



Διπλωματική Εργασία:

Ο ρόλος των αντισταθμιστικών κεφαλαίων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και ο ρόλος τους στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008-2009

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του μεταπτυχιακού διπλώματος ειδίκευσης στη Διοίκηση επιχειρήσεων

Κηπάρογλου Γιώργος

Μάρτιος 2021

Περιεχόμενα

Abstract.....	3
Περίληψη	4
1. Εισαγωγή	5
1.1 Ο σκοπός της οικονομικής επιστήμης	5
1.2. Ελλειμματικές και πλεονασματικές οικονομικές μονάδες	5
1.2.1. Χρηματοπιστωτικά προϊόντα.....	5
1.3. Χρηματοπιστωτικό σύστημα και ο ρόλος του	6
1.3.1. Η ροή των χρηματοοικονομικών πόρων.....	6
1.3.2. Χρηματοοικονομικές αγορές	7
2. Τι είναι τα Hedge Funds	8
2.1. Ιστορική αναδρομή	9
2.2. Η εξέλιξη των Hedge Funds	10
2.3. Σε ποιους απευθύνονται τα Hedge Funds;.....	10
2.4. Νομικό και θεσμικό πλαίσιο των Hedge Funds.....	10
2.4.1. Νομικό πλαίσιο και ορισμός των Hedge Fund στις ΗΠΑ	11
2.4.2. Γαλλία.....	11
2.4.3. Ηνωμένο Βασίλειο.....	12
2.4.4. Ιρλανδία	13
2.4.5. Γερμανία	13
2.4.6. Ευρωπαϊκό κοινοβούλιο	13
2.5. Ο κλάδος των Hedge Funds σε αριθμούς	14
2.5.1. Τύπος εταιριών Hedge Funds.....	14
3 Επενδυτικές στρατηγικές των Hedge Funds.....	15
3.1. Επενδυτική Στρατηγική: Αρμπιτράζ.....	16
3.1.1. Αρμπιτράζ αποθετηρίων δικαιωμάτων	17
3.1.2. Μετατρέψιμο Αρμπιτράζ	18

3.1.3. Στατιστικό Αρμπιτράζ	19
3.1.4. Σταθερό εισόδημα αρμπιτράζ	20
3.1.5. Παγκόσμιοι διαχειριστές μακροεντολών	20
3.2. Ρύθμιση D	21
3.3. Επενδυτική Στρατηγική short selling.....	21
3.4. Επενδυτικές στρατηγικές αντιστάθμισης.....	23
3.4.1. Long short positions.....	23
3.5. Στρατηγικές Σχετικής αξίας	24
4. Μέτρηση απόδοσης Αντισταθμιστικών κεφαλαίων	25
4.1. Δείκτες αμοιβαίων κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνου	25
4.2. Μεροληψίες δεδομένων: Επιλογή, Επιβίωση και Κλειστά Κεφάλαια	26
5. Η Χρηματοπιστωτική κρίση του 2008-2009	27
5.1. Ο ρόλος των Hedge Funds στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008-2009	27
5.3. Η ανάπτυξη των collateralized debt obligations: Η πίεση για παροχή	30
5.4. Η δημοτικότητα των CDOs με τα Hedge Funds.....	32
5.5 Ο αντίκτυπος της κρίσης στα Αντισταθμιστικά κεφαλαία	36
Συμπεράσματα	37
Βιβλιογραφία	39

Abstract

This dissertation is purposed to analyse and examine the role of hedge funds in the financial system, as well as their role in the financial crisis of 2008-2009. More specifically, the first chapter provides a brief description of the financial system, in order to create a framework for better understanding of the term of hedge funds and what is their purpose within the economy. The first chapter also analyses the use of leverage in investments, as well as the terms short selling, long selling and other investment hedging strategies based on which Hedge Funds strategies are formulated. The second chapter analyses the term of hedge funds and the legal framework under which they operate. There has also been reference about the different legislation that exists in each country for the operation of Hedge Funds. The third chapter analyses the strategies used by Hedge Funds. The fourth chapter mention the efficiency measurements used by hedge funds. The fifth chapter analyse the role of the hedge funds in the financial crisis in 2008-2209

Key words: Hedge funds, mutual funds, financial crisis, investments, economy

Περίληψη

Η παρούσα διπλωματική πραγματεύεται τον ρόλο των αντισταθμιστικών κεφαλαίων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, καθώς και τον ρόλο τους στην χρηματοπιστωτική κρίση του 2008-2009. Πιο συγκεκριμένα στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται μια συνοπτική περιγραφή του χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθότι κρίνεται αναγκαίο για την καλύτερη κατανόηση των αντισταθμιστικών κεφαλαίων και των ρόλων που διαδραματίζουν σε αυτό. Επίσης στο πρώτο κεφάλαιο αναλύεται η χρήση της μόχλευσης στις επενδύσεις, όπως επίσης αναλύονται οι όροι short selling, long selling και άλλες επενδυτικές στρατηγικές αντιστάθμισης κινδύνου στις οποίες βασίζονται κατά κύριο λόγο οι στρατηγικές των Hedge Funds. Στο δεύτερο κεφάλαιο αναλύεται ο όρος των αντισταθμιστικών κεφαλαίων και το νομικό πλαίσιο στο οποίο λειτουργούν. Γίνεται μια αναφορά στη διαφορετική νομοθεσία που υπάρχει σε κάθε χώρα για την λειτουργία των Hedge Funds. Στο τρίτο κεφάλαιο αναλύονται τα διάφορες στρατηγικές που χρησιμοποιούνται από τις εταιρίες Hedge Funds έτσι ώστε να καταβάλλουν χαμηλότερη φορολογία. Στο τέταρτο κεφάλαιο γίνεται αναφορά για την μέτρηση της απόδοσης των αντισταθμιστικών κεφαλαίων. Στο πέμπτο κεφάλαιο αναλύεται ο ρόλος των αντισταθμιστικών κεφαλαίων στην χρηματοπιστωτική κρίση του 2008-2009.

Λέξεις κλειδιά: Αντισταθμιστικά κεφάλαια, αμοιβαία κεφάλαια, οικονομική κρίση, επενδύσεις, οικονομία

1. Εισαγωγή

1.1 Ο σκοπός της οικονομικής επιστήμης

Ο σκοπός της οικονομικής επιστήμης είναι να κατανέμει με το βέλτιστο τρόπο τους συντελεστές παραγωγής. Στους συντελεστές παραγωγής συμπεριλαμβάνονται οι ανθρώπινοι πόροι, φυσικοί πόροι, οικονομικοί πόροι και η τεχνολογία. Πιο συγκεκριμένα ο σκοπός της χρηματοοικονομικής επιστήμης είναι η βέλτιστη κατανομή των οικονομικών πόρων. Το αντικείμενο της χρηματοπιστωτικής επιστήμης είναι να κατανέμει τα πλεονασματικά κεφάλαια των οικονομικών μονάδων με το καλύτερο δυνατό τρόπο στις ελλειμματικές. Με αυτόν τον τρόπο επιτυγχάνετε η ενίσχυση της οικονομικής ανάπτυξης και ευημερίας (Βασιλείου, Δ., & Ηρειώτης, Ν. 2009).

1.2. Ελλειμματικές και πλεονασματικές οικονομικές μονάδες

Το σύνολο των οικονομικών μονάδων εντάσσεται σε μια από τις παρακάτω τρεις κατηγορίες: στα νοικοκυριά, στις επιχειρήσεις και στο δημόσιο. Οι παραπάνω μονάδες για να ικανοποιήσουν τις ανάγκες τους κάνουν ορισμένες πληρωμές και ορισμένες εισπράξεις. Στην περίπτωση που οι πληρωμές είναι παραπάνω από τις εισπράξεις τότε οι οικονομικές μονάδες ονομάζονται ελλειμματικές (μονάδες που έχουν χρεωστικό υπόλοιπο), στην αντίθετη περίπτωση ονομάζονται πλεονασματικές (μονάδες που έχουν πιστωτικό υπόλοιπο). Οι ελλειμματικές οικονομικές μονάδες για να αντλήσουν κεφάλαια εκδίδουν, και διαθέτουν χρηματοπιστωτικά προϊόντα τα οποία διαπραγματεύονται στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Ενώ οι πλεονασματικές μονάδες αναζητούν τρόπους για να επενδύσουν τα διαθέσιμα κεφάλαια τους (Βασιλείου, Δ., & Ηρειώτης, Ν. 2009).

1.2.1. Χρηματοπιστωτικά προϊόντα

Τα χρηματοπιστωτικά προϊόντα αποτελούν χρηματοπιστωτικές απαιτήσεις που έχουν οι αγοραστές των αξιογράφων αυτών από τους εκδότες τους. Ουσιαστικά τα αξιόγραφα αυτά αποτελούν ένα είδος συμφωνίας για τις υποχρεώσεις που έχει η ελλειμματική μονάδα απέναντι

στην πλεονασματική. Τέτοια αξιόγραφα είναι οι ομολογίες τα έντοκα γραμμάτια του ελληνικού δημοσίου, τα πιστοποιητικά καταθέσεων (Βασιλείου, Δ., & Ηρειώτης, Ν. 2009).

1.3. Χρηματοπιστωτικό σύστημα και ο ρόλος του

Ο κύριος ρόλος του χρηματοπιστωτικού συστήματός είναι η διοχέτευση με τον αποτελεσματικότερο τρόπο κεφαλαίων με οποιαδήποτε μορφή από τις ελλειμματικές μονάδες στις πλεονασματικές. Αυτό μπορεί να γίνει είτε με υπηρεσίες διαμεσολάβησης είτε με επικουρικές υπηρεσίες. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα αποτελείται από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τις χρηματοπιστωτικές αγορές και τα χρηματοπιστωτικά προϊόντα (Βασιλείου, Δ., & Ηρειώτης, Ν. 2009).

1.3.1. Η ροή των χρηματοοικονομικών πόρων

Η χρηματοδότηση των ελλειμματικών μονάδων γίνεται με δύο τρόπους:

1.3.1.1 Άμεση χρηματοδότηση

Η περίπτωση της άμεσης χρηματοδότησης αναφέρετε στην περίπτωση που η πλεονασματική μονάδα επενδύει απευθείας στα αξιόγραφα που εκδίδει η ελλειμματική μονάδα. Τέτοια αξιόγραφα είναι τα ομόλογα, οι μετοχές, τα έντοκα γραμμάτια κ.λπ. Το βασικότερο μειονέκτημα αυτής της μεθόδου είναι ότι το αξιόγραφο το οποίο θέλει να πουλήσει η ελλειμματική μονάδα να μη συμπίπτει με το αξιόγραφο το οποίο θέλει να αγοράσει η πλεονασματική. Συνήθως οι προτιμήσεις μεταξύ των μονάδων όμως διαφέρουν στη διάρκεια και στο ποσό της συναλλαγής. Καθιστώντας την άμεση χρηματοδότηση μια όχι τόσο πρακτική διαδικασία (Βασιλείου, Δ., & Ηρειώτης, Ν. 2009).

1.3.1.2 Έμμεση χρηματοδότηση

Στην έμμεση χρηματοδότηση κύριο ρόλο έχουν οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί. Οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί παίζουν τον ρόλο του χρηματοοικονομικού μεσάζοντα. Οι επενδυτές αγοράζουν τα αξιόγραφα που εκδίδουν χρηματοοικονομικοί οργανισμοί. Στη συνέχεια τα κεφάλαια που αντλούν οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί τα επενδύουν σε διάφορα αξιόγραφα των ελλειμματικών μονάδων. Τέτοιες επενδύσεις αποτελούν η αγορά μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων, η αγορά μετοχών εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου και

άλλες. Στη σημερινή εποχή η έμμεση χρηματοδότηση αποτελεί την κυριότερη μέθοδο επενδύσεων (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2009).

