορούν να χρεώσουν τον επενδυτή όσο εκείνοι πιστεύουν. Συνήθως ο διαχειριστής χρεώνει μια μεγάλη αμοιβή που βασίζεται στην απόδοση του fund και μια άλλη που βασίζεται στα υπό διαχείριση κεφάλαια χωρίς αυτό να σημαίνει ότι δεν υπάρχουν πρόσθετες χρεώσεις στους επενδυτές.

Επενδυτικές στρατηγικές

Αμοιβαία κεφάλαια

Η SEC απαγορεύει ή περιορίζει ρητά στους διευθυντές των mutual funds την εφαρμογή συγκεκριμένων στρατηγικών. Έτσι απαγορεύεται η εφαρμογή πρακτικών μόχλευσης ενώ μπορούν να χρησιμοποιηθούν options, futures, το short selling μόνο όμως ως πρακτικές κάλυψης ανοιχτών θέσεων.

Hedge funds

Η ελευθερία στην επιλογή επενδυτικών στρατηγικών είναι χαρακτηριστικό γνώρισμα των hedge funds. Έτσι υπάρχουν hedge funds που υιοθετούν πρακτικές υψηλής μόχλευσης σε συνδυασμό με στρατηγικές υψηλού ρίσκου αλλά παράλληλα υπάρχουν hedge funds που υιοθετούν πιο συντηρητικές επιλογές.

Αποτίμηση και ρευστότητα

Αμοιβαία κεφάλαια

Τα αμοιβαία είναι υποχρεωμένα να αποτιμούν τα χαρτοφυλάκια τους σε καθημερινή βάση. Έτσι οι επενδυτές είναι σε θέση να γνωρίζουν ανά πάσα στιγμή την τρέχουσα αξία των επενδύσεων τους. Επίσης τα αμοιβαία είναι υποχρεωμένα να προχωρούν σε ρευστοποίηση του μεριδίου του επενδυτή, εφόσον ο τελευταίος δώσει τέτοια εντολή.

Hedge funds

Εδώ δεν υπάρχουν συγκεκριμένοι κανόνες που να διέπουν την αποτίμηση του χαρτοφυλακίου των hedge funds. Γι αυτό τον λόγο οι επενδυτές δεν μπορούν να καθορίσουν την αξία της επένδυσής τους σε μια δεδομένη χρονική στιγμή. Παράλληλα δεν έχουν την δυνατότητα να προχωρήσουν σε ρευστοποίηση της θέσης τους οποτεδήποτε το θελήσουν.

Υπάρχουν σαφείς περιορισμοί για τον χρόνο στον οποίο οι επενδυτές μπορούν να προχωρήσουν σε μερική ή ολική ρευστοποίηση της επένδυσής τους.

Χαρακτηριστικά επενδυτών

Αμοιβαία κεφάλαια

Στα αμοιβαία μπορεί να επενδύσει ο οποιοσδήποτε πολίτης αρκεί να ανοίξει έναν λογαριασμό στην εταιρία διαχείρισης με ελάχιστο ποσό κατάθεσης συνήθως των 1000$. Οι επενδυτές συνεχίζουν να επενδύουν μικρά ποσά και μετά το άνοιγμα του λογαριασμού. Ο χαρακτηριστικός επενδυτής των αμοιβαίων έχει μέσο εισόδημα, είναι άτομο μέσης ηλικίας ενώ οι περισσότεροι δεν θέλουν να αναλαμβάνουν υψηλό ρίσκο. Επίσης προσδοκούν σε μικρές αποδόσεις (μεγαλύτερες από το free-risk rate) χωρίς να βάζουν σε μεγάλο κίνδυνο το αρχικό τους κεφάλαιο. Τα αμοιβαία κεφάλαια συνήθως διαφημίζονται στην προσπάθειά τους να προσελκύσουν το επενδυτικό ενδιαφέρον καθώς στόχος τους είναι να προσελκύσουν όσο το δυνατόν περισσότερους επενδυτές ενισχύοντας το ενεργητικό τους.

Hedge funds

Οι επενδυτές που επενδύουν σε hedge funds είναι άτομα που έχουν μεγάλη οικονομική άνεση αφού συνήθως το ελάχιστο ποσό επένδυσης είναι το 1 εκ. $. Επίσης εκτός από μεμονωμένα άτομα συμμετέχουν και θεσμικοί επενδυτές. Συνήθως οι επενδυτές των hedge funds είναι πρόσωπα που αρέσκονται στο ρίσκο και αναζητούν μεγάλες αποδόσεις, ταυτόχρονα έχουν εξειδικευμένες γνώσεις και εμπειρία στον χώρο των επενδύσεων. Τέλος τα hedge funds απαγορεύεται να διαφημίζονται ενώ προσφέρονται μέσω προσωπικών ενημερώσεων. Κάτι τέτοιο είναι λογικό αφού δεν απευθύνονται στο ευρύ κοινό αλλά σε εξειδικευμένους επενδυτές με μεγάλη οικονομική επιφάνεια. Άλλωστε και τα ίδια τα hedge funds επιθυμούν να προσελκύσουν ένα περιορισμένο αριθμό επενδυτών με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά.

Στόχοι όσων αφορά την απόδοση

Αμοιβαία κεφάλαια

Η απόδοση των mutual funds εξαρτάται από την απόδοση της αγοράς. Η ικανότητα του διαχειριστή στην επιλογή των assets, η διαφοροποίηση, η επιλογή του σωστού χρόνου είναι στοιχεία πολύ σημαντικά αλλά ουσιαστικά δεν μπορούν να αποδεσμεύσουν την απόδοση του χαρτοφυλακίου από την

απόδοση της αγοράς. Ακριβώς γι αυτόν τον λόγο αναφερόμαστε στον όρο της σχετικής απόδοσης όταν μιλάμε για τον στόχο που θέτουν τα hedge funds. Ο διαχειριστής κρίνεται επιτυχημένος αν η απόδοση που πέτυχε κρίνεται ικανοποιητική σε σχέση με την απόδοση της αγοράς. Έτσι σε bull αγορές αν το χαρτοφυλάκιο του αμοιβαίου παρουσιάσει πτώση αλλά αυτή είναι μικρότερη από την πτώση της αγοράς τότε ο διαχειριστής του θεωρείται επιτυχημένος.

Hedge funds

Όπως έχουμε ήδη αναφέρει στόχος των hedge funds είναι να επιτύχουν απόλυτες αποδόσεις, έχοντας την ελευθερία επιλογής οποιαδήποτε στρατηγικής επιθυμούν αντισταθμίζουν τον κίνδυνο της αγοράς πετυχαίνοντας θετικές αποδόσεις ακόμα και όταν οι αγορές είναι bull.

2.4 Δομή και διάρθρωση των hedge funds

Η δομή και η διάρθρωση ενός hedge fund εξαρτάται από το μέρος που επιλέγεται για τον σχηματισμό του. Τα hedge funds που δημιουργούνται στην Αμερική έχουν την δομή του ‘’περιορισμένου συνεταιρισμού’’(limited partnership). Όταν κάποιος αγοράσει μερίδια του συνεταιρισμού, ο επενδυτής δηλαδή, θεωρείται ως limited partner. Αντίθετα ο διαχειριστής που έχει την εύθηνη των αποφάσεων θεωρείται ως general partner. Τα παραπάνω σημαίνουν ότι ο επενδυτής έχει την ευθύνη μόνο για το κεφάλαιο που επενδύει. Η μέγιστη απώλεια που μπορεί να έχει είναι μόνο το επενδεδυμένο κεφάλαιο. Αντίθετα οι general partners θεωρούνται υπεύθυνοι πέρα και πάνω από το κεφάλαιο που έχουν επενδύσει στο ‘’συνεταιρισμό’’. Πολλοί διαχειριστές προκειμένου να αποφύγουν την προσωπική απεριόριστη ευθύνη δρουν μέσω άλλης εταιρίας η οποία παίζει το ρόλο του general partner.Πάντως η ύπαρξη εταιρίας, η οποία έχει τον ρόλο του general partner δεν απαλλάσσει τον διαχειριστή από την ευθύνη για πράξεις που παραβιάζουν τους νόμους που επιβάλλουν οι ρυθμιστικές αρχές. Για να νομιμοποιείται το επενδυτικό σχήμα του συνεταιρισμού θα πρέπει να πληρούνται κάποιες προϋποθέσεις που ορίζει ο νόμος. Βασική προϋπόθεση είναι οι τίτλοι του συνεταιρισμού να μην ανήκουν σε πάνω από 100 άτομα, τα οποία μπορεί να είναι τόσο ιδιωτικού όσο και δημοσίου δικαίου πρόσωπα. Επομένως υπάρχει περιορισμός στην συμμετοχή επενδυτών ώστε να

νομιμοποιείται ο συνεταιρισμός. Οι διαχειριστές επιλέγουν αυτή την δομή οργάνωσης του επενδυτικού τους σχήματος ώστε να αποφεύγουν την εμπλοκή των δημόσιων ρυθμιστικών αρχών έχοντας περισσότερη ελευθερία επιλογής επενδυτικών στρατηγικών. Αν αντίθετα επέλεγαν την δομή της εταιρίας για το επενδυτικό τους σχήμα θα έπρεπε να εγγράφονται στα μητρώα της SEC και να υπόκεινται σε αυστηρό έλεγχο και περιοριστικές διατάξεις. Ένα άλλο ζήτημα είναι αυτό της φορολογικής διαδικασίας αφού ακόμα και τα hedge fund εντός Αμερικής επιλέγουν με προσοχή την πολιτεία σχηματισμού τους έχοντας κυρίως φορολογικά κριτήρια.

Ταυτόχρονα υπάρχουν και τα hedge funds που σχηματίζονται offshore. Στην περίπτωση αυτή τα hedge funds επιλέγουν την δομή της τυπικής επιχείρησης. Τα μέρη που συνήθως επιλέγονται είναι οι Μπαχάμες, τα νησιά Κάιμαν, η Ιρλανδία, οι Βερμούδες, οι Βρετανικές Παρθένες Νήσοι. Η επιλογή αυτών των προορισμών φυσικά δεν γίνεται τυχαία. Το ρυθμιστικό πλαίσιο ,στο οποίο θα πρέπει να πειθαρχούν τα hedge funds, είναι ανύπαρκτο ενώ ταυτόχρονα η φορολόγηση των κερδών της επιχείρησης είναι και αυτή περιορισμένη. Είναι χαρακτηριστικό ότι τα νησιά Κάιμαν και οι Μπαχάμες δεν φορολογούν σε εταιρικό επίπεδο.

Πίνακα 2.4.1: Τοποθεσίες που βρίσκονται τα hedge funds

Τοποθεσία	% of all funds
Delaware	30%
Cayman Islands	28%
British Virgin Islands	10%
Other	9%
Bermuda	8%
Ireland	3%
California	2%
New York	2%
Guernsey	2%
Luxembourg	2%
Bahamas	2%

Το 80% των διαχειριστών εργάζονται στις Η.Π.Α ωστόσο μόνο το 35% με 40% των hedge funds βρίσκονται στην Αμερική ενώ τα περισσότερα από αυτά επιλέγουν την πολιτεία του Delaware για φορολογικούς λόγους. Τα

υπόλοιπα βρίσκονται σε άλλους προορισμούς με τα νησιά Κευμαν και τις Βρετανικές Παρθένους Νήσους να συγκεντρώνουν τα περισσότερα.

Συνήθως οι αμερικάνοι επενδυτές επενδύουν σε εσωτερικά hedge funds παρόλα αυτά πολλοί αμερικάνικοι οργανισμοί που εξαιρούνται της φορολόγησης συμμετέχουν σε offshore hedge funds. Πολλές εταιρίες λειτουργούν τόσο offshore όσο και σε onshore επίπεδο. Με τον τόπο αυτόν επεκτείνουν την επενδυτική βάση αυξάνοντας τα assets που διαχειρίζεται η εταιρία.

Πίνακας 2.4.2: Σύγκριση onshore me offshore hedge funds

κατηγορία	onshore	offshore
Ρευστότητα	Λιγότερη	Περισσότερη
Διάρθρωση	Limited partnership	Εταιρία
Αριθμός επενδυτών	Περιορισμένος αριθμός	Χωρίς περιορισμό
Accredited επενδυτές	Τυπικά ναι	Χωρίς περιορισμό
Αμερικάνοι επενδυτές	Ναι	Όχι
Αμερικάνοι θεσμικοί επενδυτές	Ναι	Ναι
Ρυθμιστικό πλαίσιο	Υπάρχει	Όχι, εξαρτάται από τη χώρα

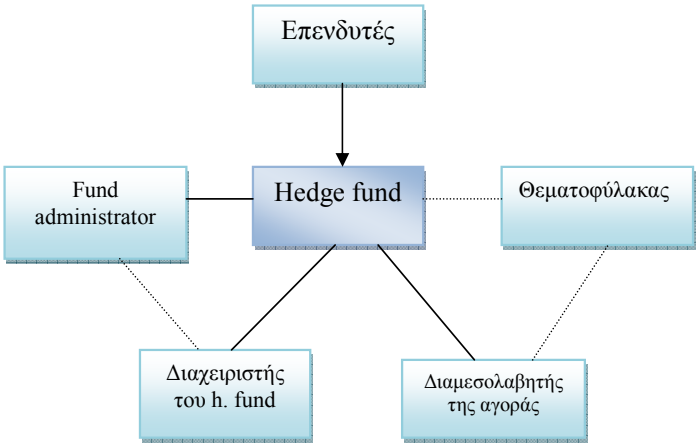
Οι εταιρίες των hedge funds παρουσιάζουν διαφορές ως προς τον τρόπο οργάνωσης τους. Γενικά επιλέγουν μορφές οριζόντιας οργάνωσης προκειμένου να αντιδρούν άμεσα στις αλλαγές της αγοράς και να προσαρμόζονται σε αυτές. Με τη οργάνωση αυτή επιτυγχάνουν ευελιξία στοιχείο που τους δίνει σημαντικό πλεονέκτημα έναντι άλλων επενδυτικών σχημάτων όπως π.χ. τα αμοιβαία κεφάλαια. Συνήθως τις αποφάσεις λαμβάνουν ένα ή δυο άτομα έχοντας τον σημαντικότερο ρόλο στο hedge fund.

Στην εικόνα 2.4.1 φαίνεται σχηματικά η δομή ενός hedge funds. Θεματοφύλακας(custodian): Τα hedge funds διακρατούν τα περιουσιακά τους στοιχεία (assets) με την συνδρομή ενός θεματοφύλακα. Οι θεματοφύλακες επίσης μπορούν να ελέγχουν τις χρηματοροές που προορίζονται για ωα καλύψουν τα περιθώρια ασφάλειας(margins).

Fund administrator: Ορισμένα hedge funds τις διευθύνουν όλες τις δραστηριότητες τους εσωτερικά, ενώ άλλα επιλέγουν να τις αναθέσουν σε εξωτερικούς συνεργάτες (outsourcing). Τέτοιες εργασίες είναι η ανάλυση κινδύνου, λογιστικά θέματα, υπηρεσίες για τους επενδυτές κ.α. Τα offshore hedge fund στηρίζονται και σε offshore administrators για την παροχή

διαφόρων υπηρεσιών. Τα υπόλοιπα μέρη του hedge fund αναλύονται στην επόμενη υποενότητα του κεφαλαίου.

Εικόνα 2.4.1:Δομή ενός τυπικού hedge fund

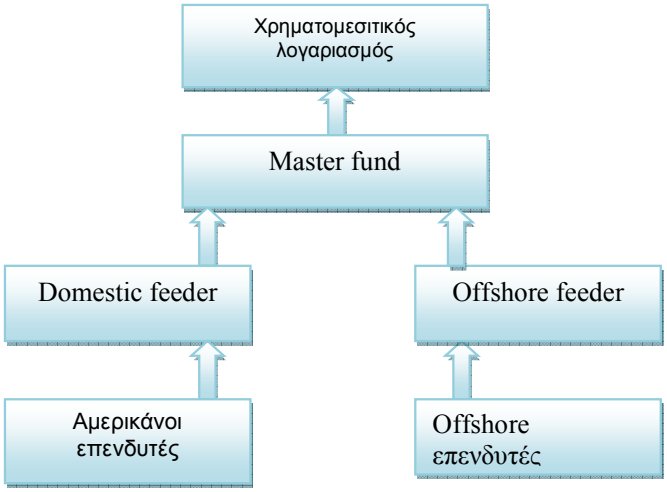


Ας δούμε διάφορες μορφές οργάνωσης hedge fund που δραστηριοποιείται τόσο offshore και onshore.

Master-Feeder Structure

Με την οργάνωση αυτή οι επενδυτές που μένουν στην Αμερική και οι αντίστοιχοι εκτός Αμερικής επενδύουν έμμεσα στην ίδια offshore εταιρία η οποία αποκαλείται master fund. Πιο αναλυτικά οι αμερικάνοι επενδυτές επενδύουν άμεσα σε έναν limited partner που βρίσκεται στις Η.Π.Α. Αυτός ο limited partner ονομάζεται domestic feeder. Ο τελευταίος επενδύει τα assets του στο master fund.Ταυτόχρονα οι εκτός Αμερικής επενδυτές αλλά και τα αμερικάνικα ιδρύματα που φοροαπαλλάσονται επενδύουν άμεσα σε μια offshore εταιρία, η οποία εδώ αναφέρεται ως offshore feeder. Ο τελευταίος επενδύει τα περιουσιακά του στοιχεία στο master fund. Ο διαχειριστής του hedge fund αγοράζει και πουλάει τίτλους χρησιμοποιώντας τον χρηματομεσιτικό λογαριασμό (brokerage account) που έχει ανοίξει στο όνομα του master fund.

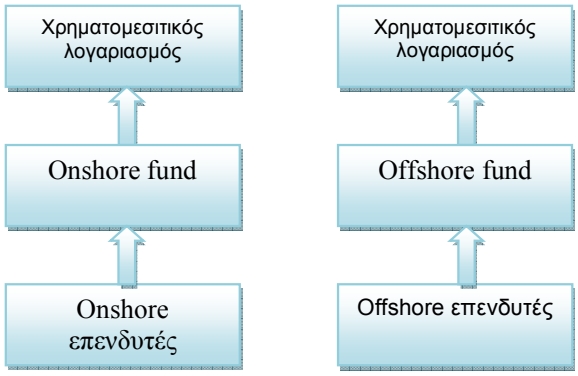
Εικόνα 2.4.2 : Master-Feeder Structure



Side by Side Structure

Τα hedge funds που επιλέγουν τον συγκεκριμένο τύπο οργάνωσης δημιουργούν ένα fund που επενδύουν οι onshore επενδυτές και ένα offshore fund που επενδύουν οι offshore επενδυτές. Εδώ οι onshore επενδυτές επενδύουν σε έναν περιορισμένο συνεταιρισμό που βρίσκεται onshore ενώ οι offshore επενδυτές επενδύουν σε μια offshore εταιρία.

Εικόνα 2.4.3:Side by side structure



Τα hedge funds που δραστηριοποιούνται τόσο onshore όσο και offshore πρέπει να επιλέξουν με προσοχή τους τύπους οργάνωσης τους. Υπάρχουν σοβαρές φορολογικές και διοικητικές διαφορές που παίζουν σημαντικό ρόλο

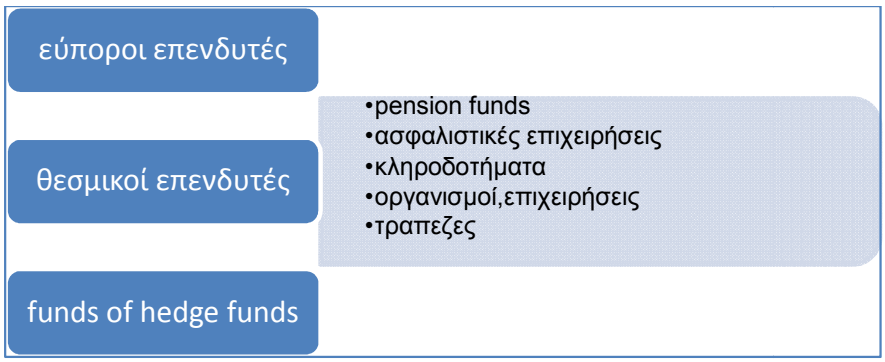
τόσο στον ρυθμιστικό έλεγχο που τους ασκείται από τις αρμόδιες αρχές όσο και στην τελική διαμόρφωση της κερδοφορίας τους.

2.5 Μέρη που αποτελούν ένα hedge fund

2.5.1 Επενδυτές(limited partners)

Οι επενδυτές αποτελούν τους limited partners των hedge funds. Σε μορφές εναλλακτικής επένδυσης επενδύουν διαφόρων ειδών επενδυτές, από άτομα έως θεσμικοί επενδυτές έως και άλλα hedge funds. Αναλυτικότερα επενδυτές των hedge funds είναι:

Πίνακας 2.5.1: Επενδυτές των hedge funds



Εύποροι επενδυτές

Αποτελούν τον σημαντικότερο πυρήνα επενδυτών των hedge funds. Είναι χαρακτηριστικό ότι τα πρώτα hedge funds αυτούς στόχευαν προκειμένου να εξασφαλίσουν κεφάλαια. Οι ρυθμιστικές αρχές έχουν πλέον ορίσει αυστηρά κριτήρια για το ποιος μπορεί να επενδύσει σε hedge funds. Αυτά τα κριτήρια αφορούν τόσο την περιουσία των ατόμων όσο και το εισόδημα τους. Σε κάθε περίπτωση τα άτομα με μεγάλες οικονομικές δυνατότητες παραμένουν από τους σημαντικότερους αιμοδότες των hedge funds καθώς κατέχουν το 30% των κεφαλαίων που επενδύονται σε αυτά. Παράλληλα αυτά τα άτομα επιλέγουν τα hedge funds στην προσπάθειά τους να διαφοροποιήσουν το χαρτοφυλάκιο τους.

Συνταξιοδοτικά ταμεία

Τα pension funds είναι από τους σημαντικότερους θεσμικούς επενδυτές των hedge funds. Τα pension funds διαθέτουν σημαντικά κεφάλαια

ενώ επιζητούν επενδύσεις με ευνοϊκές προοπτικές. Από την άλλη πλευρά τα τελευταία χρόνια ο κλάδος των hedge funds παρουσίασε αλματώδη ανάπτυξη με καλές αποδόσεις σε σχέση με τις αγορές. Οι διαχειριστές των pension funds επομένως στραφήκαν στα hedge funds προκειμένου να επενδύσουν μέρος του χαρτοφυλακίου τους. Λόγω της φύσης των pension funds οι διαχειριστές τους είναι ιδιαίτερα εκλεκτικοί στα hedge funds που επιλέγουν. Έτσι προτιμούν τα είδη των hedge funds που χρησιμοποιούν λιγότερο ρίσκο διασφαλίζοντας όμως ως ένα βαθμό το κεφάλαιο. Ενώ τα pension funds αποτέλεσαν μια σημαντική πηγή κεφαλαίων δημιούργησαν ταυτόχρονα αλλαγές σε κάποιες καθιερωμένες διαδικασίες. Τα pension funds αποδείχτηκαν πιο διορατικά από τα μεμονωμένα άτομα απατώντας μεγαλύτερη διαφάνεια και ενημέρωση από την πλευρά των διαχειριστών των hedge funds. Αυτό το γεγονός φυσικά δεν ήταν θετικό μονό για τα ίδια αλλά και για το σύνολο των επενδυτών ενισχύοντας την διαφάνεια στον κλάδο.

Τράπεζες

Ένας ακόμα θεσμικός επενδυτής είναι οι τράπεζες οι οποίες μπορεί να επενδύουν σημαντικό μέρος του χαρτοφυλακίου τους σε hedge funds. Τελευταία δεν λείπουν και οι περιπτώσεις που τράπεζες δημιουργούν τα δικά τους hedge funds.

Ασφαλιστικές εταιρίες

Οι ασφαλιστικές εταιρίες αποτελούν έναν θεσμικό επενδυτή για τα hedge funds. Οι ασφαλιστικές αντιμετωπίζουν την επενδυτική τους πολιτική με συντηρητισμό ώστε ανά πάσα στιγμή να μπορούν να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους. Ταυτόχρονα όμως θέλοντας να πετύχουν τον καταμερισμό του χαρτοφυλακίου τους στρέφονται σε hedge funds που χρησιμοποιούν όμως στρατηγικές με μικρό ρίσκο ώστε το χαρτοφυλάκιο τους να μην διατρέχει μεγάλους κινδύνους.

Μεγάλοι οργανισμοί, επιχειρήσεις

Αποτελούν έναν ακόμα θεσμικό επενδυτή για τα hedge fund όπου μερικοί οργανισμοί έχουν σημαντικό ρόλο σε ορισμένα hedge funds. Παρόλα αυτά δεν αποτελούν σημαντικό επενδυτή για τον κλάδο. Οι οργανισμοί βλέπουν τα hedge funds ως έναν τρόπο διαφοροποίησης των διαθεσίμων που επενδύουν. Παράλληλα όμως τα hedge funds μπορεί να αποτελέσουν ένα μέσο μείωσης της μεταβλητότητας του κύκλου εργασιών κάποιων

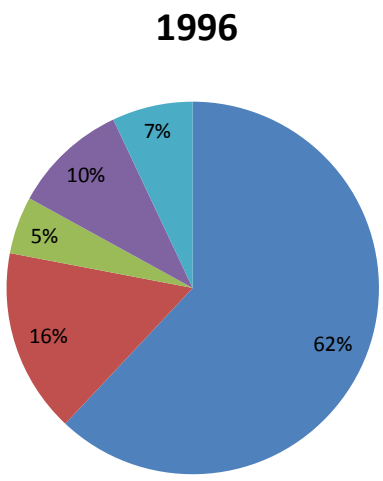
επιχειρήσεων. Για παράδειγμα μια εταιρία εξόρυξης πετρελαίου θα μπορούσε να δημιουργήσει το δικό της hedge fund που να πουλά short πετρέλαιο σε περιόδους πτώσης της τιμής του πετρελαίου. Άλλωστε πολλά hedge funds λειτουργούν με παρόμοιο τρόπο παρέχοντας κάλυψη σε επιχείρησης.

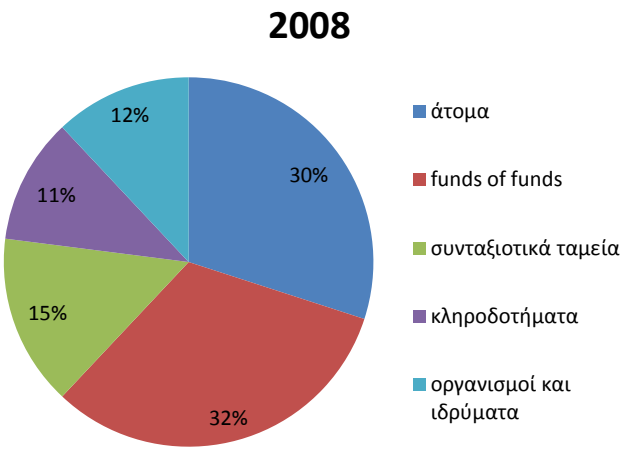
Funds of funds

Τεχνικά τα funds of funds είναι hedge funds που επενδύουν σε άλλα hedge funds. Ο κλάδος των funds of funds αναπτύσσεται ταχύτατα αποτελώντας σημαντική πηγή κεφαλαίων για τα hedge funds. Μάλιστα τα τελευταία χρόνια τα funds of hedge funds αποτελούν τον μεγαλύτερο επενδυτή των hedge funds ξεπερνώντας τους εύπορους επενδυτές. Παράλληλα τα funds of funds αποτελούν πόλο έλξης τόσο για θεσμικούς όσο και για μεμονωμένους επενδυτές εξαιτίας της διαφοροποίησης του κινδύνου και των καλών αποδόσεων που προσφέρουν.

Παρακάτω αναφέρεται το ποσοστό συμμετοχής κάθε κατηγορίας στον κλάδο τον hedge funds σε τρεις διαφορετικές χρονιές.

Διάγραμμα 2.5.1: Επενδυτές των hedge funds στα έτη 2008 και 1996





πηγή:Hennesse Group LLC, IFSL estimates

Από τα παραπάνω σημειώνουμε την ολοένα μεγαλύτερη συμμετοχή των FoF's ως επενδυτές των hedge funds και την συρρίκνωση του ποσοστού των εύπορων επενδυτών. Μάλιστα τα τελευταία χρόνια τα funds of hedge funds έχουν ξεπεράσει τους ιδιώτες επενδυτές, οι οποίοι ανέκαθεν ήταν οι σημαντικότεροι επενδυτές των hedge funds. Από την άλλη, οι θεσμικοί επενδυτές επενδύουν όλο και περισσότερο σε hedge funds τόσο άμεσα όσο και έμμεσα αν σκεφτούμε ότι κύριοι επενδυτές στα funds of funds είναι συνταξιοδοτικά ταμεία, ασφαλιστικές εταιρείες, οργανισμοί κ.α. Μάλιστα οι περισσότεροι θεσμικοί επενδυτές προτιμούν την επένδυση σε funds of hedge funds παρά απευθείας σε hedge funds. Αυτό συμβαίνει εξαιτίας της διαφοροποίησης που παρουσιάζουν το funds of hedge funds και συνεπώς του μικρότερου κινδύνου που εμπεριέχουν. Τέλος μια σημαντική διαπίστωση είναι ότι η μεγαλύτερη ανάμειξη θεσμικών αναμένουμε ότι θα βελτιώσει την διαφάνεια στον κλάδο, τουλάχιστον όσο αφορά τους επενδυτές, εξαιτίας της φύσης των θεσμικών επενδυτών πχ συνταξιοδοτικά ταμεία.

2.5.2 General partners

Περιλαμβάνει τα μέρη που είναι υπεύθυνα για την λειτουργία του hedge fund. Παρακάτω παρουσιάζονται αρμοδιότητες που συναντάμε σε μια εταιρία hedge fund. Σε κάποιες περιπτώσεις μερικές αρμοδιότητες συγκεντρώνονται

στο πρόσωπο ενός ατόμου. Στον πίνακα 2 αναφέρονται οι ειδικότητες που αποτελούν μια εταιρεία hedge fund.

Πίνακας 1.5.2.: Μέρη που αποτελούν μια εταιρεία hedge fund

διαχειρηστές(managers)
accountants
αναλυτές
risk managers
traders
δικηγόροι

2.5.2.1 Διαχειριστές(managers)

Ο διαχειριστής αποτελεί τον σημαντικότερο παράγοντα στην λειτουργία του hedge fund. Συνήθως είναι αυτός που δημιούργησε το hedge fund ενώ έχει συνδεθεί με αυτό αφού και ο ίδιος έχει επενδύσει σε αυτό σημαντικά προσωπικά κεφάλαια. Οι διαχειριστές προκειμένου να αποφύγουν την εύθηνη του general partnership συστήνουν εταιρία στην οποία μεταβιβάζουν την απεριόριστη εύθηνη. Ο διαχειριστής παίρνει τις αποφάσεις για τις στρατηγικές και τα εργαλεία που θα χρησιμοποιήσει το hedge fund. Επίσης αυτός αποφασίζει για τις αγορές που θα επενδύσει το fund, τους τίτλους που θα αγοράσει ή θα πουλήσει το hedge fund αλλά και την στιγμή που θα γίνουν οι συναλλαγές. Ταυτόχρονα ο διαχειριστής είναι και αυτός που πρέπει να προσελκύσει επενδυτικά κεφάλαια. Δεν λείπουν και οι περιπτώσεις που το όνομα του διαχειριστή είναι από μόνο του ικανό να προσελκύσει επενδυτές για το hedge fund. Επίσης έντονο θέμα κριτικής αποτελεί και η αμοιβή του διαχειριστή. Αυτή ορίζεται στο 20% της ετήσιας απόδοσης του hedge fund, επιπρόσθετα ο διαχειριστής αμείβεται και με ένα ποσοστό συνήθως 1% της αξίας των υπό διαχείριση στοιχείων. Τέλος πρέπει να τονίσουμε ότι ο κλάδος θεωρείται ότι προσελκύει τους καλύτερους διαχειριστές.

2.5.2.2 Accountants

Ο accountant μπορεί να έχει πολλαπλούς ρόλους στο hedge fund. Οι κύριες δραστηριότητές τους είναι η αποτίμηση και η τιμολόγηση στοιχείων αλλά και ολόκληρου του hedge fund καθώς και η καταγραφή όλων των ημερήσιων συναλλαγών. Συνήθως ο ρόλος του accountant είναι ένα σκαλοπάτι για να γίνει κάποιος manager αφού έχει αποκτήσει την ανάλογη εμπειρία.

2.5.2.3 Αναλυτές

Οι αναλυτές ερευνούν άλλες στρατηγικές, εργαλεία αλλά και τοποθετήσεις του hedge fund ενώ ταυτόχρονα παρέχουν συμβουλές στον διαχειριστή. Οι συμβουλές μπορεί να περιλαμβάνουν την πώληση ή την αγορά κάποιου τίτλου, την επένδυση σε κάποια άλλη αγορά ή τομέα ή και την εφαρμογή μιας άλλης τακτικής. Επίσης οι αναλυτές εξετάζουν εξονυχιστικά επιχειρήσεις, κλάδους αγορές που έχει επενδύσει ή πρόκειται να επενδύσει το fund. Γενικά προσπαθούν να εντοπίσουν κάθε πληροφορία που μπορεί να αποδειχτεί χρήσιμη για την επενδυτική πολιτική του hedge fund.

2.5.2.4 Risk managers

Εκτελούν διάτορους ρόλους στο hedge fund. Φροντίζουν να μετρούν την απόδοση και τον κίνδυνο που έχει αναλάβει το hedge fund. Ένα άλλο σημαντικό καθήκον των risk manager είναι να περιορίζουν κάποιες επενδύσεις που έχουν κάποια συγκεκριμένα χαρακτηριστικά αν έχουν παραβιαστεί παράμετροι που έχουν τεθεί. Για παράδειγμα αν το hedge fund παραβιάσει το VaR που το ίδιο είχε θέσει τότε ο risk manager ειδοποιεί τον διαχειριστή ώστε ο τελευταίος να πουλήσει επενδύσεις με μεγάλο ρίσκο επαναφέροντας το VaR.

2.5.2.5 Traders

Οι traders είναι αυτοί που πραγματοποιούν κάθε συναλλαγή που ορίζει ο manager. Βρίσκονται κολλημένοι μπροστά από οθόνες ηλεκτρονικών υπολογιστών διεκπεραιώνοντας της συναλλαγές ενώ ταυτόχρονα προσπαθούν να αλιεύσουν πληροφορίες.

2.5.2.6 Δικηγόροι

Οι δικηγόροι έχουν σαν αρχικό μέλημα να διασφαλίζουν ότι hedge fund συμμορφώνεται με τις διατάξεις που επιβάλλουν οι αρμόδιες ρυθμιστικές αρχές. Επιπροσθέτως βοηθούν τους επενδυτές να κατανοήσουν τα νομικά θέματα που σχετίζονται με το hedge fund.

2.5.3 Εξωτερικοί συνεργάτες ή επαγγελματίες

Δεν είναι μέλη του partnership παρόλα αυτά δουλεύουν για το hedge fund τελώντας μάλιστα σημαντικές εργασίες. Τα hedge funds, στα πλαίσια μείωσης του κόστους τους, κάνουν outsourcing εργασίες σε εξωτερικές εταιρίες οι οποίες έχοντας αναπτύξει εξειδίκευση έχουν οικονομίες κλίμακας. Επίσης υπάρχουν και οι εταιρίες ή οι φορείς που δεν δουλεύουν για λογαριασμό των hedge funds άλλα ασχολούνται από διαφορετικές σκοπιές με τον κλάδο. Κάποιοι από τους εξωτερικούς συνεργάτες ή επαγγελματίες αναφέρονται στον πίνακα τρία:

Πίνακας 2.5.3: Εξωτερικοί συνεργάτες και άλλα μέρη που συμμετέχουν στον κλάδο

prime brokers
market specialists
σύμβουλοι
ρυθμιστικές αρχές

2.5.3.1 Prime brokers

Αποτελεί τον πιο σημαντικό εξωτερικό συνεργάτη των hedge funds. Ως prime broker λειτουργούν επενδυτικές τράπεζες αλλά και άλλα χρηματοοικονομικά ιδρύματα. Οι υπηρεσίες που προσφέρουν στα hedge funds ποικίλουν και εξελίσσονται συνεχώς ανάλογα με τις ανάγκες των fund. Έτσι ενώ αρχικά λειτουργούσαν ως διεκπεραιωτές και καταγραφείς των

συναλλαγών σήμερα αναπτύσσουν πιο πολύπλοκες υπηρεσίες οι οποίες περιλαμβάνουν:

- Προστασία και ενίσχυση των hedge fund παγκόσμιο επίπεδο
- Χρηματοδότηση
- Reports αναφορικά με το χαρτοφυλάκιο των hedge funds
- Δανεισμός διεθνών τίτλων

Οι prime brokers ανέπτυξαν γρήγορα τις υπηρεσίες τους προσαρμοζόμενοι στις ανάγκες των πελατών τους προσφέροντας τους την δυνατότητα να επενδύσουν σε:

- Κάθε αγορά
- Με κάθε εργαλείο
- Σε οποιοδήποτε χρόνο
- Με οποιοδήποτε broker

Αναλυτικότερα οι prime brokers καταγράφουν στους λογαριασμούς των πελατών τους τα περιουσιακά τους στοιχειά αλλά και να τις συναλλαγές που αυτοί πραγματοποίησαν οι τελευταίοι. Μάλιστα η SEC θεωρεί υπεύθυνους τους prime brokers να καταγράφουν τις συναλλαγές των πελατών τους και ταυτόχρονα να μεταφέρουν τα αντίστοιχα κεφάλαια ή τίτλους ώστε να ολοκληρωθεί η συναλλαγή.

Τα hedge funds προκειμένου να εξυπηρετήσουν τους επενδυτικούς τους σκοπούς χρησιμοποιούν short selling και μόχλευση. Οι prime brokers παίζουν σημαντικό ρόλο και στις δυο δραστηριότητες. Αρχικά διαθέτουν ένα πολύ μεγάλο απόθεμα τίτλων ώστε να δανείζουν αυτοί τους πελάτες τους όταν θέλουν να σορτάρουν. Για τα hedge funds είναι πολύ σημαντικό να προχωρούν στο short selling χωρίς να φοβούνται ότι ο δανειστής των τίτλων θα υπαναχωρήσει απαιτώντας τους τίτλους πίσω. Οι prime brokers με το απόθεμα τους εξυπηρετούν τα hedge funds προς αυτή την κατεύθυνση. Επιπρόσθετα πρέπει να τονίσουμε τα hedge funds διατηρούν στους prime brokers τους λογαριασμούς εξασφάλισης που περιλαμβάνουν από μετρητά μέχρι τίτλους. Φυσικά για αυτούς τους λογαριασμούς τα hedge funds εισπράττουν και τους αντίστοιχους τόκους. Όσο αφορά για το θέμα της μόχλευσης οι prime brokers δανείζουν την ρευστότητα που απαιτείται χρηματοδοτώντας τα hedge funds. Παράλληλα οι prime brokers ενημερώνουν με reports για διάφορα θέματα που απασχολούν τους πελάτες τους. Αυτά τα

reports περιλαμβάνουν λογιστικές αναφορές για τη χρηματοοικονομική κατάσταση του fund σε μια δεδομένη στιγμή, μπορεί να ενημερώνουν τον manager σχετικά με συναλλαγές που έγιναν σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, αναφορές σχετικά με τη κερδοφορία του fund τόσο σε απόλυτους αριθμούς όσο και σε σχετικούς χρησιμοποιώντας σαν σημείο αναφοράς κάποιον δείκτη της αγοράς.

2.5.3.2 Marketing specialist

Ο manager πρέπει να ασχολείται και με την προώθηση της εικόνας του hedge fund στους επενδυτές. Σε πολλές περιπτώσεις όμως κάτι τέτοιο μπορεί να αποδειχθεί πολύ χρονοβόρο αποσπώντας την προσοχή του διαχειριστή από την ουσία της εργασίας του που είναι η διαχείριση του fund. Γι αυτόν τον λόγο αρκετά hedge funds αναθέτουν την διαφήμιση τους σε εξειδικευμένα γραφεία marketing. Πλέον αυτά θα φροντίζουν για την ενημέρωση και την προσέλκυση υποψήφιων επενδυτών.

2.5.3.3 Σύμβουλοι

Αρκετοί επενδυτές πριν επενδύσουν σε ένα hedge fund φροντίζουν να συμβουλευτούν ειδικούς στους οποίους αναθέτουν να βρουν και να διαλέξουν για αυτούς το κατάλληλο hedge fund. Συνήθως εισπράττουν μια προμήθεια από τον διαχειριστή του προτεινομένου fund.

Οικονομικοί ελεγκτές, λογιστές

Υπάρχουν επενδυτές που για να πειστούν να επενδύσουν σε ένα hedge fund απαιτούν αξιόπιστα στοιχειά από εξωτερικούς φορείς. Αυτό τον ρόλο παίζουν οι οικονομικοί ελεγκτές οι οποίοι καταγράφουν τις αποδόσεις και άλλα στοιχεία των hedge funds ώστε να ενημερώσουν τους υποψήφιους επενδυτές.

2.5.3.4 Ρυθμιστικές αρχές

Ο κλάδος των hedge funds παρακολουθείται από τις αρμόδιες ρυθμιστικές αρχές. Για τη Αμερική αυτές είναι: η SEC,η Commodity Futures Trading Commission,η Federal Reserve και το U.S. Treasury Department. Κύριο μέλημα αυτών των αρχών είναι η τήρηση των κανονισμών που έχουν θέσει από τον κλάδο των hedge funds ώστε να προστατεύεται ο επενδυτής, να

υπάρχει διαφάνεια στον κλάδο, οι συνέπειες από πιθανές αποτυχίες hedge funds να μην λειτουργήσουν απορυθμίστηκα για όλο το σύστημα.

2.6 Ιστορική αναδρομή

Το 1949 ο Alfred Jones, δημοσιογράφος του περιοδικού fortune, προσπάθησε να δημιούργησε ένα σύστημα επένδυσης το όποιο θα έφτανε σε υψηλές αποδόσεις ενώ ταυτόχρονα δεν θα χαρακτηριζόταν από το υψηλό ρίσκο. Δημιούργησε το πρώτο hedge fund, το αρχικό κεφάλαιο του οποίου χρηματοδοτήθηκε τόσο από τον ίδιο όσο και από επενδυτές. Βασικά εργαλεία αυτού του νέου επενδυτικού συστήματος ήταν το short selling και η μόχλευση. Αυτές οι δυο τακτικές χρησιμοποιούνταν στο παρελθόν αλλά δεν συνδυάζονταν.

Ο Jones αγόραζε έναν τίτλο όταν πίστευε ότι αυτός ήταν υποτιμημένος και προχωρούσε σε short πώληση όταν εκτιμούσε ότι ο τίτλος ήταν υπερτιμημένος. Παράλληλα μόχλευε τα κεφάλαια του ώστε να μεγεθύνει τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου του. Πρέπει όμως να τονίσουμε ότι ο Jones προσπάθησε να περιορίσει τον κίνδυνο τις αγοράς, ώστε οι αποδόσεις της επένδυσης του να μην επηρεάζονται από την κίνηση της αγοράς αλλά να εξαρτώνται αποκλειστικά από την επιλογή των τίτλων. Πιο συγκεκριμένα προσπάθησε να συνδυάσει στο χαρτοφυλάκιο του long και short θέσεις σε τέτοιες αναλογίες ώστε να απομονώσει πλήρως την ικανότητα του διαχειριστή στην επιλογή των τίτλων από την κίνηση της αγοράς. Το παραπάνω αποτελεί και την ειδοποιό διαφορά μεταξύ των hedge funds και άλλων επενδυτικών σχημάτων. Τα πραγματικά hedge funds συστηματικά προσπαθούν να απομονώσουν, στις αποδόσεις τους, την επενδυτική ικανότητα του διαχειριστή με το να περιορίζουν το ρίσκο της αγοράς χρησιμοποιώντας hedging τακτικές.

Αρχικά ο Jones απέδωσε στο σχήμα του την νομική μορφή της γενικής συνεργασίας. Αργότερα αυτή τη νομική μορφή την άλλαξε σε περιορισμένης συνεργασίας , απολαμβάνοντας περισσότερα πλεονεκτήματα. Μάλιστα αυτή η μορφή έχει διατηρηθεί στα hedge funds μέχρι σήμερα. Επίσης μια σημαντική καινοτομία που εισήγαγε ο Jones ήταν την υψηλή προμήθεια επίδοσης που εισέπραττε ο διαχειριστής καθώς ήταν 20% επί των κερδών. Ακριβώς την ίδια προμήθεια εισπράττουν και οι σημερινοί διαχειριστές των hedge funds.

Το 1966 ο Carol J. Loomis, σε άρθρο του στο περιοδικό Fortune, έφερε στην δημοσιότητα το επενδυτικό σχήμα που δημιούργησε και διαχειρίστηκε ο Jones. Μάλιστα ήταν αυτός που του έδωσε την ονομασία hedge fund. Το άρθρο εμπεριείχε λεπτομέρειες για την δομή του hedge fund και ανέλυε την στρατηγική του Jones. Το δημοσίευμα προκάλεσε μεγάλη αίσθηση αφού αποκάλυπτε την τεράστια επιτυχία του κεφαλαίου. Οι αποδόσεις ξεπερνούσαν κατά πολύ τις αποδόσεις των καλύτερων mutual funds της εποχής αφού είχε αφαιρεθεί το απίστευτο ποσοστό του 20% το οποίο προοριζόταν σαν αμοιβή επίδοσης προς τον manager του fund. Το δημοσίευμα προκάλεσε αίσθηση ενώ άρχισαν οι απόπειρες να δημιουργηθούν παρόμοια επενδυτικά σχήματα.

2.7 Πραγματικά και εικονικά hedge funds

Άμεσα πολλοί προσπάθησαν να μιμηθούν την πρακτική του Jones, δημιουργώντας funds που προσομοίαζαν στο αρχικό. Ταυτόχρονα όμως οι περισσότεροι δεν κατανόησαν την ουσία της στρατηγικής του Jones. Η παρερμηνεία ενισχύθηκε ακόμα περισσότερο από τα μέσα μαζικής ενημέρωσης, τα οποία δεν στάθηκαν στην ουσία της λογικής του Jones. Την γενικότερη προσοχή τράβηξαν οι μεγάλες αποδόσεις , οι υψηλές προμήθειες συμβάλλοντας στο να δημιουργηθούν εκατοντάδες funds που προσομοίαζαν στο αρχικό fund. Όμως αντί να εστιάσουν στην πρακτική του hedging προτίμησαν να την παρακάμψουν εφαρμόζοντας στρατηγικές που εστίαζαν στην μεγάλη μόχλευση, στο short selling αλλά και στις υψηλές προμήθειες. Τα funds αυτά, όσο η αγορά ανέβαινε, εμφάνιζαν καλές αποδόσεις, όμως μετά το 1968 καθώς η αγορά πιέστηκε προς τα κάτω απέτυχαν παταγωδώς. Όμως παράλληλα δημιουργήθηκαν και funds που χρησιμοποίησαν την ιδέα του Jones περί απομόνωσης της κίνησης της αγοράς από τις επενδυτικές επιλογές του διαχειριστή. Αυτά ακριβώς τα funds καλούνται πραγματικά hedge funds.

Ακόμα και σήμερα υπάρχει σύγχυση στον διαχωρισμό των πραγματικών hedge funds, την οποία επιτείνουν ακόμα παραπάνω τα Μ.Μ.Ε.. Επομένως πρέπει να υπάρξει ένας διαχωρισμός των πραγματικών hedge funds με τα εικονικά hedge funds. Ο διαχωρισμός στηρίζεται σε δυο άξονες. Ο πρώτος αφορά τις επενδυτικές στρατηγικές που βασίζονται στην δεξιότητα του

διαχειριστή με τις επενδυτικές στρατηγικές που βασίζονται στην κίνηση της αγοράς. Ο δεύτερος αφορά και στον τρόπο εφαρμογής του hedging.

Ο πρώτος άξονας είναι αρκετά ξεκάθαρος. Κάθε αγορά έχει την δικιά της τάση(trend). Όλες οι κεφαλαιαγορές, χρηματαγορές ασκούν μια πολύ ισχυρή έλξη προς χαρτοφυλάκια που έχουν μόνο long θέσεις. Η έλξη αυτή αφορά την προσαρμογή των αποδόσεων αυτών των χαρτοφυλακίων στην απόδοση του γενικού δείκτη της αγοράς. Έτσι καθώς η αγορά ανεβαίνει ταυτόχρονα αυξάνονται και οι αποδόσεις των χαρτοφυλακίων. Αντίθετα όταν η αγορά πέφτει ,πέφτουν μαζί της και τα χαρτοφυλάκια. Ο πρωτεύον παράγοντας που επηρεάζει τα long-only χαρτοφυλάκια φαίνεται να είναι η απόδοση της αγοράς παρά τα θεμελιώδη των τίτλων ή την ικανότητα του διαχειριστή. Επομένως οι αποδόσεις των χαρτοφυλακίων περνούν μέσα από τον συστημικό κίνδυνο που αναλαμβάνει ο επενδυτής. Από κει και πέρα αν ο επενδυτής θέλει υψηλότερη απόδοση πρέπει παράλληλα να αναλάβει και μεγαλύτερο κίνδυνο και το αντίθετο. Το ρίσκο της αγοράς μπορεί να μειωθεί χρησιμοποιώντας μετρητά, να αυξηθεί χρησιμοποιώντας μόχλευση, να αντισταθμιστεί χρησιμοποιώντας παράγωγα. Όμως σε κάθε περίπτωση ανεξαρτήτως των παραπάνω κινήσεων η απόδοση του χαρτοφυλακίου παραμένει στενά συνδεδεμένη με το ρίσκο της αγοράς.

Ακριβώς αυτήν την τάση της αγοράς προσπάθησε να περιορίσει ή και να εξαλείψει ο Jones, μέσο του συνδυασμού long και short θέσεων. Τα πραγματικά hedge funds χρησιμοποιούν τέτοιες στρατηγικές προκειμένου να αποδεσμεύσουν την απόδοση του χαρτοφυλακίου τους από την κίνηση της αγοράς. Άρα η απόδοση των πραγματικών hedge funds θα εξαρτάται από την δεξιότητα του διαχειριστή σε αντίθεση με τα εικονικά hedge funds που η απόδοση τους βασίζεται στην αγορά.

Ο δεύτερος πυλώνας του διαχωρισμού εδράζεται στην έννοια του hedging και πως αυτό εφαρμόζεται. Πρέπει να υπάρχει διαχωρισμός στο hedging που αφορά την αγορά ασφάλειας έναντι της περίπτωσης της αντίθετης κίνησης της αγοράς(αυτό το hedging βασίζεται στην αγορά) και στο hedging που χαρακτηρίζεται σαν value added το οποίο στηρίζεται στις ικανότητες του διαχειριστή.