1.3.2. Χρηματοοικονομικές αγορές

Χρηματοοικονομικές αγορές ονομάζονται οι οργανισμοί και οι διαδικασίες που παρέχουν διευκολυντική μεσολάβηση σε συναλλαγές διαφορετικών χρηματοοικονομικών απαιτήσεων. Υπάρχουν δύο κατηγορίες χρηματοοικονομικών απαιτήσεων που βασίζονται στο χρόνο λήξης των χρηματοοικονομικών απαιτήσεων οι οποίες αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε αυτές, στις παρακάτω δύο κατηγορίες (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2009):

- **Αγορά χρήματος η χρηματαγορά** στις οποίες οι χρηματοοικονομικές απαιτήσεις έχουν διάρκεια μικρότερη του ενός έτους
- **Αγορά κεφαλαίου** στην οποία οι χρηματοοικονομικές απαιτήσεις έχουν διάρκεια μεγαλύτερη του έτους.

Οι χρηματοοικονομικές αγορές μπορούν να διακριθούν επίσης με βάση εάν οι χρηματοοικονομικές απαιτήσεις που διαπραγματεύονται σε αυτές είναι νεοεκδιδόμενες ή όχι. Οι δυο κατηγορίες είναι οι εξής (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2009).

Η πρωτογενής είναι η αγορά στην οποία διαπραγματεύονται νεοεκδιδόμενες χρηματοοικονομικές απαιτήσεις.

Δευτερογενής είναι η αγορά στην οποία αντικείμενο διαπραγμάτευσης αποτελούν χρηματοοικονομικές απαιτήσεις παλαιότερων εκδόσεων (Brophy, Ouimet & Sialm, 2009).

2. Τι είναι τα Hedge Funds

Δεν υπάρχει ακριβής ορισμός για το τι είναι τα Hedge Funds. Αυτό οφείλεται σε διάφορους λόγους με τον κυριότερο να είναι ότι οι μηχανισμοί αντιστάθμισης επενδύσεων που βάση ορολογίας αποτελούν τα Hedge funds, χρησιμοποιούνται για διαφορετικούς λόγους-κίνητρα και με πληθώρα διαφορετικών τρόπων- στρατηγικών όπως θα δούμε στο κεφάλαιο 3 της παρούσας διπλωματικής. Υπάρχουν διαφορετικά κίνητρα έτσι ώστε κάποιος να επενδύσει σε Hedge funds, που δεν διαφέρουν από αυτά των επενδύσεων σε αξιόγραφα (κοινές-προνομιούχες μετοχές, ομόλογα, γραμμάτια δημοσίου κ.α.) (Stefanini, F. 2010).

Τα κίνητρα λοιπόν μπορεί να είναι η επένδυση η, η κερδοσκοπία. Η επένδυση διαφέρει της κερδοσκοπίας σε δυο βασικά σημεία: Πρώτο σημείο είναι η χρονική διάρκεια της δέσμευσης κεφαλαίων. Στην περίπτωση της επένδυσης ο επενδυτής αναμένει μεγάλο χρονικό διάστημα για την επίτευξη των αποδόσεων (π.χ ομόλογα, καταθέσεις). Στην κερδοσκοπία αντίθετα ο επενδυτής αναμένει την επίτευξη των αποδόσεων σε πολύ σύντομο χρονικό διάστημα. Η δεύτερη κύρια διαφορά μεταξύ επένδυσης και κερδοσκοπίας είναι ότι οι αποδόσεις των επενδύσεων. Ο επενδυτής αναμένει κανονική απόδοση της επένδυσης του, ενώ αντίθετα ο κερδοσκόπος αναμένει αρκετά μεγαλύτερη. Βέβαια στην κάθε περίπτωση υπάρχει διαφορετικός κίνδυνος για την επίτευξη των αποδόσεων (Stefanini, F. 2010).

Έτσι βάση κινήτρων υπάρχουν Hedge Funds που λειτουργούν σαν επενδυτικοί μηχανισμοί, προσφέροντας στους επενδυτές χαμηλές αποδόσεις με χαμηλό ρίσκο. Και υπάρχουν Hedge Funds που λειτουργούν σαν κερδοσκοπικοί μηχανισμοί υπόσχοντας υψηλές αποδόσεις με το ανάλογο ρίσκο. Επόμενος με βάση τον τρόπο λειτουργίας των Hedge Funds (Επενδυτικός-Κερδοσκοπικός), ακολουθούνται διαφορετικές στρατηγικές επενδύσεις. Υπάρχουν μετριοπαθείς στρατηγικές που υπόσχονται χαμηλές αποδόσεις με χαμηλό ρίσκο, καθώς και ριψοκίνδυνες στρατηγικές που υπόσχονται υψηλές αποδόσεις με υψηλό (Stefanini, F. 2010).

Επομένως ποιος είναι ο λόγος για να επενδύσει κάποιος σε Hedge Funds, και όχι σε κάποια άλλα αξιόγραφα (παράγωγα, ομόλογα, μετοχές); Ο βασικότερος λόγος είναι ανεξάρτητα του τρόπου λειτουργίας των Hedge Funds, τα Hedge Funds προσπαθούν να αποσβέσουν τις τάσεις των αγορών στις οποίες δραστηριοποιούνται. Με άλλα λόγια τα Hedge Funds μέσω των στρατηγικών που ακολουθούν υπόσχονται θετικές αποδόσεις ακόμα και σε αγορές που έχουν πτωτικές τάσεις. Όλα τα παραπάνω αποτελούν μια εισαγωγή για το τι είναι τα Hedge Funds, τα κίνητρα που έχει κάποιος για να επενδύσει σε αυτά. Στο υπόλοιπο μέρος αυτής της εργασίας

θα γίνει μια προσπάθεια να αναλυθούν καλύτερα τα Hedge Funds και οι στρατηγικές τους με βάση τους παραπάνω άξονες (Stefanini, F. 2010).

2.1. Ιστορική αναδρομή

Ο Carol Loomis ήταν αυτός που χρησιμοποιείται πρώτος τον όρο Hedge Fund. Αυτό έγινε για να περιγράψει τον τρόπο λειτουργίας του πρώτου Hedge Funds σε ένα άρθρο του στο περιοδικό Fortune το 1966. Ωστόσο σε αυτόν που οφείλετε η φιλοσοφία-στρατηγική επένδυσης είναι ο εκδότης οικονομικού περιοδικού Alfred Winslow Jones που ουσιαστικά είναι ο δημιουργός του πρώτου Hedge Funds το 1949 (Νικόλαος Κεφαλληναίος, 2008).

Ο Winslow ακολούθησε μια στρατηγική με 2 βασικά χαρακτηριστικά. Το πρώτο χαρακτηριστικό ήταν ότι η επένδυση είχε ουδέτερη στάση απέναντι στην πορεία της αγοράς. Αυτό σημαίνει όπως αναφέρθηκε και στην εισαγωγή, ότι ακόμα και εάν η αγορά ακολουθούσε πτωτική πορεία, η επένδυση θα μπορούσε να έχει θετική απόδοση. Για να έχει θετική απόδοση ο Winslow επένδυσε σε short positions σε τίτλους τους οποίους θεωρούσε ότι οι τιμές ήταν υπερτιμημένες (overvalued prices), και ταυτόχρονα επένδυσε σε long positions σε τίτλους που οι τιμές τους θεωρούσε ότι ήταν υποτιμημένες (Morris, 2008). Αυτή ήταν η βασική στρατηγική επένδυσης ώστε να αποσβέσει την πορεία της αγοράς. Δηλαδή ακόμα και η αγορά είχε αρνητική τάση ο Winslow μπορούσε να έχει κέρδη με βάση αυτή την στρατηγική. Ταυτόχρονα με την παραπάνω στρατηγική ο Winslow, χρησιμοποιούσε μόχλευση του αρχικά μικρού κεφαλαίου ώστε να πολλαπλασιάσει το επενδυμένο κεφάλαιο και να επιτύχει μεγαλύτερες αποδόσεις (Νικόλαος Κεφαλληναίος, 2008).

Το δεύτερο χαρακτηριστικό της στρατηγικής του Winslow ήταν η προμήθεια στον διαχειριστή της επένδυσης. Ο διαχειριστής εκτός από την κανονική προμήθεια δικαιούται ένα επιπρόσθετο 20% επί των κερδών. Αυτό αποτελούσε ένα μεγάλο κίνητρο για τους διαχειριστές των Hedge Funds ώστε να επιτύχουν υψηλότερες αποδόσεις. Παρότι αυτά τα χαρακτηριστικά εισήχθησαν στην πρώτη περίπτωση Hedge Fund το 1949, αποτελούν την βάση λειτουργίας των Hedge Funds στην σημερινή εποχή. Ένα πολύ μεγάλο ποσοστό των Hedge Funds ακολουθεί την στρατηγική αντιστάθμισης με short-long selling, και η επιπλέον προμήθεια του 20% επί των κερδών στον διαχειριστή του Hedge Fund παραμένει μέχρι σήμερα (Νικόλαος Κεφαλληναίος, 2008).

2.2. Η εξέλιξη των Hedge Funds

Με το πέρασμα των χρόνων και την εξέλιξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος καθώς και την εισαγωγή νέων προϊόντων επένδυσης (ομόλογα, μετοχές κ.α), την εξέλιξη του θεσμικού πλαισίου των επενδύσεων , αναπτύχθηκαν και εισήχθησαν νέες στρατηγικές από τους διαχειριστές των Hedge Funds. Στην σημερινή εποχή τα Hedge Funds έχουν την μορφή ενός επενδυτικού ιδιωτικού κεφαλαίου, προσελκύοντας επενδυτές όλων των φασμάτων. Παρότι την δεκαετία του 1990, 2000 οι επενδυτές που προσέλκυαν τα Hedge Fund , ήταν αυτοί που αναζητούσαν γρήγορο κέρδος , πλέον υπάρχει μια τάση επενδύσεων στα Hedge Funds από θεσμικούς επενδυτές (Shadab, 2009).

2.3. Σε ποιους απευθύνονται τα Hedge Funds;

Ο αριθμός των επενδυτών σε κάθε Hedge Fund δεν ξεπερνά τους 100. Το κάθε Fund έχει διαφορετικά κριτήρια για την εισαγωγή του κάθε υποψήφιου επενδυτή. Το βασικότερο κριτήριο βεβαία είναι το ύψος του κεφαλαίου που είναι διατεθειμένος ο επενδυτής να διαθέσει. Υπάρχουν Hedge Funds που για να συμμετάσχει κάποιος θα πρέπει να διαθέτει ένα κεφάλαιο προς επένδυση 1 εκ US. Ωστόσο υπάρχουν και Hedge Funds με κεφάλαιο εισαγωγής 100.000 δολάρια Νικόλαος Κεφαλληναίος, 2008).

2.4. Νομικό και θεσμικό πλαίσιο των Hedge Funds

Μέχρι πρόσφατα δεν υπήρχαν θεσμικά και ρυθμιστικά πλαίσια για τον τρόπο λειτουργίας των Hedge Funds , αυτό είχε σαν αποτέλεσμα να μην υπάρχει και νόμιμος ορισμός για το τι αποτελούν τα Hedge Funds. Η δομή των Hedge Funds προσεγγίζει αυτά των συνεταιρισμών (partnership), αυτό έχει σαν αποτέλεσμα μην υπάγονται σε κυβερνητικό έλεγχο καθώς επίσης να μην υπάγονται στους κανονισμούς της επιτροπής κεφαλαιαγοράς (SEC, Securities and Exchanges Commission). Ωστόσο παρά την μη υπαγωγή στους κανονισμούς της κεφαλαιαγοράς τα Hedge Funds που έχουν στη διάθεση τους κεφάλαια πάνω από 25 εκ \$ είναι υποχρεωμένα να εγγράφονται στην επιτροπή κεφαλαιαγοράς. Ένα άλλο κριτήριο για την εγγραφή των Hedge Funds στην επιτροπή κεφαλαιαγοράς είναι οι επενδυτές που συμμετέχουν στο Hedge Funds. Με βάση αυτό το κριτήριο αν στο Hedge Fund συμμετέχουν παραπάνω από

15 επενδυτές, το Fund είναι υποχρεωμένο με εγγραφή στο SEC Νικόλαος Κεφαλληναίος, 2008).

2.4.1. Νομικό πλαίσιο και ορισμός των Hedge Fund στις ΗΠΑ

Στις ΗΠΑ δεν υπάρχει κανονιστικό και ρυθμιστικό πλαίσιο για την λειτουργία των Hedge Funds, τα οποία συμπεριλαμβάνονται στην κατηγορία των ιδιωτικής φύσεως επενδύσεων. Όπως έχει πει και David Goldstein δικηγόρος ειδικός σε θέματα που αφορούν τα Hedge Funds σχετικά με νομικό πλαίσιο των Hedge Funds στις ΗΠΑ και τα χαρακτηριστικά που τα διέπουν (Νικόλαος Κεφαλληναίος, 2008):

“ Δεν υπάρχει επίσημος ορισμός για το τι είναι τα Hedge Funds. Ο όρος αυτός για να περιγράψει κεφάλαια που έχουν ρευστότητα και είναι ιδιωτικά. Αυτό δείχνει ότι δεν είναι αναγκαίο να είναι εγγεγραμμένα σε επίσημα αρχεία. Επίσης το δεύτερο χαρακτηριστικό των Hedge Funds είναι ότι ουσιαστικά αποτελούν κεφάλαια που εφαρμόζουν διάφορες επενδυτικές στρατηγικές. Αυτά είναι τα δυο χαρακτηριστικά των Hedge Funds. Παρόλα αυτά τα δυο αυτά χαρακτηριστικά διέπουν και τα αμοιβαία κεφάλαια”.

Ένα βασικό ερώτημα που προκύπτει από τα παραπάνω είναι ποια είναι η διαφορά μεταξύ των Hedge Funds και τον αμοιβαίων κεφαλαίων. Αυτό το ερώτημα θα απαντηθεί παρακάτω στο παρών κεφάλαιο . Επίσης από τα παραπάνω λεγόμενα προκύπτει όπως έχει ειπωθεί η έλλειψη νομικού πλαισίου λειτουργίας των Hedge Funds, καθώς και ο επίσημος ορισμός (Νικόλαος Κεφαλληναίος, 2008).

2.4.2. Γαλλία

Η AMF που αποτελεί την ρυθμιστική αρχή των επενδύσεων κεφαλαίων στη Γαλλία θέσπισε ένα πολύ αυστηρό πλαίσιο για την λειτουργία των Hedge Funds το 2004. Ωστόσο παρόλα το αυστηρό πλαίσιο που θέσπισε η AMF δεν κατάφερε να δώσει έναν ορισμό για το τι είναι τα Hedge Funds. Η βασικότερη αιτία είναι ότι οι διαφορετικοί διαχειριστές ακολουθούν διαφορετικές στρατηγικές. Με αυτόν τον τρόπο δίνοντας έναν νόμιμο ορισμό θα μπορούσε να περικλείει έναν μεγάλο αριθμό στρατηγικών και πρακτικών δηλαδή ένα μεγάλο μέρος των Hedge Funds αλλά όχι το σύνολο αυτών. Ωστόσο και AMF καταλήγει ότι αυτό που χαρακτηρίζει τα Hedge Funds είναι ότι οι αποδόσεις τους δεν είναι συνάρτηση των αγορών (Νικόλαος Κεφαλληναίος, 2008).

Από τα παραπάνω προκύπτει το εξής ερώτημα. Σε ποιόν απευθύνετε το αυστηρό θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας των Hedge Funds αφού δεν υπάρχει νόμιμος ορισμός. Η απάντηση είναι απλή έστω ότι ένα Hedge Fund εφαρμόζει μια στρατηγική που περιλαμβάνετε στον νόμιμο ορισμό σύμφωνα με την AMF. Με αυτόν τον τρόπο δίνετε η δυνατότητα στον διαχειριστή του Hedge Fund να χρησιμοποιήσει λήψη short θέσεων, τη χαμηλού βαθμού διασπορά καθώς και υψηλότερη μόχλευση από αυτήν που μπορεί να ορίζεται από την AMF (Νικόλαος Κεφαλληναίος, 2008).

2.4.3. Ηνωμένο Βασίλειο

Παρόμοιο πρόβλημα σχετικά με τον ορισμό των Hedge Funds συναντάται και σε άλλες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Οι χρηματοοικονομικές υπηρεσίες του Ηνωμένου Βασιλείου αναφέρουν τα εξής για τα Hedge Funds (Νικόλαος Κεφαλληναίος, 2008):

“Θα ήταν πολύ δύσκολο να ορίσουμε τον όρο “Hedge Fund”. Δίνοντας έναν όρο, θα επιτρέπαμε τα Hedge Funds να κατηγοριοποιηθούν παρόμοια με τα υπόλοιπα σχήματα επενδύσεων. Ο όρος Hedge Fund δεν είναι ένας όρος που θα έπρεπε να γίνει αποδεκτός, αλλά θα πρέπει να γίνει μια προσπάθεια ώστε να δημιουργηθεί ένας όρος που να περιλαμβάνει τις μη ορθές πρακτικές επενδύσεων”.

Πρόσφατα οι Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες του Ηνωμένου Βασιλείου κατέληξαν ότι θα πρέπει να δοθεί περισσότερη προσοχή στις τεχνικές που χρησιμοποιούν τα Hedge Funds πάρα στη θέσπιση ενός πλαισίου λειτουργίας (Νικόλαος Κεφαλληναίος, 2008).

2.4.4. Ιρλανδία

Παρόμοια με άλλα κράτη και στην Ιρλανδία δεν υπάρχει νόμιμος ορισμός για α Hedge Funds, παρόλα που η Ιρλανδία αποτελεί ένα από τα κυριότερα κέντρα δράσης των Hedge Funds. Η Marina Kelly στέλεχος του τμήματος IFSA (Financial Institutions and Funds Authorization) δηλώνει σχετικά με τα Hedge Funds:

“Δεν υπάρχει νόμιμος ορισμός για τα Hedge Fund. Ο όρος Hedge Fund χρησιμοποιείται για να περιγράψει διαφορετικές επενδυτικές στρατηγικές που παρουσιάζουν μερικά κοινά χαρακτηριστικά. Γενικά αυτός ο όρος χρησιμοποιείται για να περιγράψει επενδύσεις που χρησιμοποιούν κατά ένα μεγάλο ποσοστό τη στρατηγική των ανοιχτών πωλήσεων και επενδύουν σε μεγάλο βαθμό σε παράγωγα προϊόντα ταυτόχρονα κάνουν χρήση της μόχλευσης (Νικόλαος Κεφαλληναίος, 2008).

2.4.5. Γερμανία

Στη Γερμανία έχει θεσπιστεί ρυθμιστικό πλαίσιο λειτουργίας μόνο μόνο για συναλλαγές με αγοραστικό χαρακτήρα. Παρόλα αυτά οι ρυθμιστικές αρχές δίνουν έναν πιο ακριβές ορισμό των Hedge Funds.

Ο νομοθέτης Baffin όρισε τα Hedge Funds ως εξής:

“Είναι θεσμικοί επενδυτές των οποίων οι διαχειριστές έχουν την δυνατότητα να επιλέξουν τις αγορές στις οποίες θα επενδύσουν καθώς και να επιλέξουν τα χρηματοοικονομικά εργαλεία και τις επενδυτικές στρατηγικές που θα χρησιμοποιήσουν. Επίσης οι διαχειριστές μπορούν να επενδύουν απαλλαγμένοι από τις νόμιμες δεσμεύσεις (Νικόλαος Κεφαλληναίος, 2008).

2.4.6. Ευρωπαϊκό κοινοβούλιο

Το Ευρωπαϊκό κοινοβούλιο κατανοώντας ότι ο όρος Hedge Funds δεν περιγράφει πλήρως τις πρακτικές αυτών των επενδυτικών κεφαλαίων, όρισε ένα διαφορετικό όνομα για να τα περιγράψει. Πλέον χρησιμοποιεί τον όρο “ Εξελιγμένα Εναλλακτικά Επενδυτικά Σχήματα ”. Ο όρος αυτός συμπεριλαμβάνει και άλλου είδους επενδυτικά κεφάλαια που διαφέρουν αυτά των συλλογικών. Με παρόμοια λογική Η Επιτροπή Τραπεζική Εποπτείας Της Βασιλείας πλέον χρησιμοποιεί τον όρο Οργανισμοί Υψηλής μόχλευσης για να περιγράψει τα

Hedge Funds. Και αυτό γιατί σε αυτόν τον όρο συμπεριλαμβάνονται οργανισμοί για τους οποίους δεν υπάρχει ρυθμιστικό πλαίσιο, δεν απαιτούνται αυστηρές ρυθμίσεις για έναρξη λειτουργίας, και εφαρμόζουν τη μέθοδο της μόχλευσης σε υψηλά επίπεδα .

2.5. Ο κλάδος των Hedge Funds σε αριθμούς

Η Trading Advisors Selection System (TASS), μαζί με την Hedge Fund Research αποτελούν τις μεγαλύτερες πηγές πληροφοριών για τα Hedge Fund. Σύμφωνα με τους υπολογισμούς τους οι εταιρίες Hedge Funds ανά τον κόσμο ανέρχονται σε 9000 με το ενεργητικό τους να ανέρχεται σε 1,4 τρις δολάρια. Αξίζει να σημειωθεί ότι το ενεργητικό του κλάδου παρουσιάζει αυξητικές τάσεις. Επίσης ο αριθμός των Hedge Fund αυξάνεται σύμφωνα με την HFR. Επίσης προβλέπεται ότι το ενεργητικό των Hedge Funds (τα υπό διαχείριση κεφάλαια) θα αυξηθούν μελλοντικά (Stefanini, F. 2010).

2.5.1. Τύπος εταιριών Hedge Funds

Το 55% των εταιριών Hedge Funds οι οποίες διαχειρίζονται τα 2/3 των συνολικών κεφαλαίων είναι εγγεγραμμένες σαν offshore εταιρίες. Με τις περισσότερες να έχουν έδρα τα Νησιά Κέυμαν και τις Βρετανικές Παρθένες Νήσους. Το 34% των on-shore εταιριών έχουν έδρα τις ΗΠΑ οι οποίες διαχειρίζονται το 24% του συνολικού ενεργητικού .

3 Επενδυτικές στρατηγικές των Hedge Funds

Για να γίνει σύγκριση της απόδοσης, του κινδύνου και άλλων χαρακτηριστικών, είναι χρήσιμο να κατηγοριοποιηθούν τα hedge funds βάσει των επενδυτικών στρατηγικών τους. Οι στρατηγικές μπορεί να έχουν σχεδιαστεί ώστε να είναι ουδέτερες από την αγορά (πολύ χαμηλή συσχέτιση με τη συνολική αγορά) κατευθυντικές (ένα «στοίχημα» που προβλέπει μια συγκεκριμένη κίνηση της αγοράς). Οι αποφάσεις επιλογής μπορεί να είναι καθαρά συστηματικές (βασισμένες σε μοντέλα υπολογιστών) ή ειδικευμένες (τελικά βασίζονται σε άτομο) (Ben-David, Franzoni & Moussawi, 2012). Τα αντισταθμιστικά κεφάλαια μπορεί να ακολουθήσουν ταυτόχρονα στρατηγικές, κατανέμοντας εσωτερικά τα περιουσιακά τους στοιχεία αναλογικά σε διαφορετικές στρατηγικές. Όπως σημειώνει ο Schneeweis (1998), ορισμένες στρατηγικές hedge fund (για παράδειγμα, fixed income arbitrage) ήταν προηγουμένως ο ιδιόκτητος τομέας των επενδυτικών τραπεζών και των γραφείων συναλλαγών τους. Ένας κινητήριος μοχλός για την ανάπτυξη αμοιβαίων κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνου είναι η εφαρμογή στρατηγικών γραφείου συναλλαγών επενδυτικών τραπεζών σε οχήματα ιδιωτικών επενδύσεων (Strömqvist, 2009).