Η αγορά ασφάλειας αφορά την πληρωμή ασφαλίστρου προκειμένου ο επενδυτής να καλυφθεί έναντι όλου ή του ρίσκου που δεν θέλει. Για

παράδειγμα αν ο επενδυτής θέλει να καλυφθεί έναντι της πιθανής πτώσης της αγοράς μπορεί να αγοράσει put options του δείκτη που αντιπροσωπεύει καλύτερα το χαρτοφυλάκιο του. Ο επενδυτής καλείται να καταβάλει το αντίστοιχο ασφάλιστρο για την προστασία που απολαμβάνει ενώ θα χρησιμοποιήσει την ασφάλεια του σε περίπτωση απωλειών για το χαρτοφυλάκιο καλύπτοντας τις απώλειες του ανάλογα με την ποσοστό ασφάλειας που είχε αγοράσει.

Από την άλλη πλευρά το value-added hedging σκοπεύει στην αδρανοποίηση του κινδύνου της αγοράς στο χαρτοφυλάκιο του επενδυτή ενώ ταυτόχρονα στοχεύει στην επίτευξη κερδών μέσω του hedging. Για παράδειγμα ένα χαρτοφυλάκιο που αποτελείται συνολικά από 100 θέσεις εκ των οποίων 50 long(των μετοχών που αρέσουν στον επενδυτή) και ως αντίβαρο των long θέσεων 50 short θέσεις (των τίτλων που δεν πιστεύει ο επενδυτής). Όπως γίνεται αντιληπτό το hedging αυτού του είδους βασίζεται σε στρατηγικές οι οποίες εξαρτώνται από την δεξιοτεχνία του διαχειριστή. Επιπρόσθετα οι στρατηγικές του value-added hedging είναι μορφές στρατηγικών arbitrage, μιας ολόκληρης κατηγορίας των hedge funds.

Σε αυτό το σημείο πρέπει να τονίσουμε ότι τα hedge funds(συμπεριλαμβανομένου και του μοντέλου που εφαρμόστηκε από τον Jones) χρησιμοποιούν στρατηγικές βασισμένες στην δεξιοτεχνία το κάνουν μόνο για μια ορισμένη ποσότητα των περιουσιακών τους στοιχείων. Έχει αποφασιστεί ότι για να θεωρείται ένα fund ως πραγματικό hedge fund πρέπει να χρησιμοποιεί τέτοιες τακτικές σε ποσοστό τουλάχιστον 25% του συνολικού επενδυμένου κεφαλαίου του.

Συνοψίζοντας τα παραπάνω τα πραγματικά με τα εικονικά hedge funds μοιράζονται κοινά χαρακτηριστικά τα οποία κυρίως αφορούν την δομή που έχουν υιοθετήσει. Το σημαντικότερο όμως γνώρισμα για τον διαχωρισμό αφορά στην στρατηγική που εφαρμόζεται. Από την μια πλευρά τα πραγματικά funds εφαρμόζουν συστηματικά στρατηγικές(για τουλάχιστον 25% των επενδύσεων τους) που στόχο έχουν την δημιουργία ενός value- added hedging απομονώνοντας τον ικανότητα του διαχειριστή από την τάση της αγοράς. Από την άλλη πλευρά τα εικονικά hedge funds υιοθετούν την δομή των πραγματικών αλλά αδυνατούν να εφαρμόσουν στρατηγικές που απομονώνουν την κίνηση της αγοράς από την απόδοση του χαρτοφυλακίου

τους. Αδυνατούν δηλαδή να εφαρμόσουν value-added hedging σε κάθε περίπτωση αναγορεύοντας την απόδοση της αγορά ως σημείο αναφοράς για τις αποδόσεις τους. Πάντως θα πρέπει να τονίσουμε ότι καλές επενδυτικές ευκαιρίες μπορεί να διακρίνει κανείς και στις δυο πλευρές.

2.8 Είδη hedge funds πραγματικά και εικονικά

2.8.1 Πραγματικά hedge funds

Οι σημαντικότερες κατηγορίες πραγματικών hedge funds είναι τρεις:

- Funds που ακλουθούν το μοντέλο του Jones
- Relative hedge funds
- Macro hedge funds

2.8.1.1 Funds που ακλουθούν το μοντέλο του Jones

Εφαρμόζουν value added-hedge στρατηγικές σε ποσοστό τουλάχιστον 25% των συνολικά επενδυμένων στοιχείων τους. Αυτό το πετυχαίνουν χρησιμοποιώντας συνδυασμούς long θέσεων με ίσης αξίας short θέσεων. Όπως τονίσαμε αυτό γίνεται σε κάθε περίπτωση, ενώ δεν περιλαμβάνει το σύνολο του χαρτοφυλακίου του hedge fund. Επομένως θα υπάρχει έκθεση του χαρτοφυλακίου στην αγορά. Για να εντοπίσουμε την έκθεση:

Καθαρή έκθεση στην αγορά=(longs-shorts)/capital

Υπάρχουν διάφορες παραλλαγές του μοντέλου. Έτσι έχουμε ένα πιο επιθετικό μοντέλο το οποίο μεγεθύνει το ρίσκο της αγοράς αυξάνοντας την έκθεση επιπλέον του 100% χρησιμοποιώντας μόχλευση ή χρησιμοποιεί αρνητική καθαρή έκθεση έχοντας δηλαδή περισσότερες short από ότι long θέσεις. Επίσης υπάρχει και το πιο συντηρητικό μοντέλο που διατηρεί καθαρή έκθεση από 0 έως 100% επιτρέποντας μεγαλύτερη ευελιξία. Τέλος υπάρχει και η κατηγορία που είναι fully hedged εξισώνοντας πλήρως τις long με τις short θέσεις.

2.8.1.2 Relative hedge funds

Αυτή η κατηγορία αφορά hedge funds που εφαρμόζουν arbitrage στρατηγικές μεταξύ σχετιζόμενων τίτλων. Οι αποδόσεις αυτής της κατηγορίας έχουν πολύ μικρή συσχέτιση με τις αποδόσεις τις αγοράς. Το γεγονός ότι το ρίσκο της αγοράς έχει μειωθεί σημαντικά δεν σημαίνει ότι δεν υπάρχουν άλλοι

κίνδυνοι. Αντίθετα υπάρχουν και ποικίλουν ανάλογα με την ακριβή στρατηγική arbitrage που εφαρμόζεται. Εδώ ανήκουν:

Convertible arbitrage funds

Funds που αγοράζουν μετατρέψιμες ομολογίες και πουλάνε short τις υποκείμενες μετοχές.

Fixed income arbitrage funds

Funds που εκμεταλλεύονται την διαφορά σε τιμές ανάμεσα σε τίτλους σταθερού εισοδήματος.

Merger arbitrage funds

Funds που έλκονται από ευκαιρίες που παρουσιάζονται σε εξαγορές, συγχωνεύσεις ή αναδιοργανώσεις εταιριών. Η στρατηγική τους συνοψίζεται στην αγορά της εξαγοραζόμενης επιχείρησης και στην ταυτόχρονη πώληση της επιχείρησης που πραγματοποιεί την εξαγορά.

2.8.1.3 Macro hedge funds

Funds που αναζητούν κέρδη κεφαλαιοποιώντας αλλαγές οι οποίες παρουσιάζονται σε μακροοικονομικό επίπεδο. Επιτόκια, συνάλλαγμα, τίτλοι επηρεάζονται από μακροοικονομικές μεταβολές σε τοπικό ή παγκόσμιο επίπεδο.

2.8.2 Εικονικά hedge funds

2.8.2.1 Shorted funds

Εδώ ανήκουν hedge funds που προχωρούν σε short τίτλων, μετοχών, δεικτών. Τα short-only funds εστιάζουν αποκλειστικά στο short selling, ενώ τα short-biased funds στηρίζονται στο short selling και ενδέχεται να αγοράζουν τίτλους κάνοντας hedging.

2.8.2.2 Distressed securities

Funds που προχωρούν στην αγορά ή την short πώληση τίτλων εταιριών η οποίες βρίσκονται υπό καθεστώς πτώχευσης και αναδιοργάνωσης.

2.8.2.3 Emerging hedge funds

Πρόκειται για funds που εστιάζουν την δράση τους σε κεφαλαιαγορές και χρηματαγορές αναπτυσσόμενων χωρών.

Τα παραπάνω hedge funds και οι στρατηγικές που ακολουθούν εξετάζονται με περισσότερη λεπτομέρεια στο παρακάτω κεφάλαιο.

Κεφάλαιο 3ο: Τακτικές και εργαλεία που χρησιμοποιούν οι διαχειριστές

3.1 Short selling

Το selling short είναι μια επενδυτική τακτική που χρησιμοποιείται ευρέως από τους επενδυτές. Διαχειριστές χαρτοφυλακίων χρησιμοποιούν το short selling ως εργαλείο των στρατηγικών που εφαρμόζουν. Το short selling είναι μια διαδικασία, η οποία δεν είναι απόλυτα κατανοητή από το ευρύ επενδυτικό κοινό.

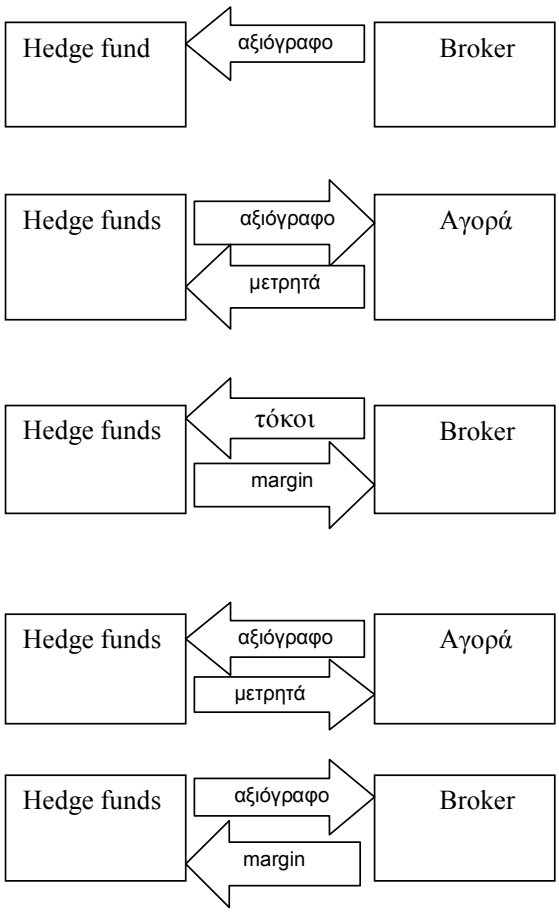
Οι επενδυτές όταν προβλέπουν ότι οι κεφαλαιαγορές θα κινηθούν ανοδικά σπεύδουν να λάβουν θέσεις long, σπεύδουν δηλαδή, να αγοράσουν σήμερα μετοχές έχοντας την πρόθεση να τις πουλήσουν στο μέλλον. Εφόσον οι εκτιμήσεις τους επιβεβαιωθούν, η τιμή πώλησης θα είναι μεγαλύτερη από την τιμή αγοράς, αποκομίζουν και το ανάλογο κέρδος. Επομένως τα πράγματα είναι απλά όταν αναμένεται άνοδος της αγοράς. Εδώ όμως τίθεται το ερώτημα τι γίνεται σε περίπτωση που οι κεφαλαιαγορές κινηθούν καθοδικά, αν δηλαδή υπάρχει κερδοφόρος στρατηγική όταν ο επενδυτής προβλέπει πτώση της αγοράς. Η απάντηση δίνεται μέσω του short selling. Άρα ο επενδυτής που προβλέπει πτώση των τιμών των μετοχών θα λάβει θέση short.

Η ιδέα του σορταρίσματος συνοψίζεται στον δανεισμό ενός τίτλου και στην ταυτόχρονη πώληση του. Αυτόν τον τίτλο ο επενδυτής με την πάροδο ενός χρονικού διαστήματος είναι υποχρεωμένος να επαναγοράσει και να επιστρέψει στον αρχικό ιδιοκτήτη. Αν ο επενδυτής έχει προβλέψει σωστά, η τιμή αγοράς είναι μικρότερη από την τιμή πώλησης, αποκομίζει το αντίστοιχο κέρδος. Η διαδικασία όμως ενδέχεται να λειτουργήσει απορρυθμιστικά για το σύνολο του χρηματοδοτικού συστήματος αν δεν παρθούν τα αντίστοιχα μέτρα. Ας φανταστούμε μόνο τη περίπτωση που πολλοί επενδυτές έχουν λάβει θέσεις short ενώ η αγορά διαψεύδοντας τις εκτιμήσεις τους κινηθεί ανοδικά. Οι τελευταίοι μπορεί να βρεθούν αντιμέτωποι με σημαντικές ζημιές τις οποίες πρέπει να καλύψουν προκειμένου να επιστρέψουν τους τίτλους στου αρχικούς ιδιοκτήτες. Φυσικά για να διασφαλιστεί η διαδικασία ο επενδυτής που λαμβάνει ανοιχτές θέσεις πρέπει να διατηρεί λογαριασμό εξασφάλισης(margin account).

Η διαδικασία του short selling μπορεί να περιγράφει με τέσσερα βήματα

- Αρχικά ο επενδυτής δανείζεται μετοχές, αυτό γίνεται με εντολή προς τον χρηματιστή(broker). Αυτό το βήμα ολοκληρώνεται με την κατάθεση σε λογαριασμό εξασφάλισης(margin account) ενός συγκεκριμένου πόσου ανάλογα με την αξία τον μετοχών που δανείστηκε.
- Στην συνέχεια δίνεται εντολή για πώληση αυτών των μετοχών. Το ποσό από την πώληση πιστώνεται στον λογαριασμό του επενδυτή.
- Ο επενδυτής, που προσδοκά ότι η μετοχή θα κινηθεί καθοδικά, περιμένει την κατάλληλη στιγμή προκειμένου να αγοράσει τις μετοχές.
- Ο επενδυτής δίνει εντολή στον χρηματιστή του να αγοράσει τις μετοχές από την αγορά και τις επιστρέφει στον ιδιοκτήτη τους.

Εικόνα 3: Ροές κατά την διάρκεια του short selling



1. Το hedge fund δανείζεται αξιόγραφο από τον broker

2. Το hedge fund πουλάει το αξιόγραφο στην αγορά

3. Το hedge fund πρέπει να καταθέσει ποσό στον margin account.

4. Το hedge fund κλείνει την θέση του αγοράζοντας το αξιόγραφο από την αγορά

4. Ο margin account κλείνει

Στην όλη διαδικασία μπορούμε να κάνουμε κάποιες παρατηρήσεις. Ο επενδυτής, παρόλο που στην αρχή πουλάει τις μετοχές που έχει δανειστεί, είναι υποχρεωμένος να διατηρεί την αναγκαία ρευστότητα καταθέτοντας το ποσό που πρέπει στον λογαριασμό εξασφάλισης. Αυτό είναι απαραίτητο προκειμένου να εξασφαλιστεί ότι ο short seller θα επιστρέψει την μετοχή ακόμα κι αν οι προσδοκίες έχουν διαψευστεί, έχοντας υποστεί βαριές απώλειες. Πρέπει να τονίσουμε ότι ο επενδυτής εκτός από το αρχικό ποσό που καταθέτει ίσως χρειαστεί να καταθέσει επιπλέον χρήματα στον λογαριασμό εξασφάλισης ανάλογα με την κίνηση της μετοχής. Επομένως ο χρηματιστής κατά την διάρκεια του δανεισμού ίσως απαιτήσει, ανάλογα με την κίνηση της μετοχής επιπρόσθετα ποσά να κατατεθούν στον λογαριασμό εξασφάλισης. Ο επενδυτής είναι υποχρεωμένος να συμμορφωθεί προς τις υποδείξεις σε διαφορετική περίπτωση η θέση του θα ρευστοποιηθεί. Ένα άλλο σημαντικό θέμα είναι ότι ο επενδυτής είναι υποχρεωμένος να πληρώσει στον ιδιοκτήτη τυχόν μερίσματα που θα δώσει η μετοχή κατά την διάρκεια του short selling. Επίσης κάθε δικαίωμα που συνδέεται με την μετοχή επιστρέφεται στον ιδιοκτήτη της. Ας δούμε ένα παράδειγμα short selling:

Επενδυτής δανείζεται 100 μετοχές Υ εταιρίας με τρέχουσα τιμή 40€, τις οποίες και πουλάει. Επομένως μπήκαν στον λογαριασμό του 4000€. Η μετοχή δίνει μέρισμα 1,5€ ανά μετοχή πριν ο επενδυτής προλάβει να καλύψει την θέση του. Ας υποθέσουμε ότι η μετοχή πέφτει στα 35€ και ο επενδυτής αποφασίζει να την αγοράσει πληρώνοντας συνολικά 3500€, έτσι καλύπτει την short θέση του. Το κέρδος του είναι 4000-3500=500€.Συνυπολογίζοντας όμως και το μέρισμα (1,5*100=150€) το καθαρό κέρδος του είναι 350€. Ας υποθέσουμε τώρα ότι η τιμή της μετοχής δεν μειώνεται αλλά αυξάνεται στα 45€. Αν ο επενδυτής καλύψει τώρα την θέση του τότε θα πρέπει να πληρώσει 4500€.Τωρα ο επενδυτής θα υποστεί κεφαλαιακές απώλειες ύψους 500+150=650€.

3.1.1 Margin

Στο παραπάνω παράδειγμα δεν αναφερθήκαμε καθόλου στο margin το οποίο θα πρέπει να υπολογίζουμε σε κάθε short selling. Είναι εμφανές ότι πρέπει να υπάρχουν μηχανισμοί που θα διασφαλίσουν ότι δεν θα υπάρξει

απορύθμιση του συστήματος εξαιτίας του short selling. Έχει οριστεί ότι το αρχικό margin πρέπει να είναι ίσο με το 50% της αρχικής αξίας των μετοχών που δανείζονται. Τα χρήματα από την πώληση των μετοχών κατατίθενται στον λογαριασμό εξασφάλισης του επενδυτή. Επομένως ένα μέρος του κεφαλαίου αποτελείται από τα χρήματα που κατέθεσε ο επενδυτής και ένα άλλο μέρος από τα χρήματα που προήρθαν από την διαδικασία του short selling. Ανάλογα με την κίνηση της μετοχής ο επενδυτής πρέπει να συμπληρώνει μετρητά στον margin account ή όχι. Έτσι αν το συνολικό κεφάλαιο του λογαριασμού πέσει κάτω από το 30% του πραγματικού κεφαλαίου του επενδυτή ο τελευταίος θα δεχτεί μια όχληση (margin call) από τον χρηματιστή του προκειμένου να συμπληρώσει με μετρητά τον λογαριασμό ώστε να φτάσουμε στο 50% του πραγματικού κεφαλαίου. Άρα μπορούμε να πούμε ότι:

Equity=Account value-Marked Value of Sorted Security

Margin=Equity/Marked value of Sorted Security

Ας δούμε ένα παράδειγμα:

Επενδυτής καταθέτει σε λογαριασμό εξασφάλισης 5000€.Εχει την δυνατότητα να δανειστεί μετοχές αξίας έως 10000€.Δανείζεται 1000 μετοχές προς 10€ τη μετοχή, τις οποίες στη συνέχεια πουλάει. Τώρα έχει στον λογαριασμό 15000€. Ας υποθέσουμε ότι η τιμή της μετοχής πέφτει στα 6€.Η αξία των σοταρισμένων μετοχών είναι τώρα 1000*6=6000€.Αρα το κεφάλαιο του χαρτοφυλακίου διαμορφώνεται 15000-6000=9000€ ενώ το margin είναι 9000/6000=1,5ή 150%.Αν όμως υποθέταμε ότι η μετοχή ανέβαινε στα 12€ τότε το κεφάλαιο θα ήταν 1000*12=12000€ ενώ το πραγματικό κεφάλαιο θα ήταν 15000-12000=3000€ το margin 3000/12000=0,25 ή 25%.Αρα ο επενδυτής θα δηχθεί margin call από τον χρηματιστή του ώστε να συμπληρώσει με μετρητά ή με άλλους τίτλους το λογ. Εξασφάλισης ο επενδυτής δεν το κάνει θα πρέπει να κλείσει την short θέση του έχοντας υποστεί κεφαλαιακές απώλειες 2000€ συν προμήθειες του χρηματιστή και πιθανά μερίσματα που έδωσε η μετοχή. Πρέπει να τονίσουμε ότι ο επενδυτής είναι υποχρεωμένος να καταθέσει τα χρήματα σε διαφορετική

περίπτωση θα αναγκαστεί να κλείσει την θέση του σε στιγμή που θα έχει κεφαλαιακές απώλειες.

3.1.2 Short selling και hedge funds

Οι διαχειριστές των hedge funds χρησιμοποιούν το short selling με δυο τρόπους. Ο πρώτος αφορά κερδοσκοπικούς σκοπούς σορτάροντας τίτλους τους οποίους θεωρούν υπερτιμημένους. Ο διαχειριστής που πιστεύει ότι ένας τίτλος είναι αξιολογημένος πολύ ψηλά προχωρά σε short selling με την ελπίδα ότι οι αγορές θα διορθώσουν αποτιμώντας τον τίτλο χαμηλότερα.

Ο δεύτερος τρόπος αφορά την αντιστάθμιση του ρίσκου που προκύπτει από θέσεις που έχει λάβει ο διαχειριστής. Ας υποθέσουμε ότι το hedge fund έχει επενδύσει σε μετοχές 40 εκατ. € αποτελώντας το 85% του συνολικού κεφαλαίου του fund. Έχοντας μέχρι τώρα δώσει οι μετοχές σημαντικές ανατιμήσεις, ο διαχειριστής φοβάται ότι οι τιμές αλλά και το ρίσκο είναι πολύ υψηλό. Προκειμένου να αντισταθμίσει κάποιο από το ρίσκο προχώρα σε short πώληση 15 εκατ. € . Τώρα το κεφάλαιο που είναι <<ανοιχτό>> είναι 25 εκατ. €. Επομένως ασχέτως με την κίνηση των μετοχών πάνω ή κάτω, 15 εκατ. € long θέσεων αντισταθμίζονται από 15 εκατ. € short θέσεων. Πρέπει να τονίσουμε ότι υπάρχουν πολλές τεχνικές αντιστάθμισης(hedging) του κινδύνου, το short selling όμως αποτελεί μια από τις αποτελεσματικότερες.

Τα τελευταία χρόνια έχει αναπτυχτεί η ιδέα ότι το short selling δεν λειτουργεί ενώ πολλά hedge funds αποφεύγουν την χρήση του. Το short selling είναι μια σημαντική τεχνική ώστε να κάνει ο διαχειριστής hedging μειώνοντας το αναλαμβανόμενο ρίσκο. Η σύγχρονη θεωρία διαχείρισης χαρτοφυλακίου αναφέρεται στην διαφοροποίηση δηλαδή στον καταμερισμό του ενεργητικού σε στοιχεία που έχουν χαμηλό δείκτη συνδιακύμανσης. Μέσο του short selling επιδέξιοι διαχειριστές επιτυγχάνουν σημαντικά αρνητικές συσχετίσεις. Πρέπει να τονίσουμε ότι η διαχείριση του ρίσκου και η μείωση του πρέπει να γίνεται υποχρεωτικά από τον κάθε διαχειριστή χαρτοφυλακίου.

Υπάρχει όμως και ένας άλλος λόγος που οι διαχειριστές αρέσκονται να χρησιμοποιούν το short selling. Αυτός έχει να κάνει με το γεγονός ότι το short selling δίνει ένα σταθερό μηνιαίο εισόδημα. Αρχικά το short selling δημιουργεί χρηματικές ροές προς την πλευρά του επενδυτή που το εφαρμόζει. Αυτές οι ροές προέρχονται από την πώληση του τίτλου στην αγορά και καταλήγουν

στο λογαριασμό εξασφάλισης που διατηρεί ο επενδυτής. Παράλληλα όμως ο λογαριασμός εξασφάλισης τοκίζεται. Έτσι δημιουργείται μια σημαντική χρηματική ροή που δεν υπήρχε προηγουμένως και ακριβώς αυτή προέρχεται από τα αρχικά στάδια της διαδικασίας του short selling. Το φαινόμενο αυτό ονομάζεται short rebate, ενώ πολλοί διαχειριστές το χρησιμοποιούν.

3.1.3 Κριτική που ασκείται στο short selling

Πολλοί παράγοντες τις αγοράς αμφισβητούν την οικονομική αξία του short selling. Βασικός λόγος σια την δημιουργία των αγορών είναι να βρίσκουν οι επιχειρήσεις τους αναγκαίους πόρους χρηματοδότησης ώστε να προχωρούν τα αναπτυξιακά τους σχέδια. Επομένως τίθεται εν αμφιβόλω η προσφορά του short selling προς αυτή την κατεύθυνση. Πάντως κάποιος θα μπορούσε να παραλληλίσει τις short θέσεις με τις βραχυπρόθεσμες long θέσεις που λαμβάνονται στην δευτερογενή αγορά. Καθώς δεν κάνει μεγάλη διαφορά αν πουλήσεις την μετοχή πρώτα και την αγοράσεις στην συνέχεια ή την αγοράσεις πρώτα και την πουλήσεις μετά. Πάντως πρέπει να τονίσουμε ότι τέτοιες συναλλαγές συμβάλλουν στην ρευστότητα και στον ανταγωνισμό στις αγορές. Χαρακτηριστικό είναι ότι μέσο του short selling αποτρέπονται ως ένα βαθμό φαινόμενα αδικαιολόγητης διόγκωσης των τιμών των αξιόγραφων.

Η σημαντικότερη κριτική που ασκείται στο short selling είναι ότι συμβάλλει σε σημαντικό βαθμό στην υποτίμηση των τιμών των μετοχών. Έχουν γίνει έρευνες που συγκρίνουν αποδόσεις μετοχών και δεικτών σε σχέση με το βαθμό σοταρίσματος που είχαν δεχτεί ως προς το σύνολο των αποδόσεων μετοχών. Οι έρευνες αυτές έδειξαν ότι οι μετοχές που είχαν υποστεί short selling παρουσίαζαν υποαποδόσεις σε σύγκριση με τις υπόλοιπες μετοχές. Αλλά και στην ελληνική αγορά φαίνεται ότι το short selling οδηγεί σε μείωση των τιμών των μετοχών ακόμα και αν το short selling αποτελεί ένα μικρό μόνο ποσοστό επί των συνολικών συναλλαγών που γίνονται στις μετοχές. Κατά την διάρκεια της κρίσης του 2008 και στην κορύφωση της όπου οι αγορές υπέφεραν σημαντικές απώλειες οι επιτροπές κεφαλαιαγορών αποφάσισαν την απαγόρευση του short selling. Είναι δεδομένο ότι πολλά funds θέλοντας να κερδοσκοπήσουν και παρακολουθώντας τις ισχυρά bear τάσεις προχωρούσαν σε short selling ενισχύοντας ακόμα περισσότερο την πτώση των τιμών. Πολλές επιτροπές

κεφαλαιαγοράς προχώρησαν εκείνες τις μέρες στην προσωρινή απαγόρευση του short selling θέλοντας να λειτουργήσουν ανασχετικά στην ραγδαία πτώση των τιμών των μετοχών. Ανάμεσα στις χώρες που προχώρησαν στην απαγόρευση οι Η.Π.Α, η Αγγλία, η Αυστραλία, η Γαλλία, η Ολλανδία, η Γερμανία, η Ελλάδα και άλλες.

3.2 Μόχλευση(leverage)

Μπορούμε να ορίσουμε την μόχλευση ως τον δανεισμό κεφαλαίων προκειμένου να εκτεθούμε παραπάνω σε μια επένδυση προσδοκώντας βεβαία μεγαλύτερη απόδοση από ότι αν χρησιμοποιήσουμε αποκλειστικά ίδια κεφάλαια. Φυσικά απαραίτητη προϋπόθεση είναι το κόστος δανεισμού να είναι μικρότερο από την αναμενόμενη απόδοση της επένδυσης. Η μόχλευση έχει την δυνατότητα να ενισχύσει την μελλοντική θετική απόδοση της επένδυσης ταυτόχρονα όμως μπορεί να διογκώσει και την αρνητική απόδοση σε σημείο μάλιστα που να εξαλείψει το αρχικό κεφάλαιο. Για παράδειγμα ας υποθέσουμε ένα χαρτοφυλάκιο που έχει ίδια κεφάλαια 22 εκατ. €. Ο διαχειριστής είναι σίγουρος για σημαντικές μελλοντικές αποδόσεις, προκειμένου να τις ενισχύσει προχωρά στον δανεισμό 10 εκατ. €, ενώ το συνολικό ύψος των κεφαλαίων που διαχειρίζεται το χαρτοφυλάκιο είναι 32 εκατ. €.

Η μόχλευση συναντάται στις περισσότερες πτυχές της οικονομικής ζωής. Για παράδειγμα, στην πιο απλή περίπτωση, η αγορά ενός σπιτιού μέσο δανείου από μια τράπεζα. Ο αγοραστής συνήθως διαθέτει ένα μέρος των χρημάτων που απατούνται ο ίδιος ενώ το υπόλοιπο το δανείζεται από τράπεζα. Πρέπει να σημειώσουμε ότι η τράπεζα θέλοντας να αποφύγει πιθανή αθέτηση των υποχρεώσεων από την πλευρά του αγοραστή απαιτεί εμπράγματες εξασφαλίσεις ώστε να χορηγήσει το δάνειο. Ας δούμε ένα παράδειγμα:

Ο Χ προχωρά στην αγορά σπιτιού που στοιχίζει 300000 €. Για την αγορά χρησιμοποιεί 100000€ ίδια κεφάλαια ενώ τα υπόλοιπα 200000 € τα δανείζεται. Αν το σπίτι ανατιμηθεί 25% (75000€) τότε η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων είναι 75000/100000=0,75 μείον το κόστος δανεισμού. Υποθέτοντας τώρα ότι το σπίτι υποτιμάται 25% τότε η απόδοση των ιδίων

κεφαλαίων είναι -75000/100000=-0,75% συν το κόστος δανεισμού. Είναι χαρακτηριστικό ότι η υποτίμηση έφτανε στο 33,33% τότε το σύνολο ιδίων κεφαλαίων θα χάνονταν ενώ ο Χ θα επωμιζόταν το κόστος δανεισμού.

Η λογική της μόχλευσης λειτουργεί με παρόμοιο τρόπο και στα hedge funds. Σε καλές εποχές μπορεί να λειτουργήσει ως ένας ισχυρός σύμμαχος των δια χειριστών αντίθετα σε άσχημες περιόδους μπορεί να λειτουργήσει καταστροφικά εξαλείφοντας ακόμα και τα ίδια κεφάλαια. Φυσικά αν δυο στρατηγικές φέρνουν τις ίδιες αποδόσεις πρέπει να προτιμάται εκείνη που χρησιμοποιεί λιγότερη μόχλευση. Ο διαχειριστής πρέπει να λαμβάνει υπόψη του περισσότερο το R.O.A παρά το R.O.E.

Τα hedge fund δανείζονται κεφάλαια από τους prime brokers, οι οποίοι χρεώνουν ένα επιτόκιο το οποίο είναι συνδεδεμένο με το Libor. Ένα παράδειγμα μόχλευσης στα hedge funds:

Υποθέτουμε ότι

- Ομόλογα ΑΑ δίνουν επιτόκιο Libor+90 bps(Libor+0,9%)

Επίσης υποθέτουμε ότι οι τίτλοι αυτοί είναι διακρατήσιμοι ως την λήξη τους, δεν διαπραγματεύονται δηλαδή στην δευτερογενή αγορά, ενώ απαγορεύονται πρακτικές short selling. Ο διαχειριστής ενός hedge fund το οποίο ειδικεύεται στην επένδυση σε ομόλογα τα αγοράζει. Είναι προφανές ότι η απόδοση είναι πολύ μικρή, εκτός βέβαια αν υπάρξουν οι συνθήκες και το Libor φτάσει στο 29%. Κάτω από αυτές τις συνθήκες το fund δεν θα επιτύχει τις υψηλές αποδόσεις που οι επενδυτές προσδοκούν. Σε αυτό το σημείο ο διαχειριστής μπορεί να χρησιμοποιήσει την μόχλευση ώστε να αυξήσει κατά πολύ τις αποδόσεις.

Ας υποθέσουμε ότι υπάρχει ένα hedge fund το Κ το οποίο έχει ίδια κεφάλαια ύψους 10 εκατ. €. Αν ο διαχειριστής επενδύσει αυτά τα κεφάλαια στο ομόλογο τότε η απόδοση του fund θα είναι Libor+0,9%, πράγματι ελάχιστη μπροστά στις υψηλές απαιτήσεις των επενδυτών του hedge fund. Ο διαχειριστής μπορεί να έρθει σε συμφωνία με τράπεζα προκειμένου η τελευταία να του δανείσει 10 εκατ. € ώστε να αγοράσει το ομόλογο. Το κόστος δανεισμού είναι Libor+0,1%. Επίσης η τράπεζα υποχρεώνει το Κ να χρησιμοποιήσει το ομόλογο σαν

εμπράγματη εξασφάλιση ενώ απαιτεί και 5% ως εγγύηση στην περίπτωση που ο εκδότης του ομολόγου αθετήσει τις υποχρεώσεις του. Άρα τώρα έχουμε 500000€ απαιτούνται ως εγγύηση ενώ το κόστος δανεισμού είναι Libor+0,9-(Libor+0,1)=0,8. Ο διαχειριστής μπορεί να επαναλάβει την διαδικασία άλλες 20 φορές(20*500χιλ. €=10 εκατ. €). Η απόδοση του hedge fund είναι τώρα 0,8*20=16%! Παρατηρούμε ότι με την μόχλευση ο διαχειριστής κατάφερε να αυξήσει σε απίστευτο βαθμό την απόδοση της επένδυσης. Το Κ είναι τώρα 20 φορές μοχλευμένο, τα ίδια κεφάλαια είναι 10 εκατ. € ενώ τα δανειακά 200εκατ €. Όσο καλύτερη είναι η πιστοληπτική αξιολόγηση του ομολόγου τόσο μικρότερο θα είναι το margin,άρα τόσο μεγαλύτερη θα είναι η μόχλευση που μπορεί να χρησιμοποιήσει ο διαχειριστής.

Είναι πλέον κατανοητό πόσο μπορεί η μόχλευση να ενίσχυση την απόδοση ενός χαρτοφυλακίου. Ταυτόχρονα όμως, μια κακή επενδυτική επιλογή, μπορεί να επιφέρει πολλαπλάσιες απώλειες. Αυτό το γεγονός κάνει τους διαχειριστές ιδιαίτερα προσεκτικούς στην χρήση της μόχλευσης. Έτσι τα hedge funds που ειδικεύονται σε επενδυτικές τακτικές χαμηλού ρίσκου και χαμηλής απόδοσης κάνουν εκτεταμένη χρήση μόχλευσης από άλλα hedge funds που δραστηριοποιούνται σε άλλους τομείς.

Τα hedge funds χρησιμοποιούν διάφορες πηγές μόχλευσης. Όπως repos, futures, options, πίστωση από τράπεζες κ.α. Σε κάθε περίπτωση το ίδρυμα που παρέχει δανειακά κεφάλαια στα hedge funds απαιτεί, τουλάχιστον έτσι πρέπει, εγγυήσεις(collateral) η ακριβή αξία των οποίων καθορίζεται από το ίδρυμα. Οι εγγυήσεις αυτές παραμένουν αξιολογούνται συνεχώς και μπορεί να αυξηθούν καθώς η αγορά κινείται εναντίον των θέσεων του hedge fund.

Φυσικά η μόχλευση είναι επιθυμητή, άλλωστε οι περισσότερες επιχειρήσεις την χρησιμοποιούν, σαν όπλο για την ενίσχυση των αποδόσεων. Το πρόβλημα στα hedge funds έγκειται ότι πολλά από αυτά χρησιμοποιούν μόχλευση σε μεγάλο βαθμό, υπονομεύοντας όχι μόνο τις αποδόσεις τους αλλά και την σταθερότητα του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος.

3.3 Αντιστάθμιση κινδύνου(hedging)

Το hedging μπορεί να οριστεί ως ένα εργαλείο που έχουν στην διάθεσή τους οι διαχειριστές ώστε να αντισταθμίζουν τον κίνδυνο που εμπεριέχεται στο χαρτοφυλάκιο τους. Ο διαχειριστής των hedge fund μπορεί να χρησιμοποιήσει το hedging ως πρακτική ώστε να αποσυνδέσει τον κίνδυνο της αγοράς από τις επενδυτικές του στρατηγικές, επιτυγχάνοντας απόλυτες αποδόσεις . Ας υποθέσουμε ότι ο διαχειριστής θεωρεί μια μετοχή του Standard and Poor's 500 ανατιμημένη, προχωρώντας σε short selling της μετοχής. Ταυτόχρονα θέλοντας να αποδεσμεύσει την επένδυση του από τις κινήσεις της αγοράς αγοράζει ένα Index fund του δείκτη. Παρατηρούμε ότι η επένδυση του είναι αντισταθμισμένη από το ρίσκο της αγοράς αφού αν η μετοχή κινηθεί ανοδικά οι απώλειες από το short selling θα αντισταθμιστούν από την άνοδο του δείκτη. Ο διαχειριστής θα κάνει τις ακριβώς αντίθετες κινήσεις σε περίπτωση που θεωρεί την μετοχή υποτιμημένη. Έτσι θα λάβει long θέση ως προς την μετοχή ενώ θα η θέση του ως προς τον δείκτη θα είναι short. Παρατηρούμε και σε αυτήν την περίπτωση ότι πιθανές απώλειες από την long θέση αντισταθμίζονται από την short θέση. Ο διαχειριστής έχει την δυνατότητα να απομονώνει το ρίσκο της αγοράς επιτυγχάνοντας της απόλυτες αποδόσεις που είναι και ο βασικός στόχος του κλάδου των hedge funds. Πρέπει να τονίσουμε ότι το hedging, το οποίο προσφέρει ασφάλεια στον διαχειριστή του, δεν είναι δωρεάν ,αντίθετα κοστίζει μειώνοντας τις αποδόσεις, είναι όμως απαραίτητο ώστε να μειωθεί ο κίνδυνος χαρτοφυλακίου. Οι διαχειριστές που δε θα φροντίσουν να εξισορροπήσουν του κινδύνους μπορεί προσωρινά να πετύχουν εντυπωσιακές αποδόσεις αλλά όταν η αγορά στραφεί εναντίον των επιλογών τους θα υποστούν βαριές απώλειες.

3.4 Χρήση παραγώγων (futures και options)

Ας ξεκινήσουμε ορίζοντας τις έννοιες των futures και options. Future είναι ένα τυποποιημένο συμβόλαιο που αφορά την αγορά ή πώληση ενός πρωτογενούς τίτλου σε προκαθορισμένη μελλοντική στιγμή και ορισμένη τιμή εξάσκησης. Το future λειτουργεί δεσμευτικά και για τα δυο συμβαλλόμενα μέρη. Τα option χωρίζονται σε δυο κατηγορίες τα call και τα put option. Ένα call/put option δίνει στον αγοραστή του το δικαίωμα να αγοράσει/πουλήσει τον υποκείμενο πρωτογενή τίτλο σε ορισμένη τιμή σε συγκεκριμένη μελλοντική

στιγμή. Εδώ σημαντικό είναι να παρατηρήσουμε ότι τα option δεν λειτουργούν δεσμευτικά για τον αγοραστή. Ακριβώς γι αυτό τον λόγο τα options επειδή δίνουν δικαίωμα στον κάτοχό τους σε αντίθεση με τα futures κοστίζουν.

Οι διαχειριστές των hedge funds χρησιμοποιούν τα παράγωγα για δυο λόγους. Ο πρώτος είναι η κερδοσκοπία, για παράδειγμα αν ο διαχειριστής πιστεύει ότι ένας τίτλος είναι υπερτιμημένος και συνεπώς η τιμή του θα μειωθεί έχει τις εξής επιλογές:

- Να πουλήσει call options με τιμή εξάσκησης την σημερινή τιμή της μετοχής ή
- Να αγοράσει put options με τιμή εξάσκησης την σημερινή τιμή της μετοχής

Στην πρώτη περίπτωση στην λήξη του option, εφόσον οι προβλέψεις του διαχειριστή επαληθευτούν, η τιμή εξάσκησης θα είναι μεγαλύτερη από την τρέχουσα αξία του option άρα ο αγοραστής του δεν θα το εξασκήσει. Το κέρδος για τον διαχειριστή θα είναι η τιμή των option που πούλησε. Στην δεύτερη περίπτωση αφού η τιμή εξάσκησης είναι υψηλότερη από την τρέχουσα τιμή τα put option που έχει στο χαρτοφυλάκιο του το hedge fund είναι εξασκήσιμα. Το κέρδος σε αυτήν την περίπτωση είναι η διαφορά μεταξύ τιμής εξάσκησης και τρέχουσας επί τον αριθμό των option που αγόρασε ο διαχειριστής μείον το κόστος αγοράς τους. Πρέπει να τονίσουμε ότι τα option τιμολογούνται πολύ λιγότερο από ότι ο πρωτογενής τίτλος, με αποτέλεσμα τα κέρδη από την χρήση τους να είναι πολλαπλάσια από ότι τα αντίστοιχα κέρδη από την συναλλαγή του τίτλου. Ταυτόχρονα όμως και οι ζημιές, από μια κακή πρόβλεψη, όταν έχουμε λάβει short θέσεις μπορούν να εκτοξευτούν. Φυσικά όπως και στην περίπτωση του short selling έτσι και εδώ απαιτείται margin account.

Ο δεύτερος λόγος που ο διαχειριστής κάνει χρήση των παραγώγων είναι η εξισορρόπηση των κινδύνων. Για παράδειγμα ας υποθέσουμε ότι ο διαχειριστής πιστεύει ότι η αγορά θα κινηθεί καθοδικά βάζοντας σε κίνδυνο στοιχεία του χαρτοφυλακίου του. Ο διαχειριστής θέλοντας να αντιστάθμιση μέρος του κινδύνου προχωρά στην αγορά put option ή στην short πώληση futures του χρηματιστηριακού δείκτη. Αν η αγορά κινηθεί καθοδικά τότε οι απώλειες από το χαρτοφυλάκιο του θα αντισταθμιστούν από την εξάσκηση

των put options ή από τα κέρδη που θα προκύψουν από την short θέση των futures. Να τονίσουμε για ακόμα μια φορά ότι το hedging δεν είναι δωρεάν αλλά έχει κόστος. Στη προκειμένη περίπτωση ο διαχειριστής καλείται να πληρώσει την αγορά των put option ή να πληρώσει το αντίστοιχο τίμημα ώστε να κλείσει την short θέση του σε futures αν η αγορά κινηθεί ανοδικά.

3.5 Arbitrage

Μπορούμε να ορίσουμε το arbitrage ως την <<επένδυση>> χωρίς ρίσκο. Αυτό συμβαίνει όταν ο επενδυτής εκμεταλλεύεται τις τυχόν ανισορροπίες τιμών που μπορεί να υπάρξουν στις αγορές. Χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα τις ελάχιστης διαφοράς που μπορεί να υπάρξει στην ισοτιμία του ίδιου νομίσματος σε δυο διαφορετικές χρηματαγορές. Ο επενδυτής εκμεταλλευόμενος αυτή την ανισορροπία αγοράζει το νόμισμα εκεί που είναι φθηνότερο και ταυτόχρονα το πουλάει εκεί που είναι ακριβότερο. Η διαφορά μεταξύ των τιμών είναι πραγματικά ελάχιστη και απαιτούνται μεγάλα κεφάλαια για την εξασφάλιση μικρού κέρδους, όμως δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι η κίνηση αυτή δεν εμπεριέχει καθόλου ρίσκο.

Το arbitrage, ως όρος, έχει χρησιμοποιηθεί σε ένα ευρύτερο πλαίσιο από τους επενδυτές. Γενικά ορίζεται ως η ταυτόχρονα αγορά και πώληση τίτλων οι οποίοι είναι στενά συνδεδεμένοι. Ας δούμε ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα arbitrage:

Ας υποθέσομε μετοχή της Υ ου η τρέχουσα τιμή της είναι 30€. Ομολογία μετατρέψιμη στην εν λόγω μετοχή πωλείται στην δευτερογενή αγορά 950€. Υποθέτουμε ότι η ομολογία επιτρέπει την μετατροπή της σε 30 μετοχές. Ωστόσο καθώς η ομολογία πωλείται προς 950€ είναι παράλογο για τον επενδυτή να την μετατρέψει απευθείας σε μετοχές. Ο διαχειριστής έχοντας δει την ανισορροπία τιμών προχωρά σε short πώληση της ομολογίας και ταυτόχρονα με τα χρήματα από το selling αγοράζει μετοχές. Επομένως το κέρδος, το οποίο είναι βέβαιο, για κάθε συναλλαγή είναι 950-900=50€ Ο διαχειριστής συνεχίζει με τον ίδιο τρόπο έως ότου πάψει να υφίσταται η ανισορροπία στις τιμές.

3.6 Γενικά

Τα παραπάνω αποτελούν τα σημαντικότερα εργαλεία των διαχειριστών των hedge funds. Οι τακτικές αυτές αποτελούν τα βασικά εργαλεία των στρατηγικών επιλογών που έχει κάνει ο κάθε manager προκειμένου να επιτύχει τους στόχους του. Φυσικά υπάρχουν και άλλες τακτικές που χρησιμοποιούν οι διαχειριστές. Κάποιες από αυτές είναι:

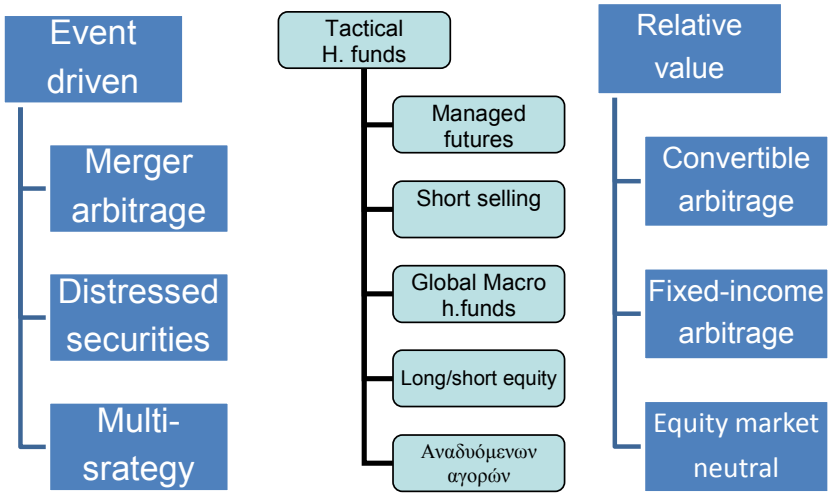
- FOLLOW STOP-LOSS RESTRICTIONS Τα hedge funds συνήθως θέτουν ένα ανώτατο όριο απωλειών από κάθε επένδυση. Έτσι σε περίπτωση που ξεπεραστεί αυτό το προκαθορισμένο όριο η θέση το hedge fund ρευστοποιείται. Με αυτόν των τρόπο οι διαχειριστές βάζουν ένα όριο στις απώλειες που είναι διατεθειμένοι να υποστούν από θέσεις που παίρνουν.
- SET BUY/SELL TARGETS Οι διαχειριστές θέτουν εκ προοιμίου στόχους για διάφορους τίτλους, είτε για αγορά είτε για πώληση. Όταν αυτή οι στόχοι υλοποιηθούν οι διαχειριστές προβαίνουν στην κίνηση που είχαν αποφασίσει.
- ΣΤΟΧΕΥΣΗ ΣΥΓΚΕΚΡΙΜΈΝΩΝ ΑΓΟΡΩΝ Οι διαχειριστές συνήθως στοχεύουν σε συγκεκριμένες αγορές ή τομείς τους.

Κεφάλαιο 4ο:Περιγραφή των στρατηγικών των hedge funds

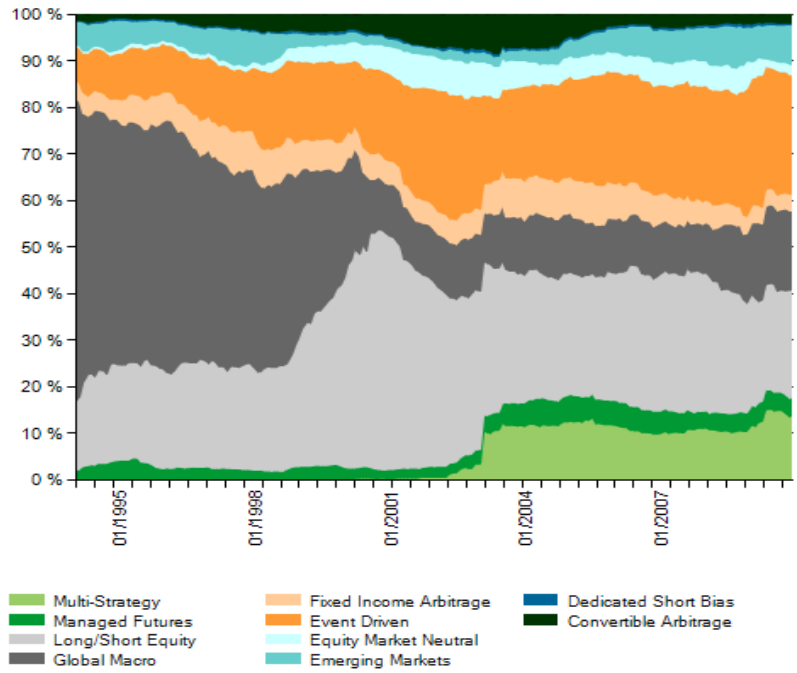
4.1 Στρατηγικές των funds

Οι στρατηγικές που ακολουθούν τα hedge funds ποικίλουν. Γενικά τα κατηγοριοποιούμε σε τρεις γενικές κατηγορίες, οι οποίες περιλαμβάνουν στρατηγικές που έχουν κοινά χαρακτηριστικά.