Τακτικές συναλλαγών

Η ταξινόμηση τακτικής διαπραγμάτευσης περιλαμβάνει μια μεγάλη ποικιλία κατευθυντήριων στρατηγικών, συμπεριλαμβανομένων των υποκατηγοριών των παγκόσμιων συμβούλων εμπορικών συναλλαγών μακροεντολών και εμπορευμάτων (commodity trading advisers - CTA). Τα παγκόσμια μακροοικονομικά ταμεία πραγματοποιούν επενδύσεις βάση εκτιμήσεων διεθνών συνθηκών, όπως επιτόκια, συναλλαγματικές ισοτιμίες, πληθωρισμός, ανεργία, βιομηχανική παραγωγή, εξωτερικό εμπόριο και πολιτική σταθερότητα (Ben-David, Franzoni & Moussawi, 2012). Η παγκόσμια υποκατηγορία μακροεντολών τείνει να περιέχει τα μεγαλύτερα αντισταθμιστικά κεφάλαια - παλαιότερα αντισταθμιστικά κεφάλαια, όπως το Robertson's Tiger Fund και το Soros 'Quantum Fund, καθώς και τα τρέχοντα κεφάλαια, όπως οι Brevan Howard και Moore. Τα παγκόσμια μακροοικονομικά κεφάλαια λαμβάνουν τον μεγαλύτερο έλεγχο όταν τα αντισταθμιστικά κεφάλαια κατηγορούνται ότι υπονομεύουν την παγκόσμια σταθερότητα. Οι παγκόσμιοι μακροοικονομικοί έμποροι μπορούν να χρησιμοποιούν μόχλευση, μικρές πωλήσεις ή παράγωγα για τη μεγιστοποίηση των αποδόσεων (Βογιατζής, 2020). Ορισμένα κεφάλαια ειδικεύονται σε ρευστά περιουσιακά στοιχεία σε αναδυόμενες αγορές, οι οποίες μερικές φορές έχουν χρηματοοικονομικές αγορές που δεν

επιτρέπουν μικρές πωλήσεις ή δεν προσφέρουν παράγωγα στους τίτλους τους. Οι σύμβουλοι διαπραγμάτευσης εμπορευμάτων (CTA) ειδικεύονται στην κερδοσκοπική διαπραγμάτευση σε αγορές μελλοντικής εκπλήρωσης. Οι συναλλαγές μπορεί να περιλαμβάνουν συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης σε πολύτιμα μέταλλα, νομίσματα, χρηματοοικονομικά μέσα ή πιο τυπικά εμπορεύματα σε χρηματιστήρια μελλοντικής εκπλήρωσης σε όλο τον κόσμο (Σταθούλιας, 2019). Οι CTA χρησιμοποιούν συχνά μοντέλα υπολογιστών για να επωφεληθούν από τις διαφορές στην επιλογή συμβολαίου, τη στάθμιση και τη λήξη. Οι Fung και Hsieh (2001) εξηγούν την «τάση-παρακολούθηση», τη στρατηγική της πλειοψηφίας των CTA και πώς η στρατηγική μπορεί να δείξει θετικές αποδόσεις, ειδικά σε ακραίες αγορές. Στις Η.Π.Α., η Επιτροπή Εμπορίου Συναλλαγών Εμπορευμάτων (Commodity Futures Trading Commission - CFTC), όχι η SEC, ρυθμίζει τις ενέργειες των CTA (Μετεμέτης, 2019).

3.1. Επενδυτική Στρατηγική: Αρμπιτράζ

Αρμπιτράζ είναι η στρατηγική η οποία εκμεταλλεύομενη την ανισορροπία των αγορών έχει ως αντικειμενικό σκοπό την επίτευξη κέρδους με την ανάληψη του χαμηλότερου δυνατού επενδυτικού ρίσκου. Ο διαχειριστής που χρησιμοποιεί την συγκεκριμένη στρατηγική ονομάζεται αρμπιτραζέρ (arbitrageur). Για να επιτευχθεί το Αρμπιτράζ πρέπει να τηρείται μια από τις εξής τρεις προϋποθέσεις (Σουμπενιώτης & Ταμπακούδης, 2017):

1. Ο τίτλος (μετοχή, ομόλογο, νόμισμα, παράγωγο προϊόντα κ.λπ.) θα πρέπει να διαπραγματεύεται σε διαφορετικές αγορές και σε διαφορετικές τιμές. Με αυτόν τον τρόπο ο επενδυτής μπορεί να αγοράσει με μετοχή σε χαμηλή τιμή από μια αγορά, και να την πουλήσει σε υψηλότερη τιμή σε άλλη αγορά.
2. Δύο τίτλοι ισάξιοι με γνώμονα τις ταμιακές ροές, να διαπραγματεύονται σε διαφορετικές τιμές (Ψάρρος, 2008).
3. Η τιμή του τίτλου να έχει μικρότερη η μεγαλύτερη τιμή από το συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης, η του δικαιώματος προαίρεσης. Στην περίπτωση που το συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης(ΣΜΕ) η το Δικαίωμα Προαίρεσης αξίζει περισσότερο στην αγορά παραγώγων απ' ότι ο υποκείμενος τίτλος στην Πραγματική Αγορά (Spot

Market), τότε υπάρχει η δυνατότητα να πωληθεί το ακριβό συμβόλαιο και να αγορασθεί ο υποκείμενος τίτλος. Με αυτόν τρόπο ο επενδυτής μπορεί να επωφεληθεί από την διαφορά τιμής χωρίς να πάρει κάποιο επενδυτικό ρίσκο (Μερσινιάς, 2013).

Η εφαρμογή της στρατηγικής Αρμπιτράζ εφαρμόζεται κυρίως σε περιπτώσεις συγχωνεύσεων. Τότε η στρατηγική Αρμπιτράζ ονομάζεται αρμπιτράζ κινδύνου (Δημητρίου, 2019).

3.1.1. Αρμπιτράζ αποθετηρίων δικαιωμάτων

Αποτελεί μια στρατηγική που εφαρμόζεται συχνά, και εύκολα. Τα αποθετήρια δικαιωμάτων αποτελούν την αρχική μορφή των μετόχων των οποίων οι εταιρίες επιθυμούν να διαπραγματεύονται στις ΗΠΑ, αλλά ανήκουν σε άλλες χώρες. Η αρχική μορφή των μετοχών των εταιριών που έχουν έδρα εκτός ΗΠΑ, και θέλουν να διαπραγματεύονται στις ΗΠΑ είναι τα αποθετήρια δικαιωμάτων (American Depository Receipt, ADR). Τα αμερικάνικα αποθετήρια δικαιωμάτων μπορούν να αντιστοιχούν σε μια, η περισσότερες μετοχές της εταιρίας που επιδιώκει να διαπραγματευτεί στις ΗΠΑ. Αρχικά όταν ένα ADR μιας εταιρίας διαπραγματεύεται για πρώτη φορά η τιμή του είναι χαμηλότερη από την πραγματική της αξία (Λαδάς, 2017). Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι επενδυτές δεν είναι διατεθειμένοι να επενδύσουν σε μια εταιρία εκτός ΗΠΑ. Βασιζόμενοι σε αυτό οι αρμπιτραζέρ προσπαθούν να επωφεληθούν από την διαφορά της χαμηλής και της πραγματικής τιμής. Η τακτική που ακολουθούν είναι η εξής: Ο αρμπιτραζέρ αγοράζει ADR από την στιγμή που αρχίζουν να διαπραγματεύονται και οι τιμές τους είναι χαμηλές περιμένοντας η αξία τους να φτάσει στην πραγματική αξία. Ωστόσο υπάρχει το ενδεχόμενο η πραγματική τιμή της μετοχής να μειωθεί (Stefanini, 2010). Για να αντισταθμίσουν (hedging) αυτόν τον κίνδυνο οι αρμπιτραζέρ λαμβάνουν short θέσεις στην μετοχή. Με αυτή την κίνηση εάν η τιμή της μετοχής μειωθεί οι ζημιές αντισταθμίζονται από τις short θέσεις που έχει λάβει ο αρμπιτραζέρ, και το τελικό αποτέλεσμα θα είναι η επίτευξη χαμηλότερων κερδών από τα προσδοκώμενα. Στην περίπτωση που η τιμή της μετοχής ανέβει τότε τα κέρδη θα είναι περισσότερα από τα προσδοκώμενα. Η προσδοκώμενη μεταβλητότητα είναι χαμηλή (Μετεμέτης, 2019).

Το παράδειγμα που παρατέθηκε παραπάνω δεν αναδεικνύει την δυσκολία της συγκεκριμένης στρατηγικής. Οι στρατηγικές αρμπιτράζ είναι πολύπλοκες και συνδυασμένες θέσεις με μεγάλο βαθμό δυσκολίας. Ένας παράγοντας που αυξάνει τον βαθμό δυσκολίας είναι το ότι οι διαφορά ανάμεσα στην τιμή που διαπραγματεύεται η μετοχή, και στην πραγματική

τιμή της μετοχής διαρκεί για πολύ μικρό χρονικό διάστημα. Αυτό συμβαίνει εξαιτίας της τάσης της αγοράς να εξομαλύνει τις τιμές. Επομένως η ευκαιρία για την επίτευξη κέρδους υπάρχει μόνο για περιορισμένο χρονικό διάστημα και με την επένδυση μεγάλων κεφαλαίων. Στις συγκεκριμένες συναλλαγές χρησιμοποιείται η μόχλευση κεφαλαίων με σκοπό την μεγιστοποίηση των κερδών (Σταθούλιας, 2019).

Εξαιτίας των στιγμιαίων ανισορροπιών των τιμών των τίτλων (μετοχών, ομολόγων νομισμάτων, παραγώγων προϊόντων, δικαιωμάτων αποθετηρίων κ.τ.λ.) του περιορισμένου χρόνου, και του μεγάλου όγκου πληροφοριών οι αρμπιτραζέρ χρησιμοποιούν προγράμματα software ώστε να αναλύσουν όλα τα δεδομένα των τίτλων και να προχωρήσουν σε αυτόματη πράξη στην περίπτωση αρμπιτράζ. Εξαιτίας του γεγονότος ότι οι πράξεις αρμπιτράζ εξομαλύνουν την ανισορροπία των τιμών, για την επίτευξη κέρδους απαιτείται η γρήγορη εντόπιση της ευκαιρίας (δηλ στην εντόπιση της διαφοράς της τιμής) (Βογιατζής, 2020).

Ωστόσο η παροχή πληροφόρησης για την γρήγορη εντόπιση του αρμπιτράζ, έχει συνδέσει τα hedge funds με σκάνδαλα λόγω εσωτερικής πληροφόρησης (inside information's). Το γεγονός αυτό βασίζεται στο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα που έχει κάποιος επενδυτής που έχει πληροφόρηση που κάποιος άλλος δεν έχουν. Η πληροφορία μπορεί να αποτελέσει το μέσο για κάποιον για εύκολο πλουτισμό και την επιτυχία. Επομένως η παράνομη διακίνηση πληροφόρησης μπορεί να αποφέρει πολλά κέρδη (Δημητρίου, 2019). Δεν είναι τυχαίο ότι τα περισσότερα οικονομικά σκάνδαλα την δεκαετία του 80 συσχετιζόνταν με περιπτώσεις αρμπιτράζ. Σε πολλές περιπτώσεις τα άτομα που κατέχουν την πληροφόρηση είναι στελέχη των εταιριών που πρόκειται να εξαγοραστούν να εξαγοράσουν η να συγχωνευτούν με άλλες εταιρίες. Τα άτομα αυτά ονομάζονται εσωτερικοί πληροφοριοδότες, λόγω της πληροφορίας που κατέχουν. Πολλές φορές οι ίδιοι χρησιμοποιούν στρατηγικές αρμπιτράζ για την επίτευξη υψηλών κερδών (Stefanini, 2010).

Χαρακτηριστική περίπτωση του Ivan Boesky που εκμεταλλευόμενος τις πληροφορίες που είχε, είτε επενδύοντας ο ίδιος είτε πουλώντας τις πληροφορίες κατάφερε να αποκομίσει τεράστια κέρδη (Κρέτσος, 2015).