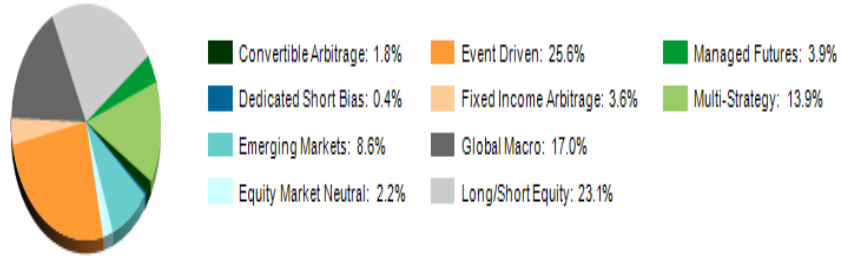
Πίνακας 4.1: Επενδυτικές στρατηγικές



Διάγραμμα 4.2: Διαχρονική εξέλιξη της αξίας των περιουσιακών διαχείριση των hedge funds ανά στρατηγικών. Πηγή: : Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index



Διάγραμμα 4.3: Διαμόρφωση του κλάδου των hedge funds ανά στρατηγική στα τέλη του 2009



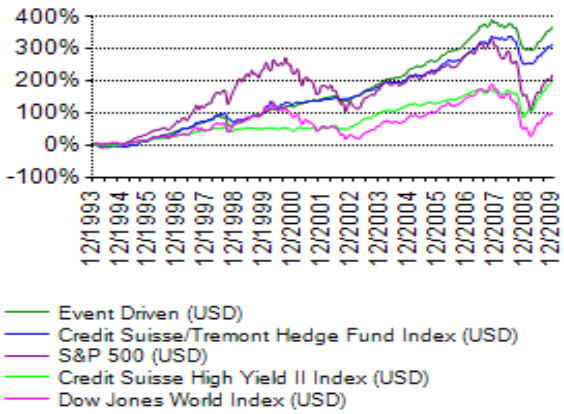
Πηγή: Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index

Comment [O1]:

4.2 Event driven

Τα event driven hedge funds εφαρμόζουν στρατηγικές προκειμένου να αποκομίσουν κέρδη εκμεταλλευόμενα γεγονότα και συγκυρίες. Το όνομα τους προέρχεται ακριβώς από τον πρωταρχικό στόχο που έχουν θέσει, ο οποίος είναι η εκμετάλλευση κάποιων συγκεκριμένων μεμονωμένων γεγονότων που αφορούν τον κύκλο ζωής μιας επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα η στρατηγική αυτή επικεντρώνεται σε τίτλους επιχειρήσεων που υποβάλλονται σε δομικές, διαρθρωτικές αλλαγές. Τα event driven hedge funds έχουν σαν πλεονέκτημα ότι δεν εξαρτώνται από την κίνηση της αγοράς. Τα event driven hedge funds χωρίζονται σε διαφορές κατηγορίες η πιο σημαντική είναι αυτή των merger arbitrage ή risk arbitrage, επίσης διακρίνουμε και την distressed securities.

Διάγραμμα 4.4: Απόδοση της συγκεκριμένης κατηγορίας



Πηγή:Credit Suisse/Tremont

4.2.1 Merger arbitrage

Τα hedge funds που εφαρμόζουν αυτή την στρατηγική ενδιαφέρονται για μετοχές εταιριών, οι οποίες συνήθως έχουν φτάσει σε οριακό σημείο, και λαμβάνουν σημαντικές αποφάσεις για το μέλλον τους. Οι καταστάσεις τις οποίες εκμεταλλεύονται τα hedge funds μπορεί να είναι:

- Συγχωνεύσεις
- Εξαγορές
- Αναδιαρθρώσεις
- Leveraged Buy-outs

Οι καταστάσεις αυτές δημιουργούν σημαντικές ευκαιρίες για κέρδη από την πλευρά των hedge funds. Ουσιαστικά εξαιτίας τέτοιων γεγονότων παρουσιάζονται διαφορές στις τιμές των μετοχών των εταιριών που εμπλέκονται. Οι διαχειριστές προσπαθούν να εκμεταλλευτούν ακριβώς αυτό το άνοιγμα(spread) των τιμών των μετοχών από την στιγμή που ανακοινώνεται το deal μέχρι αυτό να ολοκληρωθεί. Οι διαχειριστές αγοράζουν την μετοχή της εταιρίας που εξαγοράζεται και προχωρούν σε short selling της μετοχής της επιχείρησης που κάνει την εξαγορά. Το ρίσκο που αντιμετωπίζουν τα hedge funds προέρχεται από τον κίνδυνο το deal που ανακοινώθηκε τελικά να μην πραγματοποιηθεί. Ακριβώς εξαιτίας αυτής της αβεβαιότητας δημιουργείται και αυτό το άνοιγμα. Για να γίνουν περισσότερο κατανοητά τα παραπάνω ας αναφέρουμε ένα παράδειγμα:

Θεωρούμε μια τράπεζα ΕΤΕ που ανακοινώνει ότι πρόκειται να αγοράσει όλες τις μετοχές μιας άλλης τράπεζας ALPHA σε τιμή 19€,ενώ η τρέχουσα τιμή των μετοχών της ALPHA είναι 15€. Μετά την ανακοινώσει η μετοχή της ALPHA θα φτάσει ας πούμε τα 18€, το 1€ spread εκφράζει τον κίνδυνο μη ολοκλήρωσης του deal. Τώρα είναι δουλεία του διαχειριστή του event-driven hedge fund να ερευνήσει το deal. Αν ο διαχειριστής πιστεύει ότι το deal θα ολοκληρωθεί τότε σπεύδει να κερδίσει το 1€ spread. Αγοράζει την μετοχή της ALPHA προς 49€ την μετοχή ενώ πουλάει short μετοχή της ΕΤΕ ώστε να χρηματοδοτήσει την πιο πάνω αγορά. Αν το deal ολοκληρωθεί η ΕΤΕ θα πληρώσει τους μετόχους της ALPHA 19€ για κάθε μετοχή ενώ το hedge fund θα κερδίζει 1€ ανά μετοχή. Τέλος για να κλείσει την short θέση του αγοράζει μετοχές της ΕΤΕ (οι οποίες αποτιμούνται σε χαμηλότερη τιμή) για να τις επιστρέψει στον αρχικό

ιδιοκτήτη τους. Η επιτυχία του merger arbitrage έγκειται στο ότι το deal θα ολοκληρωθεί με επιτυχία. Η περίπτωση αποτυχίας του deal μπορεί να προκαλέσει σοβαρές απώλειες για το hedge fund. Η τιμή της ALPHA θα κατρακυλήσει σε pre-deal επίπεδα δηλαδή στα 14€ ανά μετοχή καθώς η τιμή της μετοχής της ETE θα αυξηθεί και αυτή στο προηγούμενο επίπεδο. Παρατηρούμε ότι το hedge fund χάνει από την long αλλά και από την short θέση του. Το παραπάνω σενάριο είναι εφιαλτικό για τον διαχειριστή αφού καταγράφει σοβαρές απώλειες.

Ένα deal μπορεί να διαλυθεί για διάφορους λόγους. Ένα σοβαρός λόγος είναι να θίγονται οι νόμοι περί ανταγωνισμού προκαλώντας έτσι την επέμβαση των αρχών οι οποίες θα απαιτήσουν την παύση του όλου εγχειρήματος. Σε περίπτωση που τα εμπλεκόμενα μέρη ανήκουν σε ιδιαίτερους κλάδους (τράπεζες μεταφορές ασφάλειες κτλ.) υπάρχουν επιπλέον περιορισμοί που επιβάλλονται από τις αρμόδιες ρυθμιστικές αρχές. Οι περιορισμοί αυτοί εξετάζονται σχολαστικά από τον διαχειριστή προκειμένου να αποφασίσει αν θα επενδύσει ή όχι.

Οι διαχειριστές που εφαρμόζουν την στρατηγική του merger arbitrage είναι εξειδικευμένοι σε θέματα εξαγορών, συγχωνεύσεων κτλ. Ουσιαστικά πρόκειται για ένα επιτελείο το οποίο μελετά τις συγχωνεύσεις εξαγορές αναλύοντας τα πιθανά κέρδη αλλά και τους κινδύνους που τα συνοδεύουν. Η ανάλυσή τους περιλαμβάνει την παρακολούθηση της αγοράς και τον εντοπισμό των πιθανών spread. Επίσης υπολογίζεται ο χρόνος ολοκλήρωσης του deal, ένας ετησιοποιημένος δείκτης απόδοσης ROI(return on investment) αλλά και το μέγεθος της μόχλευσης που μπορεί να χρησιμοποιηθεί. Φυσικά ελέγχεται εξονυχιστικά το deal ιδιαίτερα από την πλευρά της ακύρωσης ή της καθυστέρησης. Η αξιολόγηση του συνολικού ρίσκου γίνεται συγκεντρώνοντας όλους τους κινδύνους που σχετίζονται με το deal και στην συνέχεια γίνεται η αξιολόγησή τους. Όσο μεγαλύτερο είναι το ROI τόσο μεγαλύτερο είναι και το αναλαμβανόμενο ρίσκο και το αντίθετο. Οι διαχειριστές των hedge funds πρέπει να διαχειρίζονται τα χαρτοφυλάκια βάση των αρχών της σύγχρονης θεωρίας χαρτοφυλακίου όσων αφορά τους κινδύνους τους . Επομένως δεν πρέπει να επενδύουν μόνο σε ένα deal αλλά σε αρκετά, όπου θα εμπεριέχουν

διάφορες βαθμίδες ρίσκου ενώ θα είναι και ασυσχέτιστα ώστε η πραγματοποίηση του ενός να μην σχετίζεται με το άλλο.

Τέλος πρέπει να τονίσουμε το αυστηρό νομικό πλαίσιο κάτω από το οποίο πρέπει να γίνονται οι ανακοινώσεις για τα διάφορα deal. Είδαμε ότι οι τιμές των μετοχών μεταβάλλονται μετά την ανακοίνωση του deal. Έτσι για να αποφευχθούν φαινόμενα χειραγώγησης των τιμές των μετοχών και να υπάρχει διαφάνεια έχει θεσπιστεί από την SEC ένα αυστηρό πλαίσιο, ενώ οι παραβάτες αντιμετωπίζουν σοβαρές ποινές ακόμα και φυλάκιση.

4.2.2 Investing in dıstressed securities

Στρατηγική βάση της οποίας τα hedge funds επενδύουν σε μετοχές ή χρεόγραφα επιχειρήσεων οι οποίες αντιμετωπίζουν το φάσμα της πτώχευσης. Κοινό σημείο όλων των παραπάνω επιχειρήσεων είναι ότι η τρέχουσα αξία τους είναι πολύ χαμηλότερη από την πραγματική αξία όπως αυτή εκτιμάται από τον διαχειριστή του hedge fund. Το discount αυτό μπορεί να οφείλεται σε διάφορους λόγους. Οι διαχειριστές, πολλές φορές, λειτουργούν κάτω από την θεώρηση ότι η αγορά δεν μπορεί να λειτουργήσει ψύχραιμα αποτιμώντας σωστά μια επιχείρηση η οποία αντιμετωπίζει σοβαρά προβλήματα. Έτσι η αξία των μετοχών των επιχειρήσεων αυτών υποτιμάται σε υπερβολικό βαθμό. Επομένως δημιουργείται μια ευκαιρία για τους διαχειριστές των hedge funds που έχουν την κατάλληλη εξειδίκευση αλλά διαθέτουν περισσότερα και πιο αξιόπιστα δίκτυα πληροφοριών.

Επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν σημαντικές χρηματοοικονομικές δυσλειτουργίες μπορεί να βρεθούν στα πρόθυρα της πτώχευσης. Αν οι δανειστές, οι οποίοι δεν θέλουν να χάσουν τα κεφάλαια τους ή μέρος αυτών, πιστεύουν στις προοπτικές της επιχείρησης θα αναζητήσουν μια λύση ώστε να βγει η επιχείρηση από το τέλμα. Συνήθης λύση είναι η ανταλλαγή παλιών χρεογράφων με νέες μετοχές και νέα χρεόγραφα. Ακριβώς εδώ κινητοποιούνται τα hedge funds τα οποία ενδιαφέρονται να επενδύσουν σε επιχειρήσεις με σαφείς προοπτικές ανάπτυξης αλλά ταυτόχρονα έχοντας δυσβάσταχτες υποχρεώσεις η τρέχουσα αξία τους έχει μειωθεί σε υπερβολικά επίπεδα.

Γενικά η αγορά των distressed securities έχει αναπτυχθεί στις Η.Π.Α με την προσφορά τέτοιων τίτλων να είναι μεγαλύτερη από την αντίστοιχη ζήτηση.

Το τελευταίο διάστημα εξαιτίας της κρίσης η προσφορά distressed έχει αυξηθεί κατακόρυφα. Αντίθετα με την Αμερική η αντίστοιχη ευρωπαϊκή αγορά δεν υπήρχε πριν το 1997 και στην κατηγορία των distressed τίτλων αποτελούσαν μόνο τραπεζικά δάνεια. Σταδιακά και μετά την είσοδο του ευρώ αυτή η αγορά γνώρισε ανάπτυξη. Πολλές επιχειρήσεις στράφηκαν σε ομόλογα υψηλής απόδοσης σαν μια εναλλακτική του τραπεζικού δανεισμού, προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τις δραστηριότητες τους.

4.2.2.1 Νομοθεσία για την πτώχευση

γενικά η κήρυξη πτώχευσης συνεπάγεται την εκδίωξη της παλιάς διοίκησης και την ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Η αμερικάνικη νομολογία προσφέρει δυο επιλογές: μια επιχείρηση που βρίσκεται σε δύσκολη θέση μπορεί να επιλέξει ανάμεσα στην αναδιοργάνωση ή στο κλείσιμο και στην ρευστοποίηση. Η επιχειρήσεις που επιλέγουν την αναδιοργάνωση διατηρούν στην κατοχή τους τα περιουσιακά τους στοιχεία, αλλά λειτουργούν κάτω από την επίβλεψη δικαστηρίου το οποίο επιβλέπει την διαδικασία προστατεύοντας τους δανειστές. Αν η διοίκηση κριθεί ότι δεν είναι αξιόπιστη και ειλικρινής τότε το δικαστήριο την εκδιώκει αναθέτοντας την διοίκηση σε ένα ανεξάρτητο διαχειριστή. Επίσης οι πιστωτές μπορούν να σχηματίσουν μια επιτροπή, τα μέλη της οποίας είναι ανάμεσα στους 20 μεγαλύτερους, χωρίς εξασφαλίσεις, πιστωτές. Η επιτροπή αντιπροσωπεύει όλους τους πιστωτές καθώς επιβλέπει την λειτουργία του οφειλέτη. Επίσης έχει τη αρμοδιότητα να διαπραγματευτεί ένα αποδεκτό σχέδιο αναδιοργάνωσης με την υπό πτώχευση επιχείρηση.

Σε περίπτωση που η επιχείρηση αποφασίσει να προχωρήσει στην πτώχευση, χωρίς να γίνει προσπάθεια για αναδιοργάνωση, τότε ο νόμος καθορίζει την προχειρότητα πληρωμών. Γενικά οι επενδυτές που πήραν το μικρότερο ρίσκο προηγούνται έναντι των υπολοίπων. Οι μέτοχοι έρχονται τελευταίοι στην σχετική κατάταξη αφού παίρνουν κα το μεγαλύτερο ρίσκο.

Η νομολογία δίνει το δικαίωμα τις επιλογής ανάμεσα σε αναδιοργάνωση και ρευστοποίηση προκειμένου να γίνει μια ύστατη προσπάθεια ώστε να σωθεί μια υγιείς επιχείρηση. Με τον όρο αυτό εννοούμε επιχειρήσεις που μπορούν να παράγουν μεγαλύτερη αξία από την αντίστοιχη που θα προκύψει από την ρευστοποίηση. Τέτοιες επιχειρήσεις μπορεί για

παράδειγμα να έχουν προβλήματα ταμειακών ροών βραχυπρόθεσμου ορίζοντα που σύντομα θα επιλυθούν.

4.2.2.2 Περιγραφή στρατηγικής

Με τον όρο distressed securities εννοούμε ομόλογα μετοχές, δάνεια επιχειρήσεων που αντιμετωπίζουν σημαντικές οικονομικές δυσκολίες ή αντιμετωπίζουν το φάσμα της πτώχευση ή είναι υπό πτώχευση. Η ποιότητα κάθε εκδιδόμενου τίτλου σχετίζεται άμεσα με την πιστοληπτική ικανότητα του εκδότη. Η ικανότητα αυτή μετράται και από τις εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης. Δυο από τις μεγαλύτερες εταιρείες είναι η Standard & Poor's και η Moody's. Κάθε χρεόγραφο αξιολογείται με βάση την ικανότητα του εκδότη του να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του αλλά και τα ιδιαίτερα στοιχεία που χαρακτηρίζουν την συγκεκριμένη έκδοση(εγγυήσεις, προτεραιότητα πληρωμής σε περίπτωση πτώχευσης κα). Στον παρακάτω πίνακα παρατηρούμε τις κλίμακες διαβάθμισης πιστοληπτικής αξιολόγησης των δυο εταιρειών. Οι πρώτες τέσσερις διαβαθμίσεις αποδίδονται σε τίτλος υψηλής ποιότητας σε αντίθεση με τις υπόλοιπες κλίμακες που αποδίδονται σε τίτλους χαμηλότερης ποιότητας. Ειδικά οι δυο τελευταίες διαβαθμίσεις αποδίδονται σε εταιρείες που παρουσιάζουν στάση πληρωμών ή είναι υπό πτώχευση. Κάθε τίτλος μπορεί να μετακινηθεί από την μια κλίμακα στην άλλη όποτε αυτό κριθεί από την αντίστοιχη εταιρεία.

Πίνακας 4.2: Κλίμακα πιστοληπτικής αξιολόγησης ομολόγων

Moody's	Standard &Poor's
Aaa	AAA
Aa	AA
A	A
Baa	BBB
Ba	BB
B	B
Caa	CCC
Ca	CC
C	C
	D

Μπορούμε να διακρίνουμε τέσσερις κατηγορίες distressed securities:

- Προ-αναδιοργάνωσης: οι τίτλοι εταιριών που εισάγονται σε καθεστώς αναδιοργάνωσης και είναι σχετικά εύκολο να προχωρήσεις σε πώληση τους.
- Αναδιοργάνωσης : τίτλοι εταιριών οι οποίες έχουν εισέλθει σε καθεστώς αναδιοργάνωσης
- Ώριμα distressed securities: τίτλοι εταιριών οι οποίες έχουν περάσει την φάση της αναδιοργάνωσης και η διαδικασία έχει αρχίσει να αποδίδει τα πρώτα θετικά αποτελέσματα.
- Deeply distressed: τίτλοι εταιριών οι οποίες βρίσκονται πλέον κοντά στην χρεοκοπία.

4.3 Tactical or directional hedge funds

Στην κατηγορία αυτή ανήκουν τα περισσότερα hedge funds. Χαρακτηριστικά των στρατηγικών που παρουσιάζονται είναι ότι δεν χρησιμοποιούν υψηλή μόχλευση και short τοποθετήσεις αλλά εστιάζουν κυρίως σε long θέσεις με περιορισμένη μόχλευση.

4.3.1 Managed futures

Η διαχείριση των futures και τα hedge funds άρχισαν να συγκλίνουν καθώς οι διαχειριστές αναζητούσαν τρόπους ώστε να πετύχουν διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων τους. Μέσω των futures οι επενδυτές μπορούν να συμμετέχουν σε πολλές διαφορετικές αγορές όπως:

- Επιτόκια
- Συνάλλαγμα
- Μέταλλα
- Προϊόντα πετρελαίου
- Δείκτες μετοχών/ομολόγων
- Γεωργικά προϊόντα
- Ενέργεια

Η αγορά των futures παρουσίασε μεγάλη ανάπτυξη τις τελευταίες δεκαετίες ιδιαίτερα μετά τα μέσα της δεκαετίας του 80. Μάλιστα είναι μια

αγορά που μπορεί κάποιος να αναζητήσει ευκαιρίες όλο το εικοσιτετράωρο αφού σε παγκόσμιο επίπεδο η αγορά δεν κλείνει.

Αδόκιμα αυτή η στρατηγική ονομάζεται και CTA(Commodity Trading Advisor). Κάθε CTA είναι οποιαδήποτε εταιρία ή άτομο, που με την ανάλογη αμοιβή, λειτουργεί συμβουλευτικά προς άλλους ώστε οι τελευταίοι να αποφασίσουν αν θα αγοράσουν ή θα πουλήσουν συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης(futures) και δικαιώματα(options) στην αγορά προϊόντων. Στις Η.Π.Α όλες οι εταιρίες και τα άτομα που λειτουργούν στον τομέα των τυποποιημένων συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης οφείλουν να εγγράφονται στην Commodity Futures Trading Commission να είναι μέλη της Commodity Futures Association. Κάποιες CTA εξασκούν την διαχείριση ενός hedge fund, το οποίο επενδύει σε futures και options. Επίσης μια CPO(Commodity Trading Operator) είναι μια ένωση που σκοπό έχει την συγκέντρωση κεφαλαίων με σκοπό την επένδυσή τους σε futures και options. Οι CPOs οργανώνονται με βάση το πρότυπο του περιορισμένου συνεταιρισμού(limited partnership) ώστε οι επενδυτές να προστατεύονται από πιθανές απώλειες μεγαλύτερες του επενδυμένου κεφαλαίου.

Σε επίπεδο hedge funds οι CTAs χρησιμοποιούν τεχνικά μοντέλα σε μεγάλο βαθμό προκειμένου να λάβουν τις αποφάσεις τους. Έτσι οι διαχειριστές αναπτύσσουν πολλά μοντέλα τα οποία τρέχουν σε πραγματικό χρόνο ώστε να μπορέσουν να συλλάβουν κάθε τάση σε παραπάνω από 100 διαφορετικές αγορές futures και σε διαφορετικούς χρονικούς ορίζοντες. Μάλιστα βασικό στοιχείο που διαφοροποιεί τις CTAs από τα άλλα hedge funds είναι ότι δεν χρησιμοποιούν θεμελιώδη ανάλυση αλλά κυρίως μοντέλα τεχνικής ανάλυσης. Πάντως υπάρχουν και αρκετοί διαχειριστές που βασίζονται στην κρίση τους για την λήψη της απόφασής τους. Τα μοντέλα της τεχνικής ανάλυσης αφορούν την επεξεργασία ιστορικών τιμών αλλά και την επεξεργασία των τιμών που παρουσιάζονται σε πραγματικό χρόνο. Τα πρώτα όμως βασίζονται σε στην υπόθεση πως το μέλλον θα συμπεριφέρεται όπως το παρελθόν. Η παραπάνω υπόθεση αμφισβητείται καθώς έχον συμβεί πολλά έκτακτα γεγονότα που την έχουν ανατρέψει πχ το τρομοκρατικό χτύπημα την 11 Σεπτεμβρίου του 2001, ο τυφώνας Κατρίνα κα.

Η στρατηγική μπορεί είτε να περιορίζεται σε ένα περιορισμένο αριθμό θέσεων είτε να διαφοροποιείται σε ένα ευρύ πλαίσιο αγορών: συνάλλαγμα,

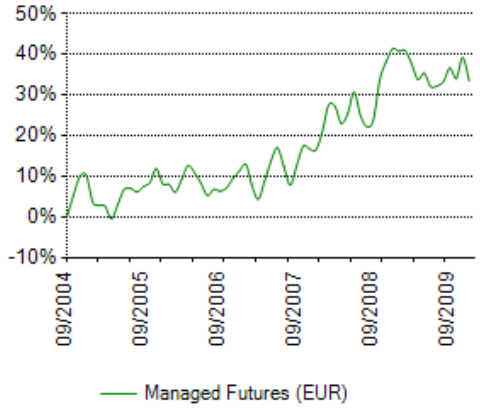
αγροτικά προϊόντα, μέταλλα, ενέργεια, επιτόκια, δείκτες μετοχών/ομολόγων κα.

Ένα επίσης σημαντικό χαρακτηριστικό είναι η κάλυψη του αντίστοιχου margin που χρησιμοποιείται ως εγγύηση ώστε να εξασφαλιστεί η πραγματοποίηση του συμβολαίου. Ταυτόχρονα οι διαχειριστές ελέγχουν τον λόγο margin to equity, ο οποίος δείχνει το margin προς το καθαρό κεφάλαιο του hedge fund. Είναι φανερό ότι η στρατηγική αυτή χρησιμοποιεί μεγάλα επίπεδα μόχλευσης.

Γενικά η στρατηγική αυτή επενδύει συνήθως σε commodities προσπαθώντας να εκμεταλλευτεί την τάση που επικρατεί ώστε να πετύχει κέρδη. Επίσης στόχος των διαχειριστών είναι να περιορίσουν την διακύμανση(volatility) και τα κόστη συναλλαγών. Επίσης χρησιμοποιούν μόχλευση προκειμένου να δώσουν ώθηση στα κέρδη τους. Μέσω των futures τα hedge funds μπορούν να παίρνουν θέση τόσο σε bear αγορές όσο και σε bull αγορές. Αυτό συμβαίνει καθώς τα futures, τα οποία είναι τυποποιημένα συμβόλαια, διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές ενώ μπορούν να αγοραστούν τόσο εύκολα όσο και να πωληθούν. Επιπλέον ένας ακόμα σημαντικός λόγος χρήσης των futures, τόσο σημαντικός όσο και το ζήτημα των κερδών, είναι η διαφοροποίηση που μπορεί να επιτευχθεί στο χαρτοφυλάκιο των hedge funds. Πάντως μέρος των συναλλαγών γίνεται over the counter με τράπεζες και prime brokers.

Οι CTAs συνήθως στοχεύουν σε χαμηλές αποδόσεις σε ένα περιορισμένο χρονικό διάστημα. Αυτό συμβαίνει γιατί έχει αποδειχτεί ότι μεγάλες επενδύσεις για μεγάλο χρονικό διάστημα συνοδεύονται από υψηλό κίνδυνο μεγάλων απωλειών. Τέλος οι διαχειριστές εξαιτίας των χαρακτηριστικών της αγοράς παρουσιάζονται πολύ πειθαρχημένοι. Έτσι μόλις αντιληφτούν αλλαγή της τάσης ή δεν πετύχουν τα αποτελέσματα που αναμένουν σπεύδουν να ρευστοποιήσουν τις θέσεις τους. Μάλιστα χρησιμοποιούνται και μοντέλα έγκαιρης προειδοποίησης ώστε να ενημερώνουν τους διαχειριστές όταν μια θέση τους έχει καταγράψει απώλειες συγκριμένου ύψους.

Διάγραμμα 4.5: Σωρευτικές αποδόσεις της στρατηγικής



Πηγή:Credit Suisse/Tremont

4.3.2 Long-short portfolio

Είναι μια στρατηγική θεμελιώδης για τα hedge funds, την οποία μάλιστα καθιέρωσε ο ίδιος ο Alfred Jones. Συνισταμένες αυτής της στρατηγικής είναι η χρησιμοποίηση τόσο long όσο και short θέσεων. Οι διαχειριστές θα λάβουν long θέσεις σε αξιόγραφα που πιστεύουν ότι η αξία τους θα αυξηθεί και short θέσεις σε χρεόγραφα που εκτιμούν ότι η αξία τους θα μειωθεί. Όταν η τιμή του αξιόγραφου που έχει αγοραστεί αυξηθεί ενώ η τιμή αυτού που έχει πωληθεί short μειωθεί το hedge fund κερδίζει και από τις δυο θέσεις. Φυσικά αντίθετες κινήσεις των τιμών των αξιόγραφων θα οδηγήσουν στα αντίθετα αποτελέσματα. Επιπρόσθετα ο διαχειριστής μπορεί στην θέση του ενός αξιόγραφου να χρησιμοποιήσει έναν δείκτη, είτε αγοράζοντας τον είτε πουλώντας τον short. Τα χαρτοφυλάκια αυτά, συγκεντρώνουν στο χαρτοφυλάκιο τους μετοχές τόσο με ανοδική όσο και με καθοδική πορεία, συνδυάζοντας long με short θέσεις. Έτσι καταφέρνουν να επιτύχουν θετικές αποδόσεις ανεξάρτητα, ως ένα βαθμό, από την κίνηση της αγοράς. Εδώ αξίζει να σταθούμε καθώς αναφερόμαστε σε απόλυτες αποδόσεις (absolute returns), δηλαδή θετικές αποδόσεις ανεξάρτητες από την κίνηση της αγοράς. Όπως έχουμε αναφέρει το παραπάνω αποτελεί πρωταρχικό στόχο των hedge funds. Ένα άλλο πλεονέκτημα που έχει ο συνδυασμός long με short θέσεων είναι ο περιορισμός των κινήσεων της αγοράς πάνω στο χαρτοφυλάκιο. Έτσι η κίνηση του ενός αξιόγραφου μπορεί

να αντισταθμίζεται από την κίνηση του άλλου μειώνοντας τον κίνδυνο της αγοράς. Ελαχιστοποιώντας τον κίνδυνο της αγοράς μεγιστοποιούμε τον κίνδυνο που προέρχεται από αυτά καθ αυτά τα αξιόγραφα. Επομένως ελαχιστοποιούμε τον συστηματικό κίνδυνο αλλά ο μη-συστηματικός παραμένει.

Η long-short στρατηγική αποτελεί την πιο δημοφιλή στρατηγική, καθώς σύμφωνα με τα αρχεία της Credit Swiss/Tremont τα long-short hedge funds αποτελούν το 33% του κλάδου.

4.3.2.1 Έκθεση στην αγορά

Ο διαχειριστής αποφασίζει αν το χαρτοφυλάκιο του θα έχει καθαρή θετική θέση ή αρνητική θέση προς στην αγορά. Προσπαθεί επομένως να εκμεταλλευτεί τις τάσεις στην αγορά. Για να έχει κέρδη με καθαρή θετική θέση η αγορά πρέπει να ανεβαίνει ενώ αν έχει αρνητική θέση η αγορά πρέπει να μειώνεται. Ακριβώς για αυτόν τον λόγο αυτά τα hedge funds κατατάσσονται στην κατηγορία των στρατηγικών κατεύθυνσης(directional strategies).

Συνήθως τα long-short funds έχουν θετική θέση προς την αγορά, παρόλο που υπάρχουν περιπτώσεις διαχειριστών οι οποίοι οδηγούνται από μακροοικονομικές αναλύσεις και σχηματίζουν καθαρές αρνητικές θέσεις. Εξαιρώντας αυτές τις περιπτώσεις τα long-short hedge funds παρουσιάζουν γενικά θετική συσχέτιση με την αγορά.

Υπάρχουν δυο βασικοί δείκτες οι οποίοι χαρακτηρίζουν τα long-short hedge funds: ο δείκτης της καθαρής έκθεσης(net exposure) και αυτός της ακαθάριστης έκθεσης(gross exposure). Σημειώνουμε ότι το beta μετρά την ευαισθησία της μετοχής απέναντι στην κίνηση της αγοράς.

Το w_i είναι το βάρος της μετοχής στο χαρτοφυλάκιο ενώ το β_i είναι ο συντελεστής beta της αντίστοιχης μετοχής. Εάν η μετοχή πωληθεί short το w_i είναι αρνητικό. Επίσης L δείχνει τον αριθμό τον long θέσεων, ενώ το S δείχνει τον αριθμό των short θέσεων. Η καθαρή έκθεση είναι ουσιαστικά το άθροισμα των βαρών των θετικών θέσεων μείον το άθροισμα των βαρών των αρνητικών θέσεων:

$$\text{Καθαρή έκθεση} = \sum_{i=1}^{L} w_i - \left|\sum_{i=1}^{S} w_i\right|$$

Όπου:

w→ δείχνει το βάρος της μετοχής στο χαρτοφυλάκιο

L→ ο αριθμός των Long πωλήσεων

S→ ο αριθμός των short πωλήσεων

Παρόλο αυτά δεν πρέπει να παρασυρθούμε από την έννοια της καθαρής θέσης. Ένα χαρτοφυλάκιο με καθαρή έκθεση μηδέν δεν σημαίνει ότι είναι πλήρως αντισταθμισμένο. Αντίθετα το χαρτοφυλάκιο μπορεί να σημειώσει σοβαρές απώλειες και από τις δυο θέσεις(τις αρνητικές και τις θετικές). Για να εξετάσουμε την απόδοση του hedge fund πρέπει να εισάγουμε και έναν ακόμα δείκτη αυτόν της ακαθάριστης έκθεσης.

Η ακαθάριστη έκθεση ισούται με το άθροισμα των βαρών των long θέσεων συν το απόλυτο άθροισμα των βαρών των αρνητικών θέσεων.

$$\text{Ακαθάριστη έκθεση}=\sum_{i=1}^{L} w_i+\left|\sum_{i=1}^{S} w_i\right|$$

Όπου:

w→ δείχνει το βάρος της μετοχής στο χαρτοφυλάκιο

L→ ο αριθμός των Long πωλήσεων

S→ ο αριθμός των short πωλήσεων

Η καθαρή έκθεση από μόνη της δεν είναι ικανή να δείξει την έκθεση του χαρτοφυλακίου στο συστηματικό κίνδυνο, από την στιγμή που δεν λαμβάνουμε υπόψη μας την ευαισθησία των μετοχών, που είναι στο χαρτοφυλάκιο, απέναντι σε μεταβολές της αγοράς. Στην πραγματικότητα το χαρτοφυλάκιο μπορεί να αποτελείται από θέσεις με υψηλή ευαισθησία (υψηλό beta), των οποίων τα βάρη δεν συγκρίνονται με τα βάρη μετοχών με χαμηλό beta. Επομένως θα πρέπει να εισάγουμε την έννοια της προσαρμοσμένης καθαρής έκθεσης στο beta:

$$\text{Beta adjusted exposure}=\sum_{i=1}^{L+S} w_i * b_i$$

Όπου:

w→ δείχνει το βάρος της μετοχής στο χαρτφυλάκιο

L→ ο αριθμός των Long πωλήσεων

S→ ο αριθμός των short πωλήσεων

b→ η ευαισθησία της μετοχής στις μεταβολές τις αγοράς

Είναι χαρακτηριστικό ότι η καθαρή έκθεση μπορεί να ισούται με το μηδέν, αλλά αυτό να μην ισχύει για την προσαρμοσμένη καθαρή έκθεση. Η καθαρή έκθεση είναι ένα στατικό μέτρο σε αντίθεση με την προσαρμοσμένη

που λαμβάνει υπόψη της την ευαισθησία των μετοχών στις κινήσεις της αγοράς.

Παράδειγμα:

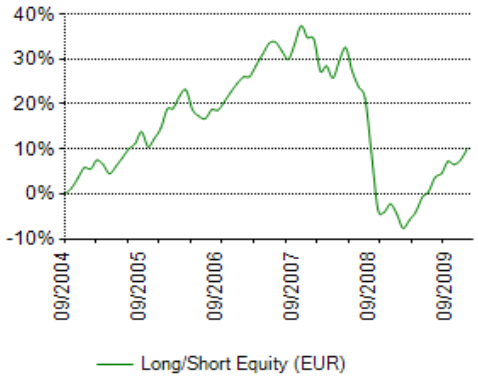
Ας υποθέσουμε ένα long-short hedge fund το οποίο έχει στο χαρτοφυλάκιο του μόνο δυο μετοχές. Έτσι έχει μια θετική θέση της τάξης του 80% των καθαρών στοιχείων και μια αρνητική θέση της τάξης του 40% των καθαρών στοιχείων(net assets) του fund. Επομένως η καθαρή έκθεση είναι +40%, ενώ η ακαθάριστη θέση είναι +120%. Το τελευταίο σημαίνει ότι οι ανοιχτές θέσεις του fund είναι 120% των καθαρών του στοιχείων, επομένως το fund χρησιμοποιεί μόχλευση. Συνήθως η μέγιστη μόχλευση που χρησιμοποιούν τα long-short hedge funds είναι η διπλάσια του κεφαλαίου τους(100% long θέσεις και 100% short θέσεις). Τώρα ας υποθέσουμε ότι το beta της long θέσεις είναι 0,5 και το beta της short θέσεις είναι 1,5, η προσαρμοσμένη καθαρή έκθεση θέση τότε είναι:

80%*0,5-40%*1,5=-20%

Παρατηρούμε ότι η καθαρή έκθεση είναι θετική +40%, όμως η προσαρμοσμένη καθαρή έκθεση είναι -20%. Επομένως αν και αρχικά δόθηκε η εντύπωση ότι το χαρτοφυλάκιο έχει μια θετική καθαρή έκθεση, μια βαθύτερη ανάλυση που λαμβάνει υπόψη και την ευαισθησία των μετοχών, μετατρέπει την καθαρή έκθεση σε αρνητική.

Ένα ακόμα σοβαρό θέμα είναι αυτό της ρευστότητας που παρουσιάζει το χαρτοφυλάκιο. Εάν το χαρτοφυλάκιο έχει κατασκευαστεί από μετοχές χαμηλής κεφαλαιοποίησης μπορεί να παρουσιάζει χαμηλή ρευστότητα. Επομένως ο διαχειριστής πρέπει να παρακολουθεί ένα δείκτη ρευστότητας του χαρτοφυλακίου του. Ένας τέτοιος δείκτης θα μπορούσε να είναι οι μέρες που απαιτούνται για ρευστοποιηθεί μια θέση του χαρτοφυλακίου χωρίς να επηρεαστεί η τιμή της μετοχής. Βασιζόμενος στον μέσο ημερήσιο όγκο συναλλαγών της μετοχής, είναι εφικτό να υπολογίσει κάποιος τον μέσο χρόνο που απαιτείται προκειμένου να κλείσει μια θέση του χωρίς να επηρεαστεί η τιμή της μετοχής.

Διάγραμμα 4.6: Σωρευτικές αποδόσεις της στρατηγικής



Πηγή:credit Suisse/Tremont

4.3.2.2 Equity market neutral

Μια παραλλαγή της long-short στρατηγικής είναι και η στρατηγική που στοχεύει στην δημιουργία χαρτοφυλακίου ουδέτερου ως προς την αγορά, δηλαδή οι αποδόσεις του είναι ασυσχέτιστες με τις κινήσεις τις αγοράς. Σύμφωνα με την Credit Suisse/Tremont market neutral hedge funds αποτελούν το 6% του κλάδου.

Ο διαχειριστής μπορεί να δημιουργήσει ένα χαρτοφυλάκιο που είναι ουδέτερο ως προς την κίνηση της αγοράς . Το market neutral portfolio κατασκευάζεται εξισώνοντας την αξία των long με αυτή των short θέσεων, ενώ ταυτόχρονα θα πρέπει η ευαισθησία που χαρακτηρίζει τις τιμές των long θέσεων να αντισταθμίζεται από την ευαισθησία των short θέσεων.

Μπορούμε να δούμε ένα παράδειγμα δημιουργίας ενός market neutral portfolio:

Ας υποθέσουμε ότι έχουμε αρχικό κεφάλαιο 20 εκ.$. Για να προχωρήσουμε σε short πωλήσεις θα πρέπει να διατηρούμε λογαριασμό εξασφάλισης. Μάλιστα η SEC ορίζει ότι στον λογαριασμό εξασφάλισης θα πρέπει να κατατεθεί τουλάχιστον το 50% της αξίας του αρχικού short selling. Ο διαχειριστής προχωρά στην αγορά μετοχών αξίας 18εκ.$(long position). Οι μετοχές αυτές μπορούν να χρησιμοποιηθούν σαν εξασφάλιση στον margin account. Ο διαχειριστής χρησιμοποιώντας σαν εγγυήσεις τις μετοχές που αγόρασε προχώρα σε short πώληση μετοχών άξιας 18εκ $. Επομένως το

συνολικό κεφάλαιο long όσο και short θέσεων είναι 36 εκ.$. Παρατηρούμε ότι ο διαχειριστής αφήνει ένα ποσό ύψους 2εκ$ από το αρχικό κεφάλαιο. Αυτό συμβαίνει καθώς ο διαχειριστής πρέπει να έχει διακρατήσει ένα ορισμένο μέγεθος ρευστότητας ώστε να ανταποκριθεί σε περίπτωση που του απαιτηθεί. Πιο συγκεκριμένα ο λογαριασμός εξασφάλισης ελέγχεται καθημερινά και σε περίπτωση που η τιμή των σοταρισμένων μετοχών ανέβει πάνω από ένα ορισμένο επίπεδο, θα ζητηθεί από τον διαχειριστή να τοποθετήσει τα αντίστοιχα κεφάλαια στον λογαριασμό εξασφάλισης. Αν ο διαχειριστής δεν μπορέσει να ανταποκριθεί ο prime broker θα ρευστοποιήσει άμεσα την shorted θέση του, σε στιγμή που σίγουρα θα έχει απώλειες. Έτσι για να αποφευχθεί κάτι τέτοιο ο διαχειριστής διακρατά ρευστότητα σαν μαξιλάρι ασφάλειας, συνήθως το 10% του αρχικού κεφαλαίου. Επιπλέον αυτό το μαξιλάρι μπορεί να χρησιμοποιηθεί και στην περίπτωση που ο σορταρισμένος τίτλος διανείμει μερίσματα ώστε να πληρωθεί ο δανειστής τους. Αν και για αυτόν τον σκοπό θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν τα μερίσματα των αγορασμένων μετοχών. Για τα 2εκ.$ δίνεται ένα επιτόκιο, περίπου όσο το risk free rate. Το ίδιο συμβαίνει και με το ποσό που είναι κατατεθειμένο στο λογαριασμό εξασφάλισης. Οι τόκοι αυτοί χρησιμοποιούνται προς δυο κατευθύνσεις: προς το δανειστή τον μετοχών που έχουν σορταριστεί ως μίσθιο για τον δανεισμό των μετοχών, προς τον prime broker με την μορφή προμήθειας, ενώ το ποσό των τόκων που απομένει καταλήγει στο χαρτοφυλάκιο με την μορφή απόδοσης. Παρατηρούμε επομένως ότι η απόδοση του market neutral portfolio αποτελείται από τους τόκους και από τις αποδόσεις των μετοχών. Ας δούμε δυο σενάρια:

Υποθέτουμε ότι η αγορά ανεβαίνει κατά 20%. Η μετοχή για την οποία έχουμε λάβει θέση long ανεβαίνει κατά 27% ενώ η shorted μετοχή ανεβαίνει κατά 22%.Τωρα η long θέση των 18εκ.$ γίνεται 18*1,27=22.86.$ με κεφαλαιακά κέρδη 4,86εκ$. Αντίθετα η short θέση παρουσιάζει απώλειες εξαιτίας στης ανόδου της μετοχής , το ύψος των οποίων είναι 18-21,96(18*1,22=21,96)=3,96εκ$. Τα καθαρά κεφαλαιακά κέρδη είναι 4,86-3,96=0,9εκ.$,ενώ η κεφαλαιακή απόδοση της αρχικής επένδυσης είναι 900000/18000000=0,05 ή 5%. Φυσικά πρέπει να υπολογίσουμε και την απόδοση από τους τόκους. Έτσι από το rebate του short selling(ας

υποθέσουμε επιτόκιο 4%) 18000000*0,04=720000$ ενώ από τα 2εκ.$ 2000000*0,04=80000$, κάνοντας την απόδοση από τόκους να φτάσει στο ύψος των 800000$. Έτσι το συνολικό κέρδος του χαρτοφυλακίου είναι 1700000$.

Υποθέτουμε τώρα ότι η αγορά πέφτει 10%. Οι απώλειες για την long θέση καταγράφονται στο ύψος του 13% ενώ τα κέρδη για την short θέση στο 18%.Τώρα οι απώλειες από την πρώτη μετοχή ανέρχονται στα 2,34εκ.$ ενώ τα κέρδη από την σορταρισμένη μετοχή στα 3,24εκ$. τα συνολικά κεφαλαιακά κέρδη είναι 0,9εκ.$. Τα κέρδη από τους τόκους ανέρχονται και εδώ σε 800000$, άρα τα συνολικά κέρδη για το χαρτοφυλάκιο και στην bear αγορά είναι 1,7εκ.$.

Παρατηρούμε ότι και σε bull όσο και σε bear αγορά το χαρτοφυλάκιο παρουσιάζει κέρδη. Έχοντας χρησιμοποιήσει long σε συνδυασμό με short θέσεις ο διαχειριστής κατάφερε να απομονώσει τον συστηματικό κίνδυνο, καθώς οι αποδόσεις εξαρτώνται από την επιτοκιακή απόδοση συν το καθαρό αποτέλεσμα της long με την short θέση. Ακριβώς αυτό το αποτέλεσμα αντανακλά την ικανότητα του διαχειριστή στο να επιλέγει τίτλους παρακάμπτοντας την επίδραση της αγοράς.

Ο διαχειριστής προκειμένου να δώσει ώθηση στις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου χρησιμοποιεί μόχλευση, όχι όμως σε υψηλά επίπεδα. Για να τον υπολογισμό των κερδών θα πρέπει να λάβουμε υπόψη και το επιτόκιο δανεισμού. Ένα long-short portfolio δίνει απόδοση η οποία εξαρτάται από τη τα χρεόγραφα που έχει επιλέξει ο διαχειριστής. Ταυτόχρονα ο διαχειριστής έχει την δυνατότητα να επαναφέρει την απόδοση της αγοράς αναλαμβάνοντας όμως και το αντίστοιχο ρίσκο. Αυτό επιτυγχάνεται με την χρήση παραγώγων για παράδειγμα ο διαχειριστής μπορεί να αγοράσει futures γενικού δείκτη.

Η long-short στρατηγική υπόκειται όμως και σε κάποιους περιορισμούς οι οποίοι σχετίζονται με το short selling. Γνωρίζουμε ότι εξαιτίας της φύσης του short selling υπόκειται σε ρυθμίσεις, κανόνες που μπορεί να μειώνουν την αξία της ευκαιρίας. Επιπρόσθετα μπορεί να υπάρξουν και άλλα εμπόδια που σχετίζονται με την διαθεσιμότητα μετοχών για δανεισμό ή την ανάκληση των δανεισθέντων μετοχών από την πλευρά του δανειστή. Ένα άλλο θέμα είναι και

τα κόστη συναλλαγών. Σε ένα long-short portfolio τα trading costs είναι μεγαλύτερα από ότι είναι σε ένα long-only portfolio.

4.3.3 Το selling short ως στρατηγική

Έχουμε αναφερθεί εκτενώς στο short selling ως εργαλείο που χρησιμοποιείται σε διάφορες στρατηγικές. Παρουσιάζει όμως ενδιαφέρον το γεγονός ότι το short selling χρησιμοποιείται σαν στρατηγική από αρκετά hedge funds. Οι διαχειριστές δανείζονται τίτλους τους οποίους πουλάνε στην αγορά με τις τρέχουσες τιμές. Στη συνέχεια αγοράζουν αυτούς τους τίτλους και τους επιστρέφουν στον δανειστή. Λεπτομέρειες τις διαδικασίας έχουν αναφερθεί παραπάνω. Η χρήση της short στρατηγικής από τον διαχειριστή δεν δηλώνει ότι στο χαρτοφυλάκιο του hedge fund υπάρχουν μόνο short τοποθετήσεις. Αντίθετα υπάρχουν τόσο long όσο και short τοποθετήσεις όμως η καθαρή θέση του hedge fund είναι short.

4.3.3.1 Κίνδυνος του short selling και σύγκριση του με long θέσεις

Ο επενδυτής σορτάροντας τίτλους ανησυχεί για το εάν οι τιμές των τίτλων αυτών θα κινηθούν ανοδικά. Σε μια τέτοια περίπτωση ίσως να μην μπορέσει να ανταποκριθεί στο margin call μη μπορώντας να διατηρήσει την θέση του ανοιχτή σε στιγμή που θα έχει σίγουρα κεφαλαιακές απώλειες. Συγκρίνοντας long με short θέσεις παρατηρούμε ότι στην πρώτη περίπτωση τα κέρδη του επενδυτή μπορεί να είναι άπειρα αφού οι τιμές των μετοχών θεωρητικά τουλάχιστον μπορούν να φτάσουν στο άπειρο ενώ αντίθετα οι ζημιές ακολουθώντας long τακτικές είναι περιορισμένες αφού στην χειρότερη περίπτωση η τιμή της μετοχής να φτάσει στο μηδέν. Στον αντίποδα τώρα σε περίπτωση short στρατηγικής συμβαίνει το αντίθετο. Οι απώλειες μπορεί δυνητικά να φτάσουν στο άπειρο ενώ τα κέρδη στην καλύτερη περίπτωση να φτάσουν στο 100% αφού η πτώση της τιμής της μετοχής, στην καλύτερη για τον short seller περίπτωση ,θα είναι 100%.Τα παραπάνω ακούγονται σε θεωρητικό επίπεδο αλλά υπάρχουν περίοδοι που οι bull τάσεις στις αγορές ήταν ιδιαίτερα έντονες οδηγώντας σε διπλασιασμό ακόμα και πενταπλασιασμό των τιμών ορισμένων μετοχών.

Θέλοντας να προχωρήσουμε την σύγκριση long με short θέσεων μπορούμε να εστιάσουμε στο ζήτημα της ρευστότητας. Στην περίπτωση του

long ο επενδυτής αγοράζει μετοχές με τα αντίστοιχα κεφάλαια του, αντίθετα για τον short seller απαιτούνται ακριβώς τα μισά κεφάλαια για να προχωρήσει σε μια ανάλογη κίνηση μετοχών. Ας μην ξεχνάμε ότι τα κεφάλαια που απαιτούνται στο short selling είναι το 50% της τρέχουσας αξίας των μετοχών που δανείστηκε ο επενδυτής. Ας υποθέσουμε επενδυτή που αγοράζει 100 μετοχές της Υ με 10€ ανά μετοχή επομένως επενδύει κεφάλαιο 1000€.Απο την άλλη πλευρά ο short seller για να σορτάρει την μετοχή απαιτούνται 500€ στο λογαριασμό εξασφάλισης. Επομένως έχει ένα περίσσευμα ρευστότητας από το οποίο μπορεί να εξασφαλίσει ένα επιπλέον εισόδημα από τόκους. Φυσικά κάτι τέτοιο ενισχύει την κερδοφορία που προέρχεται από το short selling.Ένα άλλο θέμα είναι η περίοδος που έχουν κέρδη οι δυο στρατηγικές. Στην περίπτωση της long στρατηγικής η κερδοφορία είναι υψηλή όταν οι αγορές κινούνται ανοδικά όταν είμαστε δηλαδή στην κορυφή ή σε φάση ανόδου του οικονομικού κύκλου. Αντίθετα ο short seller, όταν η επιλογή του είναι σωστή, έχει κερδοφορία και άρα ρευστότητα σε φάση πτώσης των αγορών όπου μπορεί να υπάρχουν σημαντικές ευκαιρίες.

4.3.3.2 Επιδόσεις των hedge fund που ακλουθούν την στρατηγική του short selling

Όπως αναφέραμε ο Jones χρησιμοποίησε το short selling ως βασική συνιστάμενη του πρώτου hedge fund που δημιούργησε. Από τότε τα hedge funds το χρησιμοποιούσαν είτε ως τακτική hedging είτε για κερδοσκοπικούς σκοπούς. Τα τελευταία χρόνια όμως το short selling ως τακτική χρησιμοποιείται σε περιορισμένο βαθμό από τα hedge fund. Ο κύριος λόγος ήταν οι βαριές απώλειες που υπέστησαν τα short hedge funds την δεκαετία του 90.Οι bull τάσεις της αγοράς ήταν πολύ ισχυρές καθώς η άνοδος των αγορών έφτασε ακόμα και στο 300%.Αυτο όμως εξηγούσε εν μέρη τις καταστροφικές απώλειες των hedge funds αφού τα shorted hedge funds εμφάνιζαν σημαντικές επιδόσεις ακόμα και σε περιόδους που χαρακτηρίζονταν από ανοδικές τάσεις. Είναι χαρακτηριστικό ότι στα τέλη του 80 ο Dow Jones εμφάνιζε σημαντική άνοδο ενώ ένας σημαντικός αριθμός hedge funds που κυριαρχούσαν ήταν short sellers. Μια στρατηγική που εφάρμοζαν τότε τα hedge funds ήταν να σορτάρουν μετοχές που παρουσίαζαν αδικαιολόγητους φρενήρης ρυθμούς αύξησης. Στην συνεχεία με

τους κατάλληλους μηχανισμούς που διέθεταν προπαγάνδιζαν εναντίον των θεμελιωδών μεγεθών της μετοχής συντελώντας στο σκάσιμο της φούσκας. Αυτή η τακτική δούλεψε καλά καθώς αρκετά γνωστά hedge funds πέτυχαν σημαντικά κέρδη. Όλα αυτά όμως μέχρι την δεκαετία του 90.Απο κει και περά αυτή η στρατηγική αποδείχτηκε καταστροφική για όσα hedge funds που την εφάρμοσαν. Οι shorted μετοχές δεν παρουσίασαν την αναμενόμενη πτώση, αντίθετα εμφάνισαν μια σημαντική άνοδο. Είναι ενδεικτικό ότι μετοχές που είχαν υποστεί short selling ήταν ιδιαίτερα ελκυστικές τραβώντας το αγοραστικό ενδιαφέρον ενώ ταυτόχρονα κατέστρεφαν τους short sellers. Ουσιαστικά αν μια μετοχή είχε υποστεί short selling, αυτό από μόνο του ήταν σημαντικός λόγος για να προσελκύσει η μετοχή έντονο αγοραστικό ενδιαφέρον εκτοξεύοντας παράλληλα τις απώλειες των shorted hedge funds.

4.3.4 Αναδυόμενες αγορές

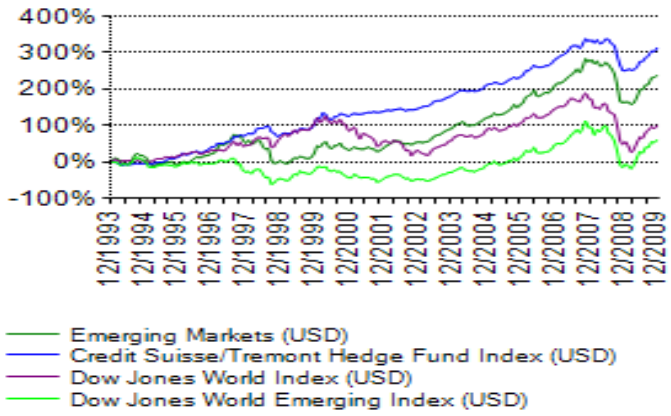
Αυτή η στρατηγική αφορά την επένδυση από τη πλευρά των hedge funds σε τίτλους επιχειρήσεων οι οποίες προέρχονται από αναπτυσσόμενες χώρες. Η επένδυση σε αναπτυσσόμενες χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές είναι σήμερα ένα σύνηθες φαινόμενο. Τα hedge funds που πλέον αναζητούν ευκαιρίες σε παγκόσμιο επίπεδο στράφηκαν, εδώ και καιρό, σε μη ανεπτυγμένες χώρες που παρουσίαζαν σημάδια προόδου. Έτσι, αφού αυτές οι χώρες κάνουν τις αναγκαίες αλλαγές βελτιώνοντας την οικονομία τους, είναι σημαντικό να είναι κάποιος από τους πρώτους επενδυτές στις χώρες αυτές. Η ανωριμότητα των αναπτυσσόμενων αγορών δημιουργεί αρκετές ευκαιρίες για προσοδοφόρες επενδύσεις αφού τίτλοι υποτιμόνται ενώ άλλοι υπερτιμώνται αφήνοντας σημαντικά περιθώρια κέρδους. Οι αποδόσεις για τα hedge funds είναι ικανοποιητικές όμως χαρακτηρίζονται από την υψηλή μεταβλητότητα ενώ δεν πρέπει να μας διαφεύγει και το φαινόμενο του πληθωρισμού.

Η επενδύσεις σε ένα διεθνοποιημένο περιβάλλον μπορεί να κρύβει σημαντικές δυσκολίες. Κάθε αγορά χαρακτηρίζεται από τις δικές της ιδιαιτερότητες έχοντας διαφορετικό τρόπο λειτουργίας. Για παράδειγμα κάποιες χώρες θέτουν ισχυρούς περιορισμούς στην πρακτική του short selling αλλά και στον βαθμό μόχλευσης ενώ σε κάποιες άλλες ισχύει το αντίθετο. Πάντως τα hedge funds έτσι κι αλλιώς αποφεύγουν να χρησιμοποιούν τέτοια εργαλεία όταν επενδύουν σε αναπτυσσόμενες αγορές. Αυτό συμβαίνει καθώς

οι αγορές αυτές δεν είναι αρκετά ώριμες ώστε κάποιος να εφαρμόσει σε ευρεία κλίμακα τέτοιες πρακτικές. Ταυτόχρονα η έλλειψη αξιόπιστων στοιχείων, η διαφθορά, η γραφειοκρατία, διαρθρωτικά εμπόδια αλλά και η συνεχής παρέμβαση των κυβερνήσεων οι οποίες μπορεί να αλλάζουν συνεχώς το πλαίσιο λειτουργίας των αγορών είναι χαρακτηριστικά γνωρίσματα των μη ανεπτυγμένων χωρών. Όλα τα παραπάνω κάνουν αυτές τις αγορές απρόβλεπτες έχοντας μεγάλες διακυμάνσεις. Οι διαχειριστές των hedge funds που υιοθετούν αυτή τη στρατηγική πρέπει να εξειδικεύονται στην αγορά που επενδύουν ενώ μέσω τοπικών συνδέσμων αναζητούν πολύτιμες πληροφορίες. Η έρευνα για την αγορά που θα επενδύσει το hedge fund αλλά και η διερεύνηση των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών της είναι κομβικής σημασίας ζητήματα.

Μεγάλες επενδύσεις έχουν γίνει από την πλευρά των hedge funds σε αναπτυσσόμενες χώρες. Παράλληλα όμως έχουν διατυπωθεί αρκετές αιτιάσεις για την επίδραση των hedge funds σε τέτοιου είδους αγορές. Μάλιστα δεν λείπουν οι περιπτώσεις που τα hedge funds έχουν κατηγορηθεί για κρίσεις που έχουν ξεσπάσει σε αυτές τις αγορές.

Διάγραμμα 4.7: Σωρευτικές αποδόσεις της στρατηγικής



Πηγή:credit Suisse/Tremont

4.3.5 Global macro hedge funds

Τα global macro hedge funds πιο ευρύ πλαίσιο επενδυτικών επιλογών ανάμεσα στα άλλα hedge funds. Οι διαχειριστές τους μπορούν να επενδύσουν σε οποιαδήποτε αγορά σε οποιοδήποτε τομέα της

χρησιμοποιώντας οποιοδήποτε χρηματοοικονομικό εργαλείο. Η επενδυτική τους προσέγγιση καλείται top-down, δηλαδή αρχικά μελετάνε την γενικότερη εικόνα της οικονομίας και στην συνέχεια εξετάζουν τους τομείς αυτής της οικονομίας επιλέγοντας τον καλύτερο, ενώ στην συνέχεια εντοπίζουν τις καλύτερες επιχειρήσεις του κλάδου που αναμένεται να έχουν καλύτερες αποδόσεις. Η συμπεριφορά τους χαρακτηρίζεται ως οπορτουνιστική, καθώς μπορούν να επενδύσουν σε οποιαδήποτε αγορά ή κλάδο, χρησιμοποιώντας οποιοδήποτε χρηματοοικονομικό εργαλείο. Για τις προβλέψεις τους στηρίζονται σε οικονομετρικά υποδείγματα και την μελέτη μακροοικονομικών μεταβλητών όπως είναι το ακαθάριστο εθνικό προϊόν, το δημοσιονομικό έλλειμμα, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, οι αποδόσεις των κυβερνητικών ομολόγων κα. Οι διαχειριστές αφού διαπιστώσουν τις τάσεις που θα επικρατήσουν προσπαθούν να τις εκμεταλλευτούν διαπραγματευόμενοι τους κύριους μακροοικονομικούς δείκτες. Διαπραγματεύονται όλες τις κατηγορίες τίτλων(κυβερνητικά ομόλογα, νομίσματα, ιδιωτικά ομόλογα, εμπορεύματα, μετοχές), ενώ παράλληλα χρησιμοποιούν σχεδόν όλα τα χρηματοοικονομικά εργαλεία(συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (τυποποιημένα και μη), δικαιώματα, swaps, δείκτες, spot). Επίσης χρησιμοποιούν μόχλευση και short selling. Ταυτόχρονα δεν βάζουν κάποιο γεωγραφικό περιορισμό επενδύοντας σε όλο τον κόσμο, τόσο στις ανεπτυγμένες όσο και στις υπό ανάπτυξη χώρες.

Ο διαχειριστής, μετά την ανάλυση του, προσδοκά κάποιες συγκεκριμένες τάσεις και συχνά επενδύουν σε στρατηγικές κατεύθυνσης(directional strategy). Οι θέσεις τους δηλαδή συχνά είναι χωρίς αντιστάθμιση του κινδύνου. Για να προβλέψουν την μελλοντική κίνηση των τιμών προσπαθούν να προβλέψουν πως πολιτικά γεγονότα, διεθνείς μακροοικονομικοί παράγοντες αλλά και άλλοι παράγοντες μπορούν να επηρεάσουν την αποτίμηση των τίτλων. Ταυτόχρονα αναλύουν σε βάθος τις κεφαλαιαγορές και χρηματαγορές, οι οποίες τους ενδιαφέρουν και υπολογίζουν το πιθανό λόγο κινδύνου/απόδοση για την επένδυση τους.

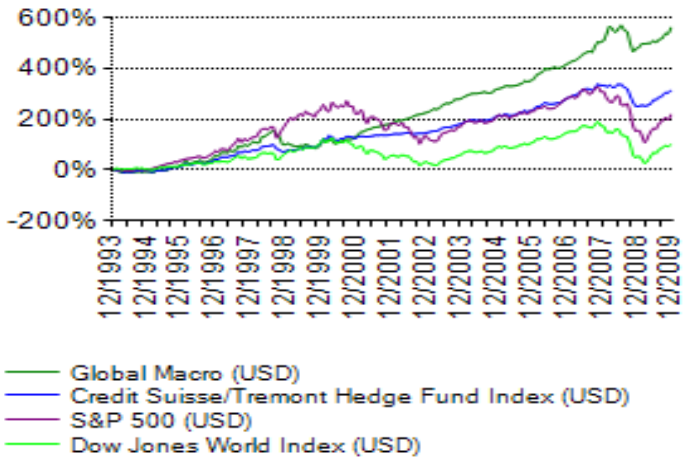
Επίσης εξαιτίας τις φύσης τους τα συγκεκριμένα hedge funds χαρακτηρίζονται για την αδιαφάνεια τους ακόμα και προς τους επενδυτές τους. Η όποια παρεχόμενη πληροφόρηση από την πλευρά τους αφορά

αποκλειστικά τις αποδόσεις τους και αυτό αφού έχει προηγηθεί ένα σημαντικό διάστημα από τότε που πραγματοποιήθηκαν και σε ένα γενικό πλαίσιο.

Από τα παραπάνω γίνεται φανερό ο σημαντικός ρόλος του διαχειριστή του fund. Η ικανότητες και η εμπειρία του είναι στοιχεία καθοριστικά για την εξεύρεση και εκμετάλλευση των ευκαιριών αλλά και για την σωστή πρόβλεψη της κίνησης των αγορών.

Τα funds που εφαρμόζουν στρατηγικές κατεύθυνσης παρουσιάζουν μια σαφή διαφοροποίηση από την λογική του πρώτου hedge fund του Jones. Πρέπει να τονίσουμε ότι τα μάκρο-funds θεωρούνται hedge funds όχι γιατί χρησιμοποιούν πρακτικές αντιστάθμισης(hedging), αλλά γιατί δεν υφίστανται τους περιορισμούς των αμοιβαίων κεφαλαίων, αφού υιοθετούν της δομές που εφαρμόζουν τα hedge funds. Επομένως αντί να αντισταθμίζουν τους κινδύνους, πετυχαίνουν κέρδη από στρατηγικές κατεύθυνσης, η επιτυχία των οποίων εξαρτάται από την επιτυχία της πρόβλεψης τους για την κατεύθυνση προς την οποία θα κινηθεί η αγορά. Η ευελιξία είναι ένα ακόμα χαρακτηριστικό τους αφού μπορούν να μεταπηδούν ταχύτατα από την μια αγορά στην άλλη ή από τον ένα κλάδο στον άλλο. Συχνά εφαρμόζουν την πρακτική της μόχλευσης και των παραγώγων, ενώ οι αποδόσεις τους παρουσιάζουν έντονη διακύμανση, σε σχέση με τα υπόλοιπα hedge funds.

Διάγραμμα 4.8: Σωρευτικές αποδόσεις της στρατηγικής



Πηγή:Credit Suisse/Tremont

4.4 Relative value strategies

Η ομάδα αυτή περιλαμβάνει στρατηγικές κοινή συνισταμένη των οποίων είναι η εκμετάλλευση ευκαιριών χαμηλής απόδοσης και χαμηλού ρίσκου. Μια κατηγορία hedge funds προσπαθεί να εκμεταλλευτεί ασυνέπειες στις τιμές συγγενών τίτλων ή του ίδιου τίτλου ο όποιος διαπραγματεύεται σε διαφορετικές αγορές(ARBITRAGE). Άλλη κατηγορία δημιουργεί χαρτοφυλάκια τα οποία δεν έχουν καθαρή long ή short θέση. Επικεντρώνονται στην αποτελεσματικότερη χρήση του hedging. Μάλιστα αυτές οι στρατηγικές είναι αυτές που κάνουν την πιο εκτεταμένη χρήση του hedging. Κοινό χαρακτηριστικό αυτής της ομάδας στρατηγικών είναι ότι η απόδοση της αγοράς δεν επηρεάζει τα αποτελέσματα των hedge funds. Οι κατηγορίες των στρατηγικών που ανήκουν σ' αυτήν την ομάδα είναι:

- Convertible arbitrage
- Equity market neutral(στο οποίο αναφερθήκαμε στην long-short στρατηγική)
- Fixed-income arbitrage

4.4.1 Convertible arbitrage

Μετατρέψιμα ομόλογα(converted bonds) είναι ομόλογα που δίνουν στον κάτοχό τους το δικαίωμα τακτικών πληρωμών, μέσω κουπονιών ενώ παρέχουν στον κάτοχο το δικαίωμα αντί της τελικής πληρωμής να μετατρέψει τα ομόλογα σε ένα καθορισμένο αριθμό μετοχών. Έτσι αν ο κάτοχος αποφασίσει να ασκήσει το δικαίωμα της μετατροπής τότε αντί να λάβει την ονομαστική αξία των ομολόγων λαμβάνει έναν καθορισμένο αριθμό μετοχών. Οι τίτλοι αυτοί επομένως περιλαμβάνουν ένα ομόλογο και ένα call option οποίο δίνει στον κάτοχό του το δικαίωμα να μετατρέψει το ομόλογο σε μετοχές. Ακριβώς εξαιτίας της παρουσίας του παραγώγου το μετατρέψιμο ομόλογο δίνει χαμηλότερο επιτόκιο από ότι το κουπόνι ενός απλού ομολόγου. Τα μετατρέψιμα ομόλογα εκδίδονται με έναν προκαθορισμένο λόγο μετατροπής όπως 20:1 ή 15:1. Ένα μετατρέψιμο ομόλογο λέγεται plain vanilla εάν αποτελείται από το ομόλογο και το call option της υποκείμενης μετοχής. Τα τυπικά χαρακτηριστικά ενός plain vanilla μετατρέψιμου ομολόγου είναι:

- 5 χρόνια ωρίμανση

- Κουπόνι 2-3%
- Premium 25-30%
- Το δικαίωμα μετατροπής μπορεί να ασκηθεί μετά από 3 χρόνια.

Τα μετατρέψιμα ομόλογα είναι ιδανικά για την διαδικασία του arbitrage καθώς σχετίζονται η ονομαστική τιμή του ομολόγου με την αντίστοιχη τιμή της μετοχή και τον προκαθορισμένο αριθμό μετοχών που δύναται να αποκτήσει ο κάτοχος του μετατρέψιμου ομολόγου.

4.4.1.1 Ορισμοί

Ονομαστική αξία: Είναι η αξία που θα επιστρέψει ο εκδότης στον αγοραστή του ομολόγου κατά την λήξη του.

Ωρίμανση(maturity): Είναι η ημερομηνία στην οποία ο εκδότης είναι υποχρεωμένος να πληρώσει την ονομαστική αξία του ομολόγου στους αγοραστές, δηλαδή η ημερομηνία λήξης του κουπονιού.

Επιτόκιο Έκδοσης (coupon rate): Πρόκειται για το επιτόκιο, με βάση το οποίο διαμορφώνεται το τοκομερίδιο. Το τοκομερίδιο αποτελεί την περιοδική πληρωμή που εισπράττει ο κάτοχος μιας ομολογίας σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα (εξαμηνιαίο, ετήσιο, κ.λπ.). Το επιτόκιο έκδοσης μπορεί να είναι είτε σταθερό είτε κυμαινόμενο όπου και βασίζεται πάνω σε κάποιο διατραπεζικό Επιτόκιο Αναφοράς (π.χ. Floating Rate Note με επιτόκιο Libor + 0,2%). Μπορεί, επίσης, η ομολογία να είναι μηδενικού επιτοκίου (zero coupon bond) και να μην πληρώνει τοκομερίδια στον αγοραστή της.

Λόγος μετατροπής: Είναι ο προκαθορισμένος αριθμός μετοχών στις οποίες μετατρέπεται το ομόλογο

Αξία μετατροπής ή ισότητα(conversion value or parity): είναι η αγοραία αξία των μετοχών στις οποίες μπορεί να μετατραπεί το ομόλογο. Αυτή η αξία πρέπει να είναι το χαμηλότερο όριο στο οποίο μπορεί να πέσει η τιμή του μετατρέψιμου ομολόγου. Αν κάτι τέτοιο δεν ισχύει τότε δημιουργείται η ευκαιρία για arbitrage. Αυτό γίνεται αγοράζοντας το ομόλογο και εξασκώντας αυτόματα το δικαίωμα μετατροπής. Η διαδικασία ολοκληρώνεται με την πώληση των μετοχών στην αγορά. Για παράδειγμα ας υποθέσουμε ότι η τιμή μιας μετατρέψιμη ομολογίας είναι 900 € ενώ η τιμή της μετοχής είναι 47€ και ο λόγος ανταλλαγής είναι 20:1. Η ανακολουθία ανάμεσα στις τιμές των δυο

τίτλων είναι χαρακτηριστική δίνοντας την ευκαιρία για arbitrage. Ο διαχειριστής του hedge fund θα μπορούσε να πουλήσει short 20 μετοχές και με τα χρήματα από την short πώληση (940 €) να αγοράσει την ομολογία. Στην συνέχεια αφού εξασκήσει το δικαίωμα του αποκτά 20 μετοχές τις οποίες επιστρέφει στον αρχικό τους κάτοχο κλείνοντας την ανοιχτή του θέση από το short selling. Το κέρδος για τον διαχειριστή είναι η διαφορά μεταξύ των τιμών, δηλαδή 40 €. Φυσικά ευκαιρίες σαν την παραπάνω δεν υφίστανται στην αγορά ενώ αν υπάρξουν εξαφανίζονται πριν το ύψος τους φτάσει στα παραπάνω επίπεδα. Η αγορά των μετατρέψιμών ομολόγων από την μία και η short πώληση της μετοχής από την άλλη είναι οι δυνάμεις που ωθούν στην εξαφάνιση της διαφοράς.

Premium: Είναι η διαφορά μεταξύ της αγοραίας αξίας της μετατρέψιμης ομολογίας και της *αξίας μετατροπής*. Εκφράζεται ως ποσοστό επί της *αξίας μετατροπ*ής. Συνήθως οι επενδυτές είναι πρόθυμοι να αγοράσουν την ομολογία πληρώνοντας ένα *premium* επί της *αξίας μετατροπ*ής εξαιτίας των χαρακτηριστικών της ομολογίας η οποία επιτρέπει απώλειες ως ένα βαθμό(downside protection) και ταυτόχρονα προσφέρει υψηλότερες αποδόσεις σε σύγκριση με τα μερισματική απόδοση της μετοχής. Ένα χαμηλό *premium* σημαίνει ότι η μετατρέψιμη ομολογία είναι ιδιαίτερα ευαίσθητη σε μεταβολές της τιμής της υποκείμενης μετοχής, ενώ ένα χαμηλό *premium σημαίνει ότι* η μετατρέψιμη ομολογία είναι ευαίσθητη σε μεταβολές των παραγόντων που επηρεάζουν την τιμή της ομολογίας όπως τα επιτόκια.

Bond floor ή straight bond value: είναι η παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών της μετατρέψιμης ομολογίας όπως αυτές προκύπτουν από το κουπόνι της ομολογίας. Εδώ το μετατρέψιμο ομόλογο αντιμετωπίζεται ως απλό ομόλογο. Για τον υπολογισμό του παραπάνω προεξοφλούμε τις ροές του ομολόγου συν την προεξοφλημένη ονομαστική αξία του η οποία πληρώνεται από τον εκδότη στη λήξη του ομολόγου. Ως επιτόκιο προεξόφλησης συνήθως χρησιμοποιείται ένα επιτόκιο αναφοράς πχ LIBOR συν ένα άνοιγμα(spread) που προκύπτει από τον πιστωτικό κίνδυνο που αναλαμβάνει ο αγοραστής του ομολόγου.

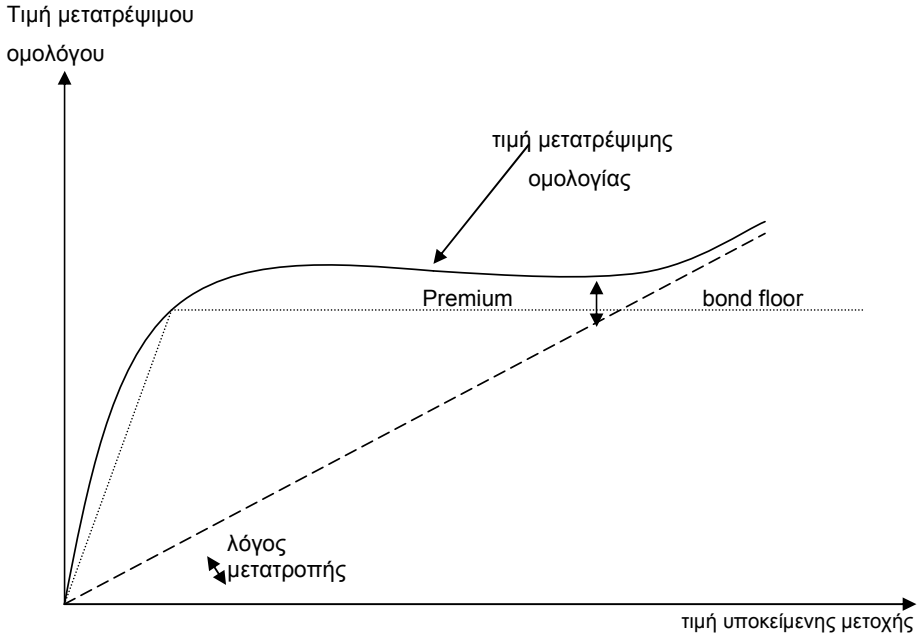
Πιστωτικό άνοιγμα(credit spread): αναφέρεται στην διαφορά του επιτοκίου που πληρώνει η μετατρέψιμη ομολογία με το ασφαλές επιτόκιο που

πληρώνουν τα κρατικά ομόλογα. Όσο μεγαλύτερο είναι το spread τόσο μεγαλύτερη η πιθανότητα χρεοκοπίας του εκδότη.

4.4.1.2 Μοντέλα αποτίμησης του μετατρέψιμου ομολόγου

Στην λήξη του η αξία του μετατρέψιμου ομόλογου μπορεί να είναι είτε η ονομαστική του αξία είτε η αγοραία τιμή των υποκείμενων μετοχών, εξαρτάται ποια από τις δυο είναι μεγαλύτερη. Πριν την λήξη του όμως, η αποτίμηση είναι πιο περίπλοκο ζήτημα. Η αξία του ομολόγου είναι μια συνάρτηση της τιμής της υποκείμενης μετοχής και αποτυπώνεται στο διάγραμμα 4.9.

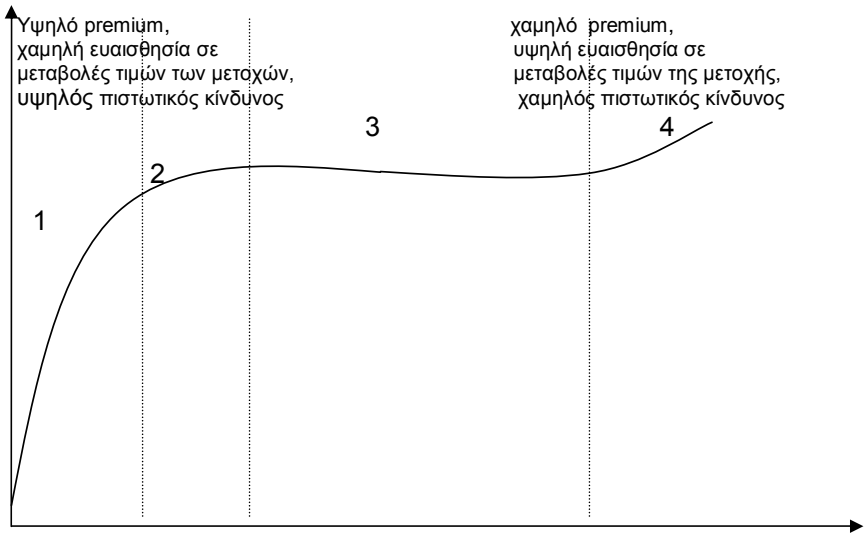
Διάγραμμα 4.9: Η τιμή του μετατρέψιμου ομολόγου ως συνάρτηση της τιμής της υποκείμενης μετοχής



Επομένως η ζωή ενός μετατρέψιμου ομολόγου μπορεί να περάσει από τέσσερα στάδια τα οποία αποτυπώνονται στο επόμενο διάγραμμα.

1. Όταν η τιμή της μετοχής είναι πολύ χαμηλή και αμφισβητείται η ικανότητα του εκδότη να καλύψει το ομόλογο.

Διάγραμμα 4.10: Τα τέσσερα στάδια στα οποία μπορεί να βρεθεί ένα μετατρέψιμο ομόλογο



2. Όταν η τιμή της μετοχής είναι χαμηλή, το δικαίωμα μετατροπής είναι απίθανο να εξασκηθεί και το option, το οποίο δίνει το δικαίωμα μετατροπής, είναι “έξω από τα χρήματα”(out of the money). Τόσο σε αυτό όσο και στο προηγούμενο στάδιο το *premium* είναι υψηλό και ο πιστωτικός κίνδυνος μεγάλος.
3. Όταν η τιμή της μετοχής είναι υψηλή, το option είναι “στα χρήματα του”(at the money).
4. Όταν η τιμή της μετοχής είναι πολύ υψηλή η μετατροπή είναι πολύ πιθανή και το option είναι “μέσα στα χρήματα”(in the money). Σε αυτό το στάδιο όσο και στο προηγούμενο το *premium* είναι χαμηλό και ο πιστωτικός κίνδυνος μικρός.

Εάν η μετατρέψιμη ομολογία διαπραγματεύεται κοντά στο bond floor, τότε αυτή επηρεάζεται περισσότερο από μεταβολές των επιτοκίων από μια ομολογία που διαπραγματεύεται με *premium*, η οποία αντίθετα επηρεάζεται από τις μεταβολές της τιμής της υποκείμενης μετοχής.

Τα ποσοτικά μοντέλα για την αποτίμηση των μετατρέψιμων ομολογιών διακρίνονται σε δυο κατηγορίες:

- Αναλυτικά μοντέλα

Το 1976 ο Ingersoll πρότεινε ένα υπόδειγμα αποτίμησης που βασίζεται στο Black-Scholes υπόδειγμα αποτίμησης δικαιωμάτων. Το υπόδειγμα αυτό μπορεί να εφαρμοστεί μόνο σε ευρωπαϊκά μετατρέψιμα ομόλογα, σε ομόλογα που μπορούν να μετατραπούν μόνο στην λήξη. Ωστόσο πολλές υποθέσεις του μοντέλου παραβιάζονται κάνοντας την εφαρμογή του δύσκολη

- Υπολογιστικά μοντέλα

Τα υπολογιστικά μοντέλα είναι αυτά που εφαρμόζονται περισσότερο ανάμεσα στους διαχειριστές hedge funds για την αποτίμηση μετατρέψιμων ομολόγων. Ανάμεσα σε αυτά ξεχωρίζουν τα δυονυμικά και τριονυμικά δένδρα και η προσομοίωση Monte Carlo.

Το υπόδειγμα των δυονυμικών δένδρων εισήχθη από τους Cox, Ross και Rubinstein. Το υπόδειγμα, μας επιτρέπει να κατασκευάσουμε ένα δένδρο το οποίο δείχνει την πιθανή διαμόρφωση των τιμών του μετατρέψιμου ομολόγου ανάμεσα από το σήμερα έως την λήξη του. Ορίζουμε αρχικά τα βήματα που θα μεσολαβήσουν από την σημερινή τιμή έως την λήξη του μετατρέψιμου ομολόγου. Ξεκινώντας από την σημερινή τιμή της μετοχής ορίζουμε την πιθανή εξέλιξη της τιμής της έως την λήξη του ομολόγου. Η διαδικασία γίνεται με την χρήση κόμβων ενώ κάθε ένας έχει δυο κλαδιά τα οποία εμπεριέχουν μια πιθανή τιμή. Κάθε τιμή οδηγεί, στο επόμενο βήμα, σε δυο άλλες πιθανές τιμές οι οποίες αναγράφονται στο αντίστοιχο κλαδί. Αφού έχει οριστεί η εξέλιξη της τιμής της μετοχής ξεκινώντας από την λήξη του ομολόγου το τιμολογούμε αρχίζοντας από την λήξη και καταλήγοντας στην σημερινή τιμή της μετοχής. Σημαντικό πλεονέκτημα του υποδείγματος ότι μπορούμε να τιμολογήσουμε και αμερικάνικα δικαιώματα. Όσο αυξάνονται τα βήματα αυξάνονται και οι κόμβοι στο δένδρο αυξάνοντας την ακρίβεια της μεθόδου.

Τα τριονυμικά δένδρα διαφέρουν στο ότι κάθε κόμβος οδηγεί σε τρία κλαδιά αντί για δυο, οδηγεί δηλαδή σε τρεις πιθανές τιμές της μετοχής. Χρησιμοποιώντας τριονυμικά δένδρα μπορούμε να μειώσουμε τον αριθμό των βημάτων φτάνοντας όμως στην ίδια ακρίβεια με τα δυονυμικά δένδρα.

Τα παραπάνω μοντέλα είναι πολύ χρήσιμα, αλλά πολλά δικαιώματα που συνδέονται με μετατρέψιμα ομόλογα δεν ανταποκρίνονται στα

παραπάνω υποδείγματα. Επομένως οι ικανότητες του διαχειριστή και η διαχείριση του κινδύνου καθίστανται σημαντικά ζητήματα.

4.4.1.3 Convertible bond arbitrage

Η στρατηγική του μετατρέψιμου ομολόγου arbitrage δημιουργείται με μια long θέση στο μετατρέψιμο ομόλογο και ταυτόχρονα από μια short θέση στην υποκείμενη μετοχή. Στόχος του διαχειριστή είναι να εντοπίσει σημαντικές διαφορές στις τιμές της αγοράς από τις θεωρητικές τιμές ώστε να προχωρήσει σε συναλλαγές οι οποίες θα του επιτρέψουν να καρπωθεί την διαφορά στις τιμές. Τα παραπάνω γίνονται ενώ ο διαχειριστής έχει καλυφθεί από τον κίνδυνο της αγοράς. Επίσης ο κίνδυνος επιτοκίου που προέρχεται από την αγορά του μετατρέψιμου ομολόγου αντισταθμίζεται χρησιμοποιώντας swaps ανταλλαγής επιτοκίου. Κάποιες φορές αντισταθμίζεται και ο πιστωτικός κίνδυνος κάνοντας χρήση των credit default swaps.

Οι διαχειριστές αναζητούν μετατρέψιμα ομόλογα που παρουσιάζουν μια σειρά χαρακτηριστικών:

- Μεγάλη διακύμανση της τιμής της μετοχής
- Καλή ρευστότητα της μετατρέψιμης έκδοσης
- Η υποκείμενη μετοχή να δανείζεται εύκολα
- Το *premium* να είναι χαμηλό καθώς ο επιτοκιακός και πιστωτικός κίνδυνος του μετατρέψιμου ομολόγου θα είναι μικρότεροι

Οι διαχειριστές που εφαρμόζουν την στρατηγική αυτή μπορούν να επιλέξουν να εφαρμόσουν διάφορους τύπους arbitrage:

1. Arbitrage των χρηματοροών
2. Volatility trading
3. Γάμα trading
4. Πιστωτικό arbitrage
5. Πολύ-στρατηγική

Είναι σημαντικό να τονίσουμε ότι η πολυπλοκότητα των μοντέλων τιμολόγησης και η στενή και συνεχής παρακολούθηση της συμπεριφοράς εκατοντάδων ομολόγων απαιτούν την ύπαρξη εξειδικευμένης και ακριβή τεχνολογικής υποδομής από την πλευρά του hedge fund. Η απαίτηση για την υποδομή αυτή αποτελεί σημαντικό εμπόδιο εισόδου.

4.4.1.4 Arbitrage των χρηματοροών

Η πρακτική της αγοράς του ομολόγου και της short πώλησης της μετοχής μπορεί να δημιουργήσει σημαντικές χρηματοροές. Το εισόδημα που προκύπτει από την short πώληση χρησιμοποιούνται για την αγορά του μετατρέψιμου ομολόγου.

Παράδειγμα:

Ας υποθέσουμε για παράδειγμα ότι ένα μετατρέψιμο ομόλογο αγοράζεται με *premium* 10% με τιμή 110 $ και η υποκείμενη μετοχή πωλείται short προς 100$. Ο διαχειριστής πρέπει να χρηματοδοτήσει την συναλλαγή με την διαφορά, η οποί είναι ίση με 10$. Εδώ πρέπει να τονίσουμε ότι μετατρέψιμο ομόλογο που συνδέεται με μετοχή, η οποία δανείζεται εύκολα, δεν πωλείται ποτέ με discount αλλά με premium. Ας υποθέσουμε ότι ετήσια απόδοση της ομολογίας είναι 5%, ενώ ο πιστωτικός κίνδυνος του εκδότη παραμένει σταθερός κατά την διάρκεια του arbitrage. Η ροή επομένως από την ομολογία είναι 5$, ενώ το short selling κοστίζει 2% ανά χρόνο, δηλαδή 2$. Η μετοχή δίνει μέρισμα 2$. Επομένως η καθαρή ροή του arbitrager είναι 1$ για επένδυση 10$ και η ποσοστιαία απόδοση που προκύπτει είναι 10%. Η απόδοση αυτή είναι αρκετά ελκυστική προσελκύοντας το ενδιαφέρον και άλλων διαχειριστών. Όμως η αυξημένη ζήτηση για το ομόλογο θα αυξήσει την τιμή του. Έτσι στο παραπάνω παράδειγμα ένα premium 15% θα οδηγήσει σε την απόδοση στο 6,7% ενώ premium της τάξης του 20% οδηγεί την απόδοση στο 5%. Η απόδοση από την διαδικασία μειώνεται αν συμπεριλάβουμε τα κόστη συναλλαγών αλλά και τους τόκους που τυχόν προκύπτουν από την πιθανή μόχλευση των κεφαλαίων.

4.4.1.5 Volatility trading

Τα περισσότερα convertible bond arbitrage κατασκευάζονται με long θέσεις στο μετατρέψιμο ομόλογο και από short θέσεις στην υποκείμενη μετοχή, για συγκεκριμένο αριθμό μετοχών ο οποίος καθορίζεται από το δέλτα. Έτσι στο χαρτοφυλάκιο έχουμε δυο θέσεις την long θέση που συλλαμβάνει το discount της αγοραίας από την θεωρητική τιμή της ομολογίας και την short θέση που μειώνει τον κίνδυνο της αγοράς που προκύπτει από την έκθεση

στην μετοχή. Μεταβολές στην τιμή της υποκείμενης μετοχής θα προκαλέσουν μεταβολές στην τιμή του μετατρέψιμου ομολόγου, με αποτέλεσμα η αξία του χαρτοφυλακίου να μεταβάλλεται. Το ύψος της μεταβολής του ομολόγου εξαρτάται από την ευαισθησία του απέναντι στις μεταβολές της τιμής της μετοχής. Ακριβώς αυτή την ευαισθησία συλλαμβάνει το δέλτα. Το δέλτα ενός μετατρέψιμου ομολόγου δείχνει την ευαισθησία της τιμής του στην μεταβολή της τιμής της υποκείμενης μετοχής. Ουσιαστικά το δέλτα είναι η πρώτη παράγωγος της συνάρτησης της τιμής του ομολόγου με την τιμή του υποκείμενου τίτλου. Διαγραμματικά το δέλτα είναι η κλίση της εφαπτομένης της γραφικής παράστασης της τιμής του ομολόγου(γράφημα 3). Στόχος των διαχειριστών είναι να κατασκευάσουν ένα χαρτοφυλάκιο με ουδέτερο δέλτα, δηλαδή οι μεταβολές στη τιμή της μετοχής να μην επηρεάζουν την αξία του χαρτοφυλακίου. Το παραπάνω επιτυγχάνεται αν αναπροσαρμοστεί ο αριθμός των short θέσεων ανάλογα του νέου δέλτα. Αυτό είναι σημαντικό καθώς ένα ουδέτερο δέλτα μπορεί να αποφέρει θετικές αποδόσεις ανεξάρτητα αν η υποκείμενη μετοχή κινηθεί ανοδικά ή καθοδικά. Το δέλτα αυξάνεται όταν η τιμή της μετοχής κινείται ανοδικά ενώ αντίστοιχα μειώνεται όταν η τιμή της μετοχής κινείται καθοδικά. Άλλωστε και διαγραμματικά φαίνεται ότι η κλίση της εφαπτόμενης αυξάνεται καθώς αυξάνεται η τιμή της μετοχής. Το δέλτα επομένως δεν παραμένει σταθερό αλλά μεταβάλλεται καθώς μεταβάλλεται η τιμή της ομολογίας. Η μεταβολή του δέλτα οδηγεί στην αναπροσαρμογή του αριθμού των short θέσεων, ώστε το δέλτα να παραμείνει ουδέτερο. Άρα ο διαχειριστής αφού κατασκεύασε την αρχική του θέση βάση του δέλτα στη συνέχεια θα πρέπει να αναπροσαρμόζει το δέλτα ανάλογα με την κίνηση της τιμής της υποκείμενης μετοχής. Η διαδικασία της αναπροσαρμογής των short θέσεων για να παραμείνει το δέλτα ουδέτερο ονομάζεται αντιστάθμιση του δέλτα(delta hedging). Το hedge ratio είναι ακριβώς η μετοχές που θα πρέπει να πωληθούν short ώστε το δέλτα να είναι ουδέτερο.

Ας υποθέσουμε ένα μετατρέψιμο ομόλογο με τιμή 1000$ και η τρέχουσα τιμή της συνδεδεμένης μετοχής είναι 50$ με το *premium* να είναι στο 50%, έτσι η αξία του *premium* είναι 75$. Το δέλτα του μετατρέψιμου ομολόγου δείχνει την ποσοστιαία μεταβολή της τιμής του εάν η τιμή του υποκείμενου τίτλου μεταβληθεί κατά 1%. Αν υποθέσουμε ότι το δέλτα της μετοχής είναι 0,65, το hedge ratio είναι (1000/75)*0,65=8,66667.

Η διατήρηση ενός ουδέτερου δέλτα επιβάλει στον διαχειριστή την αύξηση των μετοχών που πουλά short καθώς οι τιμή των τελευταίων αυξάνεται. ενώ καθώς οι μετοχές κινούνται καθοδικά το δέλτα μειώνεται και ο διαχειριστής πρέπει να καλύψει έναν αριθμό short πωλήσεων. Τα παραπάνω σημαίνουν ότι όταν οι τιμές των μετοχών αυξάνονται ο διαχειριστής πρέπει να πουλά μετοχές και όταν οι τιμές των μετοχών μειώνονται ο διαχειριστής πρέπει αγοράζει μετοχές. Παράλληλα σε αυτή την περίπτωση φαίνεται η σταθεροποιητική λειτουργία για την τιμή της μετοχής.

Η διαδικασία του ουδέτερου δέλτα είναι σαν να λαμβάνουμε θέση long στη διακύμανση του υποκείμενου τίτλου. Έτσι μέσω της διαδικασίας της δέλτα αντιστάθμισης είναι πιθανό ο διαχειριστής να σημειώσει σημαντικό κέρδος αν η διακύμανση της υποκείμενης μετοχής αυξηθεί. Περίοδοι κρίσεων που χαρακτηρίζονται από υψηλή διακύμανση μπορεί να χρησιμοποιηθούν από τους διαχειριστές για να πετύχουν μεγάλα κέρδη.

4.4.1.5 Γαμμα trading

Οι διαχειριστές έχουν την δυνατότητα να καταγράψουν επιπλέον κέρδος και από την συναλλαγές της υποκείμενης μετοχής εξαιτίας των μεταβολών του δέλτα. Το γάμα ενός μετατρέψιμου ομολόγου δείχνει την ευαισθησία του δέλτα σε μεταβολές της τιμής του υποκείμενου τίτλου. Ουσιαστικά είναι η δεύτερη παράγωγος της τιμής του ομολόγου ως προς την τιμή του υποκείμενου τίτλου. Το γάμα hedging ή γάμα trading προέρχεται από την αναπροσαρμογή των short θέσεων του χαρτοφυλακίου του hedge fund εξαιτίας της μεταβολής του δέλτα. Έτσι αν το γάμα είναι μικρό, το δέλτα μεταβάλλεται λίγο σε τυχόν μεταβολές της τιμής της υποκείμενης μετοχής, ενώ και οι αναπροσαρμογές που απαιτούνται δεν είναι μεγάλες και συχνές. Ωστόσο αν το γάμα είναι μεγάλο το δέλτα είναι εξαιρετικά ευαίσθητο και είναι απαραίτητες οι συχνές αναπροσαρμογές ώστε το δέλτα να είναι ουδέτερο.

Όσο οι αγορές παραμένουν ευμετάβλητες το delta hedging και το gamma trading μπορούν να καταγράψουν κέρδη. Αντίθετα αν η διακύμανση πέσει κάτω από ένα επίπεδο τότε το hedge fund θα υποστεί απώλειες.

Παράδειγμα

Ας υποθέσουμε ότι διαχειριστής αγοράζει ένα μετατρέψιμο ομόλογο με τιμή

100$, ενώ λόγος μετατροπής είναι 100:1 κα το δέλτα είναι 50%. Αν η τιμή της μετοχής είναι 0,8$ ο διαχειριστής υπολογίζει ότι χρειάζονται 100*0,5=50 σορταρισμένες μετοχές. Μάλιστα απαιτούνται ίδια κεφάλαια 100-50*0,8=60$. Υποθέτουμε τώρα ότι η τιμή της μετοχής αυξήθηκε κατά 25% στο 1 $ ενώ το νέο δέλτα υπολογίζεται στο 0,7. Ο διαχειριστής είναι υποχρεωμένος να πουλήσει short 20 επιπλέον μετοχές καθώς οι συνολικά σορταρισμένες μετοχές πρέπει να είναι τώρα 0,7*100=70 μετοχές. Ο διαχειριστής πουλά τώρα short 20 μετοχές προς 1$ την μετοχή. Να τώρα η τιμή της μετοχής υποχωρήσει πάλι στα 0,8 $ ο διαχειριστής πρέπει να καλύψει 20 short θέσεις του. Αγοράζει επομένως 20 μετοχές προς 0,80 $. Το χαρτοφυλάκιο έχει τώρα την αρχική του μορφή αλλά το γάμα trading έδωσε ένα κέρδος της τάξης των 4$(0,2*20). Το hedge fund από μια επένδυση των 60$ έχει κέρδος 6,67% συν το κέρδος που προκύπτει από τις χρηματοροές από την θέση του διαχειριστή η οποία παραμένει ανοιχτή.

4.4.1.6 Πιστωτικό arbitrage

Ο πιστωτικός κίνδυνος του εκδότη του μετατρέψιμου ομολόγου μπορεί να προκαλέσει την μεγαλύτερη βλάβη στο delta hedging και στο gamma trading. Αν η τιμή της υποκείμενης μετοχής πέσει τόσο πολύ χαμηλά ώστε να σπρώξει την ομολογία σε τιμές εξαιρετικά χαμηλές ενώ ταυτόχρονα τίθενται αμφιβολίες για την αξιοπιστία του εκδότη του ομολόγου. Αυτό συμβαίνει σπάνια όμως το χειρότερο σενάριο για τα hedge funds που εφαρμόζουν την στρατηγική του convertible bond arbitrage είναι μια συστηματική αύξηση του πιστωτικού κινδύνου επηρεάζοντας όλες τις θέσεις τους ταυτόχρονα. Πολλοί διαχειριστές στέκονται στη θεμελιώδη ανάλυση των χαρακτηριστικών των εκδοτών μετατρέψιμων ομολόγων προκειμένου να διαπιστωθεί η ικανότητα του εκδότη να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του.

Για να αντισταθμιστεί ο πιστωτικός κίνδυνος μιας έκδοσης ο διαχειριστής μπορεί να αγοράσει ένα *credit default swap,* το οποίο είναι ένα συμβόλαιο που προσφέρει προστασία απέναντι στον κίνδυνο πτώχευσης του εκδότη. Ο αγοραστής του συμβολαίου κάνει τακτικές περιοδικές πληρωμές στον πωλητή μέχρι την λήξη του συμβολαίου ή έως την πτώχευση του εκδότη. Στην τελευταία περίπτωση ο πωλητής πληρώνει στον αγοραστή του συμβολαίου την ονομαστή αξία του ομολόγου μείον την αγοραία τιμή του

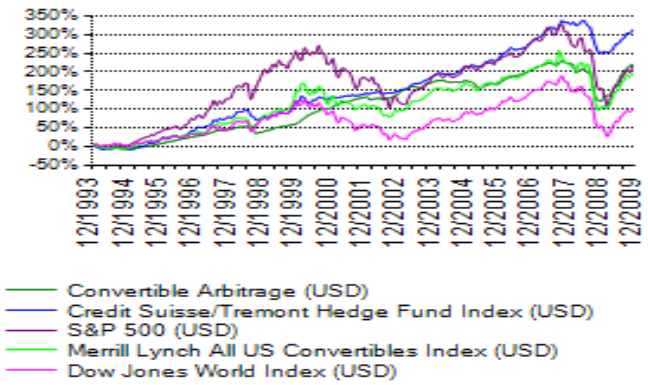
ομολόγου μια συγκεκριμένη μέρα. Τα CDS έχουν παρουσιάσει μεγάλη ανάπτυξη τα τελευταία χρόνια καθώς η ονομαστική αξία τους υπολογίζεται σε περίπου 5δις $.

Τα interest rate swaps είναι συμφωνίες που το πρώτο αντισυμβαλλόμενο μέρος καταβάλει στο δεύτερο πληρωμές σταθερού επιτοκίου ενώ το δεύτερο καταβάλλει στο πρώτο πληρωμές κυμαινόμενου επιτοκίου. Τα IRS χρησιμοποιούνται από τους διαχειριστές προκειμένου αυτοί να προστατέψουν το χαρτοφυλάκιο από τυχόν μεταβολές του επιτοκίου. Επομένως ο επιτοκιακός κίνδυνος με την χρήση των IRS μπορεί να αντισταθμιστεί. Ουσιαστικά με την χρήση των swaps οι διαχειριστές μεταφέρουν τον πιστωτικό και τον επιτοκιακό κίνδυνο σε μέρη που είναι πρόθυμα να τον αναλάβουν. Με την χρήση swaps η μετατρέψιμη ομολογία σπάει στα στοιχεία οποία συντίθενται. Για παράδειγμα με τα CDS και τα IRS η ομολογία χωρίζεται σε ένα call option της μετοχής και σε μια ομολογία σταθερού επιτοκίου. Κάθε συμβαλλόμενο μέρος αναλαμβάνει τον κίνδυνο που επιθυμεί προωθώντας τους άλλους στα υπόλοιπα συμβαλλόμενα μέρη.

4.4.1.7 Πολύ-στρατηγική

Η προσέγγιση αυτή περιλαμβάνει όλες τις παραπάνω τεχνικές. Εφαρμόζεται από hedge funds που απασχολούν εκατοντάδες ανθρώπους και έχουν εξειδικευμένους αναλυτές που ασχολούνται με μια συγκεκριμένη στρατηγική. Ο καταμερισμός της επένδυσης ανάμεσα στις στρατηγικές γίνεται από τον διαχειριστή του fund.

Διάγραμμα 4.9: Σωρευτικές αποδόσεις της στρατηγικής



Πηγή:Credit Suisse/Tremont

4.4.2 Σταθερού εισοδήματος arbitrage

Πληθώρα στρατηγικών ουδέτερου κινδύνου λαμβάνουν χώρας στις αγορές σταθερού εισοδήματος. Όλες ονομάζονται σταθερού εισοδήματος arbitrage και έχουν ως στόχο τον εντοπισμό και την αξιοποίηση της δυσαρμονίας των τιμών ανάμεσα σε σχετιζόμενους τίτλους στην αγορά τίτλων σταθερού εισοδήματος. Τα hedge funds που εφαρμόζουν αυτή την στρατηγική λαμβάνουν long και θέσεις και τις αντισταθμίζουν με short θέσεις. Τα χαρτοφυλάκια κατασκευάζονται με τέτοιο τρόπο ώστε να μην υπάρχει καμία συσχέτιση με τις μεταβολές επιτοκίων ώστε να ελαχιστοποιήσουν την διάρκεια τους.

Στις περισσότερες περιπτώσεις οι διαχειριστές ανοίγουν arbitrage θέσεις σε τίτλους που οι τιμές τους παρουσιάζουν ιστορική συσχέτιση, και τώρα εξαιτίας εξωτερικών γεγονότων η τιμή τους έχει υποστεί διαστρέβλωση. Ο διαχειριστής επομένως προσπαθεί να εντοπίσει ανωμαλίες στην σχέση τιμών ανοιγμάτων ή δομημένων προϊόντων, έτσι ώστε με την λήψη κατάλληλων long και short θέσεων να υλοποιήσει χωρίς κίνδυνο κέρδη στοιχηματίζοντας στην εξομάλυνση των τιμών. Οι τίτλοι που χρησιμοποιούνται από τον διαχειριστή είναι κρατικά ομόλογα, εταιρικά ομόλογα, δημοτικά ομόλογα και κρατικά ομόλογα αναδυόμενων οικονομιών.