3.1.2. Μετατρέψιμο Αρμπιτράζ

Το μετατρέψιμο αρμπιτράζ είναι μια μακροπρόθεσμη επενδυτική στρατηγική ιδίων κεφαλαίων που συνήθως περιλαμβάνει την ταυτόχρονη αγορά μετατρέψιμων κινητών αξιών και την πώληση της υποκείμενης κοινής μετοχής. Υποθέτοντας ότι, σε σχέση με τα αποθέματα της

εταιρείας, τα μετατρέψιμα ομόλογα μιας επιχείρησης τιμολογούνται αναποτελεσματικά, ο κύριος στόχος αυτής της στρατηγικής είναι να ανιχνεύσει την αναποτελεσματικότητα τιμολόγησης μεταξύ ενός μετατρέψιμου τίτλου και του αποθέματος για να το αξιοποιήσει (Ψάρρος, 2008). Προκειμένου να γίνει κατανοητή αυτή η στρατηγική, είναι σημαντικό να εξοικειωθεί κανείς με τον ορισμό της μετατρέψιμης ασφάλειας. Η μετατρέψιμη ασφάλεια είναι μια ασφάλεια που μπορεί να μετατραπεί σε άλλη ασφάλεια σε μια καθορισμένη τιμή (εκ των προτέρων) στον πραγματικό κόσμο, αυτή η έννοια εφαρμόζεται κυρίως σε μετατρέψιμα ομόλογα, δηλαδή μέσα σταθερού εισοδήματος που δίνουν στους επενδυτές το δικαίωμα να αλλάξουν μετοχές στο μια προκαθορισμένη τιμή (Σουμπενιώτης & Ταμπακούδης, 2017). Τα αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης που χρησιμοποιούν μετατρέψιμα αρμπιτράζ θα λειτουργούν σύμφωνα με την ακόλουθη λογική: με δεδομένο ότι ο διαχειριστής παίρνει μια μακρά θέση στο μετατρέψιμο ομόλογο μιας εταιρείας και μια μικρή θέση στα αποθέματα μιας εταιρείας ταυτόχρονα. Εάν η τιμή της εταιρείας πέσει, ο διαχειριστής επωφελείται από την βραχεία θέση της. Αντίθετα, εάν η τιμή της εταιρείας αυξηθεί, ο διαχειριστής μπορεί να επωφεληθεί από τη μακροπρόθεσμη θέση του μετατρέποντας τα μετατρέψιμα ομόλογα της σε μετοχές. Επιπλέον, τα μετατρέψιμα ομόλογα έχουν χαμηλότερα επιτόκια σε σύγκριση με τα παραδοσιακά ομόλογα (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2009).

3.1.3. Στατιστικό Αρμπιτράζ

Το στατιστικό αρμπιτράζ είναι μια ουδέτερη στην αγορά στρατηγική και περιλαμβάνει το ταυτόχρονο άνοιγμα μιας θέσης long και short και βασίζεται σε μεγάλο βαθμό στη θεωρία της μέσης αντιστροφής. Σύμφωνα με αυτήν τη θεωρία, δεδομένου ενός συνόλου δεδομένων, οι τιμές τελικά επιστρέφουν στο μέσο επίπεδο μακροπρόθεσμα. Ωστόσο, λόγω του γεγονότος ότι δύο μετοχές μπορούν να παραμείνουν χωρίς συσχέτιση για σημαντικό χρονικό διάστημα, τα κεφάλαια που λειτουργούν με αυτήν τη στρατηγική έχουν μια υπολογιστικά εντατική προσέγγιση για τον εντοπισμό μικροσκοπικών αναποτελεσματικών τιμών μεταξύ συσχετιζόμενων κινητών αξιών που διαρκούν ένα κλάσμα του δευτερολέπτου. Είναι επίσης γνωστό ως μια εξελιγμένη έκδοση της διαπραγμάτευσης ζευγών (Stefanini, 2010).

3.1.4. Σταθερό εισόδημα αρμπιτράζ

Το σταθερό εισόδημα αρμπιτράζ είναι μια ουδέτερη στην αγορά στρατηγική, που σημαίνει ότι οι διαχειριστές κεφαλαίων προσπαθούν να επωφεληθούν από τις ανωμαλίες τιμολόγησης μεταξύ των τίτλων σταθερού εισοδήματος ανεξάρτητα από τη συνολική ανοδική ή πτωτική κατάσταση της αγοράς. Στην πράξη, αυτή η στρατηγική περιλαμβάνει την ταυτόχρονη υπόθεση των αντιτιθέμενων θέσεων στην αγορά για να επωφεληθούν από μικρές αποκλίσεις τιμών, περιορίζοντας ταυτόχρονα τον κίνδυνο επιτοκίου (Λαδάς, 2017). Για να γίνει κατανοητό με ορθότητα το αρμπιτράζ σταθερού εισοδήματος, πρέπει πρώτα να εξοικειωθεί κανείς με την έννοια των τίτλων σταθερού εισοδήματος. Οι τίτλοι σταθερού εισοδήματος εμπίπτουν στην κατηγορία χρεωστικών τίτλων με σταθερή ροή εσόδων, εκδίδονται από ιδιωτικές εταιρείες ή την κυβέρνηση, ορισμένα παραδείγματα είναι εταιρικά ομόλογα και κρατικά ομόλογα. Μια τυπική πράξη που υιοθετεί αυτό το είδος στρατηγικής θα ήταν η αγορά κρατικών ομολόγων στο σύντομο τέλος της καμπύλης και η ταυτόχρονη πώληση κρατικών ομολόγων στο μακρύ τέλος της καμπύλης απόδοσης (Κρέτσος, 2015).

3.1.5. Παγκόσμιοι διαχειριστές μακροεντολών

Μια παγκόσμια μακροοικονομική στρατηγική είναι μια επενδυτική και εμπορική στρατηγική που επιχειρεί να εκμεταλλευτεί τις ευρείες μεταβολές της αγοράς στην παγκόσμια αγορά και βασίζεται στην ερμηνεία των μακροοικονομικών και γεωπολιτικών γεγονότων, εστιάζοντας επομένως στον συστηματικό κίνδυνο των αγορών (Μετεμέτης, 2019). Στις περισσότερες περιπτώσεις, ο διευθυντής κάνει μια ανάλυση οικονομικής αγοράς από πάνω προς τα κάτω, χρησιμοποιώντας συχνά μόχλευση στη θετική ή βραχυπρόθεσμη θέση που έχει ληφθεί με το τελικό για την ενίσχυση των εντοπισμένων ευκαιριών. Επιπλέον, δεδομένου ότι τα παγκόσμια μακροοικονομικά κεφάλαια είναι τα λιγότερο περιορισμένα, οι διαχειριστές της μπορούν να χρησιμοποιούν μια ευρεία γκάμα περιουσιακών στοιχείων και μέσων παγκοσμίως, όπως: επιλογές, συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, νομίσματα, κεφάλαια δεικτών, ομόλογα και εμπορεύματα. Σε γενικές γραμμές, οι παγκόσμιες μακροοικονομικές στρατηγικές μπορούν να ταξινομηθούν σε (Σταθούλιας, 2019):

- Στρατηγικές συναλλάγματος,
- Στρατηγικές επιτοκίου,
- Στρατηγικές ευρετηρίου μετοχών.

3.2. Ρύθμιση D

Η ρύθμιση D (Regulation D) πρόκειται για μια κυβερνητική απαλλαγή στους κανονισμούς οι οποίοι ισχύουν στις ιδιωτικές επενδύσεις κεφαλαίων (Private placements). Με την ισχύουσα νομοθεσία οι μικρές εταιρίες δεν μπορούν να αντέξουν τα κόστη συμμετοχής στις κεφαλαιαγορές, ωστόσο η ρύθμιση D βοηθά αυτές τις εταιρίες να έχουν πρόσβαση στην κεφαλαιαγορά. Η ρύθμιση D επίσης παρέχει την δυνατότητα σε αυτές τις εταιρίες να αυξήσουν το κεφάλαιο τους, μέσω πωλήσεων των μετοχών τους η εκδίδοντας ομολογιακό δάνειο χωρίς να είναι υποχρεωμένες να εγγράφουν στην επιτροπή κεφαλαιαγοράς. Ωστόσο είναι υποχρεωμένες να καταθέσουν στη SEC το οργανόγραμμα και το καταστατικό τους. Η ρύθμιση D επίσης παρέχει στις εταιρίες την γρήγορη λήψη χρηματοδότησης, αποφεύγοντας τα κόστη που απαιτεί η διαδικασία της δημόσιας προσφοράς (Μετεμέτης, 2019).

Ο όρος ρύθμιση D χρησιμοποιείται επίσης για να περιγράψει την επενδυτική στρατηγική που σχετίζεται με τα Hedge funds, και βασίζεται σε αυτή την ρύθμιση. Σαν επενδυτική στρατηγική η ρύθμιση D αναφέρεται σε επενδύσεις σε μικρής κεφαλαιοποίησης δημόσιες εταιρίες οι οποίες συγκεντρώνουν κεφάλαια μέσω της διαδικασίας της δημόσιας προσφοράς. Αυτοί οι τίτλοι είναι αντισταθμισμένοι μέσω της απόκτησης αναδρομικής προμήθειας η με μετατρέψιμα δικαιώματα προαίρεσης, με τιμή εξάσκησης την ονομαστική αξία της μετοχής (Κρέτσος, 2015).

Μετά από την χρήση της ρύθμισης D η τιμή της μετοχής πέφτει δραματικά εξαιτίας του γεγονότος ότι τα hedge funds πουλάνε τεράστιο αριθμό μετοχών που είχαν αγοραστεί με έκπτωση λόγω των μετατρέψιμων δικαιωμάτων. Η χρηματοδότηση μέσω της ρύθμισης D μπορεί να σχετίζεται με απάτες που λαμβάνουν χώρα σε πολύ μικρής αξίας μετοχές (penny stocks), αφού οι προωθούμενες τέτοιες μετοχές, από τη μια πλευρά τις διαφημίζουν και τις υποστηρίζουν, όταν από την άλλη πουλάνε τεράστιο αριθμό αυτών στην αγορά (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2009).

3.3. Επενδυτική Στρατηγική short selling

Ανοιχτή πώληση είναι όρος που χρησιμοποιείται όταν ένας επενδυτής αποκτά το δικαίωμα να πουλήσει έναν τίτλο τον οποίο στην πραγματικότητα δεν κατέχει. Η συγκεκριμένη στρατηγική εφαρμόζεται όταν ο αμπιτραζέρ πιστεύει ότι οι τιμές των τίτλων

που έχει αγοράσει το δικαίωμα θα ακολουθήσουν πτωτική πορεία. Αυτό μπορεί να συμβεί διότι είτε οι τιμές των τίτλων είναι υψηλές είτε υπάρχει η πιθανότητα εξαγοράς η ανακοίνωσης οικονομικών αποτελεσμάτων (Λαδάς, 2017).

Η στρατηγική που ακολουθείτε είναι η εξής. Ο διαχειριστής του Hedge fund πληρώνοντας κάποια αμοιβή προχωρά στον δανεισμό του τίτλου, και μετά τον πουλάει στην αγορά. Όταν η τιμή πέσει στην προσδοκώμενη τιμή ο διαχειριστής αγοράζει τον τίτλο και τον επιστρέφει στον ιδιοκτήτη. Το πραγματικό κέρδος του επενδυτή προέρχεται από την διαφορά των δύο τιμών. Ο επενδυτής ουσιαστικά προσδοκά την μείωση της αξίας του χαρτοφυλακίου του δανειστή ώστε να του επιφέρει κέρδος. Παρόλα που η στρατηγική μπορεί να χαρακτηριστεί ανήθικη, γίνεται κατά επιλογή του δανειστή αφού αποκομίζει κέρδος από τον δανεισμό των τίτλων (Ben-David, Franzoni & Moussawi, 2012).

Ο κίνδυνος που ελλοχεύει η στρατηγική αυτή είναι στην περίπτωση που η τιμή του τίτλου που διαπραγματεύεται ακολουθήσει ανοδική πορεία αντί για την προσδοκώμενη που είναι αρνητική. Στην περίπτωση αυτή η επένδυση δεν θα είναι κερδοφόρα, αλλά θα επιφέρει ζημιές στον επενδυτή. Αυτό έχει την εξής εξήγηση: όταν ένας επενδυτής αγοράζει μετοχές μιας εταιρίας προσδοκά ότι η τιμή της μετοχής θα ανέβει και θα του επιφέρει κέρδη. Στην περίπτωση αυτή ωστόσο ο επενδυτής δεν μπορεί να χάσει παραπάνω από το αρχικό κεφάλαιο που επένδυσε. Στην περίπτωση που κάποιος ακολουθήσει την στρατηγική short selling οι πιθανές ζημιές είναι απεριόριστες, καθότι ο τίτλος μπορεί να ακολουθήσει ανοδική πορεία επομένως όταν ο διαχειριστής τον αγοράσει για να τον επιστρέψει από την διαφορά των τιμών να προκύπτει απεριόριστη ζημιά. Ωστόσο για να αποφύγει τα παραπάνω ο επενδυτής μπορεί να ακολουθήσει μια συνδυασμένη στρατηγική ώστε να αποφύγει τις ζημιές από ένα μη προβλεπόμενο γεγονός όπως αυτό που περιεγράφηκε παραπάνω (Strömqvist, 2009).