Καθώς οι τιμές των τίτλων εξαρτώνται από διάφορους παράγοντες, τα hedge funds που χρησιμοποιούν την στρατηγική κάνουν χρήση ισχυρών υπολογιστών προκειμένου να εντοπίσουν υπάρχουσες διαστρεβλώσεις στις τιμές των αγορών. Οι διαχειριστές επιτυγχάνουν κέρδη εκμεταλλευόμενη την περίπλοκη τιμολόγηση των τίτλων σταθερού εισοδήματος αλλά και της ικανότητάς τους να κατανοούν τους παράγοντες που επηρεάζουν την τιμή των τίτλων σταθερού εισοδήματος. Επίσης αν η διαστρέβλωση στην τιμή είναι πολύ μικρή τότε ο διαχειριστής σταθερού arbitrage προχωράει στην χρήση μόχλευσης ώστε να μεγιστοποίηση τα περιθώρια κέρδους του.

Τέλος είναι σημαντικό να σημειώσουμε ότι όταν κάποιος πουλάει short ένα ομόλογο αναλαμβάνει την υποχρέωση να καλύπτει τις χρηματικές ροές που προκύπτουν από το κουπόνι του ομολόγου προς τον δανειστή του. Η συναλλαγή έχει για το άτομο που πουλά short μια σημαντική αρνητική συνέπεια καθώς όσο αφήνει ανοιχτή τη θέση τόσο αυξάνονται και οι απώλειες του.

Κεφάλαιο 5^{Ο}: Hedge funds και κίνδυνοι που αντιμετωπίζουν

5.1 Πως ορίζεται ο κίνδυνος;

Ουσιαστικά δεν υπάρχει κάποιος ορισμός του κινδύνου που να καλύπτει την οπτική γωνία όλων των επενδυτών. Διαφορετικού είδους επενδυτές μπορεί να αντιλαμβάνονται και να μετρούν με διαφορετικό τρόπο τον κίνδυνο. Έτσι ένας διαχειριστής κεφαλαίων μπορεί να αντιλαμβάνεται το ρίσκο ως την απόκλιση από το σημείο αναφοράς του. Ένας ιδιωτικός επενδυτής μπορεί θεωρεί το ρίσκο κάθε κατάσταση μέσα από την οποία θα υποστεί κεφαλαιακές απώλειες. Ένα pension fund μπορεί να αντιλαμβάνεται το ρίσκο ως την πιθανότητα αδυναμίας κάλυψης των υποχρεώσεων του. Ενώ ένας στατιστικολόγος να ορίζει το ρίσκο ως την πιθανή απόκλιση από τον μέσο. Αυτές οι διαφορετικές προσεγγίσεις έχουν ως αποτέλεσμα να μην υπάρχει ένας συγκεκριμένος ορισμός για τον κίνδυνο. Επομένως τα μέτρα κινδύνου έχουν πολλαπλασιαστεί σε τέτοιο βαθμό που μπορεί να αξιολογούν τον κίνδυνο σε διαφορετικό επίπεδο ακόμα και στο ίδιο το χαρτοφυλάκιο.

Γενικά ο κίνδυνος μπορεί ορισθεί ως ο συνδυασμός της πιθανότητας να συμβούν ποικίλα δυσμενή και μη αναμενόμενα ή και αναμενόμενα αποτελέσματα με την μέτρηση αυτών των δυσμενών αποτελεσμάτων. Επομένως βλέπουμε ότι ο ορισμός αυτός αποτελείται από δυο στοιχεία: την πιθανότητα να συμβούν δυσμενή αποτελέσματα και την μέτρηση αυτών των αποτελεσμάτων. Επομένως κάθε διαχειριστής θα πρέπει να εκτιμά την πιθανότητα πρόκλησης οικονομικών απωλειών, να μετρά το μέγεθος αυτών αλλά και να λαμβάνει μέτρα για την αποφυγή τους ή την αντιστάθμισή τους.

5.2 Διάρθρωση των κινδύνων

Ένας διαχειριστής χαρτοφυλακίου αντιμετωπίζει μια σειρά κινδύνων. Τα hedge funds συγκεντρώνουν μια σειρά κινδύνων τους οποίους τόσο οι διαχωριστές όσο και οι επενδυτές θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τους.

5.2.1 Λειτουργικός κίνδυνος

Ο λειτουργικός κίνδυνος έχει σαν βάση αναφοράς την επιχείρηση του hedge fund, δηλαδή στην μη σωστή οργάνωση της εταιρίας ώστε να γίνει σωστή διαχείριση του hedge fund. Ο λειτουργικός κίνδυνος αναφέρεται στην

ανεπάρκεια διοικητικών και λειτουργικών συστημάτων της εταιρίας, σε τεχνολογικές αστοχίες στην επιλογή των συστημάτων που θα χρησιμοποιηθούν, στην μη ικανότητα εκτέλεσης του επιχειρησιακού σχεδιασμού και σε ανθρώπινα λάθη. Επομένως ο κίνδυνος αυτός δεν αναφέρεται στην απώλεια της αξίας του χαρτοφυλακίου εξαιτίας της κίνησης της αγοράς ή σε λάθος επενδυτικές στρατηγικές από την πλευρά του διαχειριστή αλλά σε αστοχίες στην οργάνωση της εταιρίας του hedge fund. Για παράδειγμα ας υποθέσουμε ότι ένα hedge fund δέχεται νέο κεφάλαιο ως επένδυση που όμως εξαιτίας ανεπάρκειας στο συστήματος καταγραφής ή ανθρώπινου λάθους αποτυγχάνει να εγγράψει το κεφάλαιο αυτό στον λογαριασμό του. Ένα άλλο παράδειγμα θα μπορούσε να είναι η αδυναμία του fund να μετρήσει την ετήσια απόδοση του ώστε να ενημερώσει τους επενδυτές και άλλους ενδιαφερόμενους.

5.2.2 Κίνδυνος αποτίμησης και τιμολόγησης

Το hedge fund πρέπει να τιμολογεί και να αποτιμά τις θέσεις που έχει λάβει. Όμως τα άτομα που έχει ανατεθεί ο παραπάνω ρόλος συχνά προχωρούν σε λάθος αποτιμήσεις χρησιμοποιώντας λάθος μοντέλα αποτίμησης. Συνήθως τα λάθη αυτά είναι επουσιώδη και μετά από σύντομο χρονικό διάστημα διορθώνονται όταν χρησιμοποιηθούν πιο ακριβή στοιχεία. Παρόλα αυτά σοβαρά λάθη αποτίμησης μπορεί να οδηγήσουν σε λάθος μέτρηση της απόδοσης θέσεων και σε λανθασμένες επιλογές από την πλευρά του διαχειριστή.

5.2.3 Κίνδυνος εξαπάτησης

Αποτελεί από τους σοβαρούς κινδύνους που μπορεί να οδηγήσει στην διάλυση του hedge fund. Οι επενδυτές εμπιστεύονται τους διαχειριστές του hedge fund ότι θα επενδύσουν τα κεφάλαια τους λειτουργώντας με εντιμότητα. Μια απάτη, έστω και αν αυτή συμβεί από έναν μεμονωμένο μέρος της εταιρίας του hedge fund, μπορεί να οδηγήσει στην κατάρρευση ολόκληρου του hedge fund αφού πλέον χάνεται η εμπιστοσύνη των επενδυτών. Άλλωστε οι περιπτώσεις κατάρρευσης hedge funds εξαιτίας της μη ακέραιης συμπεριφοράς των διαχειριστών είναι πολλές. Η παρακολούθηση και ο έλεγχος αλλά και η συχνή ενημέρωση των επενδυτών κρίνεται πολύ

σημαντική. Άλλωστε οι ρυθμιστικές αρχές παίρνουν μέτρα προς την κατεύθυνση της διαφάνειας των hedge funds.

Η περίπτωση του Manhattan fund

Διαχειριστής του ήταν ο Michael Berger. Ο Berger είχε προχωρήσει σε short πωλήσεις μετοχών υψηλής τεχνολογίας το χρονικό διάστημα 1996-2000. Όμως αυτές οι μετοχές ανατιμούνταν συνεχώς ενώ το fund υπέφερε μεγάλες απώλειες. Παρόλο αυτά ο Berger θέλησε να αποκρύψει αυτές τις απώλειες πλαστογραφώντας τις μηνιαίες εκθέσεις που αποστέλλονταν στους επενδυτές. Ο Berger αντί για απώλειες παρουσίαζε κέρδη της τάξης του 30%. Τα κέρδη αυτά προσέλκυσαν επιπλέον επενδυτές που διέθεσαν στο fund σημαντικά κεφάλαια. Ο Berger τα χρησιμοποίησε προκειμένου να καλύπτει τα margin call που ολοένα αυξάνονταν ώστε να διατηρεί ανοιχτές τις θέσεις που είχε λάβει. Ο διαχειριστής υποστήριζε ότι διαχειριζόταν assets αξίας 436 εκατ. $ όμως η αξία τους δεν ξεπερνούσε τα 28 εκατ.$. Τελικά το 2000 το fund αδυνατούσε πλέον να καλύψει τα margin call και οδηγήθηκε στην κατάρρευση. Οι επενδυτές υπέστησαν απώλειες 400 εκατ.$. Ο Berger συνελήφθη και οδηγήθηκε στη φυλακή.

5.2.4 Regulatory risk

Ο κίνδυνος αυτός αναφέρεται σε παροντικούς ή μελλοντικούς περιορισμούς που επιβάλλουν οι αρμόδιες ρυθμιστικές αρχές. Οι περιορισμοί συνδέονται με αύξηση του κόστους και μείωση των αποδόσεων των hedge funds. Οι ρυθμιστικές αρχές μπορεί να επιβάλλουν περιορισμούς που έχουν να κάνουν με την απαγόρευση εφαρμογής στρατηγικών επιλογών(χαρακτηριστική είναι η απαγόρευση του short selling κατά την διάρκεια της τελευταίας κρίσης),εγγραφή των fund στα μητρώα της SEC, διατάξεις περί διαφάνειας, περιορισμοί στον αριθμό και τα χαρακτηριστικά των επενδυτών κα. Ένα παράδειγμα για να το πώς οι αρχές μπορούν να επηρεάσουν τα hedge funds θα μπορούσε να είναι η αύξηση του margin. Τα hedge funds για να ανταποκριθούν θα πρέπει να αλλάξουν τις τακτικές τους μειώνοντας την μόχλευση τους. Φυσικά κάτι τέτοιο θα επηρεάσει τις αποδόσεις των hedge fund.

Η περίπτωση του Askin Capital

Ενδεικτική είναι η περίπτωση του Askin capital για το πώς μπορούν να επηρεάσουν οι αρμόδιες ρυθμιστικές αρχές ένα hedge fund. Η FED προχώρησε το 1994 σε αύξηση των επιτοκίων της. Ο διαχειριστής του Askin capital δεν είχε προχωρήσει σε αντιστάθμιση απέναντι σε αυτή την αύξηση των επιτοκίων. Το fund υπέστη σοβαρές απώλειες εξαιτίας των οποίων οι επενδυτές προχώρησαν σε απόσυρση των κεφαλαίων τους. Τελικά το fund αναγκάστηκε να κλείσει.

5.2.5 Κίνδυνος στρατηγικής

Ο κίνδυνος στρατηγικής αναφέρεται στον κίνδυνο που προέρχεται από την επιλογή των στρατηγικών που εφαρμόζει το hedge fund. Εδώ περιλαμβάνονται οι αγορές ή τομείς των αγορών αλλά και συγκεκριμένες επενδύσεις που γίνονται. Τα hedge funds προσπαθούν να διακρίνουν ευκαιρίες και να τις εκμεταλλευτούν. Όμως δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις που οι διαχειριστές κάνουν λάθος εκτιμήσεις καθώς αυτές οι ευκαιρίες δεν υπάρχουν ή τα περιθώρια κέρδους είναι ουσιαστικά ελάχιστα.

5.2.6 Κίνδυνος μόχλευσης

Αποτελεί από τους σημαντικότερους κινδύνους που αντιμετωπίζουν τα hedge funds. Η μόχλευση ενισχύει την απόδοση σε καλές περιόδους αλλά ταυτόχρονα ενισχύει και τις απώλειες σε άσχημες περιόδους. Μάλιστα όσο περισσότερη μόχλευση χρησιμοποιεί ο διαχειριστής τόσο μεγαλύτερη είναι ή επίδρασή της στα αποτελέσματα του hedge fund. Φυσικά αν δεν χρησιμοποιηθεί μόχλευση το χαρτοφυλάκιο δεν πρόκειται να αντιμετωπίσει τέτοιο κίνδυνο. Στον κόσμο των hedge funds το πιο κοινό μέτρο μέτρησης της μόχλευσης είναι ο λόγος: (shorts+longs)/portfolio equity

5.2.7 Κίνδυνος ρευστότητας

Ο κίνδυνος αυτός συναντάται σε δυο πλευρές μέσα στο hedge fund. Πρώτα από την πλευρά του διαχειριστή όπου υπάρχει η πιθανότητα να μην μπορεί να ρευστοποιήσει θέσεις που έχει λάβει σε τρέχουσες τιμές. Μάλιστα όσο μεγαλύτερη είναι η επένδυση τόσο δυσκολότερη είναι και η ρευστοποίηση της. Τα πράγματα γίνονται δυσκολότερα αν ο διαχειριστής έχει επενδύσει σε

στοιχεία που δεν είναι άμεσα ρευστοποιήσιμα αφού απαιτείται προσπάθεια και χρόνο για να βρεθεί αγοραστής. Παράλληλα σε περιόδους κρίσης η ρευστοποίηση θέσεων γίνεται ακόμα δυσκολότερη. Σε bear markets οι τίτλοι έχουν περιορισμένη ζήτηση ενώ άλλοι δεν έχουν καθόλου. Επίσης δεν είναι καθόλου ασυνήθιστο η ρευστότητα να εξαφανίζεται ακαριαία. Η δεύτερη πλευρά που απασχολείται με τον κίνδυνο ρευστότητας είναι αυτή του επενδυτή. Στα hedge funds υπάρχει σαφής περιορισμός που αφορά το πότε μπορεί κάποιος επενδυτής να αποσύρει κεφάλαια από το fund. Αυτός ο περιορισμός δεν είναι ίδιος για όλα τα hedge funds. Φυσικά όσο συχνότερα ο επενδυτής μπορεί να αποδεσμεύσει κεφάλαια τόσο ελκυστικότερο είναι το hedge fund γι' αυτόν. Ωστόσο και η αυξημένη ρευστότητα μπορεί να κρύβει κινδύνους για το hedge fund. Έτσι επενδυτές μπορεί να αποσύρουν κεφάλαια αναγκάζοντας τον διαχειριστή του hedge fund να προβεί σε ρευστοποιήσεις σε τιμές που δεν είναι καθόλου ευνοϊκές. Κάτι τέτοιο έχει αρνητικές συνέπειες τόσο για αυτούς που αποσύρουν κεφάλαια όσο και για αυτούς που δεν αποσύρουν αφού η συνολική απόδοση του fund πλήττεται.

Ένα ακόμα σοβαρό ζήτημα που προκύπτει είναι ότι ένας αριθμός τίτλων πρέπει να είναι έχει τέτοιο βαθμό ρευστότητας ώστε το hedge fund να μπορεί να καλύπτει τις υποχρεώσεις του απέναντι στους επενδυτές του. Έχουμε τονίσει ότι ο επενδυτής έχει την δυνατότητα άντλησης ρευστότητας μόνο ανά ορισμένα χρονικά διαστήματα όπως αυτά ορίζονται από τον διαχειριστή του hedge fund. Αυτά τα διαστήματα συνήθως ποικίλουν ανάλογα με το hedge fund. Έτσι κάποια παρέχουν αυτό το δικαίωμα μηνιαίως άλλα ανά τρίμηνο ενώ άλλα ετησίως, χωρίς να λείπουν και άλλες περιπτώσεις. Επομένως ο διαχειριστής θα πρέπει να φροντίσει ως προς την ληκτότητα ορισμένων επενδύσεων του αλλά και ως προς τον βαθμό ρευστότητας τους ώστε να μπορεί το hedge fund να ανταποκριθεί στις απαιτήσεις των επενδυτών την αντίστοιχη χρονική περίοδο. Συμπερασματικά τα hedge funds θα πρέπει να φροντίζουν για την χρονική διάθρωση του διαστήματος ρευστότητας στους επενδυτές με μέρος του χαρτοφυλακίου τους ώστε να φανούν συνεπείς στις δεσμεύσεις που έχουν αναλάβει απέναντι στους επενδυτές τους. Ας δούμε δυο θεωρητικές περιπτώσεις:

Παράδειγμα 1^{ο}:

Διαχειριστής δημιουργεί ένα hedge fund το οποίο επενδύει σε δυο μόνο επενδύσεις. Η πρώτη αφορά ένα ιδιωτικό μη εγγυημένο δάνειο το οποίο δεν είναι ανακλήσιμο(callable) τον πρώτο χρόνο, ενώ ο δανειστής έχει το δικαίωμα να διανείμει μετρητά ή να πληρώσει ‘’σε είδος’’(in-kind payment). Η δεύτερη επένδυση είναι μια μη εισηγμένη ιδιωτική μετατρέψιμη ομολογία η οποία μπορεί να μετατραπεί σε μετοχές με 15% discount της τρέχουσας τιμής της αγοράς. Παράλληλα υπάρχει lock-up period έξι μηνών. Ο διαχειριστής θέλοντας να συγκεντρώσει κεφάλαια ώστε να εκμεταλλευτεί τις παραπάνω ευκαιρίες, δημιουργεί ένα hedge fund το οποίο προσφέρει ρευστότητα μηνιαίως. Ουσιαστικά όμως, αυτή η παροχή ρευστότητας είναι απίθανο να εκτελεστεί τουλάχιστον τους πρώτους μήνες εξαιτίας τις φύσης των επενδύσεων στις οποίες προχώρησε ο διαχειριστής.

Παράδειγμα 2^{ο}:

Ας υποθέσουμε έναν διαχειριστή ο οποίος διαχειρίζεται 1δις. $ σε μετοχές υψηλής κεφαλαιοποίησης. Κάποιος άλλος διαχειριστής διαχειρίζεται 300εκατ. $ σε μετοχές χαμηλής κεφαλαιοποίησης. Ας υποθέσουμε ότι θέλουν να ρευστοποιήσουν το 75% του χαρτοφυλακίου τους χωρίς αυτό να έχει επίπτωση στις τιμές αγοράς. Το ερώτημα είναι πόσο σύντομα θα πετύχουν να ρευστοποιήσουν τις θέσεις τους κάτω από τον περιορισμό της μη επίπτωσης των τιμών αγοράς. Για να τηρηθεί ο περιορισμός οι διαχειριστές δεν πρέπει να διαπραγματεύονται πάνω από το 20% του ημερήσιου όγκου συναλλαγών που παρατηρείται τους τελευταίους έξι μήνες κάθε αξιογράφου. Είναι πιθανό ο διαχειριστής των μετοχών υψηλής κεφαλαιοποίησης να καταφέρει να προχωρήσει στην ρευστοποίηση σε συντομότερο χρόνο, παρότι η αξία των μετοχών που πρέπει να ρευστοποιήσει είναι μεγαλύτερη. Αυτό οφείλεται στην φύση της επένδυσης αφού οι μετοχές υψηλής κεφαλαιοποίησης παρουσιάζουν μεγαλύτερο όγκο συναλλαγών. Τα πράγματα θα ήταν ακόμα πιο περίπλοκα αν δεύτερος διαχειριστής έπρεπε να ρευστοποιήσει μη εισηγμένα στο χρηματιστήριο assets.

5.2.8 Πιστωτικός κίνδυνος

Ο πιστωτικός κίνδυνος εμπεριέχεται στις εταιρίες στις οποίες έχει επενδύσει το hedge fund. Οι επιχειρήσεις αυτές μπορεί να κηρύξουν πτώχευση ή να σταματήσουν να πληρώνουν τα κουπόνια των ομολόγων τους. Πολλά hedge funds επενδύουν σε τίτλους σταθερού εισοδήματος επομένως πάντα υπάρχει ο κίνδυνος της αθέτησης. Στις αγορές πάντα υπάρχουν τίτλοι χαμηλής ποιότητας που παρέχουν ισχνές εξασφάλισης ενώ και ο εκδότης τους χαρακτηρίζεται από την χαμηλή πιστοληπτική διαβάθμιση. Οι τίτλοι αυτοί για να προσελκύσουν επενδυτές προσφέρουν υψηλά επιτόκια ενώ οι οίκοι πιστοληπτικής διαβάθμισης τους ταξινομούν πολύ χαμηλά στην πιστοληπτική τους κλίμακα. Φυσικά εκτός από τα εξωτερικά συστήματα αξιολόγησης οι διαχειριστές αξιολογούν και οι ίδιοι τις επιχειρήσεις στις οποίες επενδύουν. Είναι χαρακτηριστικό ότι πριν την σημερινή χρηματοπιστωτική κρίση πολλοί τίτλοι χαμηλής ποιότητας(junk bonds) αξιολογούνταν πολύ υψηλά από τους διεθνείς οίκους ενώ σε πολλές περιπτώσεις το επιτόκιο τους ήταν λίγο υψηλότερο από το αντίστοιχο ομολόγων χωρίς κίνδυνο.

Εδώ εμπεριέχεται και ο κίνδυνος του αντισυμβαλλόμενου μέρους. Τα hedge funds έχουν επεκτείνει τις δραστηριότητες τους σε ολόκληρο τον κόσμο. Ο διαχειριστής θα πρέπει να εξετάζει με προσοχή την αξιοπιστία όλων των μέρων τα οποία επηρεάζουν την απόδοση του hedge fund. Συνήθως οι διαχειριστές είναι πολύ προσεκτικοί και επιλέγουν μακροχρόνιες συνεργασίες. Ειδικότερα σε αναπτυσσόμενες αγορές υπάρχουν πολλές ευκαιρίες αλλά ταυτόχρονα ο διαχειριστής εξετάζει τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά τους σε νομικό, λογιστικό αλλά και ηθικό επίπεδο. Πολλές αγορές παρουσιάζονται ελκυστικές αλλά ουσιαστικά απαιτείται εσωτερική πληροφόρηση προκειμένου κάποιος να αποκομίσει κέρδη. Τον κίνδυνο του αντισυμβαλλόμενου μέρους αντιμετωπίζουν ιδιαίτερα τα hedge funds που χρησιμοποιούν παράγωγα προϊόντα όπως τα swaps. Το αντισυμβαλλόμενο μέρος μπορεί να μην εκπληρώσει την υποχρέωσή του παραβιάζοντας την συμφωνία ζημιώνοντας το hedge fund.

Παράδειγμα:

Ας υποθέσουμε δυο hedge funds προχωρούν σε ένα plain-vanilla swap. Το πρώτο fund πληρώνει το σταθερό επιτόκιο ενώ το δεύτερο fund πληρώνει ένα

κυμαινόμενο επιτόκιο(π.χ. το LIBOR) επί ενός σταθερού ποσού. Φυσικά τα δυο funds προχωρούν στην ανταλλαγή των καθαρών χρηματοροών. Ας υποθέσουμε ότι το πρώτο fund αρνείται να πληρώσει το fund μεταβαλλόμενου επιτοκίου παραβιάζοντας την συμφωνία. Αυτό μπορεί να συμβεί είτε γιατί το πρώτοfund είναι απρόθυμο να τηρήσει την συμφωνία είτε χειρότερα γιατί δεν έχει την δυνατότητα να τηρήσει τις υποχρεώσεις του. Φυσικά το δεύτερο fund έχει την δυνατότητα να κυνηγήσει νομικά την υπόθεση αλλά κάτι τέτοιο απαιτεί χρόνο ενώ εμπεριέχει και σημαντικό κόστος.

5.2.9 Model risk

Τα hedge funds αλλά και άλλα επενδυτικά σχήματα χρησιμοποιούν μοντέλα για να μετρούν το ρίσκο που αναλαμβάνουν ώστε να μπορούν να το μειώσουν ή να το αντισταθμίσουν. Το πιο κοινό μέτρο μέτρησης του ρίσκου είναι το VaR(Value at Risk). Το μοντέλο του VaR χρησιμοποιείται ευρέως από τον risk management ώστε να μετρηθεί ο κίνδυνος στον οποίο εκτίθεται το χαρτοφυλάκιο του hedge fund. Παρόλα αυτά κάθε μοντέλο εξαρτάται από τις εισροές του. Λανθασμένα στοιχεία τα οποία τροφοδοτούν το μοντέλο θα δώσουν λανθασμένα αποτελέσματα όσο αφορά το ρίσκο που έχει αναλάβει το fund. Έτσι σε περίπτωση που τα αποτελέσματα δείξουν κίνδυνο μικρότερο από τον πραγματικό, ο διαχειριστής ίσως να θελήσει να εκμεταλλευτεί αυτό το περιθώριο εφαρμόζοντας επενδυτικές τακτικές υψηλού ρίσκου από ότι θα έπρεπε. Επίσης πολλά μοντέλα αποτίμησης τίτλων μπορούν να καταρρεύσουν με παρόμοιο τρόπο. Είναι χαρακτηριστικό ότι η κατάρρευση του το Long Term Capital Management(από τις μεγαλύτερες αποτυχίες hedge funds) μπορεί να αποδοθεί και σε αποτυχία του μοντέλου εξαιτίας λανθασμένων εισροών.

5.2.10 Κίνδυνος αγοράς

Ο κίνδυνος αυτός αναφέρεται σε πιθανές απώλειες του hedge fund οι οποίες οφείλονται σε μεταβολές των συνθηκών της αγοράς. Οι συνθήκες αγοράς στις οποίες συνήθως αναφερόμαστε είναι οι χρηματιστηριακοί δείκτες, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες, τα επιτόκια, οι τιμές των προϊόντων(commodities). Δηλαδή, τυχόν μεταβολές των παραπάνω δεικτών μπορούν να προκαλέσουν σοβαρές απώλειες της αξίας του χαρτοφυλακίου

του hedge fund. Όπως έχουμε ήδη τονίσει πρωτεύον στόχος των hedge funds είναι η αντιστάθμιση αυτού ακριβώς του κινδύνου ώστε η απόδοση του fund να εξαρτάται από τις ικανότητες του διαχειριστή και όχι από την κίνηση της αγοράς. Κύριο επιχείρημα των hedge funds είναι ότι προσφέρουν απόλυτες αποδόσεις ανεξάρτητες από τις αποδόσεις των αγορών. Παράλληλα όμως θα πρέπει και οι αποδόσεις του hedge fund θα πρέπει να είναι ασυσχέτιστες αφού ένας ακόμα στόχος είναι η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου. Φυσικά η αντιστάθμιση δεν μπορεί να καλύψει όλο το εύρος του χαρτοφυλακίου ενώ μεγάλο ρόλο παίζει και το είδος της στρατηγικής που εφαρμόζει ο διαχειριστής. Για παράδειγμα τα μακροκεντρικά hedge funds είναι αρκετά ευάλωτα στις μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών αφού επενδύουν σε παγκόσμιο επίπεδο. Επομένως τίθεται εν αμφίβολο η απόλυτη ανεξαρτησία του κλάδου από την κίνηση των χρηματαγορών και κεφαλαιαγορών. Ας δούμε ένα γεγονός που είναι χαρακτηριστικό. Τον Αύγουστο του 1998 η ρωσική κυβέρνηση αθέτησε τις υποχρεώσεις της μην καλύπτοντας τα ομόλογα της. Η εμπιστοσύνη στις αγορές ομολόγων κλονίστηκε με αποτέλεσμα μια μεγάλη διεύρυνση του spread ,σε όλα τα είδη χρεών, ενώ υπήρξε και μια μεγάλη πτώση ρευστότητας σε αυτές τις αγορές. Σύμφωνα με τα επιχειρήματα των hedge funds θα έπρεπε να είχαν προχωρήσει σε αντιστάθμιση(hedging) και αυτή η χρηματοπιστωτική αναταραχή θα είχε μικρό αντίκτυπο στις αποδόσεις τους. Όμως τον Σεπτέμβριο του ίδιου χρόνου ένα από τα πιο γνωστά και πιο μεγάλα hedge funds σχεδόν κατέρρευσε.

5.3 Μέτρα μέτρησης του κινδύνου του χαρτοφυλακίου των hedge funds

5.3.1 Variance and volatility

Ένα καλό μέτρο κινδύνου θα μπορούσε να είναι η διασπορά των αποδόσεων γύρω από το μέση απόδοση $\bar{R}$. Όσο μεγαλύτερη είναι η διασπορά τόσο μεγαλύτερος είναι και ο κίνδυνος. Παρόλο που αυτό το μέτρο ακούγεται ιδιαίτερα ελκυστικό δεν είναι δυνατόν να εφαρμοστεί. Εάν έχουμε Κ παρατηρήσεις από αποδόσεις και θέλουμε να μετρήσουμε την διασπορά γύρω από το μέσο τότε αυτή θα μπορούσε να μετρηθεί ως το πηλίκο του αθροίσματος της διαφοράς από το μέσο κάθε παρατήρησης προς το σύνολο των παρατηρήσεων, δηλαδή:

Μέση απόκλιση= $\mathrm{E}(\mathrm{R}\text{-}\bar{\mathrm{R}})=\frac{1}{K}\sum_{i=1}^{K}(R_i-\bar{R})$

Όπου K: Ο αριθμός των παρατηρήσεων

$\bar{\mathrm{R}}$: Η μέση απόδοση

Το αποτέλεσμα του παραπάνω τύπου θα είναι πάντα μηδέν. Αυτό συμβαίνει καθώς ο μέσος είναι στη μέση όλων των παρατηρήσεων, έτσι οι αρνητικές αποκλίσεις θα αντισταθμίζονται από τις θετικές. Για να λύσουμε το παραπάνω δεν έχουμε παρά να υψώσουμε την διαφορά στο τετράγωνο. Η διακύμανση(σ^2) είναι το τετράγωνο της διαφοράς της κάθε παρατήρησης από το μέσο προς τις συνολικές παρατηρήσεις μείον μια παρατήρηση:

$\sigma^2=\mathrm{E}(R_i-\bar{\mathrm{R}})=\frac{1}{K-1}\sum_{i=1}^{K}(R_i-\bar{\mathrm{R}})^2$

ενώ η τυπική απόκλιση(σ), η οποία αναφέρεται και ως volatility,είναι η ρίζα της διακύμανσης:

$\sigma=\sqrt{\frac{1}{K-1}\sum_{i=1}^{K}(R_i-\bar{\mathrm{R}})^2}$

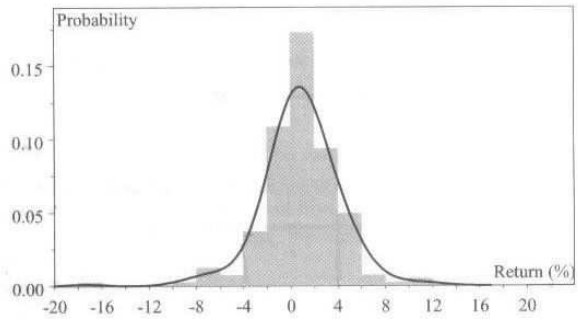
Η διακύμανση συνήθως θέλουμε να είναι σε ετησιοποιημένη βάση. Έτσι αν αναφέρεται σε άλλο χρονικό ορίζοντα πρέπει να την μετατρέψουμε κατάλληλα. Εστί αν έχουμε την τυπική απόκλιση σε μηνιαίο επίπεδο δεν έχουμε παρά να την πολλαπλασιάσουμε με την ρίζα του 12($\sigma_{\mu\eta\nu\iota\alpha\acute{\iota}ο}*\sqrt{12}$). Φυσικά για τον υπολογισμό της τυπικής απόκλισης χρησιμοποιούμε δείγματα από το σύνολο των δεδομένων. Η επιλογή της περιόδου που θα χρησιμοποιήσουμε μπορεί να παίξει σημαντικό ρόλο καθώς διαφορετικές περίοδοι θα δώσουν και διαφορετικές εκτιμήσεις. Η δυσκολία έγκειται στην επιλογή της περιόδου και στον αριθμό των παρατηρήσεων(K) που θα χρησιμοποιήσουμε. Έτσι αν το volatility είναι στάσιμη σειρά τότε όσο μεγαλύτερο είναι το K τόσο αυξάνεται και η ακρίβεια των υπολογισμών. Εάν όμως δεν παρουσιάζει στασιμότητα τότε πρέπει να γίνει μια προσεχτική επιλογή καθώς μεγάλα K δεν αντανακλούν μεγάλες δομικές αλλαγές ενώ μικρά K που τις αντανακλούν χαρακτηρίζονται από μεγάλο θόρυβο.

5.3.2 Normal distribution and z-scores

Η κατανομή των παρατηρήσεων που μελετά ο risk manager είναι εξαιρετικά σημαντική καθώς από εκεί μπορεί να αντληθούν πληροφορίες για το μέσο και

την τυπική απόκλιση(volatility) των αποδόσεων ιδιαίτερα αν η κατανομή είναι κανονική. Σε πολλές περιπτώσεις η κανονική κατανομή χρησιμοποιείται ως προσέγγιση των κατανομών που παρατηρούνται στην πραγματικότητα, αυτό οφείλεται στα χαρακτηριστικά αυτής της κατανομής.

Διάγραμμα 5.1: Ιστόγραμμα αποδόσεων και η προσέγγιση της κανονικής κατανομής



Κάθε κανονική κατανομή χαρακτηρίζεται μόνο από δυο παραμέτρους: τον μέσο και την τυπική απόκλιση. Επίσης η κατανομή είναι συμμετρική, δηλαδή αν τραβήξουμε μια κάθετη γραμμή στον μέσο της κατανομής, η μια πλευρά της κατανομής είναι καθρέφτης της άλλης. Τέλος το βάσει του Κεντρικού Οριακού Θεωρήματος αν ο αριθμός των παρατηρήσεων είναι μεγάλος τότε το άθροισμα των τυχαίων μεταβλητών κατανέμεται κανονικά. Έτσι ακόμα κι αν η κατανομή δεν είναι κανονική ίσως η κανονική κατανομή αποτελεί μια καλή προσέγγιση. Η χρησιμότητα αυτή πηγάζει από το γεγονός ότι η περιοχή κάτω από την καμπύλη πυκνότητας πιθανότητας της κανονικής κατανομής είναι πλήρως καθορισμένη. Το 68,28% των παρατηρήσεων βρίσκεται γύρω από το μέσο σε απόσταση όχι μεγαλύτερη της μιας τυπικής απόκλισης. Το 95,44 % βρίσκεται σε απόσταση δυο τυπικών αποκλίσεων από το μέσο και το 99,73 % σε απόσταση τριών αποκλίσεων από το μέσο (σχήμα 2). Αυτά τα ποσοστά μπορούν εύκολα να βρεθούν από ένα πίνακα των κριτικών τιμών της τυποποιημένης κανονικής κατανομής. Ταυτόχρονα είναι εύκολο να υπολογίσουμε την πιθανότητα οποιασδήποτε απόδοσης.

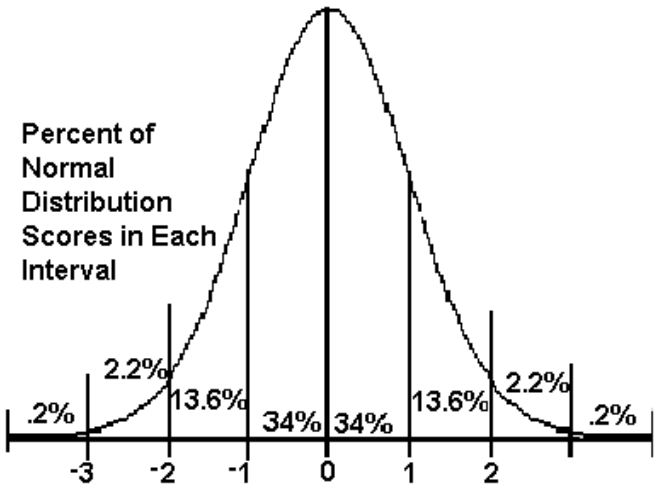
Παράδειγμα:

Ο διαχειριστής στοχεύει σε αποδόσεις πάνω από 6%. Η κατανομή των αποδόσεων έχει μέσο 9% και volatility 12%. Με έναν γρήγορο υπολογισμό παρατηρούμε ότι το 6% βρίσκεται 0,25 τυπικές αποκλίσεις μακριά από τον μέσο, καθώς (6%-9%)/12%=-0,25. Αυτή ακριβώς η αξία ονομάζεται z-score.

Ταυτόχρονα αν συμβουλευτούμε ένα πίνακα της τυπικής κανονικής κατανομής τότε βρίσκουμε ότι με 59,87 % πιθανότητα η απόδοση θα είναι κάτω από 6%.

Το z-score δείχνει ακριβώς πόσες τυπικές αποκλίσεις μια απόδοση βρίσκεται αριστερά ή δεξιά από τον μέσο της κατανομής.

Διάγραμμα 5.2



Η ιδιότητες της κανονικής κατανομής την κάνουν ιδιαίτερα ελκυστική. Παρόλο αυτά εμπειρικές παρατηρήσεις δείχνουν ότι οι αποδόσεις παρουσιάζουν κινήσεις που δεν συλλαμβάνονται από την κανονική κατανομή. Χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα κρίσεων όπου οι αρνητικές αποδόσεις φτάνουν ή και ξεπερνούν τις 20 τυπικές αποκλίσεις από τον μέσο.

Στις περισσότερες περιπτώσεις παρατηρούμε ασυμμετρίες, έντονη συγκέντρωση παρατηρήσεων γύρω από τον μέσο. Επομένως οι κατανομές εκτός από την κεντρικές ροπές πρώτης και δεύτερης τάξης χαρακτηρίζονται και από την ασυμμετρία και την κυρτότητα.

Η ασυμμετρία, είναι η Τρίτη κεντρική ροπή, χρησιμοποιείται ώστε να διαπιστωθεί η συμμετρία γύρω από τον μέσο. Η ασυμμετρία της κανονικής κατανομής είναι μηδέν. Κατανομές με θετική ασυμμετρία δείχνουν ότι ακραίες θετικές αποδόσεις είναι πιθανές σε αντίθεση με τις χαμηλότερες απώλειες που παρατηρούνται. Φυσικά αυτή η περίπτωση είναι και η πλέον επιθυμητή. Αντίστοιχα κατανομές με αρνητική ασυμμετρία υποδηλώνουν ότι οι ακραίες αρνητικές αποδόσεις είναι πιθανές. Η ασυμμετρία υπολογίζεται:

Ασυμμετρία=$\frac{K}{(K-1)(K-2)}\sum_{i=1}^{K}[(R_i-\bar{\mathrm{R}})/\sigma]^3$

όπου K ο αριθμός των παρατηρήσεων.

Διάγραμμα 5.3

Θετικά ασύμμετρη κατανομή αρνητικά ασύμμετρη κατανομή

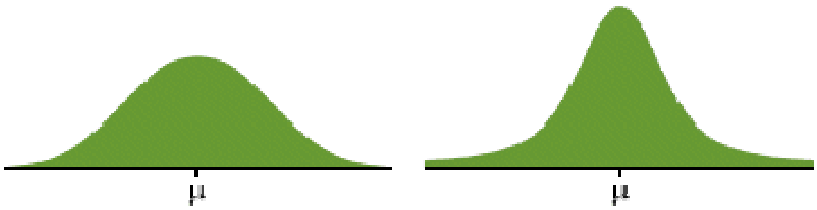


Η κύρτωση, η οποία είναι η τέταρτη ροπή, μετρά κατά πόσο οι παρατηρήσεις είναι συγκεντρωμένες ή όχι γύρω από τον μέσο. Έτσι οι πλατύκυρτες κατανομές, ή οι κατανομές με αρνητική κύρτωση, παρουσιάζουν χαμηλές συγκεντρώσεις γύρω από τον μέσο. Αντίθετα λεπτόκυρτες κατανομές, ή κατανομές με θετική κύρτωση, έχουν υψηλή συγκέντρωση παρατηρήσεων γύρω από τον μέσο. Η κανονική κατανομή έχει κύρτωση ίση με το μηδέν κα λέγεται μεσόκυρτη. Η κύρτωση μπορεί να υπολογιστεί:

Κύρτωση=$\frac{K(K+1)}{(K-1)(K-2)(K-3)}\sum_{i=1}^{K}[(R_i-\bar{\mathrm{R}})/\sigma]^4-\frac{3(K-1)^2}{(K-2)(K-3)}$

Διάγραμμα 5.4

Πλατύκυρτη κατανομή Λεπτόκυρτη κατανομή



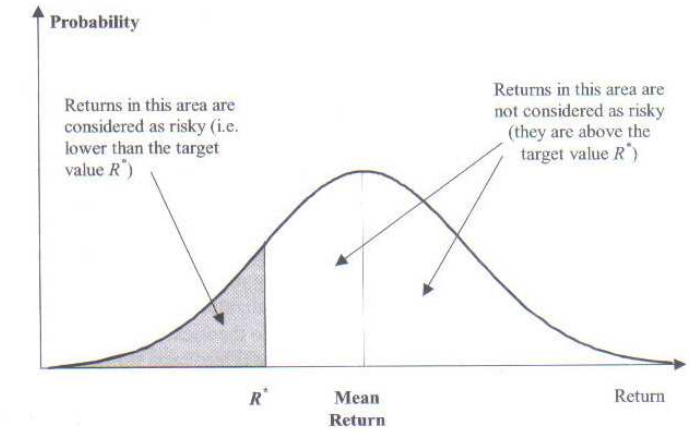
Έχοντας την ασυμμετρία και την κύρτωση μπορούν να εκτελεστούν μια σειρά στατιστικών ελέγχων προκειμένου να ελέγξουμε την κανονικότητα της κατανομής.

Η τυπική απόκλιση ως μέτρο μέτρησης του κινδύνου εστιάζει στην απόκλιση των αποδόσεων γύρω από την μέση απόδοση (φυσικά όλα τα παραπάνω στοιχεία είναι ιστορικά) ενώ απαραίτητη είναι και η υπόθεση της κανονικότητας της κατανομής. Παρόλο αυτά στην πράξη η περισσότερες κατανομές δεν είναι κανονικές. Επομένως από μόνη της η τυπική απόκλιση δεν είναι ικανή να χρησιμοποιηθεί ως μέτρο κινδύνου παραβλέποντας την κύρτωση και την ασυμμετρία. Επίσης η τυπική απόκλιση αντιμετωπίζει με τον ίδιο τρόπο τις ακραίες αρνητικές αποδόσεις με τις ακραίες θετικές. Οι τελευταίες όμως, δεν αποτελούν πηγή κινδύνου για το χαρτοφυλάκιο σε αντίθεση με τις πρώτες, επομένως δεν πρέπει να προσμετρούνται στον κίνδυνο.

5.3.3 Downside risk measures

Εξαιτίας των παραπάνω μειονεκτημάτων της τυπικής απόκλισης (volatility) δημιουργήθηκαν και άλλα μέτρα μέτρησης του κινδύνου. Τα μέτρα κινδύνου που χαρακτηρίζονται ως downside επικεντρώνονται στις αρνητικές αποδόσεις. Η διαδικασία ξεκινά με τον διαχειριστή του κινδύνου να θέτει ένα συγκεκριμένο ποσό απόδοσης R*. Κάτω από το R* πρέπει να θεωρείται ότι υπάρχει ο κίνδυνος καθώς εκεί καταγράφονται πολύ αρνητικές αποδόσεις ενώ η περιοχή από το R* και πάνω πρέπει να θεωρείται ότι αντιπροσωπεύει τις θετικές περιπτώσεις αφού η απόδοση ενδέχεται να φτάσει σε πολύ υψηλά επίπεδα. Τα παραπάνω μπορούν να κατανοηθούν καλύτερα με ένα σχήμα:

Διάγραμμα 5.5



Παρατηρούμε από το σχήμα ότι στην περιοχή από το R* και κάτω βρίσκονται αποδόσεις κάτω του μέσου, τις οποίες ο διαχειριστής του κινδύνου θεωρεί ακραίες. Αντίθετα αποδόσεις πάνω από το R* δεν θεωρούνται ότι εμπεριέχουν τόσο μεγάλο κίνδυνο αντίθετα μάλιστα υπάρχουν αποδόσεις οι οποίες κινούνται πολύ δεξιότερα του μέσου.

Semi-variance και semi-deviation

Ας υποθέσουμε ότι έχουμε τυχαίες μεταβλητές αποδόσεων ($R_1,R_2,\ldots,R_K$). Στην συνέχεια θέτουμε απόδοση R* και υπολογίζουμε το downside risk ως εξής:

Downside risk=$\frac{1}{K}\sqrt{\sum_{i=1}^{K} d_i^2}$

όπου $d_i=R^* - R_i$ εάν $R_i < R^*$ αλλιώς $d_i=0$

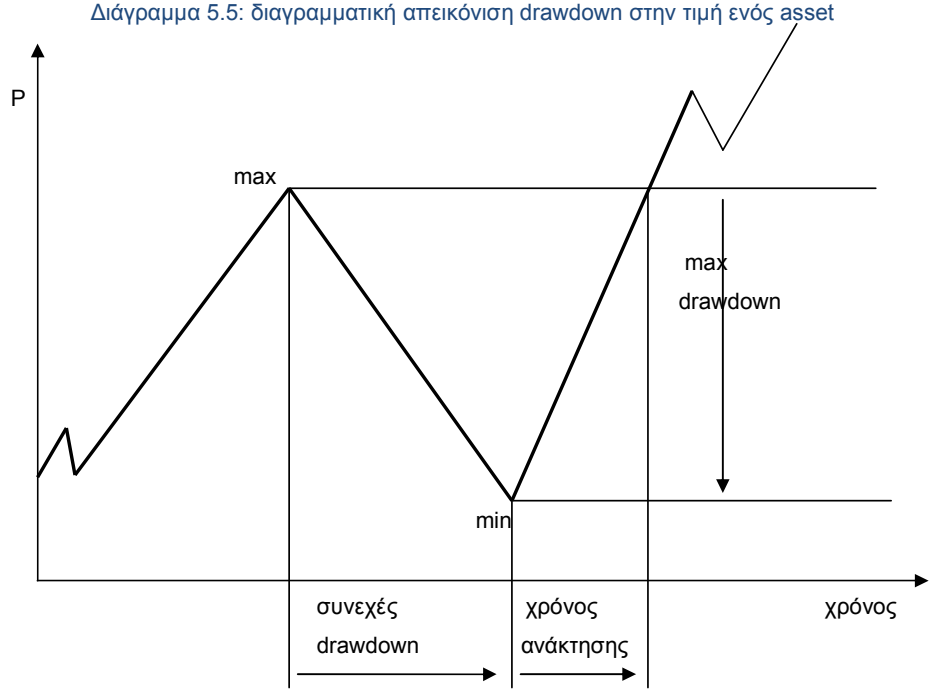
Παρατηρούμε ότι ο καθορισμός του R* μπορεί να είναι εξαιρετικά κρίσιμος αφού από τη επιλογή του μπορεί να εξαρτηθεί το μέγεθος του downside risk. Συνήθως οι διαχειριστές επιλέγουν ως R* τον ιστορικό μέσο των αποδόσεων, το μηδέν, το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου ή κάποιον άλλη απόδοση την οποία χρησιμοποιούν ως σημείο αναφοράς.

5.3.4 Drawdown statistics

Ένα άλλο μέτρο μέτρησης του κινδύνου όπως αυτός προκύπτει από ιστορικές τιμές είναι και αυτό του drawdown. Ένα drawdown εμφανίζεται όταν η τιμή ενός περιουσιακού στοιχείου μειώνεται από το ιστορικό υψηλό σημείο.

Ουσιαστικά ένα drawdown δείχνει την συνολική πτώση της τιμής ενός asset από την κορυφή της τιμής του, η οποία παρουσιάστηκε σε μια καλή περίοδο, ενώ η μέτρηση γίνεται ως ποσοστό της απώλειας από την υψηλότερη τιμή. Οι επενδυτές μπορεί να μελετούν διάφορα στατιστικά στοιχεία που σχετίζονται με το drawdown. Έτσι το μέγιστο drawdown είναι η μεγαλύτερη απώλεια που έχει υποστεί ένα asset στον χρόνο της ζωής του. Το συνεχές drawdown εκφράζει το μέγεθος και την σοβαρότητα μιας πτώσης άλλα και τον χρόνο που χρειάστηκε έως ότου φτάσει στην χαμηλότερη τιμή του. Ο χρόνος ανάκτησης είναι ο χρόνος που απαιτήθηκε προκειμένου η τιμή του asset να επιστρέψει στα προηγούμενα επίπεδα. Από αυτά τα στοιχεία οι επενδυτές φιλοδοξούν να αλιεύσουν πληροφορίες, τις ποίες θα αξιοποιήσουν στο μέλλον, σχετικά με τα χαρακτηριστικά των πτώσεων των τιμών των assets. Τα παραπάνω αποτυπώνονται στο παρακάτω σχήμα:

Διάγραμμα 5.5: διαγραμματική απεικόνιση drawdown στην τιμή ενός asset



Τελευταία πολλοί διαχειριστές των hedge funds εθελοντικά αποκαλύπτουν στοιχεία σχετικά με τα drawdown των funds τους, ώστε να ενισχύσουν την αξιοπιστία τους προσελκύοντας επενδυτές.

5.3.5 VaR (Value at risk)

Είδαμε πολλά μέτρα κινδύνου όπως volatility, drawdown, semi-deviation. Αυτά τα μέτρα δεν μπορούμε να μετρήσουμε το συνολικό ρίσκο που αναλαμβάνει το χαρτοφυλάκιο. Γι αυτό τον λόγο χρησιμοποιούμε το VaR. Το VaR μετρά το συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου καθώς η αγορά κινείται σε φυσιολογικά επίπεδα. Επομένως το VaR δεν μετρά τον μη συστημικό ρίσκο όπως political risk, model risk, event risk κτλ. Το VaR αποτελεί ένα στατιστικό μέτρο κινδύνου που υπολογίζει τις μέγιστες απώλειες ενός χαρτοφυλακίου μέσα σε ορισμένο χρονικό διάστημα και βάση ενός επιπέδου εμπιστοσύνης. Ουσιαστικά ο διαχειριστής μέσω του VaR μπορεί να δηλώσει «είμαστε α% σίγουροι ότι η αξία του χαρτοφυλακίου δεν θα πέσει περισσότερο από $VaR_{N,a}$ € μέσα στις επόμενες N μέρες.» Το μέγεθος του VaR μετράται με χρήματα αφού το υποδηλώνει χρηματικές απώλειες και είναι συνάρτηση δυο παραμέτρων: του χρόνου N, και του επίπεδου εμπιστοσύνης α. Οι διαχειριστές χρησιμοποιώντας το VaR μπορούν να μετρήσουν και να συγκρίνουν τον κίνδυνο διαφορετικών θέσεων, άρα να επιλέξουν ανάμεσα σε εναλλακτικά επενδυτικά σχέδια. Ο ορισμός του VaR:

Ας υποθέσουμε ότι S η τιμή ενός asset και ΔS είναι η αξία της ημερήσιας μεταβολής της τιμής του. Το ημερήσιο Value-at-Risk του στοιχείου ,για ένα δεδομένο επίπεδο εμπιστοσύνης α%, είναι ένας αριθμός VaR_{α} για τον οποίο ισχύει:

$P (\Delta S \geq - VaR_a)= a$

Ουσιαστικά το επιτυγχάνει να συγκεντρώσει όλους του επιμέρους κινδύνους ενός χαρτοφυλακίου υπολογίζοντας τον συνολικό κίνδυνο. Ταυτόχρονα οι διαχειριστές υπολογίζουν και τις κεφαλαιακές απαιτήσεις έναντι του κινδύνου που έχει αναλάβει το χαρτοφυλάκιο. Επίσης το VaR λαμβάνει υπόψη του τις συσχετίσεις ανάμεσα στα στοιχεία του χαρτοφυλακίου επιτρέποντας την παρατήρηση της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου καθώς και την διαπίστωση της αποτελεσματικότητας αυτής. Για την εκτίμηση του VaR απαιτείται ένα χρονικό διάστημα αλλά και ένα επίπεδο εμπιστοσύνης. Συνήθως επιλέγεται διάστημα εμπιστοσύνης από 90% μέχρι 99%. Η επιλογή κατάλληλου διαστήματος είναι πολύ σημαντική καθώς η επιλογή ακραίων τιμών συνεπάγεται και ακραία ενδεχόμενα με το εκτιμώμενο VaR να είναι μη ρεαλιστικό. Για παράδειγμα η επιλογή διαστήματος

εμπιστοσύνης 95% σημαίνει ότι οι απώλειες του χαρτοφυλακίου θα ξεπεράσουν το VaR μόνο 12 φορές στις 240 μέρες διαπραγμάτευσης. Αντίθετα η επιλογή ενός ακραίου διαστήματος π.χ. 99,9% θα σημαίνει ότι οι απώλειες του χαρτοφυλακίου θα ξεπεράσουν το VaR μόνο μια μέρα στις 1000 μέρες διαπραγμάτευσης. Το VaR μπορεί να υπολογιστεί με τρεις διαφορετικούς τρόπους:

- Μέθοδος της διακύμανσης– συνδιακύμανσης
- Μέθοδος της ιστορικής προσομοίωσης
- Μέθοδος προσομοίωσης Monte Carlo

5.3.5.1 Μέθοδος της διακύμανσης– συνδιακύμανσης

Σύμφωνα με το υπόδειγμα ο κίνδυνος ενός περιουσιακού στοιχείου βασίζεται στην κατανομή πιθανότητας των αποδόσεων του. Γίνεται η υπόθεση ότι η κατανομή των αποδόσεων είναι κανονική. Η τυπική απόκλιση είναι το μέτρο κινδύνου που χρησιμοποιείται ευρύτερα στην κανονική κατανομή. Έτσι για παράδειγμα σε επίπεδο εμπιστοσύνης 95% η απόδοση θα είναι μεταξύ: $\mu-1,65\sigma\leq\mu\leq\mu+1,65\sigma$ όπου μ είναι η μέση απόδοση και σ η τυπική απόκλιση του στοιχείου. Ο διαχειριστής φυσικά ενδιαφέρεται για τις ακραίες αρνητικές αποδόσεις, αφού αυτές δημιουργούν απώλειες στο χαρτοφυλάκιο. Έτσι αν η αξία του χαρτοφυλακίου είναι P_o τότε οι ημερήσιες μέγιστες απώλειες για διάστημα εμπιστοσύνης 95% είναι: $VaR=P_o(z_a\sigma_\rho-\mu_\rho)$ όπου z_a είναι η τιμή για την οποία η πιθανότητα, της κανονικής κατανομής, να είναι μικρότερη από z_a είναι α(για παράδειγμα, για α=0,95, $z_{0,95}$=1,65) . Όμως το VaR υπολογίζεται για μικρό χρονικό ορίζοντα συνήθως ημερήσιο ή εβδομαδιαίο επομένως μπορούμε να θεωρήσουμε το $\mu_\rho\approx0$, άρα το $VaR=P_0z_a\sigma_\rho$. Ας υπολογίσουμε το VaR ενός χαρτοφυλακίου που αποτελείται από δυο μετοχές. Την μετοχή Χ με μέση απόδοση $E(X)=\mu_X$ και την μετοχή Υ με μέση απόδοση $E(Y)=\mu_Y$. Οι διακυμάνσεις τους είναι $Var(X)=\sigma^2_X$ και $Var(Y)=\sigma^2_Y$ ενώ υπάρχει συσχέτιση μεταξύ των αποδόσεων και η συνδιακύμανση τους είναι $Cov(X,Y)=\sigma_{\chi y}$. Η απόδοση του χαρτοφυλακίου(P) είναι:

$P=wX+(1-w)Y$

Όπου w είναι το βάρος του χαρτοφυλακίου για την μετοχή Χ. Η μέση απόδοση του χαρτοφυλακίου(P) είναι:

$E(P)=E[wX+(1-w)Y]=E(wX)+E[(1-w)Y]=w\mu_\chi+(1-w)\mu_y$

Ενώ η διακύμανση του χαρτοφυλακίου είναι:

$Var(P)=w^2Var(X)+(1-w)^2Var(Y)+2w(1-w)Cov(X,Y)=w^2\sigma_\chi^2+(1-w)^2\sigma_y^2+2w(1-w)\sigma_{\chi y}$

Χρησιμοποιώντας τον συντελεστή συσχέτισης, ο οποίος ισούται με $\rho=\sigma_{\chi y}/\sigma_\chi\sigma_y$, έχουμε ότι διακύμανση του χαρτοφυλακίου είναι:

$Var(P)=\sigma_\rho^2=w^2\sigma_\chi^2+(1-w)^2\sigma_y^2+2w(1-w)\rho\sigma_\chi\sigma_y$

Το ημερήσιο VaR (υποθέτοντας μηδενικές μέσες αποδόσεις) του χαρτοφυλακίου για επίπεδο εμπιστοσύνης 90% είναι:

$VaR_p=P_o(1{,}65\ \sigma_\rho)=P_o 1{,}65\sqrt{w^2\sigma_\chi^2+2(1-w)^2\sigma_Y^2+2w(1-w)\rho\sigma_\chi\sigma_Y}$

Συνοπτικά:

w→ βάρος της μετοχής X στο χαρτοφυλάκιο

μ_χ→ μέση τιμή της μετοχής X

μ_Y→ μέση τιμή της μετοχής X

σ_χ→ τυπική απόκλιση της X

σ_y→ τυπική απόκλιση της Y

$\sigma_{\chi y}$→ συνδιακίμανση μεταξύ της X με την Y

ρ→ συντελεστής συσχέτισης

P→ αξία του χαρτοφυλακίου

Var(P) → διακύμανση του χαρτοφυλακίου

E(P) → μέση απόδοση του χαρτοφυλακίου

Παρατηρούμε ότι όσο πιο μεγάλος είναι ο βαθμός συσχέτισης ρ ανάμεσα στις δυο μετοχές τόσο μεγαλύτερο είναι και το VaR. Αν η θέση του hedge fund είναι long($w_x,w_y>0$) και στις δυο μετοχές και το ρ έπαιρνε την μέγιστη δυνατή τιμή του, δηλαδή είχαμε τέλεια συσχέτιση (ρ=1), τότε το VaR θα έπαιρνε την μέγιστη τιμή του. Στην συγκεκριμένη περίπτωση ο διαχειριστής δεν προχωρά σε διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου και αυτό αποτυπώνεται στο VaR. Εδώ το VaR είναι:

$VaR_p=P_o 1{,}65[(w\sigma_\chi+(1-w)\sigma_y)^2]^{1/2}=VaR_x+VaR_y$

Ο διαχειριστής μπορεί να μειώσει τον κίνδυνο ακόμα και με τέλεια συσχέτιση απλά λαμβάνοντας αντίθετες θέσεις στις μετοχές, αγοράζοντας την μια μετοχή(long θέση) και πουλώντας short την άλλη(short θέση) ώστε τα βάρη να έχουν αντίθετα πρόσημα . Μερικά παραδείγματά υπολογισμού του VaR:

Παράδειγμα 1^{ο}:

Ας υποθέσουμε ότι μια μετοχή οι αποδόσεις τις οποίας έχουν ετήσια κανονική κατανομή με μέσο 6% και τυπική απόκλιση 30%. Στόχος μας να βρούμε το εξαμηνιαία VaR 10000 μετοχών όταν η τρέχουσα τιμή τους είναι 20€.

Απάντηση

Η αξία των μετοχών είναι 10000*20=200000€. Προσαρμόζουμε το μέσο και την τυπική απόκλιση σε εξαμηνιαίο επίπεδο έχοντας: 0,06/2=0,03και0,3/$\sqrt{2}$=0,21. Το VaR, σε επίπεδο εμπιστοσύνης 95%, είναι VaR=200000(1,65*0, 21-0,3)=9300€

Παράδειγμα 2^{ο}:

Ας υποθέσουμε ότι έχουμε χαρτοφυλάκιο που αποτελείται από δυο μετοχές. Η Χ μετοχή έχει ημερήσια τυπική απόκλιση σ_X=1,8% και μετοχή Υ η οποία έχει ημερήσια τυπική απόκλιση σ_Y=1,2%. Οι θέσεις του χαρτοφυλακίου είναι και για τις δυο μετοχές long έχοντας βάρη 2/3 και 1/3 αντίστοιχα ενώ το συνολικό ύψος του χαρτοφυλακίου είναι 30 εκατ. $. Θα βρούμε το VaR κάτω από δυο περιπτώσεις της τέλειας θετικής και αρνητικής συσχέτισης και όταν ο συντελεστής συσχέτισης είναι 0,1.

Απάντηση

Η τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου είναι :

$\sigma_{p=}(w_x^2\sigma_X^2+w_Y^2\sigma_Y^2+2w_xw_Y\rho\sigma_X\sigma_Y)^{1/2}$

- Για ρ=1

$\sigma_{p=}\ w_x\sigma_X+w_Y\sigma_Y=\frac{2}{3}*1,8+\frac{1}{3}*1,2=1,6\%$

Υπολογίζουμε το VaR για 95% διάστημα εμπιστοσύνης:

VaR=P_o1,65 σ_p=30*1,65*0,016=0,79 εκατ. $. Άρα με πιθανότητα 95% οι απώλειες του χαρτοφυλακίου δεν θα ξεπεράσουν τις 790.000$.

- Για ρ=-1

$\sigma_{p=}\ w_x\sigma_X-w_Y\sigma_Y=\frac{2}{3}*1,8-\frac{1}{3}*1,2=0,8\%$

VaR=P_o1,65 σ_p=30*1,65*0,008=0,396 εκατ. $. Παρατηρούμε σε περίπτωση που οι μετοχές έχουν τέλεια αρνητική συσχέτιση μειώνεται το VaR. Κάτι τέτοιο είναι λογικό αφού έχουμε πετύχει τέλεια διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου μειώνοντας τον κίνδυνο και αυτό αποτυπώνεται στο VaR.

- Για ρ=0,1

$\sigma_{p=}(w_x^2\sigma_\chi^2+w_Y^2\sigma_Y^2+2w_xw_Y\rho\sigma_\chi\sigma_Y)^{1/2}$=1,28%

VaR=P_o1,65 σ_p=0,64 εκατ.$

Το VaR του χαρτοφυλακίου μπορούμε φυσικά να το υπολογίσουμε και για ένα χαρτοφυλάκιο που αποτελείται περισσότερες από δυο μετοχές. Σε αυτή την περίπτωση: Θεωρούμε χαρτοφυλάκιο που αποτελείται από K αριθμό μετοχών. Όπου **w**=(w_1,w_2,…..w_k) είναι τα βάρη του χαρτοφυλακίου. Επίσης **ΔS**=(ΔS_1^N ,ΔS_2^N ,…..,ΔS_k^N) οπού **ΔS** είναι το διάνυσμα των απόλυτων μεταβολών των τιμών των μετοχών για N-χρονικό διάστημα. Αν P η αξία του χαρτοφυλακίου τότε η μεταβολή του χαρτοφυλακίου για N-χρονικό διάστημα θα είναι : **ΔP=w'ΔS**^{N}=$\sum_{i=1}^{K} w * \Delta S$.

Για να βρούμε το VaR του χαρτοφυλακίου υποθέτουμε ότι η **ΔS** κατανέμεται κανονικά **ΔS**~N(**μ**^{N},**Σ**^{N}), με μέσο **μ**^{N}=(μ_1^N,μ_2^N,…….μ_κ^N) και μήτρα διακύμανσης-συνδιακύμανσης(K*K):

$$\Sigma=\begin{bmatrix}\sigma_1^2 & \sigma_{12}\cdots & \sigma_{1K}\\ \vdots & \ddots & \vdots\\ \sigma_{K1} & \sigma_{K2}\cdots & \sigma_K^2\end{bmatrix}=\begin{bmatrix}\sigma_1^2 & \cdots & \rho_{1K}\sigma_1\sigma_K\\ \vdots & \ddots & \vdots\\ \rho_{K1}\sigma_K\sigma_1 & \cdots & \sigma_K^2\end{bmatrix}$$

Έτσι:

μ_ρ^N=**w'μ**^{N}=$\sum_{\iota=1}^{\kappa} w\mu$ και σ_ρ^N=**w'Σw**=$\sum_{\iota=1}^{K}\sum_{J=1}^{K} w_i\rho_{ij}\sigma_\iota\sigma_j$

Επομένως το VaR για α% διάστημα εμπιστοσύνης και N χρονικό διάστημα είναι:

VaR^N=z_a σ_ρ^N- μ_ρ^N

Η αξία P- VaR^N(όπου P είναι η αξία του χαρτοφυλακίου) μπορεί να χρησιμοποιηθεί σαν το επίπεδο του margin που θα πρέπει να καταθέσει στον λογαριασμό εξασφάλισης ο επενδυτής. Αυτό το ποσό θα χρησιμοποιηθεί ως αποζημίωση σε περίπτωση αντίθετης κίνησης της αγοράς η οποία μπορεί να συμβεί με πιθανότητα 1-α. Για χαρτοφυλάκια με καθαρή long θέση το ποσό P-VaR^N είναι αρνητικό και ο επενδυτής μπορεί να το χρησιμοποιήσει ως εγγύηση για να δανειστεί κεφάλαια. Αντίθετα χαρτοφυλάκια με καθαρή θέση short έχουν P-VaR^N αρνητικό, αυτό σημαίνει ότι ο επενδυτής θα πρέπει να καταθέσει αυτό ακριβώς το ποσό ως margin.

5.3.5.2 Μέθοδος της ιστορικής προσομοίωσης

Η προηγούμενη μέθοδος μέτρησης του VaR χρησιμοποιείται ευρέως όμως τις έχει ασκηθεί έντονη κριτική για το γεγονός ότι υποθέτει κανονική κατανομή των αποδόσεων. Οι αποδόσεις των περισσότερων assets όμως, δεν κατανέμονται κανονικά, χαρακτηριστικό παράδειγμα τα options. Επομένως αναπτύχθηκε ένα άλλο μοντέλο ώστε να ξεπεραστεί αυτό το πρόβλημα. Η βασική ιδέα του υποδείγματος είναι η αποτίμηση του χαρτοφυλακίου να γίνεται με βάση τις τιμές διαπραγμάτευσης του προηγούμενου χρονικού διαστήματος. Αυτό το χρονικό διάστημα συνήθως ορίζεται στα δυο χρόνια(500 ημερήσιες αποδόσεις). Βάσει αυτών των ιστορικών τιμών αποτιμάται το χαρτοφυλάκιο λαμβάνοντας υπόψη την παρούσα σύνθεση του. Έτσι για κάθε ένα από τα 500(ημερήσιες παρατηρήσεις που καταγράφηκαν) σενάρια υπολογίζουμε την αξία του χαρτοφυλακίου. Στην συνέχεια ταξινομούμε τις τιμές του χαρτοφυλακίου που παίρνουμε, ξεκινώντας από την χειρότερη απώλεια και καταλήγοντας στο μεγαλύτερο κέρδος. Αυτές οι 500 τιμές ουσιαστικά αποτελούν μια εμπειρική κατανομή των ημερήσιων μεταβολών στη αξία του χαρτοφυλακίου μας. Ανάλογα με το διάστημα εμπιστοσύνης που επιλέγουμε εντοπίζουμε εκείνη την ταξινομημένη τιμή με την οποία θα ισούται το VaR.

5.3.5.3 Μέθοδος προσομοίωσης Monte Carlo

Η ιστορική μέθοδος έχει ένα σημαντικό μειονέκτημα ότι εξαρτάται από τις ιστορικές τιμές. Αυτές οι τιμές μπορεί να περιλαμβάνουν πολύ ακραία γεγονότα τα οποία δεν πρόκειται να επαναληφθούν όπως ιστορικές κρίσεις ή το αντίθετο. Η μέθοδος Monte Carlo προσομοιάζει με την μέθοδο της ιστορικής προσομοίωσης. Η διαφορά έγκεινται στο ότι χρησιμοποιεί υποθετικές τιμές αποδόσεων. Η διαδικασία που ακολουθείται είναι η εξής: Αρχικά ο διαχειριστής υπολογίζει τις αποδόσεις και προχωρά στην αποτίμηση του χαρτοφυλακίου. Στην συνέχεια προσδιορίζει την κατανομή που ακολουθούν οι αποδόσεις του. Η επιλογή της κατανομής γίνεται με βάση την εμπειρία του διαχειριστή ο οποίος όμως κυρίως στηρίζεται σε ιστορικά στοιχεία που αφορούν την απόδοση του χαρτοφυλακίου. Το επόμενο βήμα είναι να παραχθούν Ν υποθετικές τιμές αποδόσεων του χαρτοφυλακίου. Οι

αποδόσεις αυτές είναι αποτέλεσμα μιας στοχαστικής διαδικασίας, ενώ συχνά για την παραγωγή τους χρησιμοποιείται το γενικευμένο Brownian motion. Αφού ο διαχειριστής έχει ένα αριθμό αποδόσεων ο οποίος να ξεπερνά τις 1000 προχωρά στον υπολογισμό των απωλειών ή κερδών στο χαρτοφυλάκιο του για την κάθε τιμή απόδοσης. Ακολουθεί η ταξινόμηση των αποτελεσμάτων και στην συνέχεια η εύρεση του VaR ανάλογα με το διάστημα εμπιστοσύνης που επιλέγεται.

5.3.5.4 Έλεγχοι ακραίων καταστάσεων(stress testing)

Το VaR είναι ένα στατιστικό μέτρο με το οποίο υπολογίζουμε τις απώλειες του χαρτοφυλακίου με ορισμένη πιθανότητα. Έτσι για διάστημα εμπιστοσύνης 99% ο διαχειριστής αναμένει ότι οι απώλειες του χαρτοφυλακίου θα ξεπεράσουν το VaR μόνο 2,5 φορές το χρόνο. Είναι πολύ σημαντικό όμως να προσδιορισθούν αυτές οι ακραίες απώλειες. Η τεχνική που ακολουθείται είναι η προσομοίωση ακραίων καταστάσεων(stressing test). Ουσιαστικά μέσω της παραγωγής ακραίων σεναρίων εξετάζεται η συμπεριφορά του χαρτοφυλακίου της τράπεζας.

Αρχικά καθορίζονται τα ακραία σενάρια που πρόκειται να εξεταστούν. Σε αυτά περιλαμβάνονται ακραία γεγονότα ή γενικευμένες κρίσεις ώστε να ελέγχεται η αντίδραση του χαρτοφυλακίου. Αυτά τα σενάρια μπορεί να περιλαμβάνουν:

- Αύξηση ή μείωση των επιτοκίων κατά 1%
- Μεταβολή του χρηματιστηριακού δείκτη κατά ±10%
- Υποτίμηση/ανατίμηση κύριων νομισμάτων κατά 8% και των υπόλοιπων κατά 20%

Στη συνέχεια μετρώνται οι πιθανές απώλειες σε κάθε σενάριο και εξάγονται τα τελικά συμπεράσματα για την μείωση της αξίας του χαρτοφυλακίου, τα όρια αντοχής του κ.α.

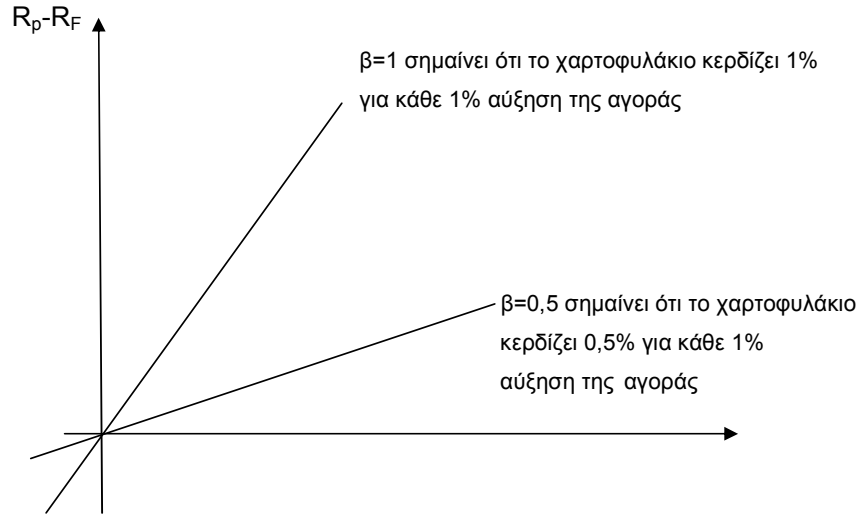
5.3.6 Beta και κίνδυνος της αγοράς

Ένα ακόμα μέτρο κινδύνου που χρησιμοποιείται είναι ο συντελεστής beta. Ο beta είναι σχετικό μέτρο κινδύνου αφού συγκρίνει την απόδοση του hedge fund με αυτή της αγοράς, η οποία συνήθως ταυτίζεται με την απόδοση του Standard & Poor's. Ουσιαστικά αποτελεί ένα δείκτη ευαισθησίας της

απόδοσης του χαρτοφυλακίου του fund στις κινήσεις της αγοράς. Έτσι ένα hedge fund που έχει beta ίσο με ένα σημαίνει ότι κινείται σύμφωνα με την αγορά. Για παράδειγμα μια πτώση στην τιμή της αγοράς κατά 7% θα προκαλέσει και αντίστοιχη πτώση και στην απόδοση του fund. Όταν το fund έχει απόδοση μικρότερη από την μονάδα τότε θεωρείται ότι επηρεάζεται λιγότερο από την αγορά αφού η τιμή του κινείται λιγότερο από την αντίστοιχη κίνηση της αγοράς. Αντίστοιχα, χαρτοφυλάκια με beta μεγαλύτερο της μονάδας θεωρείται ότι οι αποδόσεις τους μεταβάλλονται περισσότερο από το την αντίστοιχη μεταβολή της αγοράς. Το beta αγνοεί τους επιμέρους κινδύνους που έχει αναλάβει το hedge fund και εστιάζεται αποκλειστικά στον κίνδυνο της αγοράς.

Τα περισσότερα hedge funds έχουν σαν στόχο την αποδέσμευση των αποδόσεων τους από την κίνηση της αγοράς. Επομένως το αναμενόμενο είναι να παρουσιάζουν χαμηλό beta. Ο πιο απλός τρόπος εκτίμησης του beta είναι η εύρεση του ιστορικού beta. Το ιστορικό beta είναι η κλίση μιας γραμμής παλινδρόμησης των υπερβολικών παρελθουσών αποδόσεων του χαρτοφυλακίου (R_P-R_F) επί των παρελθουσών αποδόσεων ενός χρηματιστηριακού δείκτη (R_M-R_F), όπου R_F το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου.

Διάγραμμα 5.6: ιστορικό beta



ΕΝΟΤΗΤΑ 2^{Η}:HEDGE FUNDS ΚΑΙ Η ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 2008

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6^{Ο}:Σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος και hedge funds

6.1 Συστημικός κίνδυνος και hedge funds

Η περίπτωση του hedge fund Long-Term Capital Management(LTMC) to 1998 έγειρε ανησυχίες ότι η ταχύτατη ανάπτυξη του κλάδου των hedge funds μπορεί να έχει αρνητικά αποτελέσματα στην σταθερότητα του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος. Παρόλο που η κατάρρευση του fund απεφεύχθη την τελευταία στιγμή στην αγορά παρουσιάστηκε μείωση των δεκαετών κρατικών ομολόγων των ανεπτυγμένων χωρών ενώ ταυτόχρονα παρουσιάστηκε αύξηση στο spread μεταξύ των ομολόγων τριακονταετούς και δεκαετούς διάρκειας.. Επομένως παρατηρήθηκε μια σαφή αρνητική επίδραση στην αγορά, ενώ κάτω από τον φόβο της διασποράς της αστάθειας υπήρξε επέμβαση από την πλευρά των αρχών.

Ο συστημικός κίνδυνος αναφέρεται στην πιθανότητα ένα συγκεκριμένο χρηματοοικονομικό πλήγμα να εξαπλωθεί σε ολόκληρο το χρηματοοικονομικό σύστημα με σημαντικές συνέπειες στην πραγματική οικονομία. Η εξάπλωση της αστάθειας μπορεί να γίνει μέσω του δανειακής έκθεσης του ενός οργανισμού προς τον άλλον(counterparty credit risk) αλλά και μέσω της απότομης πτώσης της ρευστότητας και των τιμών των τίτλων. Για να είναι σε θέση οι εποπτικές αρχές να μετρήσουν τον συστημικό κίνδυνο θα πρέπει να έχουν πληροφορίες σχετικά με τις κύριες επενδυτικές κινήσεις των hedge funds.

Η χρηματοοικονομική αστάθεια και οι συνέπειες που αυτή προκαλεί είναι σημαντική για μια σειρά λόγων. Η αστάθεια μπορεί να μεταδοθεί σε όλα τα μέρη που συνιστούν το παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα. Η κατάληξη μιας αστάθειας ή αρρυθμίας ενδέχεται να οδηγήσει σε μια σοβαρή κρίση, καθώς οι μηχανισμοί μετάδοσης σε ένα παγκοσμιοποιημένο επίπεδο είναι αρκετά ισχυροί. Η έλλειψη εμπιστοσύνης, η άνοδος των επιτοκίων, η μείωση της αξίας των χαρτοφυλακίων πολλών ιδρυμάτων και επενδυτών, η

μείωση της ρευστότητας, η αδυναμία ανταποκρίσεις από πλευράς πολλών ιδρυμάτων, και τελικά οι πτωχεύσεις των ιδρυμάτων που δεν μπορούν να ανταποκριθούν στα νέα δεδομένα ενδέχεται να οδηγήσουν σε ένα αυτοτροφοδοτούμενο κύκλο μετατρέποντας μια αστάθεια σε σοβαρή κρίση. Από μακροοικονομικής άποψης η αστάθεια είναι δυνατόν να προκαλέσει μια επιβράδυνση της ανάπτυξης για αρκετά χρόνια από τότε που παρουσιάσθηκε η κρίση. Επομένως οι συνέπειες στην πραγματική οικονομία είναι δεδομένες: αύξηση της ανεργίας, μείωση των εισοδημάτων, δημοσιονομικά ελλείμματα, αυξημένος πληθωρισμός ή χειρότερα αντιπληθωρισμός είναι χαρακτηριστικά φαινόμενα που παρουσιάζονται σε περιόδους κρίσεων. Φυσικά δεν μπορεί κάθε αστάθεια να οδηγήσει και σε μια σοβαρή κρίση, καθώς η αγορά έχει μηχανισμούς απορρόφησης τέτοιων καταστάσεων.

Έως τώρα η σοβαρότερη περίπτωση που έχει καταγραφεί είναι αυτή του LTMC. Πάντως υπάρχουν και άλλα παραδείγματα από hedge funds που απείλησαν την σταθερότητα του συστήματος. Για παράδειγμα χαρακτηριστική ήταν η περίπτωση του Amaranth Advisors που εξετάζουμε πιο κάτω.

Από το 2006 η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα(ΕΚΤ) ενέτεινε την προσοχή της όσο αφορά της δραστηριότητες των hedge funds. Καθώς ο κλάδος αυξανόταν η ΕΚΤ περιέγραφε ένα σύνολο απειλών για την χρηματοοικονομική σταθερότητα ενώ ταυτόχρονα έκανε λόγο και για την ανάγκη στενής επόπτευσης των hedge funds. Παράλληλα σημείωνε και την απουσία των κατάλληλων μηχανισμών που θα αντιμετωπίσουν το πρόβλημα. Ένα χρόνο πριν το βρετανικό FSA(Financial Service Authorities) είχε αναφέρει τους ίδιους προβληματισμούς παίρνοντας την ίδια θέση με την ΕΚΤ. Μάλιστα είχε τονίσει τις απειλές που προέκυπταν σε μεγαλύτερο βαθμό αναφέροντας τις ιδιαίτερες ανησυχίες του και για τα ιδρύματα, τραπεζικά κυρίως, που έχουν στενή σχέση με τα hedge funds.

Με την άποψη των δυο παραπάνω οργανισμών αντιτάθηκε τα IMF(International Monetary Fund) και η τράπεζα της Αγγλίας. Και οι δυο οργανισμοί στάθηκαν στα θετικά αποτελέσματα που μπορούν να έχουν τα hedge funds στο παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα. Παράλληλα δεν διέκριναν ιδιαίτερους κινδύνους. Παρόμοια θέση πήρε και το ειδικό συμβούλιο των εναλλακτικών επενδύσεων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.

Παρόλα αυτά υπάρχουν συγκεκριμένοι παράγοντες που σχετίζονται με τις δραστηριότητες των hedge fund θέτοντας σε κίνδυνο την σταθερότητα του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος:

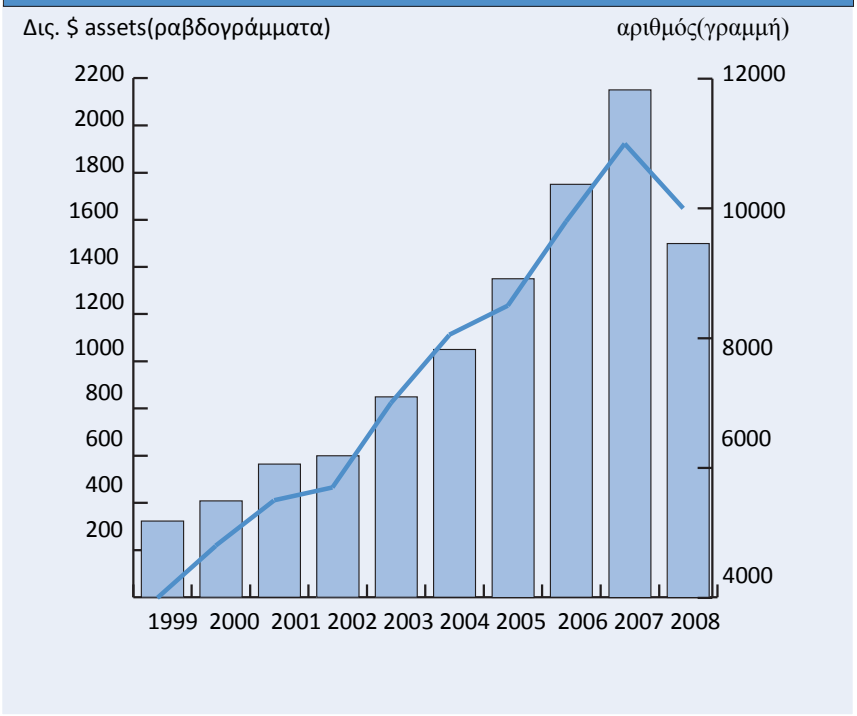
- Το μέγεθος και η ανάπτυξη του κλάδου
- Οι στενές σχέσεις των hedge funds με τράπεζες
- Οι κίνδυνοι που αναλαμβάνουν τα hedge funds σε ένα ολοένα και πιο ανταγωνιστικό περιβάλλον-υψηλές προμήθειες
- Ο αυξανόμενος βαθμός συσχέτισης
- Short selling
- Η συγκέντρωση σε αγορές με χαμηλή ρευστότητα
- Η υψηλή μόχλευση και η χρήση πολύπλοκων προϊόντων.

Πρέπει ωστόσο να αναφέρουμε ότι υπάρχουν διάφορα είδη hedge funds που εφαρμόζουν διαφορετικές στρατηγικές. Έτσι η μόχλευση, η αντιστάθμιση του κινδύνου ο βαθμός διαφάνειας μπορεί να ποικίλουν ανάμεσα σε διαφορετικά είδη. Συνεπώς ο συστημικός κίνδυνος δεν είναι ο ίδιος για όλα τα hedge funds.

6.1.1 Μέγεθος και ανάπτυξη του κλάδου

Εξαιτίας της έλλειψης διαφάνειας είναι αρκετά δύσκολο να βρεθούν ακριβή στοιχεία για τον κλάδο των hedge funds. Η πληροφόρηση συνήθως παρέχεται από ιδιωτικά ινστιτούτα. Μια σημαντική βάση δεδομένων είναι η TASS σύμφωνα με την οποία η αξία των περιουσιακών στοιχείων που διαχειρίζονται τα hedge funds έχει εκτοξευτεί από τα 100 δις. $ το 1990 στα 813 δις. $ το 2005. Μάλιστα ο μέσος ρυθμός αύξησης των περιουσιακών στοιχείων που βρίσκονται κάτω από την διαχείριση των hedge funds βρίσκεται στο 15% περίπου με αυξητικές τάσεις. Κοινοί υπολογισμοί αναφέρουν ότι τα hedge funds το 2006 διαχειρίστηκαν περίπου 1,3 τρις. $ σε σύγκριση με τα 400 δις. που διαχειρίζονταν έξι χρόνια πριν. Το 2008 τα hedge funds διαχειρίζονταν 1,5 τρις $ ύστερα από σημαντική πτώση της τάξης των 600 δις $ από την προηγούμενη χρόνια εξαιτίας της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Ο αριθμός των hedge funds, σε παγκόσμιο επίπεδο, υπολογίζεται στις 10000 χιλιάδες.

Διάγραμμα 6.1: Αξία των assets που διαχειρίζονται-αριθμός hedge fund Σε παγκόσμιο επίπεδο



Ο ευρωπαϊκός κλάδος των hedge funds αναπτύσσεται ταχύτατα:

- Συγκριτικά τον Δεκέμβριο του 2003, 298 hedge fund διαχειριστές είναι εγκατεστημένοι στην Ευρώπη, ενώ διαχειρίζονται 125 δις. $ δηλαδή περίπου 15% των παγκόσμιων περιουσιακών στοιχείων(που είναι επενδεδυμένα σε hedge funds που εκείνη την εποχή ανέρχονταν σε 817 δις. $. Αντίστοιχα τον Οκτώβριο του 2007 τα ευρωπαϊκά κεφάλαια που είχαν επενδυθεί σε hedge funds ανέρχονταν σε 539 δις. $, ενώ το σύνολο σε παγκόσμιο επίπεδο ήταν 1892 δις. $
- Η ποσοστό ανάπτυξης των ευρωπαϊκών hedge funds την περίοδο 1995 με 2002 ήταν 50%.
- Το Ενωμένο Βασίλειο είναι η κυρίαρχη τοποθεσία σύσταση των ευρωπαϊκών hedge funds, με μερίδιο αγοράς που ανέρχεται στο 73% σε επίπεδο περιουσιακών στοιχείων και 62% που βασίζεται στον αριθμό των διαχειριστών. Η επόμενη τοποθεσία που συγκεντρώνει αρκετές προτιμήσεις είναι το Παρίσι.

Παρόλο την ταχύτατη ανάπτυξη ο κλάδος παραμένει μικρός σε σχέση με άλλες μη-εναλλακτικές επενδύσεις, όπως τα αμοιβαία κεφάλαια. Τα τελευταία το 2005, σε παγκόσμιο επίπεδο, διαχειρίζονται 17.771 δις. $. Το 2005 τα hedge funds διαχειρίζονταν το 6-10% των στοιχείων που διαχειρίζονταν τα αμοιβαία. Κάποιος θα μπορούσε να ισχυριστεί ότι οι συνέπειες της πτώχευσης ενός hedge fund θα είναι περιορισμένες. Αντίθετα όμως το FSA υποστηρίζει ότι η κατάρρευση ενός hedge fund θα έχει σημαντικότερο αντίκτυπο στις αγορές από την κατάρρευση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου του ιδίου μεγέθους.

Το μέγεθος και η δυναμική του κλάδου εγείρουν πολλούς προβληματισμούς για την επίδραση του κλάδου σε ολόκληρο το σύστημα. Έτσι υπάρχει προβληματισμός για την επίδραση της πολιτικής, που εφαρμόζουν τα hedge funds, στις διεθνής χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές. Αυτή η δυναμική του κλάδου οφείλεται:

- Στην νομισματική πολιτική χαμηλών επιτοκίων
- Στην μεγάλη παγκόσμια αύξηση της ρευστότητας, η οποία αναζητούσε ικανοποιητικές αποδόσεις
- Στην αύξηση σε επενδύσεις σε hedge funds από ιδρύματα όπως τα ασφαλιστικά ταμεία και οι ασφαλιστικές εταιρείες.

Στον διπλανό πίνακα παρατηρούμε το μέγεθος των επιμέρους hedge funds Παρατηρούμε ότι από το 03 έως το 07 αυτά αύξαναν σε μέγεθος. Αντίθετα το 2008 εξαιτίας των αρνητικών αποδόσεων παρατηρήθηκε συρρίκνωση του μεγέθους τους.

Πίνακας 6.1: Μέγεθος των hedge fund ανά κεφάλαιο

	----------%----------		
$ εκατομμύρια	2003	2007	2008
> 1000	2	4	3
501 έως 1000	2	5	3
201 έως 500	10	14	9
101 έως 200	13	13	12
51 έως 100	13	16	15
21 έως 50	21	20	23
<20	39	28	35

Πηγή: Eurekahedge

Το μέγεθος τους αλλά και η κερδοσκοπική τους φύση, αφού συνήθως ο επενδυτικός τους ορίζοντας είναι βραχυπρόθεσμος, γεννούν ερωτηματικά για

τον συστημικό κίνδυνο που προκύπτει. Μάλιστα αυτά τα ερωτηματικά πολλαπλασιάζονται αν συμπεριλάβουμε και το περιορισμένο ρυθμιστικό πλαίσιο αλλά και τις τακτική αδιαφάνειας που εφαρμόζεται από τους διαχειριστές. Παράλληλα ο προβληματισμός γύρω από την σταθερότητα του συστήματος υπάρχει και στην περίπτωση της κατάρρευσης ενός μεγάλου hedge fund(περίπτωση Long Term Capital Management). Όπως έχει φανεί και στο παρελθόν η πτώχευση ενός hedge fund με μεγάλο μέγεθος επηρεάζει ολόκληρο το σύστημα.

Στον παρακάτω πίνακα αναφέρονται τα μεγαλύτερα hedge funds:

Πίνακας 6.2: Τα μεγαλύτερα hedge funds

Τα μεγαλύτερα hedge funds(Ιανουάριος 2009)	δις.$
1. Bridgewater Associates	38,6
2. JPMorgan	32,9
3. Paulson & Co.	29,0
4. D.E. Shaw Group	28,6
5. Brevan Howard	26,8
6. Och-Ziff Capital Management	22,1
7. Man AHL	22,0
8. Soros Fund Management	21,0
9. Goldman Sachs Asset Management	20,6
10. Farallon Capital Management	20,0
11. Renaissance Technologies	20,0

Πηγή: : Institutional Investor

6.1.2 Hedge funds και τράπεζες

Οι επενδυτικές τράπεζες με τα hedge funds έχουν πλέον σχέσεις εξαρτήσεις καθώς στις περισσότερες περιπτώσεις μοιράζονται κοινά συμφέροντα. Συνήθως οι επενδυτικές τράπεζες παρέχουν υπηρεσίες prime brokage στα hedge fund. Όμως οι τράπεζες παρέχουν και άλλες υπηρεσίες όπως, ο δανεισμός τίτλων, η διαταγή για εκτέλεση συναλλαγών, η χρηματοδότηση κα. Μάλιστα η δανειοδότηση από την πλευρά των τραπεζών είναι χαρακτηριστική διαδικασία αφού οι τράπεζες είναι ο κύριος πιστωτής των hedge funds. Για κάθε υπηρεσία που παρέχουν οι τράπεζες εισπράττουν και την αντίστοιχη προμήθεια. Υπολογίζεται ότι 15-20% των εσόδων πολλών επενδυτικών τραπεζών προέρχεται από τις δραστηριότητες των hedge funds. Οπότε τα hedge funds συνιστούν καλούς πελάτες των τραπεζών. Από την άλλη πλευρά ολοένα και περισσότερες τράπεζες επενδύουν στον κλάδο. Ενώ

σε αρκετές περιπτώσεις τράπεζες προχωρούν στην εξαγορά hedge funds. Χαρακτηριστικό παράδειγμα η Morgan Stanley όπου το 2006 προχώρησε σε αύξηση του ποσοστού που διέθετε σε hedge funds, ενώ κάποια τα εξαγόρασε. Από τα παραπάνω φαίνεται καθαρά η αλληλεξάρτηση που έχει αναπτυχθεί μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και των hedge funds.

Οι τράπεζες είναι χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που βρίσκονται κάτω από ένα αυστηρό ρυθμιστικό πλαίσιο λειτουργίας προκειμένου να προστατεύονται οι καταθέτες αλλά και οι επενδυτές στις κεφαλαιαγορές και χρηματαγορές. Φυσικά το κύριο επιχείρημα για την εφαρμογή ενός ρυθμιστικού πλαισίου λειτουργίας είναι η αποφυγή δυσλειτουργιών στον τραπεζικό χώρο, οι οποίες θα μπορούσαν να μεταδοθούν σε ολόκληρο το σύστημα επηρεάζοντας την πραγματική οικονομία. Όμως η στενή σχέση τραπεζών με τα hedge funds έχει εγείρει σημαντικούς προβληματισμούς όσων αφορά τον συστημικό κίνδυνο που προκύπτει. Καθώς αυτή η χρηματοοικονομική σχέση εκθέτει τις τράπεζες σε σημαντικούς κινδύνους(ο πιστωτικός κίνδυνος είναι μια χαρακτηριστική περίπτωση αφού οι τράπεζες δανείζουν σημαντικά κεφάλαια στα hedge funds), οι οποίοι αυξάνουν τον συστημικό κίνδυνο.

6.1.2.1 Μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου από τις τράπεζες- ο ρόλος των hedge fund

Η συνεργασία μεταξύ τραπεζών και hedge funds δεν περιορίζεται μόνο στην δανειοδότηση των τελευταίων από τις πρώτες. Οι τράπεζες ως χρηματοπιστωτικά ιδρύματα φέρνουν σε επαφή της μονάδες της οικονομίας που έχουν πλεόνασμα με τις αντίστοιχες που έχουν έλλειμμα ρευστότητας. Επομένως δανείζονται από τις πλεονασματικές και δανείζουν τις ελλειμματικές μονάδες. Όμως κάθε δανειοδότηση από την πλευρά των τραπεζών δημιουργεί τον αντίστοιχο πιστωτικό κίνδυνο που αναφέρεται στην αδυναμία του δανειολήπτη να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του. Οι τράπεζες μέχρι πρότινος διατηρούσαν τις δανειοδοτήσεις τους στον ισολογισμό τους έως την ωρίμανσή τους. Τα τελευταία χρόνια όμως, αναπτύχθηκαν διάφορες πρακτικές ώστε οι τράπεζες να μεταφέρουν τα δάνεια(άρα και τον αντίστοιχο πιστωτικό κίνδυνο) από τον ισολογισμό τους. Αυτή η μεταφορά γίνεται μέσω των πρακτικών της τιτλοποιήσης, της έκδοσης παράγωγων προϊόντων ή της

απευθείας πώλησης στη δευτερογενή αγορά δανείων. Οι τράπεζες πέτυχαν με αυτόν τον τρόπο να μειώσουν την έκθεση του ισολογισμού τους αλλά και ολόκληρου του τραπεζικού συστήματος στον πιστωτικό κίνδυνο μεταφέροντάς τον σε άλλους επενδυτές. Καθώς αυτά τα πιστωτικά προϊόντα αυξάνονται, οι τράπεζες ουσιαστικά μετατρέπονται(ως ένα βαθμό) σε μεταπωλητές του πιστωτικού κινδύνου, διαμεσολαβώντας ανάμεσα σε επενδυτές που επιθυμούν να αυξήσουν την έκθεση τους στον πιστωτικό κίνδυνο.

Από την άλλη πλευρά τα hedge funds έχουν εισέρθει στην παραπάνω διαδικασία αγοράζοντας και διακρατώντας τον πιστωτικό κίνδυνο που μεταφέρεται. Τα hedge funds αποτελούν έναν σημαντικό αγοραστή των πιστωτικών τίτλων (που είναι συνδεδεμένοι με τα αντίστοιχα δάνεια που μεταφέρονται) που εκδίδουν οι τράπεζες. Επομένως τα hedge funds απαλλάσσουν τις τράπεζες από τον αντίστοιχο πιστωτικό κίνδυνο, ενώ ταυτόχρονα χορηγούν τις τράπεζες με ρευστότητα που προκύπτει από την έμμεση αγορά των δανείων. Πάντως είναι δύσκολο να υπολογίσουμε τον ακριβή ρόλο που παίζουν τα hedge funds στην αποδιαμεσολάβηση των εμπορικών τραπεζών από τον παραδοσιακό δανειοδοτικό τους ρόλο αφού τα hedge funds δεν είναι υποχρεωμένα να αναφέρουν τις επενδυτικές τους τοποθετήσεις. Πάντως μπορούμε να δούμε με έμμεσο τρόπο ότι τα hedge funds διακρατούν αρκετά τέτοια πιστωτικά προϊόντα αφού οι μη-τράπεζες δανειστές, στην Αμερική τουλάχιστον, έχουν αυξήσει το μερίδιο τους. Ο παρακάτω πίνακας δείχνει ότι οι μη τραπεζικοί οργανισμοί αυξάνουν συνεχώς τον αριθμό των πιστωτικών προϊόντων που διακρατούν δηλαδή των αριθμό των δανειοδοτήσεων τους.

Πίνακας 6,3: Μερίδιο της αγοράς δανείων στην Αμερική

%	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Αμερικάνικες τράπεζες	46.2	45.2	45.4	46.4	44.8	44.3
Ξένες τράπεζες	45.6	45.2	43.8	41.6	42.0	41.5
Μη-τραπεζικοί οργανισμοί	8.2	9.5	10.9	12.0	13.2	14.3

Τα hedge funds αναλαμβάνουν μέρος του πιστωτικού κινδύνου από τις τράπεζες, ταυτόχρονα όμως ο πιστωτικός κίνδυνος μετατρέπεται για τις τράπεζες σε counterparty risk. Έτσι οι τράπεζες δεν εκτίθενται σε άμεσο

πιστωτικό κίνδυνο του δανειζόμενου αλλά αυτομάτως αναλαμβάνει το counterparty risk που προκύπτει από την συνεργασία της με το fund.

6.1.2.2 Counterparty credit risk

Παραπάνω διαπιστώσαμε την στενή σχέση που έχει αναπτυχθεί μεταξύ των τραπεζών και των hedge funds. Ωστόσο αυτή η συνεργασία δημιουργεί για τις τράπεζες τον αντίστοιχο κίνδυνο. Το counterparty credit risk προκύπτει από τις συναλλαγές σε παράγωγα, τον δανεισμό τίτλων κ.α.. Επίσης οι τράπεζες μπορεί να εκτεθούν σε άμεσο πιστωτικό κίνδυνο από την απευθείας δανειοδότηση των hedge funds αλλά και στον κίνδυνο αγοράς από την επένδυση σε hedge funds. Το counterparty credit risk μπορεί να μετρηθεί ως η καθαρή θέση ανάμεσα σε δυο ινστιτούτα, όμως ο υπολογισμός αυτός δεν είναι τόσο εύκολος καθώς οι τιμές των παραμέτρων αυξάνονται ή αντίθετα μειώνονται. Επομένως οποιοδήποτε μέρος που έχει την θέση του καθαρού δανειστή ανάλογα με την συγκυρία της αγορά. Η πιο απλή μέτρηση του counterparty credit risk είναι η τρέχουσα έκθεση, δηλαδή η καθαρή έκθεση σε τρέχουσες τιμές. Η μέτρηση αυτή δείχνει τις απώλειες της τράπεζας αν πτωχεύσει το hedge fund σήμερα. Μια ακόμα σημαντική μέτρηση είναι η πιθανή μελλοντική έκθεση, η οποία δείχνει το μέγιστο ποσό που μπορεί να φτάσει η έκθεση στο μέλλον για ένα επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας, αν η αγορές κινηθούν εναντίον των θέσεων του hedge fund.

Οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί προσπαθούν να περιορίσουν το counterparty credit risk απαιτώντας εγγυήσεις(collaterals) από τα hedge funds. Έτσι τα τελευταία αναγκάζονται σε ημερήσια βάση να στέλνουν στις τράπεζες τις αναγκαίες εξασφάλισης καθώς η μεταβάλλεται η αγορά. Αυτές οι συμφωνίες συνήθως απαιτούν η αξία των εγγυήσεων να είναι μεγαλύτερη από την μελλοντική έκθεση της τράπεζας. Αυτές οι εγγυήσεις χαρακτηρίζονται ως το αρχικό margin. Με τον τρόπο αυτό οι τράπεζες προσπαθούν να αντισταθμίσουν το counterparty credit risk ανακτώντας τις απώλειες που θα προκύψουν από μια πτώχευση του hedge fund.

Παρόλα αυτά οι προβληματισμοί για τον συστημικό κίνδυνο παραμένουν. Ο ανταγωνισμός μεταξύ των τραπεζικών ιδρυμάτων για να πετύχουν συνεργασίες με hedge funds, έχει οδηγήσει αρκετές τράπεζες στην

μείωση της αξίας των εγγυήσεων που απαιτούν. Η πιστωτική σύνδεση ανάμεσα σε δυο ιδρύματα είναι το κλειδί, καθώς σε περίπτωση κρίσης οι κίνδυνοι θα μεταδοθούν από το ένα ίδρυμα στο άλλο. Η περίπτωση του Long-Term Capital Management, που θα δούμε πιο κάτω αναλυτικότερα, είναι χαρακτηριστική. Αυτό το hedge fund είχε λάβει μεγάλες μοχλευμένες θέσεις κυρίως σε στοιχεία χαμηλής ρευστότητας. Η κατάρρευση του fund δημιούργησε σοβαρά προβλήματα στους πιστωτές, ενώ έθεσε σε κίνδυνο το παγκόσμιο σύστημα. Η υψηλή μόχλευση αλλά και η περιορισμένη διαχείριση του counterparty credit risk, από την πλευρά των τραπεζών, δημιουργούν σημαντικούς κινδύνους για ολόκληρο το σύστημα, καθώς οι κίνδυνοι μεταφέρονται άμεσα ή έμμεσα στα περισσότερα μέρη που το απαρτίζουν. Λίγο καιρό μετά από το περιστατικό του Long-Term Capital Management, επιβλήθηκε στις τράπεζες από τους επόπτες της σταθερότητας του συστήματος η συνθήκη της Βασιλείας Ι. Το εγχείρημα αυτό έγινε ώστε να επιβληθούν ορισμένα πρότυπα λειτουργίας των τραπεζών. Σήμερα οι εποπτικοί μηχανισμοί ελέγχουν σε βάθος τράπεζες που έχουν στενές σχέσεις με hedge funds. Παρόλο που η κατάσταση έχει βελτιωθεί θα μπορούσαν να γίνουν πολλά περισσότερα.