Η στρατηγική του short selling υιοθετείται από πολλές εταιρίες hedge funds, καθότι μπορεί να επιφέρει κέρδη ακόμα και σε δυσμενής περιόδους μιας οικονομίας. Για την επίτευξη του μεγαλύτερου δυνατού κέρδους οι διαχειριστές των hedge funds μελετούν τις οικονομικές ανακοινώσεις των εταιριών, ώστε να μπορέσουν να διακρίνουν αν η τιμή της μετοχής τους έχει υπερεκτιμηθεί. Το ταλέντο ενός καλού διαχειριστή βασίζεται στο να μπορεί να διαβλέψει πρώτος τέτοιες καταστάσεις ώστε να μπορέσει να τις εκμεταλλευτεί. Το 2005 οι πλειοψηφία των εταιριών hedge funds προέβλεπε την πτώση της μετοχής της General Motors, ωστόσο η τιμή της μετοχής παρουσίασε ανοδική πορεία. Εξαιτίας αυτού του γεγονότος πολλές εταιρίες

hedge funds πολλές εταιρίες που υιοθέτησαν την στρατηγική short selling διέκοψαν οριστικά την λειτουργία τους (Acharya & Richardson, 2009).

Η πιο ευρέως γνωστή εφαρμογή της στρατηγικής short selling αφορούσε το βρετανικό νόμισμα στις 16 Σεπτεμβρίου του 1992. Η ημερομηνία αυτή είναι γνωστή και ως μαύρη Τετάρτη. Οι ανοιχτές πωλήσεις στη Βρετανική λίρα έγιναν από κερδοσκόπους (currency speculators) με τον George Soros να κατέχει την πρώτη θέση. Ο George Soros διαχειριζόταν το ιδιωτικό hedge fund Quantum και προσδοκούσε την πτώση της τιμής της βρετανικής λίρας (Ferran, 2011).

3.4. Επενδυτικές στρατηγικές αντιστάθμισης

Οι στρατηγικές αυτές ονομάζονται στρατηγικές αντιστάθμισης (Market Neutral Strategies) λόγω των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών τους. Η στρατηγική αυτή πραγματοποιείται παίρνοντας ταυτόχρονα αντίθετες επενδυτικές θέσεις (long short positions), αυτό αποσκοπεί στην μείωση της τελικής καθαρής θέσης 'αφού πρώτα έχει υπολογισθεί ο κίνδυνος της αγοράς και η τελική προσδοκώμενη απόδοση (expected return). Οι στρατηγικές αυτές ονομάζονται και στρατηγικές σχετικών τιμών (relative value strategies) (Ang, Gorovyy & Van Inwegen, 2011).

Οι στρατηγικές αντιστάθμισης χωρίζονται σε δύο κατηγορίες:

- Στρατηγικές Αντιστάθμισης Μετοχών (equity market neutral)
- Στατιστικό Αρμπιτράζ (Statistical Arbitrage)

Η στρατηγική αντιστάθμισης επικεντρώνεται στην επιλογή μετοχών με βάση τα θεμελιώδη στοιχεία των μετοχών. Οι επενδυτικές θέσεις long short λαμβάνονται με τέτοιο τρόπο ώστε η τελική συνολική θέση να παρουσιάζει ουδέτερο συντελεστή Beta (Patton, 2009).

3.4.1. Long short positions

Long Positions: Ονομάζονται οι επενδυτικές θέσεις με σκοπό την επίτευξη θετικής απόδοσης λόγω της ανόδου των τιμών των υποκείμενων τίτλων (underlying assets).

Short Positions: Είναι οι επενδυτικές θέσεις με σκοπό την επίτευξη θετικής απόδοσης, λόγω της επικείμενης μείωσης των τιμών των υποκείμενων τίτλων (Underlying Assets) .

Τα αμοιβαία αντισταθμιστικά κεφάλαια (Long-short hedge funds) επικεντρώνονται στην επιλογή ασφάλειας για να επιτύχουν απόλυτες αποδόσεις, μειώνοντας παράλληλα την έκθεση σε κίνδυνο αγοράς αντισταθμίζοντας τις θέσεις πώλησης και τις θέσεις αγοράς. Σε σύγκριση με ένα μόνο χαρτοφυλάκιο, οι ανοικτές πωλήσεις μειώνουν τη συσχέτιση με την αγορά, παρέχουν επιπλέον μόχλευση και επιτρέπουν στον διαχειριστή να επωφεληθεί από υπερτιμημένους και υποτιμημένους τίτλους (Acharya & Richardson, 2009). Τα παράγωγα μπορούν επίσης να χρησιμοποιηθούν για αντιστάθμιση ή μόχλευση. Οι αποφάσεις επιλογής ασφάλειας ενδέχεται να περιλαμβάνει μακροπρόθεσμα βιομηχανίες (όπως τεχνολογία αγοράς και μικρούς φυσικούς πόρους) ή περιφερειακές μακροπρόθεσμες (όπως αγορά Λατινικής Αμερικής και Ανατολικής Ευρώπης). (Ben-David, Franzoni & Moussawi, 2012). Για παράδειγμα, γίνε αγορά long, η General Motors και short η Ford Motors. Αυτό το κλασικό παράδειγμα έχει τη μεγαλύτερη μείωση κινδύνου καθώς τα δύο αποθέματα είναι πιθανό να έχουν εξαιρετικά παρόμοια ανοίγματα στον κίνδυνο αγοράς. Το ζεύγος αφαιρεί το μεγαλύτερο μέρος του κινδύνου αγοράς. Ο ιδιοσυγκρασιακός κίνδυνος παραμένει, αλλά μπορεί να μειωθεί με ένα χαρτοφυλάκιο παρόμοιων συναλλαγών. Τα μακροπρόθεσμα χαρτοφυλάκια σπάνια είναι εντελώς ουδέτερα στην αγορά. Συνήθως παρουσιάζουν μακροχρόνια προκατάληψη ή σύντομη προκατάληψη, και έτσι έχουν αντίστοιχη έκθεση στην αγορά (θετική ή αρνητική). Είναι επίσης πιθανό να εκτεθούν σε άλλες πηγές κινδύνου σε ολόκληρη την αγορά, όπως παράγοντες κινδύνου για τη βιομηχανία (Acharya & Richardson, 2009).

3.5. Στρατηγικές Σχετικής αξίας

Οι στρατηγικές σχετικής αξίας χρησιμοποιούν στρατηγικές ουδέτερες με την αγορά που εκμεταλλεύονται την αντιληπτή εσφαλμένη τιμή μεταξύ σχετικών χρηματοοικονομικών μέσων. Το αρμπιτράζ (arbitrage) σταθερού εισοδήματος μπορεί να εκμεταλλευτεί βραχυπρόθεσμες ανωμαλίες σε χαρακτηριστικά ομολόγων, όπως η καμπύλη απόδοσης ή η διαφορά μεταξύ του Δημοσίου και των εταιρικών ομολόγων. Τα μετατρέψιμα αρμπιτράζ κέρδη από καταστάσεις όπου τα μετατρέψιμα ομόλογα είναι υποτιμημένα σε σύγκριση με τη θεωρητική αξία των υποκείμενων ιδίων κεφαλαίων και του καθαρού ομολόγου (Bali, Brown & Caglayan, 2011). Σε αυτές τις περιπτώσεις, ο διαχειριστής του hedge fund (αντισταθμιστικού κεφαλαίου) παίρνει

μεγάλες θέσεις στο μετατρέψιμο ομόλογο και κλείνει το υποκείμενο απόθεμα. Το στατιστικό αρμπιτράζ περιλαμβάνει την αξιοποίηση των διαφορών τιμών μεταξύ μετοχών, ομολόγων και παραγώγων (προαιρετικά ή μελλοντικά συμβόλαια) ενώ ταυτόχρονα διαφοροποιεί όλους ή τους περισσότερους κινδύνους σε όλη την αγορά. Οι καταστάσεις για το αρμπιτράζ σχετικής αξίας συμβαίνουν συχνά με ρευστά περιουσιακά στοιχεία, επομένως μπορεί να υπάρχει πρόσθετος κίνδυνος ρευστότητας. Τα κέρδη από μεμονωμένες συναλλαγές που πραγματοποιούνται είναι μικρά, επομένως η μόχλευση χρησιμοποιείται συχνά με στρατηγικές σχετικής αξίας για την αύξηση των συνολικών αποδόσεων (Klein & Zur, 2009).

4. Μέτρηση απόδοσης Αντισταθμιστικών κεφαλαίων

4.1. Δείκτες αμοιβαίων κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνου

Καθώς ο κλάδος των αντισταθμιστικών κεφαλαίων ωριμάζει, προκύπτει η ζήτηση για συγκριτικά κριτήρια για την σύγκριση των επιδόσεων των αντισταθμιστικών κεφαλαίων μεταξύ τους και για σύγκριση των επιδόσεων αντισταθμιστικών κεφαλαίων με άλλες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων. Αρκετά μέρη (όπως το CSFB-Tremont, τα αντισταθμιστικά κεφάλαια Research (HFR), το Van Hedge και η Ζυρίχη Capital Markets / MAR) έχουν καλύψει τη ζήτηση για συγκριτικά κριτήρια για τα αντισταθμιστικά κεφάλαια, παρέχοντας δείκτες αντισταθμιστικών κεφαλαίων (Ψάρρος, 2008). Οι πάροχοι δεικτών αντιστάθμισης κεφαλαίων γενικά δεν προμηθεύουν έναν ενιαίο μονολιθικό δείκτη, αλλά αντίθετα παρέχουν ξεχωριστούς δείκτες για διαφορετικές στρατηγικές αντιστάθμισης κεφαλαίων. Αυτή η προσέγγιση ομαδοποιεί αμοιβαία κεφάλαια παρόμοιου μεγέθους και συσχέτισης με την αγορά. Επιπλέον, ενδέχεται να προκύψουν νέες κατηγορίες καθώς οι διαχειριστές στα αντισταθμιστικά κεφάλαια σχεδιάζουν καινοτόμες στρατηγικές συναλλαγών. Ωστόσο, η προσέγγιση κατηγοριοποίησης υποφέρει επειδή δεν υπάρχει συναίνεση σε ολόκληρο τον κλάδο για τον ορισμό των κατηγοριών, επομένως οι δείκτες από διαφορετικούς παρόχους δεν είναι πάντοτε συγκρίσιμοι μεταξύ τους.

4.2. Μεροληψίες δεδομένων: Επιλογή, Επιβίωση και Κλειστά Κεφάλαια

Λόγω της έλλειψης απαιτήσεων αναφοράς, δεν υπάρχει ενιαία, κεντρική βάση δεδομένων για συνολική ανάλυση απόδοσης των αντισταθμιστικών κεφαλαίων. Τα hedge funds που αναφέρουν αποτελέσματα και περιλαμβάνονται σε μια βάση δεδομένων ενδέχεται να χρησιμοποιούν την προστιθέμενη αναγνώριση και νομιμότητα για να προσελκύσουν νέους επενδυτές. Αυτό δημιουργεί μια προκατάληψη αυτο-επιλογής, δεδομένου ότι η επιλογή αναφοράς αποτελεσμάτων σε μια βάση δεδομένων μπορεί να σχετίζεται με την απόδοση του ταμείου (Μερσινιάς, 2013). Οι βάσεις δεδομένων αντισταθμιστικών κεφαλαίων εμφανίζουν επίσης προκατάληψη επιβίωσης από διάφορες αιτίες.

Όταν δημιουργείται μια βάση δεδομένων, δεν μπορεί να αντικατοπτρίζει hedge funds που είναι ήδη ελαττωματικά. Τα hedge funds που σταματούν να αναφέρουν στοιχεία συνήθως αφαιρούνται από ένα ευρετήριο και τη σχετική βάση δεδομένων του.