6.1.3 Οι κίνδυνοι που αναλαμβάνουν τα hedge funds σε ένα ολοένα και πιο ανταγωνιστικό περιβάλλον-υψηλές προμήθειες

Αναμφισβήτητα ο κλάδος των hedge funds αναπτύσσεται συνεχώς. Όμως καθώς εμφανίζονται ολοένα και περισσότερα hedge funds τόσο εντείνεται και ανταγωνισμός μεταξύ τους. Οι διαχειριστές προσπαθούν να διατηρήσουν ή και να αυξήσουν τις αποδόσεις τους σε ένα άκρως ανταγωνιστικό περιβάλλον. Παράλληλα η μεγάλη εισροή κεφαλαίων και ο ανταγωνισμός έχει περιορίσει τις arbitrage ευκαιρίες ωθώντας τα hedge funds σε στρατηγικές που εμπεριέχουν όλο και μεγαλύτερο κίνδυνο. Αυτό έχει συμβεί στο παρελθόν στις αρχές της δεκαετίας του 70 με αποτέλεσμα πολλά hedge funds να καταρρεύσουν.

Κάτι αντίστοιχο συμβαίνει και με τις υψηλές προμήθειες που λαμβάνουν οι διαχειριστές. Όπως έχουμε αναφέρει υπάρχουν διάφοροι τρόποι καταβολής της προμήθειας προς τους διαχειριστές. Η σημαντικότερη είναι η προμήθεια απόδοσης. Οι διαχειριστές προκειμένου να εξασφαλίσουν

υψηλές προμήθειες εφαρμόζουν επενδυτικές τακτικές υψηλού κινδύνου ώστε να καταφέρουν να πετύχουν τις αποδόσεις που έχουν τεθεί ως στόχοι. Και στις δυο περιπτώσεις αυτές οι στρατηγικές μπορούν να οδηγήσουν στην πτώχευση πολλών hedge funds αποσταθεροποιώντας το σύστημα.

6.1.4 Υψηλές συσχέτισης

Σε μια ανταγωνιστική αγορά όπου ο αριθμός των funds ολοένα και αυξάνεται ο βαθμός συσχέτισης μεταξύ των στρατηγικών που υιοθετούν τα hedge funds να αυξάνεται σε σημαντικό βαθμό. Καθώς διαχειριστές κυνηγούν παρόμοιες ευκαιρίες μπορεί να εφαρμόσουν ίδιες στρατηγικές ως προς την αγορά ή την πώληση ίδιων θέσεων ταυτόχρονα. Σε περίπτωση που ο όγκος των θέσεων είναι αρκετά μεγάλος είναι δυνατόν να επηρεάσει διάφορα κρίσιμα μεγέθη, όπως αυτό της ρευστότητας διαταράσσοντας την σταθερότητα των αγορών. Ένα άλλο ζήτημα όμως προκύπτει από τις συνέπειες που θα έχει στα hedge funds, στους συνεργάτες τους και κατά συνέπεια σε όλο το σύστημα μια αντίθετη κίνηση της αγοράς από αυτή που προσδοκούσαν οι διαχειριστές.

Η ΕΚΤ φαίνεται να θορυβείται από την εφαρμογή κοινών στρατηγικών, καθώς παρατηρεί ότι όσο ο ανταγωνισμός αυξάνεται και περισσότερα hedge funds εισέρχονται στον κλάδο τόσο αυξάνεται και ο βαθμός συσχέτισης των στρατηγικών τους. Ενώ τα τελευταία χρόνια ολοένα και αυξάνονται οι συσχέτισης που παρατηρούνται.

Οι ακριβείς λόγοι για την ύπαρξη υψηλών συσχετίσεων ποικίλουν. Για παράδειγμα η χρησιμοποίηση των ίδιων στατιστικών μοντέλων μπορεί να είναι ένας λόγος. Επίσης παρατηρούνται και φαινόμενα αντιγραφής των στρατηγικών όπως έγινε στην περίπτωση του LTMC. Έτσι όταν οι prime brokers λάμβαναν εντολή να προχωρήσουν σε συγκεκριμένες αγορές ή πωλήσεις, πελάτες των τελευταίων λάμβαναν παρόμοιες θέσεις με αυτές του LTMC.

6.1.5 Short selling

Το short selling όπως είδαμε είναι μια τακτική που χρησιμοποίησαν κατά κόρον τα hedge funds. Η ιστορία όμως των ανοιχτών πωλήσεων ξεκινά πριν από τα hedge funds. Για παράδειγμα οι πρακτικές short selling

κατηγορήθηκαν για την κατάρρευση της Wall Street το 1929. Οι short sellers εκμεταλλεύονται τις πτωτικές τάσεις της αγοράς προκειμένου να κερδοσκοπήσουν, προκαλώντας την περαιτέρω πτώση των τιμών των αγιογράφων. Το ζήτημα που τίθεται είναι κατά πόσο μπορούν τα hedge funds, κάθε ένα ξεχωριστά ή ύστερα από συντονισμένες δράσεις, να επιβάλουν αυτήν την τάση. Το παραπάνω σε συνδυασμό με το μέγεθος του κλάδου γεννά πολλές ανησυχίες σχετικά με την χειραγώγηση των τιμών των τίτλων. Πάντως αυτό μπορεί να επιτευχθεί πιο εύκολα σε μικρές με χαμηλή ρευστότητα αγορές. Αντίθετα σε μεγάλες αγορές κάτι τέτοιο είναι σχετικά απίθανο να πραγματοποιηθεί. Είναι χαρακτηριστικό ότι στα τέλη της δεκαετίας του 80 και στις αρχές αυτής του 90 τα hedge funds που χρησιμοποιούσαν σε μεγάλη έκταση την πρακτική του short selling υπέστησαν βαριές απώλειες. Πάντως κατά την διάρκεια της νομισματικής κρίσης του 1992, υπήρχε η άποψη ότι οι τακτικές short selling από τη πλευρά του Soros-led hedge fund ήταν η κύρια αιτία υποτίμησης της αγγλικής λίρας. Η κρίση του 2008 είναι χαρακτηριστική καθώς η πρακτική αυτή ενίσχυε περαιτέρω τις πτωτικές τάσεις των αγορών με αποτέλεσμα πολλές χώρες να την απαγορεύσουν για ένα χρονικό διάστημα. Πάντως σήμερα το short selling ως στρατηγική χρησιμοποιείται από περιορισμένο αριθμό hedge funds.

6.1.6 Μόχλευση και συγκεντρώσεις σε πολύπλοκα παράγωγα προϊόντα

Ένα χαρακτηριστικό που ξεχωρίζει τα hedge funds από άλλες παραδοσιακές μορφές επενδύσεις είναι η μόχλευση. Αυτή συνδυάζεται με διάφορες στρατηγικές που χρησιμοποιούν τα hedge funds προκειμένου τα τελευταία να ενισχύσουν τις αποδόσεις τους, παράλληλα όμως η μόχλευση ενισχύει και τια απώλειες των funds. Ταυτόχρονα η υπερβολική χρήση μόχλευσης όμως μπορεί να είναι πηγή συστημικού κινδύνου. Χαρακτηριστική είναι η περίπτωση του Long Term Capital Management, το οποίο λειτουργούσε με πολύ υψηλό βαθμό μόχλευσης. Η υψηλή μόχλευση εάν δεν συνοδεύεται από μεγάλα περιθώρια δανεισμού ή από αποθέματα σε ρευστοποιήσιμα στοιχεία μπορεί να οδηγήσει στην αδυναμία εκπλήρωσης των υποχρεώσεων του hedge fund προς τα τραπεζικά ιδρύματα και στην συνέχεια ακόμα και στην πτώχευση του fund. Ένα τέτοιο γεγονός είναι ικανό

να προκαλέσει αλυσιδωτές αντιδράσεις απειλώντας το χρηματοοικονομικό σύστημα.

Η μόχλευση σαν πρακτική χρησιμοποιείται από διάφορους οργανισμούς για την αύξηση των αποδόσεων τους. Το ζήτημα εμφανίζεται στο ότι αυτοί οι οργανισμοί λειτουργούν κάτω από ένα πλαίσιο κανονισμών, ενώ ταυτόχρονα οφείλουν να ενημερώνουν τις εποπτικές αρχές για τις θέσεις τους αλλά και για τα επίπεδα μόχλευσης που έχουν. Η διαφάνεια σε αυτές τις περιπτώσεις θεωρείται δεδομένη και οι εποπτικές αρχές μπορούν να παρέμβουν σε περίπτωση που οργανισμοί λειτουργούν με υψηλή μόχλευση. Από την πλευρά των hedge funds το καθεστώς αδιαφάνειας και η έλλειψη ενός συγκεκριμένου ρυθμιστικού πλαισίου δεν επιτρέπει στις ρυθμιστικές αρχές να ασκήσουν τον αντίστοιχο έλεγχο. Τα hedge funds δεν είναι υποχρεωμένα να αποκαλύπτουν τις θέσεις του χαρτοφυλακίου τους στις αρμόδιες ρυθμιστικές αρχές ενώ οι όποιες εκθέσεις πρόχειρες χωρίς να αποκαλύπτουν θέσεις των funds. Επομένως ο κλάδος μπορεί να λειτουργεί κάτω από υψηλά επίπεδα μόχλευσης και συνεπώς κινδύνου, χωρίς το γεγονός αυτό να είναι αντιληπτό από τις αρμόδιες αρχές.

Η κλασσική πηγή μόχλευσης είναι τα δάνεια. Ένας άλλος τρόπος μόχλευσης όμως είναι και τα παράγωγα. Τα hedge funds δραστηριοποιούνται ιδιαίτερα σε αυτή την αγορά και ιδιαίτερα χρησιμοποιούν τα πιστωτικά παράγωγα(credit derivatives). Αυτά τα παράγωγα είναι συμβόλαια μεταξύ δυο πλευρών για μεταφορά στον πωλητή του συμβολαίου του πιστωτικού κινδύνου(ο οποίος προέρχεται από ένα δάνειο, ομόλογο κτλ) ενώ ο υποκείμενος τίτλος παραμένει στον ισολογισμό του αγοραστή. Μέσω τον πιστωτικών παραγώγων ο κίνδυνος μεταφέρεται από το ένα μέρος στο άλλο. Πολλές τράπεζες χρησιμοποιούν τέτοιους είδους προϊόντα προκειμένου να μεταφέρουν μέρος του πιστωτικού κινδύνου, με τα hedge funds να είναι πρόθυμα να τον αναλάβουν.

6.1.7 Συγκέντρωση σε αγορές με χαμηλή ρευστότητα

Ο ανταγωνισμός μεταξύ των hedge funds περιόρισε την κερδοφορία στις στρατηγικές που είχαν ως σημείο αναφοράς στοιχεία με μεγάλη ρευστότητα. Το γεγονός αυτό ώθησε τα hedge funds σε αγορές χαμηλότερης ρευστότητας προσδοκώντας μεγαλύτερες αποδόσεις. Σε περιόδους κρίσης

όμως τα hedge funds προχωρούν σε μαζικές ρευστοποιήσεις θέσεων από αυτές τις αγορές με αποτέλεσμα την απότομη εξάτμιση της ρευστότητας. Η μίξη πιστωτικού κινδύνου και του κινδύνου ρευστότητας σε στρατηγικές, που χρησιμοποιούν μόχλευση και short selling, μπορεί να μετατρέψει τα hedge funds στους αδύναμους κρίκους του χρηματοοικονομικού συστήματος. Έτσι αν τα hedge funds προχωρήσουν μαζικά σε πώληση θέσεων κάτω από τον περιορισμό της υψηλής χρηματοδότησης τους ή λόγω των margin calls μπορεί να προκαλέσουν την ίδια συμπεριφορά και σε άλλους οργανισμούς οδηγώντας σε μια χρηματοοικονομική κρίση.

Χαρακτηριστική περίπτωση είναι οι ασιατικές αγορές οι οποίες θεωρούνται αγορές με χαμηλότερη ρευστότητα. Τα hedge funds επενδύουν σε OTC(over the counter) παράγωγα και σε άλλες ιδιωτικές τοποθετήσεις χαμηλής ρευστότητας προσδοκώντας σε υψηλότερες αποδόσεις.

6.2 Γνωστές περιπτώσεις hedge funds και συστημικός κίνδυνος

6.2.1 Η περίπτωση του long term capital management

Η περίπτωση Long-Term Capital Management είναι χαρακτηριστική καθώς αποτέλεσε μια σοβαρή συστημική απειλή εξαιτίας των πρακτικών που εφάρμοσε το hedge fund. Η κατάρρευση του Long-Term Capital Management θα προκαλούσε την βέβαιη αποσταθεροποίηση του συνόλου των αγορών. Η απειλή για της κεφαλαιαγορές και χρηματαγορές προκάλεσε την άμεση επέμβαση της FED για την σωτηρία του hedge fund. Το γεγονός της πτώχευσης του Long-Term Capital Management και η επίδραση του πάνω στο σύνολο των αγορών ενέτεινε τους προβληματισμούς γύρω από το ρυθμιστικό πλαίσιο, κάτω από το οποίο λειτουργούσαν τα hedge funds. Έτσι κάποιοι υποστήριζαν την άποψη για θέσπιση αυστηρών κανονισμών στην λειτουργία των hedge funds ενώ κάποιοι άλλοι διατύπωναν την άποψη ότι η περίπτωση του Long-Term Capital Management είναι μεμονωμένη και πως δεν πρόκειται να επαναληφθεί.

Το Long-Term Capital Management ιδρύθηκε από τον John Meriwether το 1994. Αρχικά επένδυσε κυρίως στις αγορές των Η.Π.Α, της Ιαπωνίας και της Ευρώπης καθώς και σε άλλες αγορές. Οι διαχειριστές του hedge fund θεωρούνταν από τους κορυφαίους στο είδος τους αφού θεωρούνταν από τους καλύτερους και πιο επιφανείς του κλάδου των hedge funds. Ανάμεσά τους ο

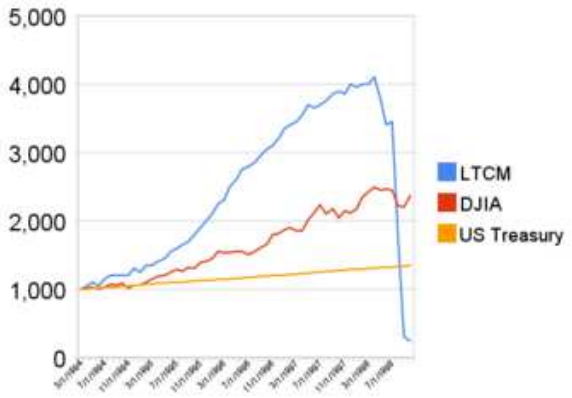
Myron Scholes και ο Robert Merton, οι οποίοι το 1997 μοιράστηκαν το νόμπελ οικονομικών. Ο Meriwether επέλεξε την σύσταση ενός hedge fund ώστε να αποφύγει τους ρυθμιστικούς κανόνες που συνοδεύουν άλλα παραδοσιακά επενδυτικά σχήματα, όπως τα mutual funds. Το Long-Term Capital Management ήταν μια επιχείρηση, η οποία διαχειρίζονταν τα κεφάλαια του hedge fund Long-Term Capital Portfolio LP με έδρα τα νησιά Κάιμαν. Το hedge fund ήταν οργανωμένο ώστε να έχει ελάχιστες λειτουργικές δαπάνες. Προκειμένου να αντληθούν κεφάλαια για το Long-Term Capital Management ο Meriwether πλησίασε άτομα με μεγάλη οικονομική επιφάνεια ενώ ο συνολικός όγκος χρημάτων που συγκεντρώθηκε ήταν 1,01 δις.$.

Το L.T.C.M βασίζονταν σε fixed-income arbitrage στρατηγικές, χρησιμοποιώντας συνήθως αμερικάνικα, ευρωπαϊκά, ιαπωνικά κυβερνητικά ομόλογα. Οι διαχειριστές του fund εκμεταλλεύονταν αδικαιολόγητες διαφορές ανάμεσα στις τιμές ομολόγων προχωρώντας στην αγορά του υποτιμημένου ομολόγου και στην short πώληση του υπερτιμημένου, στοχεύοντας ουσιαστικά στην σύγκλιση των τιμών Αυτή η τακτική επεκτάθηκε και σε συμβόλαια ανταλλαγής κεφαλαίων(swaps), δικαιώματα προαίρεσης(options) και μετοχές. Καθώς οι κεφαλαιακή βάση του fund μεγάλωνε, αυξανόταν και η πίεση προς τους διαχειριστές για μεγαλύτερες αποδόσεις. Το L.T.C.M σταδιακά εφάρμοζε ολοένα και πιο επιθετικές στρατηγικές, μοχλεύοντας σε σημαντικό βαθμό τις θέσεις του. Έτσι καθώς οι απαιτήσεις, ως προς τις αποδόσεις, ήταν μεγάλες αλλά και οι διαφορές στις τιμές μικρές το fund αναγκάστηκε να μόχλευση σε υπερβολικό βαθμό τα κεφάλαια του. Στις αρχές του 1998 το κεφάλαιο του fund έφτανε στα 4,72 δις. $ ενώ ο συνολικός δανεισμός του έφτανε στα 124,5 δις. $, ενώ ο δείκτης χρέους προς κεφάλαιο να έφτανε το 25! Ταυτόχρονα το L.T.C.M διατηρούσε σημαντικές έξω-ισολογιστικές θέσεις σε δικαιώματα προαίρεσης.

Στα μέσα του 1998 άρχισε η πτώση του hedge fund. Ήδη από τον Μάιο και Ιούνιο το fund κατέγραφε σημαντικές απώλειες της τάξης του -6,42% και -10,14% αντίστοιχα, μειώνοντας το κεφάλαιο του fund κατά 461εκατ. $. Οι απώλειες αυτές ενισχύθηκαν κατακόρυφα από την χρηματοπιστωτική ρωσική κρίση, όταν η ρωσική κυβέρνηση ανέστειλε τις πληρωμές ομολόγων της. Πανικόβλητοι επενδυτές άρχισαν να πωλούν ευρωπαϊκά και ιαπωνικά ομόλογα αναζητώντας καταφύγιο στα αμερικανικά ομόλογα. Το L.T.C.M που

είχε στηρίξει την στρατηγική του στην σύγκλιση των τιμών των ομολόγων κατέγραφε σημαντικές απώλειες καθώς οι τιμές άρχισαν να αποκλίνουν κατά πολύ. Στα τέλη του Αυγούστου το fund είχε υποστεί απώλειες κεφαλαίου 1,85 δις. $. Τώρα το fund ήταν αναγκασμένο να ρευστοποιεί θέσεις του σε στιγμή που δεν ήταν ευνοϊκή αυξάνοντας περαιτέρω τις απώλειες του. Έτσι το fund που είχε φτάσει να έχει αποδόσεις ύψους 40% τώρα είχε απώλειες κεφαλαίου 1,85 δις.$ μόνο το Σεπτέμβριο. Στις 23 Σεπτεμβρίου 1998 η πραγματική αποτίμηση του χαρτοφυλακίου τίτλων του L.T.C.M ανερχόταν σε μόλις 600 εκ. $ ενώ είχε δεσμευτεί ως περιθώριο ασφάλισης για την διατήρηση επενδυτικών θέσεων 100 δις. $. Η μόχλευση έφτασε σε 167 φορές τα ίδια κεφάλαια.

Διάγραμμα 5.2: Αποδόσεις του LTCM σε σύγκριση με άλλους δείκτες της αγοράς



Το L.T.C.M παρέπαιε αντιμετωπίζοντας το φάσμα της πτώχευσης. Στην περίπτωση αυτή η άμεση ρευστοποίηση των θέσεων του χαρτοφυλακίου του L.T.C.M. θα προκαλούσε αλυσιδωτές αντιδράσεις στις διεθνείς κεφαλαιαγορές και χρηματαγορές. Η επίπτωση στις παγκόσμιες αγορές παραγώγων λόγω της υποχρεωτικής ρευστοποίησης των επενδυτικών θέσεων θα ήταν καταλυτική. Τα παράγωγα απαλλάσσονται από την περίπτωση πτώχευσης ενός εκ του δυο συμβαλλομένων και επομένως οι αντισυμβαλλόμενοι του L.T.C.M. θα είχαν την δυνατότητα μαζικά να πουλήσουν στην αγορά τα συμβόλαια παραγώγων. Η ανησυχία πήγαζε στο ότι η υποχρεωτική και άμεση ρευστοποίηση των θέσεων της εταιρίας θα οδηγούσε σε μεγάλη μείωση των τιμών, η οποία μετ την σειρά της μπορεί να οδηγούσε και άλλες εταιρίες στην ρευστοποίηση θέσεων. Οι αγορές

αντιμετώπιζαν το φάσμα της κατάρρευσης. Η FED θορυβημένη από τις εξελίξεις μεσολάβησε προκειμένου να προλάβει τις συνέπειες της κατάρρευσης του hedge fund. Η FED κατάφερε να συγκεντρώσει κεφάλαιο ύψους 3,625 δις. $ από τους πιστωτές του L.T.C.M., οι οποίοι ανέλαβαν και τον έλεγχο του fund. Στόχος ήταν η ομαλή τακτική κλεισίματος ανοιχτών θέσεων χωρίς να διαταραχθεί η ρευστότητα και το κλίμα στις παγκόσμιες αγορές. Τελικά ο πανικός απεφεύχθη και οι θέσεις του L.T.C.M. αργότερα ρευστοποιήθηκαν με ένα μικρό κέρδος για τους πιστωτές.

Η περίπτωση του L.T.C.M. είναι χαρακτηριστική της επίδρασης που μπορεί να έχει ένα hedge fund στο σύνολο των αγορών. Ο συστημικός κίνδυνος εξαιτίας μιας κατάρρευσης ενός hedge fund είναι ιδιαίτερα αισθητός ενώ από οι εξελίξεις στην περίπτωση του L.T.C.M. δρομολόγησαν έντονους προβληματισμούς γύρω από χαλαρό έως και ανύπαρκτο θεσμικό πλαίσιο κάτω από το οποίο λειτουργούσαν τα hedge funds.

6.2.2 Η περίπτωση του amaranth advisors

Το hedge fund με την επωνυμία Amaranth Advisors δημιουργήθηκε από τον Nicholas M.Maounis με έδρα το Greenwich των Ηνωμένων Πολιτειών πριν από επτά χρόνια. Η επενδυτική στρατηγική που ακολούθησε το fund ήταν η «προσέγγιση της πολλαπλής στρατηγικής», η οποία έδινε τη δυνατότητα στους διαχειριστές κεφαλαίων να ανακαλύπτουν τις ευκαιρίες σε οποιαδήποτε αγορά και να επωφελούνται από αυτές.

Το Amaranth Advisors συμμετείχε κυρίως στις αγορές των μετατρέψιμων ομολόγων αλλά και στην αγορά ενέργειας, με συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης στο φυσικό αέριο. Το fund είχε χαρακτηρίσει τα μετατρέψιμα ομόλογα ως μια χαμηλής μεταβλητότητας επένδυση και την αγορά ενέργειας ως μια επένδυση υψηλού αλλά παράλληλα ελεγχόμενου ρίσκου.

Το μεγαλύτερο μέρος της κερδοφορίας προερχόταν από την αγορά ενέργειας από την οποία προέρχονταν και το 75% της κερδοφορίας του fund. Το Amaranth Advisors επένδυε στην εποχιακή μεταβολή της τιμής του φυσικού αερίου μέσω συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης. Η ουσία της στρατηγικής του βασίζονταν στη εκμετάλλευση στατιστικών στοιχείων που παρουσίαζαν μια εποχιακή τακτικότητα στις τιμές του φυσικού αερίου.

Παράλληλα το περιθώριο ασφάλισης(margin) που απαιτείται στην αγορά εμπορευμάτων είναι πολύ μικρότερο από το αντίστοιχο που απαιτείται στην αγορά των μετοχών. Το margin στην αγορά ενέργειας είναι μόλις 10% της συνολικής επενδυτικής θέσεις, γεγονός που αφήνει περιθώρια για υψηλά κέρδη. Άρα τα η εφαρμογή υψηλής μόχλευσης από την πλευρά του fund ήταν σχετικά απλή υπόθεση ενώ γινόταν ακόμα απλούστερη με την προθυμία των τραπεζικών ιδρυμάτων να δανείζουν τεράστια ποσά με χαρακτηριστική άνεση.

Σύντομα το hedge fund έγινε από τα πιο γνωστά και επιτυχημένα στον κλάδο. Τα κέρδη το 2005 ανήλθαν σε 1 δις.$ ενώ υπήρχαν μεγαλύτερες προσδοκίες για τα επόμενα έτη. Λόγω της εκπληκτική πορεία στου fund πολλοί θεσμικοί επενδυτές, όπως συνταξιοδοτικά ταμεία(pension funds), κληροδοτήματα(endowments) και μεγάλοι χρηματοπιστωτικοί οίκοι όπως τράπεζες, ασφαλιστικές και χρηματιστηριακές εταιρίες προχώρησαν σε σημαντικές επενδύσεις στο fund προσδοκώντας να μετέχουν σε μελλοντικές σημαντικές αποδόσεις.

Το 2006 ξεκινούσε με υψηλές προσδοκίες και το fund προέβλεπε μια ισχυρή ανάπτυξη των μεγεθών του. Πράγματι το πρώτο τετράμηνο του έτους οι προσδοκίες επιβεβαιώθηκαν με την επίτευξη σημαντικών αποδόσεων. Όμως η συνέχεια επιφύλασσε δυσάρεστες εκπλήξεις καθώς παρουσιάστηκαν αρνητικές αποδόσεις της τάξεις του -10% για τον μήνα Μάιο. Η αιτία για το αποτέλεσμα αυτό ήταν οι λανθασμένη πρόβλεψη του fund σχετικά με την μελλοντική τιμή του φυσικού αερίου και το άνοιγμα των τιμών των συμβολαίων. Η πρόβλεψη στηριζόταν ότι η τιμή του φυσικού αερίου για τους μήνες Μάιο και Απρίλιο θα ήταν χαμηλότερη από αυτή του Δεκεμβρίου λόγω του χειμώνα αλλά και λόγω της αύξησης των αποθεμάτων σε φυσικό αέριο. Η στρατηγική είχε ως αντικειμενικό σκοπό την δημιουργία αυξανόμενων κερδών όσο το άνοιγμα στις τιμές μεγάλωνε. Όμως για διάφορους λόγους η τιμή δεν ακολούθησε τις προβλέψεις του fund με αποτέλεσμα την ύπαρξη σημαντικών απωλειών. Η συνέχεια ήταν ακόμα πιο αποκαρδιωτική. Τέλη Σεπτέμβρη η κυβέρνηση ανακοίνωσε πολύ υψηλά για την εποχή αποθέματα φυσικού αερίου. Ταυτόχρονα η μετεωρολογική υπηρεσία ανακοίνωνε τις προβλέψεις της για ήπιο χειμώνα οδηγώντας τις τιμές του φυσικού αερίου σε απότομη και θεαματική πτώση.

Δυστυχώς τα μοντέλα διαχειρίσεις κινδύνου που χρησιμοποιούνται ευρέως από τα hedge funds για την μέτρηση του κινδύνου δεν υπολόγισαν τον κίνδυνο που είχε αναλάβει το fund με αποτέλεσμα ατός να μην έχει αντισταθμιστεί στον κατάλληλο βαθμό. Η αποτυχία των μοντέλων αυτών εξηγείται από την χρήση ιστορικών τιμών, αλλά η αγορά παρουσίασε ιδιαίτερα υψηλή μεταβλητότητα το 2006 από οποιοδήποτε άλλο έτος μεταγενέστερο του 2001. Τελικά το hedge fund κατέρρευσε τον Οκτώβριο του 2006.

Η μεταβλητότητα δεν δημιούργησε προβλήματα μόνο στο Amaranth Advisors αλλά και σε άλλα hedge funds που ακλουθούσαν παρόμοια στρατηγική με το πρώτο. Τον Αύγουστο του 2006 κατέρρευσε το MotherRock Energy hedge fund κάτω από το βάρος μεγάλων απωλειών.

Πρέπει να τονίσουμε ότι η κατάρρευση του Amaranth Advisors, που ήταν η μεγαλύτερη κατάρρευση hedge fund από την κατάρρευση του LTCM, δεν προκάλεσε στις αγορές σοβαρές και μακροχρόνιες επιπτώσεις. Αυτό μπορεί να οφείλεται σε μια σειρά από λόγους. Πρώτον η πτώχευση του Amaranth Advisors δεν συνοδεύτηκε από την ρωσική κρίση του 1997. Δεύτερον οι άλλοι συμμετέχοντες στην αγορά ενέργειας είχαν επίγνωση των μεγάλων ανοιγμάτων του fund και την έκθεση του στην αγορά φυσικού αερίου και πήραν επαρκή μέτρα ώστε να μην επηρεασθούν αν ξαφνικά το fund προχωρούσε σε κλείσιμο των θέσεών του. Τρίτον οι επενδυτές του fund δεν μπορούσαν να αποσύρουν κεφάλαια(κυρίως στην αρχή του προβλήματος) εξαιτίας ρητρών περιορίζοντας την ρευστότητα που χρειαζόταν το fund. Επίσης οι πιστώτριες τράπεζες δεν επηρεάστηκαν ιδιαίτερα.

6.2.3 Η κρίση στις αναδυόμενες ασιατικές αγορές του 1997 και ο ρόλος των hedge fund.

Τον Ιούλιο του 1997 άρχισε η χρηματοοικονομική κρίση των ασιατικών αγορών του 1997. Η κυβέρνηση της Ταϊλάνδης είχε δεσμευτεί για την διατήρηση σταθερής ισοτιμίας του νομίσματός της Ταϊλάνδης μπαχτ με το δολάριο. Τις πρώτες μέρες του Ιουλίου όμως η κεντρική τράπεζα της Ταϊλάνδης εξάντλησε τα συναλλαγματικά της διαθέσιμα στην προσπάθεια της να υπερασπιστεί το μπαχτ από κύμα κερδοσκοπικών επιθέσεων. Αναγκάστηκε να αφήσει την ελεύθερη την διακύμανση του μπαχτ, το οποίο κατέρρευσε.

Παρά τα θετικά μακροοικονομικά στοιχεία που παρουσίαζαν οι ασιατικές οικονομίες, όπως χαμηλό πληθωρισμό, ισοσκελισμένους προϋπολογισμούς και ισχυρούς ρυθμούς ανάπτυξης, εκ των υστέρων φάνηκαν οι σοβαρές αδυναμίες τους. Αδύναμα χρηματοοικονομικά συστήματα, περιορισμένοι εποπτικοί μηχανισμοί, πρόχειρο άνοιγμα στο ξένο κεφάλαιο και μια πολιτική σύνδεσης των τοπικών νομισμάτων με το δολάριο. Πολλές τράπεζες της Ταϊλάνδη είχαν δανεισθεί δολάρια προκειμένου να δανείσουν επιχειρήσεις, με πολύ μικρότερο επιτόκιο από το αντίστοιχο σε μπαχτ, ώστε οι τελευταίες να χτίσουν γραφεία, πολυτελή διαμερίσματα και ξενοδοχεία. Όσο εισέρεε το δολάριο τόσο εκτινάσσονταν ο δανεισμός αλλά και οι τιμές ακινήτων και μετοχών. Οι τράπεζες ένιωθαν ασφαλείς καθώς η κυβέρνηση είχε εγγυηθεί ότι θα κρατήσει την ισοτιμία δολαρίου με μπαχτ σταθερή. Τελικά όμως η κυβέρνηση απέτυχε ενισχύοντας την ανησυχία ότι η ταϊλανδική οικονομία δεν ήταν τόσο ισχυρή. Ο φόβος αυτός προκάλεσε κύμα πωλήσεων του ταϊλανδικού νομίσματος το οποίο υποτιμήθηκε κατά 30%. Η αποπληρωμή των δανείων γινόταν τώρα εξαιρετικά δύσκολη καθώς οι επιχειρήσεις έπρεπε να πληρώνουν στις τράπεζες 30% περισσότερα μπαχτ. Οι περισσότερες δεν μπορούσαν να ανταποκριθούν και οι τράπεζες με την σειρά τους δεν μπορούσαν να πληρώσουν τους ξένους δανειστές τους ολόκληρο το σύστημα οδηγήθηκε στην κατάρρευση. Η κατάσταση χειροτέρευε εντείνοντας το κλίμα φυγής των ξένων κεφαλαίων από την Ταϊλάνδη. Η όλη κατάσταση δεν περιορίσθηκε μόνο στην Ταϊλάνδη αλλά επεκτάθηκε και σε άλλες χώρες που είχαν παρόμοια συμπτώματα ιδίως η Ινδονησία, η νότιος Κορέα και η Μαλαισία. Πλήγμα επίσης δέχθηκαν οι Φιλιππίνες, η Ταιβάν και η Σιγκαπούρη. Η φυγή ξένων κεφαλαίων ήταν πρωτόγνωρη με αποτέλεσμα την κατάρρευση οικονομιών και αγορών.

6.2.3.1 Ο ρόλος των hedge funds

Πολλοί υποστήριξαν ότι για την κρίση σημαντικό μερίδιο ευθύνης έχουν τα hedge funds. Πράγματι τα hedge funds πριν την κρίση είχαν διενεργήσει συναλλαγές σε προθεσμιακά συμβόλαια με υποκείμενο τίτλο το ταϊλανδικό νόμισμα, δηλαδή συμφωνίες για πώληση του μπαχτ σε μελλοντικό χρόνο. Ο συνολικός όγκος αυτού του είδους των προθεσμιακών συμβολαίων, σύμφωνα με την κεντρική τράπεζα της Ταϊλάνδης, ανέρχονταν σε 28 δις $ εκ των

οποίων 7 δις $ αφορούσαν συναλλαγές όπου συμβαλλόμενοι ήταν hedge funds και αντισυμβαλλόμενοι άλλοι συμμετέχοντες της αγοράς. Τελικός αγοραστής όλων αυτών των συμβολαίων ήταν η κεντρική τράπεζα της Ταϊλάνδης. Όμως το όλο κλίμα εναντίον του μπαχτ επέτειναν και άλλοι μεγάλοι επενδυτές.

Το ταϊλανδικό νόμισμα ήταν το μοναδικό ασιατικό νόμισμα στο οποίο επιτέθηκαν τα hedge funds λαμβάνοντας συλλογικά τεράστιες short θέσεις. Η διάδοση της πληροφορίας για τον όγκο αυτών των θέσεων προκάλεσε την ανισσοροπία και στα υπόλοιπα ασιατικά νομίσματα. Όμως σε αυτές τις περιπτώσεις οι μεγαλύτεροι πωλητές στην Ινδονησία , την Μαλαισία και τις Φιλιππίνες ήταν μεγάλοι διεθνείς επενδυτικοί οίκοι, μεγάλες επενδυτικές και εμπορικές τράπεζες άλλα και εγχώριοι επενδυτές.

Επόμενη μεγάλη συγκέντρωση των κεφαλαίων των hedge funds ήταν στην ινδονησιακή ρούπια. Η πλειοψηφία ωστόσο των θέσεων αυτών ήταν long θέσεις, που έδρασαν υποστηρικτικά στην αρχική υποτίμηση. Ταυτόχρονα δεν φαίνεται τέτοια ανάμειξη των hedge funds στις υπόλοιπες ασιατικές χώρες ώστε να κατηγορηθούν αυτά για την μεγάλη υποτίμηση των νομισμάτων των χωρών αυτών.

6.3 Αντίλογος-θετικός αντίκτυπος των hedge funds στο σύστημα

Παραπάνω αναφερθήκαμε στους κινδύνους που μπορεί να ελλοχεύουν για το διεθνές χρηματοοικονομικό σύστημα εξαιτίας της δράσης των hedge funds. Όμως, τα τελευταία έχουν και θετικό αντίκτυπο στις αγορές ενισχύοντας έτσι το σύνολο της οικονομίας.

6.3.1 Αποτελεσματικότητα της αγοράς

Για να χαρακτηριστεί μια αγορά ως αποτελεσματική θα πρέπει οι τιμές που διαμορφώνονται σε αυτή να αντανακλούν το σύνολο της πληροφόρησης που είναι διαθέσιμο στους επενδυτές. Η αποτελεσματικότητα όμως εξαρτάται από την επίτευξη των τεχνικών προϋποθέσεων πχ οι δυνάμεις τις προσφοράς και της ζήτησης συναντώνται κάτω από τις απαραίτητες υποδομές μιας οργανωμένης αγοράς αποτυπώνοντας τις τιμές της αγοράς. Οι τεχνικές προϋποθέσεις όμως δεν είναι και ικανή συνθήκη για την αποτελεσματικότητα. Η τελευταία απαιτεί την ύπαρξη κάποιον επενδυτών οι οποίοι συγκεντρώνουν

πληροφορίες με το αντίστοιχο κόστος, και στην συνέχεια δρουν βάσει της πληροφόρησής τους αναλαμβάνοντας και τον αντίστοιχο κίνδυνο. Αυτές οι ενέργειες διασφαλίζουν ότι οι τιμές θα αντανακλούν το σύνολο της πληροφόρησης επιτυγχάνοντας την αποτελεσματικότητα. Επομένως βασική προϋπόθεση στην ‘’διαδικασία ανακάλυψης των τιμών’’(discovery price process) είναι η ύπαρξη επενδυτών που θα κατέχουν την κατάλληλη πληροφόρηση και θα την εκμεταλλευτούν. Αυτό σημαίνει ότι στην αγορά υπάρχουν αναποτελεσματικότητες τις οποίες εκμεταλλεύονται ενημερωμένοι επενδυτές. Με άλλα λόγια, υφίσταται ένα παράδοξο, η αγορά είναι αποτελεσματική αν υπάρχουν επενδυτές που πιστεύουν ότι αυτή είναι αναποτελεσματική. Τα hedge funds διαθέτοντας την απαραίτητη τεχνογνωσία λειτουργούν με τον παραπάνω τρόπο ενισχύοντας την διαδικασία καθορισμού των τιμών. Τα hedge funds συμμετέχουν στις αγορές τίτλων τόσο από την πλευρά της προσφοράς όσο και από αυτή της ζήτησης, αυξάνοντας τους όγκους συναλλαγών, ευθυγραμμίζοντας έτσι τις τιμές με τα θεμελιώδη μεγέθη τους. Χαρακτηριστική είναι η περίπτωση εφαρμογής arbitrage στρατηγικών οι οποίες εκμεταλλεύονται λάθος τιμολόγησης που παρατηρούνται στην αγορά. Μια άλλη περίπτωση είναι αυτή του short selling που βοηθά στις διορθώσεις τιμών υπερφορολογημένων τίτλων.

Παράλληλα χαρακτηριστική είναι και τόνωση της η ρευστότητας στις αγορές μέσα από την δράση των hedge funds. Σε φυσιολογικές περιόδους οι αυξανόμενες συναλλαγές ενισχύουν την ρευστότητα στις αγορές. Ακόμα και σε δύσκολες περιόδους όταν στην αγορά χαρακτηρίζεται από την έλλειψη ρευστότητας και τα άλλα μέρη είναι επιφυλακτικά στην αγορά συγκεκριμένων τίτλων, τα hedge funds παρεμβαίνουν βοηθώντας εταιρίες να ανακάμψουν (πχ τα hedge funds που ακολουθούν στρατηγικές των distressed securities). Η επιφυλακτικότητα των διάφορων συμμετεχόντων μπορεί να είναι γενική και όχι συγκεκριμένη. Η διστακτικότητα μπορεί να πηγάζει από το ρυθμιστικό πλαίσιο κάτω από το οποίο αναγκάζονται να λειτουργούν οι οργανισμοί πχ οι τράπεζες δεσμεύονται από την συνθήκη της Βασιλείας ΙΙ για διατήρηση συγκεκριμένων μεγεθών. Σε περιόδους κρίσεων τέτοιοι οργανισμοί αναγκάζονται να ξεφορτωθούν από το χαρτοφυλάκιο τους στοιχεία που εμπεριέχουν υψηλό κίνδυνο ενώ δεν μπορούν να εισέρθουν στην αγορά εξαιτίας των δεσμεύσεων που προκύπτουν από το ρυθμιστικό τους πλαίσιο.

Αντίθετα τα hedge funds, που δεν υπόκεινται σε αυστηρά θεσμικά πλαίσια έχουν την δυνατότητα να συμμετέχουν στην πτωτική αγορά ενισχύοντας την ρευστότητα και θέτοντας ένα όριο στην πτώση των τίτλων.

Μια ακόμα σημαντική λειτουργία hedge funds που βοηθάει στην αποτελεσματικότητα των αγορών είναι η απορρόφηση μέρους του κινδύνου από άλλους οργανισμούς της αγοράς. Τα hedge funds είναι πρόθυμα και έχουν την ικανότητα να απορροφήσουν κινδύνους που άλλοι οργανισμοί θέλουν να αποφύγουν. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι οι τράπεζες όπου μεταφέρουν μέρος του πιστωτικού κίνδυνου στα hedge funds. Με τον τρόπο αυτό οι κίνδυνοι βρίσκονται διεσπαρμένοι σε περισσότερα χαρτοφυλάκια επενδυτών στα πλαίσια της διαφοροποίησής τους. Επομένως κατά μια άποψη καθώς αυξάνεται η διασπορά του κινδύνου ανάμεσα στους συμμετέχοντες στην αγορά μπορεί να μειώνεται η ευπάθεια του συνόλου του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Φυσικά κάθε νόμισμα έχει δυο όψεις. Πρακτικές που τονίσαμε εδώ ότι συνδράμουν στην αποτελεσματικότητα της αγοράς μπορεί τελικά να είναι ακριβώς αυτές που θέτουν σε κίνδυνο την αγορά. Έτσι όπως τονίσαμε σε άλλο κεφάλαιο οι τεχνικές του short selling μπορεί να συνδράμουν σε περαιτέρω αποσταθεροποίηση των τιμών ή να συνδέονται με πρακτικές χειραγώγησης των τιμών των τίτλων. Από την άλλη πλευρά μια κρίση επηρεάζει τα hedge funds τα οποία ίσως αναγκαστούν να κλείσουν θέσεις τους πουλώντας τίτλους οδηγώντας τις αγορές σε περεταίρω πτώση.

Κεφάλαιο 7ο: Κανονισμοί-ρυθμιστικό πλαίσιο

Οι ρυθμιστικές αρχές εποπτεύουν και ρυθμίζουν τις επενδυτικές εταιρείες για τρεις λόγους:

- Για την προστασία των επενδυτών
- Για να εξασφαλίσουν την ακεραιότητα και την αποτελεσματικότητα των αγορών
- Για εξασφαλιστεί η σταθερότητα στις αγορές

Η περίπτωση των hedge funds έχει εγείρει έντονες ανησυχίες για τις συνέπειες που αυτά μπορεί να έχουν στο σύστημα ως σύνολο. Η αδιαφάνεια και η αδυναμία παρακολούθησης αυτών των επενδυτικών σχημάτων δημιουργούν μια θολή εικόνα για τα hedge funds. Το γεγονός αυτό δεν επιτρέπει στις ρυθμιστικές αρχές να σχηματίζουν μια σαφή άποψη για τους κινδύνους που απειλούν το διεθνές χρηματοοικονομικό σύστημα εξαιτίας της δράσης των hedge funds.

7.1 Προστασία επενδυτών

Τα hedge funds είναι επενδυτικά σχήματα που έχουν δομηθεί έτσι ώστε να τυγχάνουν την ελάχιστη δυνατή επέμβαση από τις αρμόδιες αρχές. Πράγματι οι ρυθμιστικές αρχές πιστεύουν ότι δεν χρειάζεται επέμβασή τους όσο αφορά την προστασία των επενδυτών των hedge funds. Οι επενδυτές είναι είτε άτομα με υψηλά εισοδήματα είτε θεσμικοί επενδυτές οι οποίοι θεωρείται ότι έχουν την δυνατότητα να προστατεύσουν τα συμφέροντα τους. Οι αρχές θεωρούν ότι οι επενδυτές αυτοί έχουν τόσο τις γνώσεις όσο και την ικανότητα να προστατεύσουν την επένδυσή τους. Παρόλα αυτά η εξέλιξη του κλάδου είναι τέτοια που ακόμα και οι πιο εξελιγμένοι επενδυτές αδυνατούν να κατανοήσουν τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν. Παράλληλα τα hedge funds πρέπει να παρέχουν στους επενδυτές τους όλο το απαραίτητο ενημερωτικό υλικό που αφορά τις θέσεις και τα αποτελέσματα του fund μέσω ενός ενημερωτικού δελτίου. Πάντως έχουν υπάρξει αρκετές περιπτώσεις που τα ενημερωτικά δελτία εμπεριείχαν διαστρεβλωμένες πληροφορίες σχετικά με τα αποδόσεις ή τις επενδύσεις των hedge funds.

Εξαιτίας της φύσης των επενδύσεων σε hedge funds οι χώρες θέτουν ορισμένες προϋποθέσεις για την συμμετοχή στον κλάδο των hedge funds περιορίζοντας το εύρος του επενδυτικού κοινού που μπορεί να συμμετέχει. Τα

hedge funds προσφέρουν τους τίτλους τους ως ιδιωτικές τοποθετήσεις ενώ εξαιτίας της δομή τους δεν επιτρέπεται η διαφήμιση τους για την προσέλκυση επενδυτών. Επενδυτές σε αυτά μπορούν να είναι μόνο πιστοποιημένοι επενδυτές(qualified investors) που συγκεντρώνουν έναν αριθμό προσόντων, τα οποία μπορεί να σχετίζονται με το ύψος της περιουσίας, το ύψος του εισοδήματος, την αξία στοιχείων που έχει επενδύσει το άτομο σε άλλες επενδύσεις. Παράλληλα με τα παραπάνω τίθεται και ελάχιστο ποσό συμμετοχής, το ύψος του οποίου εξαρτάται από την χώρα. Παρόμοια όρια έθεταν και θέτουν από μόνα τους και τα hedge funds, όμως ο έντονος ανταγωνισμός έχει οδηγήσει στην επικίνδυνη χαλάρωσή τους.

Τον τελευταίο καιρό όμως οι προβληματισμοί γύρω από το ποιοι επενδύουν σε hedge funds έχουν ενταθεί καθώς αυξάνεται η συμμετοχή λιγότερο εύπορων ατόμων. Ιδιαίτερα με την ανάπτυξη των funds of hedge funds είναι δυνατή η συμμετοχή ατόμων και θεσμικών χαμηλότερων εισοδημάτων.

7.2 Προστασία της σταθερότητας της αγοράς

Στόχος των ρυθμιστικών αρχών είναι η αποτροπή συστημικών κινδύνων στο χρηματοοικονομικό σύστημα. Στο παραπάνω κεφάλαιο τονίσαμε την συστημική αξία των hedge funds και πως αυτά μπορούν να επηρεάσουν τις διεθνής αγορές. Οι επενδυτικές τράπεζες αλλά και άλλοι οργανισμοί εμπλέκονται με τα hedge funds δανείζοντάς τα. Επομένως μια κατάρρευση των hedge funds ίσως αποτελέσει ένα σοβαρό πλήγμα στην καρδιά του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Στα παραπάνω πλαίσια οι ρυθμιστικές πολιτικές περιλαμβάνουν υψηλές απαιτήσεις περιθωρίου ασφάλισης, απαιτήσεις ενεχυριάσεις τίτλων και όρια όσον αφορά στην έκθεση του πιστωτικού κίνδυνου των τραπεζών προς τα hedge funds.

Επομένως με σκοπό την διαχείριση των πιστωτικών κινδύνων, οι prime brokers και οι τράπεζες είναι υποχρεωμένοι να υπολογίζουν καθημερινά τις επενδυτικές τους θέσεις απέναντι στα hedge funds, σύμφωνα με τις τιμές κλεισίματος των τίτλων στις αγορές, απαιτούν λογιστικές τακτοποιήσεις και ενεχυριάσεις τίτλων ανάλογα με το ύψος του δανεισμού. Επίσης παρακολουθούν τις στρατηγικές που εφαρμόζουν τα hedge funds, τις μηνιαίες αποδόσεις αλλά και τις αποχωρήσεις μεγάλων επενδυτών από αυτά. Βάση

των παραπάνω χαράζουν την πιστωτική πολιτική τους απέναντι στα hedge funds.

Οι παραπάνω διαδικασίες κάποιες φορές, εξαιτίας του ανταγωνισμού των τραπεζών για την χορήγηση δανείων, χαλαρώνουν. Κατά συνέπεια είναι σημαντικό για τις Κεντρικές Τράπεζες να παρακολουθούν την έκθεση των τραπεζών στα hedge funds και να απαιτούν διορθωτικές κινήσεις όταν το άνοιγμα κρίνεται υψηλό. Παρόλο την ανάμειξη όμως των κεντρικών τραπεζών ο κινδύνους για τη σταθερότητα του συνόλου του συστήματος παραμένει. Η δράση των hedge funds και οι σχέσεις που αναπτύσσουν με άλλα ινστιτούτα, χρησιμοποιώντας πολύπλοκα χρηματοοικονομικά εργαλεία όπως τα παράγωγα προϊόντα, προκαλούν στις ελεγκτικές αρχές σύνθετα προβλήματα πληροφόρησης και αξιολόγησης του κινδύνου.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η χρήση πιστωτικών παραγώγων ειδικότερα όταν αναφερόμαστε σε συναλλαγές που γίνονται ¨over the counter¨ χωρίς δηλαδή την διαμεσολάβηση χρηματιστηρίου ή άλλου ενδιάμεσου. Επομένως δεν είναι δυνατή η παρακολούθηση της διασποράς του κινδύνου αφού οι οργανισμοί που ελέγχονται και θεωρούνται διαφανείς μεταφέρουν κινδύνους σε επενδυτικές εταιρίες που σχεδόν δεν εποπτεύονται καθώς δεν αποκαλύπτουν τις θέσεις τους. Για τις εποπτικές αρχές είναι αδύνατο να διαπιστώσουν τους κινδύνους που έχουν συγκεντρώσει τα hedge funds. Το γεγονός αυτό ενισχύεται και από άλλους πρόσθετους λόγους όπως είναι το μέγεθος της αγοράς παραγώγων, η ταχύτητα των συναλλαγών και η πολυπλοκότητα των προϊόντων που εκδίδονται.

Μια επιπλέον πτυχή της δράσης των hedge fund που προκαλεί ανησυχίες είναι ότι αυτή πλέον εκδηλώνεται σε παγκόσμιο επίπεδο. Καμία εποπτική αρχή δεν μπορεί να γνωρίζει την ακριβή πιστωτική έκθεση των οικονομικών διαμεσολαβητών συνολικά προς τα hedge funds, τα οποία έχουν την δυνατότητα να δανείζονται από διεθνείς τράπεζες διάφορων χωρών. Το ζήτημα αυτό ανέκυψε και στην περίπτωση του LTCM, όπου οι αμερικάνικες αρχές γνώριζαν την πιστωτική επέκταση των τοπικών τραπεζών, οι ελβετικές αρχές ήταν ενήμερες για την έκθεση των ελβετικών τραπεζών, όμως κανένας δεν ήταν σε θέση να ξέρει την έκταση του κινδύνου συνολικά για όλες τις πιστώτριες τράπεζες. Η ενδεικτική λύση είναι η στενή επικοινωνία μεταξύ των

αρμόδιων αρχών όπως προτείνει η επιτροπή της Βασιλείας στις βασικές αρχές για την εποπτεία των τραπεζών.

7.3 Προστασία της αποτελεσματικότητας και της ακεραιότητας της αγοράς

Τα hedge funds στην Αγγλία και στην Αμερική υπόκεινται σε κανονισμούς, οι οποίοι στοχεύουν στην ανίχνευση προσπαθειών για τυχόν χειραγώγηση της αγοράς. Αρκετοί παρατηρητές ανησυχούν ότι η δράση των hedge funds μπορεί να επηρεάσει τις τιμές των τίτλων και να τις απομακρύνει από μια καλή ισορροπία. Έτσι στις Ηνωμένες Πολιτείες, οι ενεργοί επενδυτές στην αγορά των Συμβολαίων μελλοντικής Εκπλήρωσης(ΣΜΕ) με υποκείμενο τίτλο εθνικά νομίσματα, συμπεριλαμβανομένων και των hedge funds υποχρεούνται σε αναφορές όταν δημιουργηθούν μεγάλες επενδυτικές θέσεις στη λίρα Αγγλίας, στο καναδικό δολάριο, στο ευρώ, στο ελβετικό φράγκο, στο αμερικάνικο δολάριο και στο ιαπωνικό γεν. Ταυτόχρονα σε πολλές χώρες τα hedge funds υποχρεώνονται να αναφέρουν μεγάλες συναλλαγές σχετικά με νομίσματα και κυρίως όταν αυτές σχετίζονται με το νόμισμα της εκάστοτε χώρας. Άλλωστε στην ασιατική κρίση πολλοί αναλυτές είχαν κατηγορήσει τα hedge funds για την απότομη υποτίμηση των νομισμάτων. Παράλληλα πολλές χρηματιστηριακές αγορές στις οποίες διαπραγματεύονται δικαιώματα προαίρεσης, έχουν εγκατεστημένα συστήματα για τον εντοπισμό μεγάλων θέσεων σε τέτοια δικαιώματα. Με τον τρόπο αυτό παρακολουθούνται μεγάλες αλλαγές σε επενδυτικές θέσεις και γίνονται αντιληπτές οι μεγάλες ακάλυπτες short θέσεις.

7.4 Άμεση ρύθμιση

Στην περίπτωση αυτή οι αρχές παίρνουν μέτρα που στόχο έχουν την άμεση ρύθμιση και επόπτευση των ενεργειών των hedge funds. Τα μέτρα αυτά μπορούν να επικεντρωθούν τόσο στο ενεργητικό όσο και στο παθητικό όπως καταγράφονται στον ισολογισμό των funds.

Από την πλευρά των παθητικού, οι ρυθμιστικές αρχές παίρνουν μέτρα προκειμένου να περιορισθεί ο αριθμός των επενδυτών που επενδύουν σε hedge funds. Αυτό επιτυγχάνεται με την θέσπιση προϋποθέσεων, τις οποίες πρέπει να πληροί κάποιος ώστε να μπορεί να επενδύσει στον κλάδο. Όπως

έχουμε αναφέρει ξανά αυτές οι προϋποθέσεις σχετίζονται με την περιουσία το εισόδημα αλλά και το ύψος άλλων επενδύσεων των υποψηφίων επενδυτών. Η περιορισμένη πρόσβαση μπορεί να λειτούργει προστατευτικά για τους επενδυτές, ωστόσο έχει κάποιες αδυναμίες τόσο από θεωρητικής όσο και από πρακτικής άποψης. Από θεωρητικής πλευράς θα μπορούσε να ειπωθεί ότι είναι άδικο κάποιος να περιορίζει με κανονισμούς πιθανές προσοδοφόρες επενδύσεις, οι οποίες είναι προσιτές μόνο στους ήδη πλούσιους επενδυτές. Από πρακτικής άποψης είναι δύσκολο να περιορισθεί η είσοδος στον κλάδο των hedge funds σε μικρούς επενδυτές, οι οποίοι έχουν την δυνατότητα να επενδύσουν σε αυτά με έμμεσο τρόπο χρησιμοποιώντας διάφορα επενδυτικά σχήματα. Η ανάπτυξη των funds of hedge funds είναι μια χαρακτηριστική περίπτωση. Αυτά παρέχουν την δυνατότητα σε μικρούς επενδυτές να συμμετάσχουν έμμεσα στον κλάδο ενώ παράλληλα μέσω της διαφοροποίησης μειώνουν τον κίνδυνο.

Η ρύθμιση των hedge funds μέσω του ενεργητικού στηρίζεται στην καταχώρηση των hedge funds στις αρμόδιες αρχές. Η καταχώρηση αποκαλύπτει στις αρμόδιες ρυθμιστικές αρχές τις δραστηριότητες των hedge funds και καθιστά δυνατό τον έλεγχο των διαχειριστών. Ταυτόχρονα η καταχώρηση μπορεί να λειτουργήσει σε συνδυασμό με περιορισμούς στο χαρτοφυλάκιο, με κεφαλαιακές απαιτήσεις που συνδέονται με τον κίνδυνο και με την επόπτευση των λειτουργικών συστημάτων των hedge funds.

Ενώ ο έλεγχος και η επόπτευση συμβάλλουν στην σταθερότητα της αγοράς ωστόσο ο υπερβολικός βαθμός ελέγχου δημιουργεί σοβαρά ζητήματα. Έτσι, ο περιορισμός των κινήσεων στο χαρτοφυλάκιο μπορεί να μειώσει την συμβολή των hedge funds στην αποτελεσματικότητα της αγοράς, το ύψος των κεφαλαιακών απαιτήσεων είναι δύσκολο να καθορισθεί δεδομένο των πολύπλοκων μοντέλων διαχείρισης κινδύνου που χρησιμοποιούν τα funds (ένας υψηλός δείκτης μπορεί να μείωση τη ρευστότητα των αγορών) και η επόπτευση των λειτουργικών συστημάτων απαιτεί υψηλό κόστος.

7.5 Έμμεση ρύθμιση

Η προσέγγιση της έμμεσης ρύθμισης βασίζεται στο γεγονός ότι τα hedge funds διατηρούν στενή συνεργασία με οργανισμούς και ιδρύματα τα οποία υπόκεινται σε αυστηρούς κανονισμούς. Αναλυτές υποστηρίζουν ότι η

ικανότητα των hedge funds να επηρεάσουν την συστημική σταθερότητα είναι μια συνάρτηση των σχέσεων των funds με άλλα ιδρύματα με το πόσο κοντά είναι αυτά τα ιδρύματα στην καρδιά του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Επομένως εφόσον ελέγχονται κατάλληλα οι σχέσεις των παραπάνω ιδρυμάτων με τα hedge funds τότε οι αρχές δεν χρειάζεται να θεσπίσουν ξεχωριστό θεσμικό πλαίσιο για τον κλάδο των hedge funds. Οι αρχές μπορούν να επιβάλουν στα μέρη που έχουν σχέσεις με hedge funds να απαιτούν εγγυήσεις ,λογαριασμούς εξασφάλισης, κεφαλαιακή επάρκεια καθώς και επαρκή λειτουργικά συστήματα. Εφόσον τηρούνται τα παραπάνω, η κατάρρευση ενός hedge funds θα επηρεάσει μόνο τους επενδυτές και τον διαχειριστή του χωρίς να βάλει σε κίνδυνο το σύνολο του συστήματος.

Υπάρχουν ωστόσο επιχειρήματα που τονίζουν ότι η έμμεση ρύθμιση είναι μια ανεπαρκής πρακτική για την ρύθμιση των funds. Πρώτα από όλα η συγκεκριμένη προσέγγιση υποθέτει ότι τα σχετιζόμενα, με τα hedge funds, μέρη ρυθμίζονται και ελέγχονται επαρκώς στις συνεργασίες τους με τα funds. Επίσης υποθέτει ότι και οι συνεργάτες των hedge funds έχουν το κίνητρο να συμμορφωθούν με τις υποδείξεις των αρμόδιων αρχών.

Εδώ πρέπει να τονίσουμε ότι ιδρύματα και οργανισμοί δεν είναι κύριοι δανειστές του κλάδου. Τα funds μοχλεύουν τα κεφάλαια τους χρησιμοποιώντας κυρίως παράγωγα, τα οποία αρκετές φορές είναι “over the counter”. Ταυτόχρονα πρέπει να συμπληρώσουμε και το γεγονός ότι οι τράπεζες εξαιτίας του ανταγωνισμού στον κλάδο τους προχωρούν σε συναλλαγές με τα hedge funds τις οποίες αποκρύβουν από τις ρυθμιστικές αρχές. Χαρακτηριστικό παράδειγμα οι prime brokers που παρέχουν μόχλευση στα hedge funds μέσω των reverse repos, χρησιμοποιώντας περιουσιακά στοιχεία ως εγγυήσεις, με τις συναλλαγές να μην είναι ανιχνεύσιμες και να μην αναφέρονται από τις τράπεζες. Παράλληλα πολλές τράπεζες δημιουργούν τα και λειτουργούν τα δικά τους hedge funds δυσχεραίνοντας περεταίρω την λειτουργία της έμμεσης ρύθμισης. Εδώ θα πρέπει να προσθέσουμε και την αδιαφάνεια που επικρατεί στον κλάδο δυσκολεύοντας το έργο των αρχών.

Ένα ακόμα ουσιαστικό στοιχείο είναι η ουσιαστική ρύθμιση και έλεγχος που ασκούνται στους συνεργάτες των hedge funds, οι οποίοι είναι συνήθως είναι μεγάλες διεθνείς επενδυτικές τράπεζες. Αυτές βρίσκονται κάτω από την εποπτεία της SEC και αυτό για τις μεσιτικές(brokerage) τους δραστηριότητες.

Οι υπόλοιπες δραστηριότητες ασκούνται ουσιαστικά χωρίς ουσιαστικό έλεγχο. Άλλωστε η πρόσφατη οικονομική κρίση, η οποία προέκυψε από πρακτικές των τραπεζών, έχει θέσει σε αμφισβήτηση το σύνολο των ρυθμιστικών πολιτικών που ασκούνται και εξετάζεται η αναθεώρησή τους. Τα παραπάνω φανερώνουν τις αδυναμίες της έμμεσης ρύθμισης, η οποία ως πρακτική ρύθμισης των hedge funds από μόνη της δεν μπορεί να θεωρηθεί αποτελεσματική.

7.6 Αμερικάνικοι κανονισμοί

Οι επενδυτικές εταιρίες που έχουν εγγραφεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α(SEC) υπόκεινται σε ένα αυστηρό ρυθμιστικό πλαίσιο όσον αφορά την λειτουργία τους και κυρίως το short selling και τις πρακτικές μόχλευσης των ιδίων κεφαλαίων. Οι κανονισμοί αυτοί λειτουργούν περιοριστικά για πολλά hedge funds, τα οποία επιλέγουν την διάρθρωση των συνεταιρισμών(partnerships) ώστε να μην εγγράφονται στην SEC. Ως αποτέλεσμα αυτής της επιλογής τα hedge funds δεν επιτρέπεται να προσφέρουν εγγυημένες αποδόσεις, δεν μπορούν να διαφημίζονται και οι πελάτες τους πρέπει να πληρούν συγκεκριμένες προδιαγραφές. Πιο συγκεκριμένα πρέπει το εισόδημά τους να υπερβαίνει τα 200.000$ ή τα περιουσιακά τους στοιχεία να υπερβαίνουν το 1 εκατ.$ ή να είναι «πιστοποιημένοι αγοραστές»(qualified purchasers) δηλαδή τα περιουσιακά τους στοιχεία που είναι επενδεδυμένα σε πιστοποιημένες επενδύσεις πρέπει να ανέρχονται σε 5 εκατ.$. επιπλέον κάθε hedge fund πρέπει να έχει το πολύ 500 επενδυτές(limited partner).

Τα hedge funds αντισταθμίζουν τον περιορισμό στον αριθμό των επενδυτών από την απουσία κυβερνητικών περιορισμών στην επιλογή επενδυτικών στρατηγικών. Οι επενδυτικές στρατηγικές τους θεωρούνται πολύ ριψοκίνδυνες τραβώντας το ενδιαφέρον των εύπορων επενδυτών καθώς συνοδεύονται και από υψηλές αποδόσεις.

Τον Οκτώβριο του 2004, η SEC ενέκρινε την αλλαγή του υπάρχοντος κανονισμού, μετατρέποντας σε υποχρεωτική την εγγραφή των επενδυτικών συμβούλων που διαχειρίζονταν 25 εκατ.$ και είχαν την δυνατότητα να προσελκύσουν νέους επενδυτές. Έτσι η SEC πλέον θα επόπτευε τον συγκεκριμένο κλάδο. Πιο συγκεκριμένα τα hedge funds που

κατηγοριοποιούνται ως υψηλού κινδύνου από την αρμόδια ρυθμιστική αρχή θα εξετάζεται εξονυχιστικά ανά τριετία. Όμως τα hedge funds που χαρακτηρίζονται ως χαμηλού κινδύνου θα δέχονται οικονομικές επιθεωρήσεις δειγματοληπτικά.

Ταυτόχρονα όμως με το ρυθμιστικό πλαίσιο τίθεται το ερώτημα αν η SEC είναι σε θέση να εποπτεύσει τα 9000 αμερικανικών και ξένων hedge funds. Η απάντηση είναι μάλλον αρνητική αφού η SEC δεν διαθέτει το προσωπικό ούτε την απαραίτητη τεχνογνωσία που απαιτούνται για τον έλεγχο των hedge funds.

7.7 Ρυθμιστικό πλαίσιο των hedge funds σε ευρωπαϊκές χώρες

	Onshore hedge funds				
Χώρα	**Αδειοδότηση διαχειριστή**	**Ρύθμιση προϊόντος**	**Συμμετοχή σε επενδυτές**	**Ελάχιστο Επενδυτικό όριο**	**Μεταχείριση του fund**
Αγγλία	FSA* Ίδια κεφάλαια 50000£ συν 3 μηνών ετησιοποιημένα έξοδα	FSA* Συγκεκριμένοι επενδυτές χωρίς ιδιαίτερο επενδυτικό περιορισμό	Μόνο επενδυτικες τοποθετήσεις από πιστοποιημένους επενδυτές	Κυμαίνεται από 250£ έως 250.000£	Ίσα με τα UCITS** funds
Γερμανία	BaFin*** Ελάχιστο κεφάλαιο ίσο με 730.000€+α% των AUM****	BaFin*** Ο διαχειριστής και η τράπεζα (που συνεργάζεται το fund) απαιτείται να είναι εγκατεστημένοι στη Γερμανία	Μόνο επενδυτικές τοποθετήσεις από πιστοποιημένους επενδυτές	Δεν υπάρχει	Ίσα με τα UCITS** funds
Γαλλία	AMF***** Ελάχιστο κεφάλαιο ίσο με το μεγαλύτερο ανάμεσα:	AMF***** Τρεις διαφορετικοί τύποι προϊόντων με	Επιτρέπεται σε επενδυτές με ελάχιστες επενδύ-	Κυμαίνεται από 10000€ έως 30000€	Ίσα με τα UCITS** funds

	➢ 25% των ετησιοποιημένων εξόδων ➢ 125.000€+ 0,02 των AUM	διφορετικούς περιορισμούς.	σεις που κυμαίνονται από 125000€ έως 250000€		
Ιταλία	Bank of Italy Απαιτείται εξειδικευμένη εταιρία διαχείρισης στοιχείων. Ελάχιστο κεφάλαιο 1 εκ €	Bank of Italy/ CONSOB[*5] Χωρίς επενδυτικούς περιορισμούς.	Μόνο ιδιωτικές τοποθετήσεις από πιστοποιημένους επενδυτές	500.000€	Ίσα με τα UCITS** funds
Ισπανία	CNMV 300000+a% των AUM*[7]	CNMV Χωρίς επενδυτικούς περιορισμούς.	Μόνο ιδιωτικές τοποθετήσεις από πιστοποιημένους επενδυτές	50.000€	Ίσα με τα UCITS** funds

Το FSA* (Financial Service Authority) είναι η ρυθμιστική αρχή της Αγγλίας, αντίστοιχα το BaFin[***] η ρυθμιστική αρχή της Γερμανίας, το AMF της Γαλλίας, το CONSOB[*5] της Ιταλίας και το CNMV της Ισπανίας.

UCITS**(Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) → Είναι εταιρίες μεταβλητού κεφαλαίου που επενδύουν στις αγορές της Ευρώπης σε μεταβιβάσιμους τίτλους, όπως άμεσα ρευστοποιήσιμα μέσα της αγοράς χρήματος, τραπεζικές καταθέσεις, παράγωγα προϊόντα, index tracking funds δηλαδή επενδυτικά κεφάλαια με ανοικτή λήξη που ακολουθούν την απόδοση ενός δείκτη ή ενός ειδικού καλαθιού μετοχών και μεταβιβάσιμα χρεόγραφα όπως μετοχές, ομόλογα, ομολογίες και άλλοι διαπραγματεύσιμοι τίτλοι

AUM*[7]→assets under management

Κεφάλαιο 8^0: Η οικονομική κρίση του 2008 και τα hedge funds

8.1 Η κρίση του 2008-Αίτια

Για αρκετά χρόνια πριν από το 2007, η παγκόσμια οικονομία πορευόταν με ιστορικώς χαμηλά επιτόκια, υψηλή ρευστότητα και χαλαρές πιστωτικές συνθήκες. Είχε επικρατήσει μια πιστωτική έκρηξη, δηλαδή ρυθμοί πιστωτικής επέκτασης σημαντικά αυξημένοι τόσο στον ιδιωτικό όσο και στον δημόσιο τομέα. Αυτή η πιστωτική χαλαρότητα ήταν και η αιτία να δημιουργηθούν μακροοικονομικές ανισορροπίες και στρεβλώσεις. Δημοσιονομικά ελλείμματα, διόγκωση των ελλειμμάτων τρεχουσών συναλλαγών είναι χαρακτηριστικές περιπτώσεις μακροοικονομικής ανισορροπίας. Ταυτόχρονα το χρηματοοικονομικό σύστημα υποτιμούσε τον πιστωτικό κίνδυνο αλλά και τους άλλους κινδύνους, οι τιμές των μετοχών ανέβαιναν συνεχώς το ίδιο οι τιμές των εμπορευμάτων και των κατοικιών. Ταυτόχρονα οι αρμόδιες ρυθμιστικές αρχές τέθηκαν στο περιθώριο ενώ κυριαρχούσαν οι ίδιες περί αυτορρύθμισης του συστήματος. Οι περισσότεροι πίστευαν ότι αυτοί η περίοδος της ευφορίας θα συνεχίζονταν εσαεί, παραβλέποντας τις στρεβλώσεις που είχαν σωρευτεί.

Την όλη λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος συμπλήρωναν και διάφορες πρακτικές στον πιστωτικό τομέα. Το σύστημα αγνοούσε της μακροπρόθεσμες συνέπειες αυτών των πρακτικών καθώς επικεντρωνόταν μόνο στο ότι βραχυπρόθεσμα αποτελούσαν σημαντική πηγή κερδοφορίας. Για παράδειγμα, μέχρι το 2007, είχε διαδοθεί ευρύτατα το υπόδειγμα τιτλοποίησης. Το υπόδειγμα αυτό αφορούσε την μετατροπή απαιτήσεων από το ενεργητικό των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε χρεόγραφα, τα οποία πωλούνταν στην κεφαλαιαγορά. Οι τράπεζες απάλλασσαν τον ισολογισμό τους από δάνεια, μεταφέροντας τον πιστωτικό κίνδυνο που τα συνοδεύει στην αγορά. Παράλληλα, μέσω αυτής της διαδικασίας, πέτυχαν να αντιμετωπίσουν τον κίνδυνο ρευστότητας, ενισχύοντας έμμεσα την κεφαλαιακή τους επάρκεια και την κερδοφορία τους.

Οι τράπεζες όμως δεν ενδιαφέρονταν για τον συστημικό κίνδυνο που δημιουργούσε η παραπάνω διαδικασία. Τα πλεονεκτήματα της τιτλοποίησης ενθάρρυναν τις τράπεζες να χαλαρώσουν τα κριτήρια δανεισμού τους αφού οι ίδιες θα μετέφεραν τα δάνεια στην αγορά. Ειδικότερα στον τομέα της στεγαστικής πίστης δόθηκαν αθρόα στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου

χωρίς να παρέχονται από τους δανειολήπτες στοιχειώδεις εγγυήσεις για την αποπληρωμή του δανείου τους. Όμως το γεγονός ότι ο πιστωτικός κίνδυνος μεταφέρεται και σε άλλα, εκτός των τραπεζών, μέρη δεν σημαίνει ότι παύει να υφίσταται. Αντίθετα επιμερίζεται σε περισσότερα μέρη. Η πρακτική της τιτλοποίησης αποτέλεσε την βάση για τη δημιουργία πολύπλοκων παράγωγων προϊόντων τα οποία επιμέριζαν τους κινδύνους κάτω από μια αδιαφανή διαδικασία. Η έκδοση τίτλων επί τίτλων ήταν χαρακτηριστική διαδικασία καθιστώντας τους αναλυτές ανίκανους να διακρίνουν την διάχυση του κινδύνου.

Με τον καιρό σωρεύτηκε στα επενδυτικά σχήματα ένας υψηλός πιστωτικό κίνδυνος και κίνδυνος ρευστότητας. Παράλληλα η συνεργασία των τραπεζών με αυτά τα σχήματα δεν αποκαλυπτόταν στους ισολογισμούς τους και επομένως διέλαθε της προσοχής. Αυτή την αδιαφανή διασπορά των κινδύνων επέτειναν και οι συναλλαγές παραγώγων που γίνονταν εκτός οργανωμένων αγορών “over the counter”, όπως τα συμβόλαια ανταλλαγής πιστωτικής αθέτησης (credit default swaps).

Γενικότερα οι κίνδυνοι διογκώνονταν χωρίς να δοθεί ιδιαίτερη προσοχή στην ανάπτυξη μοντέλων διαχείριση τους. Ουσιαστικά οι τράπεζες και οι επενδυτές είχαν αποτύχει να εκτιμήσουν ρεαλιστικά το είδος και το μέγεθος των κινδύνων που αναλαμβάνουν.

Τα πιστωτικά ιδρύματα, επενδυτές και άλλοι οργανισμοί ωθούμενοι από τα χαμηλά επιτόκια προχώρησαν στη πρακτική μόχλευσης των ιδίων κεφαλαίων τους. Η πρακτική αυτή μπορεί να οδηγεί σε πολλαπλασιασμό των αποδόσεων, όμως παράλληλα αυξάνει και τους κινδύνους καθώς εκτινάσσει το ύψος των πιθανών απωλειών. Ειδικότερα πολλοί τοποθετούσαν δανειακά βραχυπρόθεσμα κεφάλαια, δηλαδή άμεσα επιστρεπτέα σε πολύπλοκα χρηματοοικονομικά προϊόντα. Την περίοδο 2004-2008 πολλά ιδρύματα άντλησαν εξαιρετικά μεγάλες ποσότητες χρέους για την πραγματοποίηση επενδύσεων σε τίτλους επί ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων, στοιχηματίζοντας στην διαρκή άνοδό των τιμών των ακινήτων και στην ικανότητα των δανειοληπτών να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους.

Στην υποεκτίμηση των κινδύνων και την υποτιμολόγησή τους συνέβαλαν, επίσης, οι εταιρίες πιστοληπτικής αξιολόγησης (credit rating agencies). Οι εταιρείες αυτές απέδιδαν συστηματικά ευνοϊκές αξιολογήσεις σε

τίτλους που προέρχονταν από συνεχόμενες τιτλοποιήσεις επί στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης. Σε πολλές μάλιστα περιπτώσεις, βαθμολογούσαν τα πολυσύνθετα παράγωγα εργαλεία εξομοιώνοντάς τα με κρατικά ομόλογα υψηλής διαβάθμισης. Επίσης ακόμα και όταν η στεγαστική αγορά κατέρρεε οι εταιρείες απέτυχαν να προχωρήσουν σε υποβάθμιση τίτλων που είχαν εκδοθεί επί ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων. Η αποτυχία των εταιρειών πιστοληπτικής αξιολόγησης οφείλεται σε δυο λόγους. Στο ότι δεν διέθεταν τα κατάλληλα υποδείγματα για να εκτιμήσουν με ακρίβεια τον κίνδυνο. Αυτές, όπως απεδείχθη, δεν στάθμιζαν επαρκώς την έλλειψη ιστορικής πληροφόρησης για τη συμπεριφορά των προϊόντων αυτού του είδους με αποτέλεσμα τις λάθος εκτιμήσεις. Ταυτόχρονα όμως οι εταιρείες αυτές διατηρούσαν στενές σχέσεις με επενδυτικές τράπεζες που αναλάμβαναν τιτλοποιήσεις και την διάθεση των εκδοθέντων τίτλων στην κεφαλαιαγορά. Οι εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης από την στιγμή που αμείβονταν από τις τράπεζες δεν είχαν κανένα ιδιαίτερο λόγο να είναι αντικειμενικές στις αξιολόγησή τους. Οι λανθασμένες αξιολογήσεις παρέσυραν τους επενδυτές να αυξάνουν τις τοποθετήσεις τους σε τέτοια εργαλεία, χωρίς να έχουν ορθή και πλήρη εικόνα των κινδύνων στους οποίους εκτίθενται. Οι επενδυτές, δηλαδή, εφησύχαζαν. Θεωρούσαν ρεαλιστική τη βαθμολόγηση από τις εταιρίες αξιολόγησης και αμελούσαν να προβούν, ως όφειλαν, και σε δική τους αυτοτελή αξιολόγηση.

Η κρίση οφειλόταν, επίσης, σε ατέλειες του συστήματος εποπτείας, όχι τόσο μεμονωμένα της κάθε τράπεζας, όσο κυρίως του πιστωτικού συστήματος ως συνόλου. Ιδιαίτερη έμφαση δινόταν στη μικρο-προληπτική εποπτεία δηλαδή στην εποπτεία των κατ' ιδίαν πιστωτικών ιδρυμάτων, και λιγότερη στη μακρο-προληπτική εποπτεία. Η τελευταία εστιάζεται στους συστημικούς κινδύνους, εκείνους που πηγάζουν από τις διασυνδέσεις και αλληλεξαρτήσεις μεταξύ χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, αγορών και της συνολικής μακροοικονομικής κατάστασης.

Παράλληλα πολλοί υποτιμούσαν τον ρόλο των ρυθμιστικών αρχών υποβαθμίζοντάς τες. Είναι χαρακτηριστικό ότι πολύπλοκα χρηματοοικονομικά προϊόντα υπόκεινται σε παρωχημένους εποπτικούς κανόνες περασμένων δεκαετιών. Επίσης παρουσιάσθηκαν σοβαρά προβλήματα επικοινωνίας και ανταλλαγής πληροφοριών μεταξύ των εποπτικών αρχών, τόσο σε

διασυνοριακό επίπεδο, όσο και εντός της κάθε χώρας. Χαρακτηριστικό είναι ότι μεγάλα προβλήματα ατελούς επικοινωνίας και καθυστερημένης διορθωτικής παρέμβασης σημειώθηκαν ανάμεσα σε ρυθμιστικές αρχές της ίδιας χώρας (π.χ. στις Η.Π.Α, στη Βρετανία κα).

Ένα ακόμα χαρακτηριστικό στοιχείο είναι η παρελκυστικές πολιτικές που εφάρμοζαν στελέχη εναντίον των ουσιαστικών συμφερόντων των ίδιων ιδρυμάτων που εργάζονταν. Τα υψηλόβαθμα στελέχη στην προσπάθειά τους να πετύχουν τους στόχους που είχαν τεθεί από το διοικητικό συμβούλιο ώστε να πετύχουν υψηλότερα bonus, προέβαιναν σε ανάληψη υψηλότερων κινδύνων προκειμένου να εξασφαλίσουν υψηλότερες βραχυπρόθεσμες αποδόσεις, υπονομεύοντας έτσι την μακροπρόθεσμη υπόσταση των ιδρυμάτων. Ταυτόχρονα και οι ίδιοι οι μέτοχοι έσπρωχναν τα στελέχη προς μια τέτοια κατεύθυνση αγνοώντας τις μακροπρόθεσμες συνέπειες.

Όλοι αυτοί οι παράγοντες δρούσαν ταυτόχρονα. Και με τον καιρό σχημάτισαν ένα εύφλεκτο σκηνικό. Η θρυαλλίδα, που πυροδότησε την κρίση το 2007, ήταν η αδυναμία πληρωμής των στεγαστικών δανείων από τους δανειζόμενους. Η αδυναμία ήταν ο κλονισμός της εμπιστοσύνης των επενδυτών στα σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα. Πολύ σύντομα, η κρίση εμπιστοσύνης μεταδόθηκε στις διατραπεζικές αγορές, οι οποίες αποτελούν τον πυρήνα του διεθνούς πιστωτικού συστήματος. Η ρευστότητα στις αγορές αυτές εξαντλήθηκε απότομα, Χάρη στις παρεμβάσεις αυτές, τα χειρότερα αποσοβήθηκαν. Στο σύνολο, όμως, του χρηματοπιστωτικού τομέα, η ομαλότητα δεν έχει ακόμη αποκατασταθεί, αφού η κρίση εμπιστοσύνης συνεχίζεται. Επιπλέον, η υπερκυκλικότητα (procyclicality) ορισμένων λογιστικών πρακτικών, αλλά και της συμπεριφοράς των τραπεζών κατά την περίοδο που είχε προηγηθεί, δημιούργησε αρνητικές επιδράσεις τύπου ντόμινο, οι οποίες μέσω αλυσιδωτής αντίδρασης συνεχίζουν να πλήττουν τελικά τον πραγματικό τομέα της οικονομίας.

8.2 Οικονομική κρίση και hedge funds

Γίνεται μεγάλη συζήτηση για το κατά πόσο επηρέασαν τα hedge funds σημερινή κρίση. Σε πολλές κρίσεις τα αίτια, σε μεγάλο βαθμό, έχουν αποδοθεί και στην κερδοσκοπική δράση των hedge funds.Πιο συγκεκριμένα τα hedge funds κατηγορούνται ότι χρησιμοποιώντας μεγάλη μόχλευση προχωρούν σε

συνδυασμένες επιθέσεις εναντίον μετοχών, ομολόγων, νομισμάτων, προϊόντων(commodities). Επίσης οι επιθέσεις αυτές μπορεί να συμβαίνουν εναντίον οικονομιών είτα συγκεκριμένων τομέων της αγοράς. Επίσης τα hedge funds κατηγορούνται για πρακτικές χειραγώγησης των τιμών των τίτλων συμβάλλοντας στην δημιουργία σοβαρών διαστρεβλώσεων. Η έντεχνη δημιουργία φουσκών είναι χαρακτηριστική περίπτωση όπου οι τιμές αυξάνονται σε επίπεδα που δεν δικαιολογούνται από το αναμενόμενο εισόδημα των αντίστοιχων τίτλων. Μια επιπλέον κατηγορία που αποδίδεται στα hedge funds σχετίζεται με τις πρακτικές τους. Ο μεγάλος κίνδυνος που αναλαμβάνουν σε συνδυασμό με τα υψηλά επίπεδα μόχλευσης μπορεί να οδηγήσει σε κλυδωνισμούς το παγκόσμιο σύστημα στην περίπτωση που κάποιο ή κάποια hedge funds πτωχεύσουν. Τέλος έντονα τίθεται το θέμα και της μεγάλης αδιαφάνειας που επικρατεί στον κλάδο, το οποίο μπορεί να οδηγήσει από την ανάληψη μεγάλων κινδύνων χωρίς να είναι γνωστό έως τις περιπτώσεις απάτης από την πλευρά των διαχειριστών.

Χαρακτηριστικά στις αρχές του 2007 το Bear Stern' s hedge funds κατέρρευσε. Τέτοια hedge funds είχαν υιοθετήσει μεγάλη μόχλευση μέσω πιστωτικών εργαλείων τα οποία συνδέονταν με την αμερικάνική αγορά ομολόγων, τα οποία είχαν προέλθει από τιτλοποιήσεις ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων. Ένα άλλο παράδειγμα είναι αυτό της Ισλανδίας όταν αυτή κατηγόρησε τα hedge funds για πρακτικές κερδοσκοπίας απέναντι στο νόμισμά της. Στη Σουηδία υπήρχαν ισχυρισμοί ότι τα hedge funds με έδρα το Λονδίνο προχωρούσαν σε μαζικές short πωλήσεις μετοχών, με αποτέλεσμα την ραγδαία πτώση των τιμών των μετοχών. Μάλιστα μέσα στο 2008 πολλές χώρες απαγόρευσαν την πρακτική του short selling σε μια προσπάθεια να μειωθεί ο ρυθμός πτώσης των τιμών.

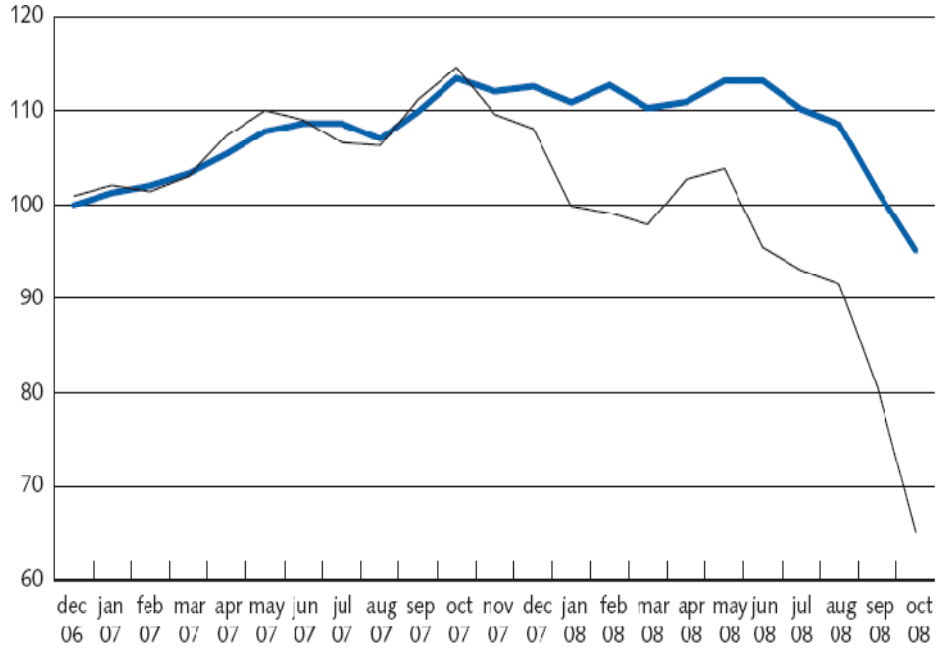
8.3 Επίδραση της κρίσης στα hedge funds

Το 8.1 διάγραμμα δείχνει τις αθροιστικές αποδόσεις των hedge funds και των μετοχών κατά την διάρκεια της παρούσας κρίσης. Τα hedge funds αρχικά παρουσίασαν σταθερότητα από τον Οκτώβριο του 2007 έως τον Ιούνιο του 2008. Στη συνέχεια όμως οι αποδόσεις των παρουσίασε σημαντική πτώση ακολουθώντας τις αποδόσεις των μετοχών.

Σε αντίθεση με περιπτώσεις άλλων κρίσεων που συνήθως αυτές επηρέαζαν μια κατηγορία στρατηγικών, πχ ασιατική κρίση που επηρέασε τα hedge funds αναδυόμενων αγορών, η παρούσα κρίση επηρέασε αρνητικά όλο τον κλάδο των hedge funds. Σύμφωνα με το αρχείο της Barclay's το 89% των hedge funds είχαν αρνητικές αποδόσεις το Σεπτέμβριο του 2008. Τα hedge funds αντιμετώπισαν μια πρωτοφανή πίεση στις αποδόσεις τους. Πολλοί επενδυτές τους εξαιτίας των άσχημων αποδόσεων αλλά και φοβούμενοι για τις εξελίξεις στις αγορές έσπευσαν να αποσύρουν τα κεφάλαια τους από των κλάδο. Το γεγονός αυτό είχε ως αποτέλεσμα τα hedge funds να προβούν σε αναγκαστικές ρευστοποιήσεις και πρόωρο κλείσιμο θέσεων. Το κλείσιμο θέσεων έπρεπε να γίνει σε μια άσχημη χρονική στιγμή που η αγορά είχε έντονα πτωτικές τάσεις προκαλώντας έτσι ένα νέο κύκλο ρευστοποιήσεων και απωλειών. Αρκετά δεν μπορούσαν να καλύψουν τις απαιτήσεις για απόσυρση κεφαλαίων αναβάλλοντας τις απαιτούμενες ρευστοποιήσεις. Το μεγαλύτερο πρόβλημα αντιμετώπισαν εκείνα τα hedge funds που είχαν επενδύσει σε στοιχεία χαμηλής ρευστότητας αφού κάτω από τέτοιες συνθήκες η πώληση τέτοιων στοιχείων γίνεται αρκετά δύσκολα με μεγάλες κεφαλαιακές απώλειες. Είναι χαρακτιριστικό ότι το 2008 ήταν η χρονιά που εκατοναδες hedge funds οδηγήθηκαν στην κατάρρευση. Στο διάγραμμα 6.1 παρατηρούμε ότι το 2008 για πρώτη φορά παρουσιάστηκε πτώση του αριθμού των hedge funds αλλά και των περιουσιακών στοιχείων που διαχειρίζονταν.

Στο πίνακα 8.2 παρατηρούμε τις αποδόσεις των hedge funds από τον Μάιο έως τον Οκτώβριο του 2008, για έξι διαφορετικές στρατηγικές. Τον Μάιο οι αποδόσεις όλων των στρατηγικών ήταν θετικές. Από εκεί και πέρα μια αρνητική τάση ξεκίνησε και κορυφώθηκε τον Σεπτέμβριο και τον Οκτώβριο. Οι στρατηγικές που απέδωσαν καλύτερα αυτό το διάστημα ήταν η market neutral και η short biased. Αντίθετα οι στρατηγικές με τις χειρότερες αποδόσεις ήταν η convertible arbitrage και η long/short equity. Μάλιστα το αποτέλεσμα της τελευταίας στρατηγικής δείχνει ότι τα funds που την εφάρμοζαν είχαν κυρίαρχες τις θετικές θέσεις.

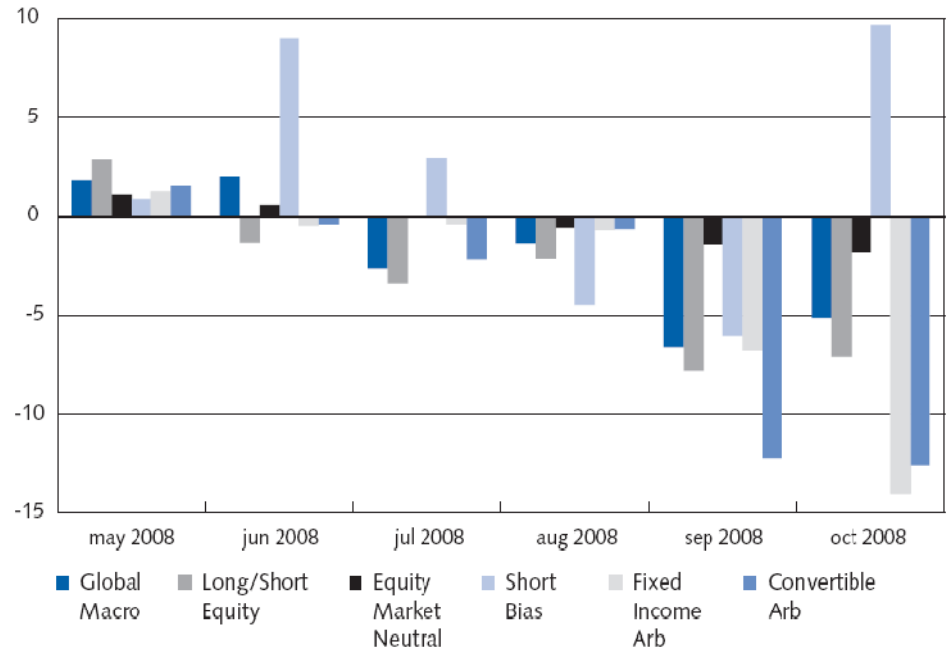
Διάγραμμα 8.1: Αθροιστικές αποδόσεις κατά την διάρκεια της κρίσης



Πηγή:Credit Suisse and MSCI Barra

.

Πίνακας 8.1: Αποδόσεις έξι στρατηγικών



Πηγή: Credit Suisse and MSCI Barra

Οι συνέπειες για την απόδοση των hedge funds όμως δεν είναι μόνο άμεση. Η κρίση έπληξε πρωτίστως τον τραπεζικό τομέα. Οι τράπεζες, βασικοί συνεργάτες των hedge funds, είναι πολύ επιφυλακτικότερες στην χορήγηση δανείων, θέλοντας να περιορίσουν τον πιστωτικό κίνδυνο των χαρτοφυλακίων τους. Παράλληλα υπάρχει η τάση για την θέσπιση νέων αυστηρότερων κανονιστικών πλαισίων, ενώ και οι έλεγχοι από τις αρμόδιες ρυθμιστικές αρχές εντατικοποιούνται. Από τα παραπάνω φαίνεται ότι πλέον τα hedge funds δεν πρόκειται να έχουν τις προσβάσεις σε ρευστότητα που συνήθιζαν να έχουν.

Στο ερώτημα αν τα hedge funds συνέβαλλαν σε καθοριστικό βαθμό στην πρόκληση της κρίσης η απάντηση θα ήταν μάλλον αρνητική. Τα hedge funds περισσότερο επηρεάστηκαν παρά συνέβαλλαν στο να ξεσπάσει η κρίση. Είναι χαρακτηριστικό ότι το 2007 μόνο το 5% των περιουσιακών τους στοιχείων ήταν επενδεδυμένα σε τίτλους που προέρχονταν από τιτλοποιήσεις στεγαστικών δανείων.

8.5 Αλλαγές στο ρυθμιστικό πλαίσιο

Ένα μοναδικό στοιχείο αυτής της κρίσης είναι η απόφαση πολλών χωρών για την απαγόρευση του short selling το φθινόπωρο του 2008.η απόφαση επηρέασε σε διαφορετικό βαθμό τις διάφορες στρατηγικές. Είναι αυτονόητο ότι οι στρατηγικές που έκαναν μεγάλη χρήση του short selling υπέστησαν το μεγαλύτερο πλήγμα. Στόχος ήταν να περιορισθεί ο ρυθμός της πτώσης των τιμών των τίτλων. Οι φωνές για ένα νέο ρυθμιστικό πλαίσιο έχουν ενταθεί μετά την χρηματοπιστωτική κρίση. Τον Απρίλιο του 2009 οι υπουργοί οικονομικών της G20 ανακοίνωσαν διάφορες προτάσεις για επέκταση της επίβλεψης σε όλα τα χρηματοοικονομικά ινστιτούτα που είναι σημαντικά για το παγκόσμιο σύστημα. Παράλληλα τα hedge funds συμπεριλήφθηκαν μέσα σε αυτά τα ινστιτούτα για πρώτη φορά. Ο κλάδος θα ρυθμίζεται από μια προτεινόμενη επιτροπή οικονομικής σταθερότητας, η οποία θα αποτελείται από μέλη τόσο του G20 όσο και της ευρωπαϊκής επιτροπής. Παράλληλα οι τρεις μεγαλύτερες ευρωπαϊκές και αμερικάνικες ενώσεις hedge funds(the Alternative Investment Management Association, the President's Working Group and the Managed Funds Association) ανακοίνωσαν ότι εργάζονται σε παγκόσμιο επίπεδο προς την κατεύθυνση

υιοθέτησης κοινών προτύπων. Τα πρότυπα αυτά θα αναφέρονται σε θέματα διαφάνειας, λειτουργίας, διαχείρισης κινδύνου, σύγκρουσης συμφερόντων κα.

Συμπεράσματα

Μελετήσαμε τον κλάδο των hedge funds. Παρακολουθήσαμε την δομή και οργάνωση ενός hedge fund και τα μέρη που παίζουν σε αυτό σημαντικό ρόλο. Παράλληλα διαπιστώσαμε την ελευθερία που είχαν μέχρι πρότινος τα hedge funds στην επιλογή των στρατηγικών τους, και πως αυτές τους εξασφάλιζαν μεγάλα κέρδη. Ταυτόχρονα όμως το χαρτοφυλάκιο των hedge funds διατρέχεται από μια σειρά κινδύνων, τους οποίους οι διαχειριστές θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τους και να τους αντισταθμίζουν. Παράλληλα η έλλειψη ενός κανονιστικού πλαισίου έδωσε την δυνατότητα στα hedge funds να εφαρμόσουν παρελκυστικές πολιτικές δημιουργώντας μια σειρά κινδύνων για το παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα. Η μεγάλη μόχλευση που εφαρμόζουν κάποια από αυτά σε συνδυασμό με τους μεγάλους κινδύνους που αναλαμβάνουν δημιουργούν ένα εκρηκτικό συνδυασμό θέτοντας σε κίνδυνο την σταθερότητα του συστήματος. Οι αρμόδιες ρυθμιστικές αρχές είχαν ήδη δραστηριοποιηθεί από την κατάρρευση του LTCM προς την κατεύθυνση της επόπτευσης του κλάδου. Τα πρώτα μέτρα εισήχθησαν στις αρχές της δεκαετίας του 2000. Στη συνέχεια όμως η κρίση που ξεκίνησε το 2007 επανέφερε πιο επιτακτικά στο προσκήνιο την ανάγκη για ένα πιο αυστηρό κανονιστικό πλαίσιο για το σύνολο του χρηματοοικονομικού τομέα. Η κρίση μπορεί να ξεκίνησε από τον χρηματοπιστωτικό τομέα, αναδεικνύοντας τις αδυναμίες επόπτευσης του τραπεζικού κυρίως συστήματος. Με συνέπεια, σήμερα να υπάρχει μια διεθνή τάση για την ενίσχυση του κανονιστικού και εποπτικού πλαισίου για το σύνολο του χρηματοοικονομικού συστήματος. Φυσικά αυτή η τάση περιλαμβάνει και τον τομέα των hedge funds.

Η κρίση γενικά ανέδειξε τις αδυναμίες του κλάδου. Τα πρώτα σύννεφα πάνω από τον κλάδο είχαν κάνει την εμφάνιση τους πριν την κρίση. Η ανάπτυξη του κλάδου σε συνδυασμό με την συνεχή αύξηση του αριθμού των hedge fund οδήγησε τον ανταγωνισμό σε πολύ υψηλά επίπεδα περιορίζοντας τα περιθώρια επίτευξης κέρδους. Η κρίση επιτάχυνε τις εξελίξεις ασκώντας μια μεγάλη πίεση στον κλάδο. Πολλά hedge funds αναγκάστηκαν σε ρευστοποιήσεις και άλλα κατέρρευσαν. Το 2008 είναι η χρονιά που ο αριθμός των hedge funds μειώθηκε αισθητά ενώ την ίδια τάση ακολούθησαν και τα υπό διαχείριση στοιχεία.

Είναι πλέον δεδομένο ότι ο κλάδος κινείται προς μια νέα κατεύθυνση. Οι αυστηρότεροι κανονισμοί και εποπτεία του κλάδου αλλά και η κίνηση από τα ίδια τα hedge funds προς την υιοθέτηση κοινών προτύπων για την μέτρηση του κινδύνου δημιουργούν νέα δεδομένα για τον κλάδο. Ίσως τώρα ο κλάδος αναγκαστεί να στραφεί σε επενδύσεις μακροπρόθεσμου ορίζοντα εγκαταλείποντας τις κερδοσκοπικές πρακτικές οι οποίες στόχευαν στο βραχυχρόνιο κέρδος.

.

.

Βιβλιογραφία

I. Ελληνική

Αγγελόπουλος (2005) *Εισαγωγή στα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα*, Αθήνα: Σταμούλης

Κεφαλληναίος Ν (2009) *Τα hedge funds και οι στρατηγικές τους,* Αθήνα: Interbooks

Σαπουντόγλου Γ, Πεντότης Χ (2009) *Τραπεζική Οικονομική,* Αθήνα: Μπένος

II. Ξένη

Fraush S (2008) *Hedge funds demystified,* New York: McGraw-Hill, Inc

Lake R (1999) *Evaluating and Implementing hedge funds strategies,* London: Euromoney Publications PLC

Lhabitant F (2004) *Hedge funds: Quantitive Insights*, West Sussex: John Wiley & Sons, Inc

Lo A (2008) *Hedge funds: An analytical Perspective New Jersey*, Princeton University Press

Parker V (2000) *Managing hedge funds Risk: From the seat of a practitioner: Views from Investors, Counterparties, Hedge Funds and Consultants*, West Sussex: Selwood Printing

International Financial Services London (2009): *Hedge funds 2009*

Scharfman J (2008): *Hedge fund operational due diligence: understanding the risks,* New Jersey: John Wiley & Sons, Inc

Schorderet Y (2008): *Market Risk Management for Hedge Funds: Foundations of the Style and Implicit Value-at-Risk,* West Sussex: John Wiley & Sons, Inc

Stefanini F (2006) *Investment Str*ategies *of Hedge funds*, West Sussex: John Wiley & Sons, Inc

Whaley R (2006) *Derivatives: Markets, Valuation, and Risk Management* : New Jersey: John Wiley & Sons, Inc

III. Αρθογραφία

European Parliament: *Hedge funds and private equity a critical analysis* 2007

Banque de France (2007): *Special issue hedge funds*

European Central Bank (August 2005): Hedge funds and their implications for financial stability

Aima (November 2008): *Aima's Roadmap to hedge funds*

Strömqvist M (November 2009): *Hedge funds and the financial crisis of 2008,* Riksbank's journal

IV. Ηλεκτρονικές διευθύνσεις

WWW.aima.org
www.**amf**-france.org
www.bankofgreece.gr
www.ecb.int
www. eurohedge.co.uk
www.financialstabilityboard.org
www.fsa.gov.uk
www.hedgefund.net
www.hedgeindex.com
www. hedgeworld.com

.

.

.

Formatted: Justified, Indent: First line: 1,27 cm, Line spacing: 1,5 lines