Ορισμένοι πάροχοι δεικτών εφαρμόζουν πρόσθετη προκατάληψη επιλογής και δεν θα περιλαμβάνουν ένα μικρό ή νεαρό αντισταθμιστικό κεφάλαιο. Αυτές οι επιρροές γενικά δημιουργούν μια ανοδική απόδοση σε ένα ευρετήριο. Οι Ackermann et al. (1999) διερευνούν τη μεροληψία επιβίωσης και συγκρίνουν την απόδοση των κεφαλαίων που αφήνουν βάσεις δεδομένων με τα κεφάλαια που παραμένουν. Καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι τα αποτελέσματα επιβίωσης στα δεδομένα είναι μικρά, τόσο χαμηλά όσο 0,013% μηνιαίως. Οι Brown, Goetzmann και Ibbotson (1999) ισχυρίζονται ότι η μεροληψία επιβίωσης έχει πολύ ισχυρότερη επιρροή. Χρησιμοποιώντας μόνο αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης εκτός ΗΠΑ, καθορίζουν μεροληψία σχεδόν 3% ετησίως, έως και 20 φορές από αυτό που αναφέρουν οι Ackermann et al.. Υπάρχει έλλειμμα απόδοσης (όχι πραγματικά μεροληψία) που σχετίζεται με αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου που περιλαμβάνονται σε συγκεντρωτικά δεδομένα απόδοσης αλλά είναι κλειστά για νέους επενδυτές (Ferran, 2011).

Οι διαχειριστές hedge funds έχουν μερικές φορές ένα κίνητρο για κλείσιμο κεφαλαίων, καθώς ένα μεγαλύτερο μέγεθος αμοιβαίου κεφαλαίου συνεπάγεται υψηλότερο κόστος αντίκτυπου στην αγορά κατά την υλοποίηση συναλλαγών, και αυτό μειώνει την καθαρή απόδοση. Οι διαχειριστές αντισταθμιστικών κεφαλαίων έχουν επενδύσει προσωπικό πλούτο στο αμοιβαίο κεφάλαιο, καθώς και ισχυρή αποζημίωση, σχετίζεται με την απόδοση από το αμοιβαίο κεφάλαιο. Τα παραδοσιακά ενεργά κεφάλαια, όπου τα τέλη διαχείρισης τείνουν να είναι ανάλογα με τα υπό διαχείριση περιουσιακά στοιχεία, είναι λιγότερο συχνά κλειστά για νέους επενδυτές

(Shadab, 2009). Εάν τα κλειστά αντισταθμιστικά κεφάλαια τείνουν να ξεπεράσουν άλλα αντισταθμιστικά κεφάλαια, τότε η μέση μετρημένη απόδοση μεταξύ των κεφαλαίων θα είναι υψηλότερη από τη μέση απόδοση που διατίθεται σε νέους επενδυτές που δεν έχουν ήδη εγγραφεί στα κλειστά κεφάλαια. Αυτό δημιουργεί μια διαφορά μεταξύ της μέσης απόδοσης στα αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης έναντι της μέσης απόδοσης που διατίθεται στους νέους επενδυτές αμοιβαίων κεφαλαίων κινδύνου (Bali, Brown & Caglayan, 2011).

5. Η Χρηματοπιστωτική κρίση του 2008-2009

Η παγκόσμια Χρηματοπιστωτική Κρίση 2008-2009 θεωρείται η δεύτερη σημαντικότερη-χειρότερη κρίση μετά από αυτήν του 1929. Η αρχή της κρίσης τοποθετείται στο καλοκαίρι του 2007, και ξεκίνησε από την αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης (subprime mortgages) των ΗΠΑ. Ακολούθησε το φαινόμενο του ντόμινο πλήττοντας την πραγματική οικονομία των ΗΠΑ, καθώς επίσης μετατράπηκε από κρίση του χρηματοπιστωτικού συστήματος των ΗΠΑ σε κρίση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος (Mankiw, G. Ball, L 2013). Ένας συνδυασμός από γεγονότα που παλαιότερα φάνταζε αδύνατος να συμβεί, είχε σαν αποτέλεσμα την ραγδαία πτώση των ρυθμών ανάπτυξης πολλών χωρών, απότομη αύξηση ανεργίας και την δημιουργία ανασφάλειας στις παγκόσμιες αγορές. Επίσης κατά την διάρκεια κρίσης, κυβερνήσεις, τράπεζες, αναλυτές, επενδυτές, άλλαζαν συνεχώς τις προσδοκίες και τις αντιλήψεις τους σε θέματα οικονομίας. Μια σειρά από διαφορετικά μέτρα και πολιτικές εφαρμόστηκαν σε διαφορετικό επίπεδο, για την αντιμετώπιση της κρίσης όπως η κρατικοποίηση των τραπεζών. Μέτρα και πολιτικές που χρόνια πριν ήταν αδιανόητο ότι θα μπορούσαν να εφαρμοστούν. Η πεποίθηση και η αίσθηση για μια εποχή χαμηλής μεταβλητότητας στις τιμές, ευημερίας και αυτορρύθμισης των αγορών, διαψεύστηκαν σε μεγάλο βαθμό .

5.1. Ο ρόλος των Hedge Funds στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008-2009

Από την αρχή της κρίσης των στεγαστικών δανείων το καλοκαίρι του 2007 τα Hedge Funds έχουν αρνηθεί κάθε ευθύνη για την δημιουργία της κρίσης. Δύο είναι τα κύρια επιχειρήματα που χρησιμοποιούν. Το πρώτο είναι ότι δεν σχετίζονται με την δημιουργία των τοξικών χρεογράφων που ήταν η αιτία της δημιουργίας της κρίσης. Τα Hedge Funds ισχυρίζονται ότι δεν παρείχαν αυτά τα χρεόγραφα που ουσιαστικά είχαν συνδυαστεί με άλλα , και ούτε βαθμολόγησαν και ούτε παρείχαν αυτά τα χρεόγραφα. Το δεύτερο επιχειρήμα που

χρησιμοποιούν είναι ότι δεν είναι μόνο τα Hedge Funds που αγόρασαν τα συγκεκριμένα χρεόγραφα (bearing subprime-backed securities), καθώς επίσης συνταξιοδοτικά και αμοιβαία κεφαλαία, ασφαλιστικές εταιρίες, Ευρωπαϊκές και Ασιατικές τράπεζες ήταν επίσης οργανισμοί που αγόρασαν τα συγκεκριμένα χρεόγραφα (Mankiw, G . Ball, L 2013).

Τα παραπάνω επιχειρήματα έπεισαν την νομοθετική αρχή, πολιτικούς και οικονομολόγους ότι δεν ήταν τα Hedge Funds υπαίτια για την κρίση των στεγαστικών αλλά οι τράπεζες. Για παράδειγμα ο Henry Waxman βουλευτής των δημοκρατικών δήλωσε ότι μπορεί η ραγδαία ανάπτυξη και η υψηλή μόχλευση που χρησιμοποιούν τα Hedge Funds να δημιούργησαν συνθήκες αβεβαιότητας στο ευρύτερο χρηματοπιστωτικό σύστημα αλλά δεν είναι τα Hedge Funds υπεύθυνα για την κρίση των στεγαστικών. Σε παρόμοιο συμπέρασμα κατέληξαν το Turner Review το οποίο διενεργήθηκε για λογαριασμό Financial Services Authority του Ηνωμένου Βασιλείου (Lyssandrou P. 2011). Σύμφωνα λοιπόν με την αξιολόγηση τα Hedge Funds δεν είχαν βασικό ρόλο στην δημιουργία της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης ωστόσο η ανάλυση που έγινε αναγνωρίζει τον δευτερεύον ρόλο που είχαν, και ότι είχαν περισσότερο διαβιβαστικό ρόλο της κρίσης. Και γενικότερα στην Ευρώπη που υπάρχει μια ροπή αμφισβήτησης προς τα Hedge Funds, οι περισσότεροι αναλυτές κατέληξαν ότι έπαιξαν δευτερεύον ρόλο στην κρίση παρά πρωταγωνιστικό. Ποιο συγκεκριμένα το High Level Group της Financial Supervision στην Ευρωπαϊκή Ένωση τον Φεβρουάριο του 2009 ανέφερε "Το Group θεωρεί ότι τα Hedge Funds δεν έπαιξαν πρωταγωνιστικό ρόλο στην δημιουργία της κρίσης. Ο ρόλος τους περιορίστηκε κυρίως στην μεταβίβαση της κρίσης μέσω της πώλησης μετοχών και short-selling transaction". Τα παραπάνω συμπεράσματα και συλλογισμοί εξηγούν ως έναν βαθμό γιατί η χαλιναγώγηση και τα μέτρα που πάρθηκαν για την μείωση της επιρροής των Hedge Funds δεν κράτησαν πολύ, και αυτό γιατί όπως φαίνεται και από τα παραπάνω υπήρχε η πεποίθηση ότι Hedge Funds έπαιξαν ρόλο μόνο στην μεταφορά των επιπτώσεων της κρίσης και όχι στην δημιουργία της (Zestos .G, 2016).

Όντως τα Hedge Funds είχαν δευτερεύοντα ρόλο στην κρίση των στεγαστικών η πρωταγωνιστικό. Είναι αλήθεια ότι τα Hedge Funds δεν δημιούργησαν τα χρεόγραφα (subprime backed securities) αλλά αυτό δεν αναιρεί ένα άλλο σημαντικό γεγονός. Ότι ουσιαστικά αν τα Hedge Funds δεν είχαν βρεθεί στην ενδιάμεση θέση μεταξύ των επενδυτών που απαιτούσαν υψηλές αποδόσεις και των τραπεζών που δημιούργησαν αυτά τα χρεόγραφα, η παροχή των χρεογράφων αυτών δεν θα είχε φτάσει στο σημείο της κατάρρευσης ολόκληρου του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Με άλλα λόγια δεν θα έπρεπε να υπάρχει μαζική αγορά τέτοιων

προϊόντων με δεδομένο ότι η πολυπλοκότητα και η αδιαφάνεια αυτών των προϊόντων έσπασαν όλους τους κανόνες των συναλλαγών, και ότι χωρίς τα Hedge Funds τέτοια αγορά δεν θα υπήρχε (Lyssandrou P. 2011).

Σε μια αγορά που το υψηλό ρίσκο και η ρευστότητα αποτρέπει τους θεσμικούς επενδυτές για μεγάλη συμμετοχή, και η υψηλή εξειδίκευση που χρειάζεται αποτρέπει τους εύπορους επενδυτές. Έτσι και στις δυο περιπτώσεις η λύση στην ζήτηση των υψηλών επιδόσεων που προέκυψε το 2001 ήταν να επενδυθούν χρήματα στα Hedge Funds, που με την σειρά τους πίστευαν ότι η αγορά των στεγαστικών δανείων θα τους έδινε τα επιθυμητά αποτελέσματα (Zestos .G, 2016). Σίγουρα το τραπεζικό σύστημα φταίει για το γεγονός ότι δημιούργησε και διένειμε τα συγκεκριμένα χρεόγραφα που μετατράπηκαν σε τοξικά, αλλά αυτό έγινε και εξαιτίας των εξωτερικών πιέσεων για ζήτηση τέτοιων προϊόντων, και τα Hedge Funds ουσιαστικά άσκησαν την μεγαλύτερη πίεση. Ωστόσο ακόμη και χωρίς την ύπαρξη των Hedge Funds η κρίση του 2007-2008 δεν θα είχε αποτραπεί, αλλά εξαιτίας των Hedge Funds η κρίση που έλαβε μέρος είχε την συγκεκριμένη μορφή των στεγαστικών δανείων.

Το επόμενο κεφάλαιο περιγράφει στους λόγους για τους οποίους οι περισσότεροι σχολιαστές δίνουν βάση μόνο στους παράγοντες που δημιούργησαν την ζήτηση αυτών των προϊόντων και βρίσκονται πίσω από την ανάπτυξη των τοξικών χρεογράφων.

5.3. Η ανάπτυξη των collateralized debt obligations: Η πίεση για παροχή

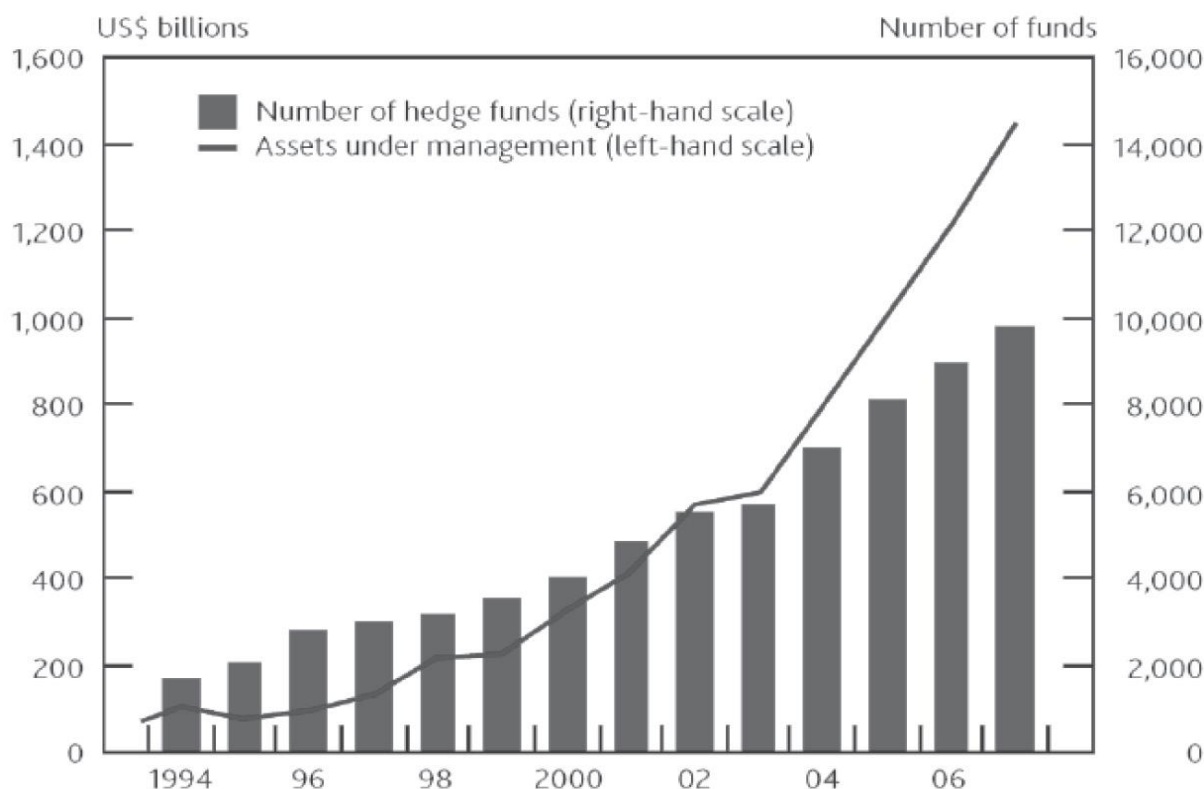
Τα χρηματοπιστωτικά προϊόντα που ήταν στο επίκεντρο της κρίσης ήταν τα CDOs: δομημένα προϊόντα που είχαν δημιουργηθεί από μια δεξαμενή στεγαστικών ενυπόθηκων δανείων χαμηλής διαβάθμισης σε συνδυασμό με άλλους τίτλους υψηλής διαβάθμισης. Κατά την δημιουργία αυτών των προϊόντων χρησιμοποιήθηκαν διάφορες credit τεχνικές οι οποίες είχαν σκοπό να κάνουν αυτά τα χρεόγραφα ασφαλή. Παρόλα αυτά όταν η αθέτηση πληρωμών άρχισε να παίρνει διαστάσεις, όχι μόνο αυτές οι τεχνικές δεν προστάτευαν την πτώση των CDOs, άλλα ουσιαστικά βοήθησαν αυξάνοντας τον ρυθμό πτώσης τους, γιατί αυτές οι τεχνικές έκαναν τα προϊόντα αυτά αδιαφανή και κάνοντας δύσκολο τα προϊόντα αυτά να αποτιμηθούν. Ήταν ο πανικός που ξεκίνησε από την απρόβλεπτη απότομη πτώση στην αγορά των CDOs, η αιτία που οδήγησε στην μείωση της εμπιστοσύνης του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Μια πτώση που όπως αποδείχθηκε ήταν καταστροφική (Zestos .G, 2016).

Ωστόσο τα κυρία αίτια της κρίσης τα έφεραν οι τράπεζες. Αυτό γιατί αυτές δημιούργησαν και διένειμαν τα CDOs και αυτοί οι παράγοντες θεωρήθηκαν τα βασικότερα στοιχεία για την δημιουργία της κρίσης. Έτσι ο συνδυασμός της μη σωστής εκτίμησης του ρίσκου και η αναζήτηση ποσοστών οδήγησε τους δημιουργούς των δανείων (mortgage originators) και τις τράπεζες να χαλαρώσουν τα στάνταρτ δανεισμού, τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (credit rate agencies) να χάσουν τα κριτήρια, και τις επενδυτικές τράπεζες και άλλα επενδυτικά σχήματα (SIVs) να χρησιμοποιήσουν υψηλή μόχλευση. Μέχρι τώρα οι διάφοροι παράγοντες που επεξηγήθηκαν στηρίζουν το πως δημιουργήθηκε η υψηλή ζήτηση των CDOs one argument being that the years of the “great moderation” and the concomitant relaxation of monetary policies and of bank supervision contributed to the undervaluation and mispricing of risk and another being that the build-up of a “savings glut” in Asia and other parts of the world contributed to the unusually low borrowing costs and the resulting excessive leverage and risk taking in the Western banking system (Lyssandrou P. 2011).

Σε αντίθεση με τους παράγοντες που επηρέασαν την αύξηση της παροχής των CDOs οι παράγοντες της ζήτησης CDOs δεν έτυχαν ιδιαίτερης σημασίας και αυτό γιατί θεωρείτε ότι αυτοί οι παράγοντες είχαν δευτερεύοντα ρόλο στην ανάπτυξη των CDOs. Ο λόγος για το συγκεκριμένο γεγονός είναι ξεκάθαρος. Σε αντίθεση με τα ομόλογα που είχαν σαν εγγύηση μια μοναδική πυγή δανείων, τα CDOs αποτελούνταν από διαφορετικούς τύπους εγγυήσεων. Επόμενος εκτός από την ετερογένεια των CDOs, και ο άπειρος τρόπος που μπορούσαν αυτά να

συνδυαστούν μεταξύ τους έκαναν τα κάθε CDO διαφορετικό από το άλλο, δηλαδή μοναδικό. Έτσι ενώ τα CDOs μπορούσαν να πωληθούν σαν ομόλογα σε συνδιαλλαγές δεν μπορούσαν να βαθμολογηθούν με standard όρους. Έτσι χαρακτηριστικά των CDOs όπως η σύνθετη μορφή, και η αδιαφάνεια, δεν έδιναν την δυνατότητα για την ανάπτυξη μια αγοράς όπως συμβαίνει με άλλα χρηματοπιστωτικά προϊόντα, όπου επενδυτές θα επένδυαν με σκοπό την επίτευξη κέρδους. Άλλα διαφαίνεται ότι η αγορά των CDOs δημιουργήθηκε κυρίως από ανάγκη των τράπεζων να προωθήσουν τα δικά τους προϊόντα. Ένα γεγονός που ενισχύει την παραπάνω υπόθεση είναι ότι κατά την διάρκεια της κρίσης των στεγαστικών πολλές τράπεζες κατείχαν μεγάλες ποσότητες CDOs (Lyssandrou P. 2011).

Τα CDOs βρήκαν δρόμο προς τους επενδυτές παρόλα τα σύνθετα χαρακτηριστικά τους μέσω των Hedge Funds. Την περίοδο 2000 με 2006 τα κεφάλαια που διαχειρίζονταν τα Hedge Funds τριπλασιάστηκαν, από 500 δις δολάρια έφτασαν στα 1,5 τρις δολάρια, με τις εταιρίες Hedge Funds να φτάνουν τις 10000 από 2000 που ήταν πριν από το 2000.



Εικόνα 1 δείχνει τον αριθμό των Hedge Funds και το ύψος των κεφαλαίων για διαχείριση την περίοδο 1994-2006

Ένας από τους κυριότερους παράγοντες της ανάπτυξης των Hedge Funds ήταν η τοποθέτηση σε αυτά θεσμικών κεφαλαίων, σε τέτοιο ποσοστό που ήταν τόσο σημαντικά όσο και τα βραχυπρόθεσμα κεφάλαια (Σταθούλιας, 2019).

Οι τοποθέτηση θεσμικών κεφαλαίων στα Hedge Funds ήταν αποτέλεσμα των χαμηλών αποδόσεων στην αγορά των χρηματοπιστωτικών προϊόντων την περίοδο πριν το 2006. Τα CDOs έδειχναν να είναι μια καλή λύση στο πρόβλημα των αποδόσεων. Ταυτόχρονα τα αδιάφανοι χαρακτηριστικά τους, και οι περιορισμοί που υπόκεινται έκαναν άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα όπως ασφαλιστικά ταμεία, συνταξιοδοτικά ταμεία να έχουν μικρή ανάμειξη με την αγορά των CDOs. Βέβαια τέτοιοι περιορισμοί δεν εφαρμόζονται στα Hedge Funds, επομένως τα Hedge Funds επένδυσαν μεγάλα ποσά στην αγορά των CDOs. Ωστόσο υπήρχαν και άλλοι αγοραστές των CDOs, αλλά τα Hedge Funds ήταν με διαφορά οι μεγαλύτεροι (Βογιατζής, 2020).

5.4. Η δημοτικότητα των CDOs με τα Hedge Funds

Τα CDOs (χρηματοπιστωτικό προϊόν;) εισήχθησαν για πρώτη φορά στο χρηματοπιστωτικό σύστημα των ΗΠΑ την δεκαετία του 1980. Ωστόσο δεν ήταν παρά στις αρχές του 2000 τότε που άρχισαν να χρησιμοποιούνται ευρέως σαν μέθοδος επένδυσης. Το 2002 οι επενδύσεις σε CDOs ανέρχονταν σε 250 δις δολάρια ενώ το 2006 το ποσό αυτό είχε εκτιναχθεί στα 3 τρις δολάρια. Το ένα τρίτο αποτελούνταν από cash CDOs και τα υπόλοιπα αποτελούνταν από τα λεγόμενα synthetic CDOs.

Η εκτόξευση στις επενδύσεις σε CDOs είναι στενά συνδεδεμένη με την ανάπτυξη των επενδύσεων στα Hedge Funds. Η παραπάνω υπόθεση στοιχειοθετείται από το γεγονός της υψηλής συμμετοχής στην αγορά των CDOs από τα Hedge Funds. Όπως δείχνει το παρακάτω γράφημα (international Monetary Fund IMF data provided by Citigroup) τα Hedge Funds κατείχαν πολύ μεγάλο ποσοστό CDOs. Μπορεί τα δεδομένα από τους πίνακες να διαφέρουν στην σύσταση των ποσοστών, δηλαδή στην βαθμολόγηση των CDOs(AAA, BBB) που κατείχαν, αλλά και τα δυο γραφήματα συμφωνούν ότι τα Hedge Funds κατείχαν σχεδόν το 50% των διαθέσιμων CDOs με τις τράπεζες να κατέχουν το 25% (Ang, Gorovyy & Van Inwegen, 2011).

Τι ήταν αυτό που έκανε τα Hedge Funds να επενδύσουν σε CDOs; Όπως έχει αναφερθεί και πιο πάνω ένα από τα βασικότερα χαρακτηριστικά είναι οι υψηλές αποδόσεις των CDOs που έκαναν τα Hedge Funds να επενδύσουν σε αυτά, επίσης τα Hedge Funds είχαν την απαραίτητη γνώση ώστε να μπορέσουν να διαχειριστούν την πολύπλοκη δομή των CDOs. Τα παραπάνω έκαναν τα Hedge Funds να γίνουν από τους κυριότερους επενδυτές την αγορά των CDOs σε τέτοιο βαθμό που τα cash CDOs που ελάχιστα υπήρχαν το 2002 να θεωρείτε ότι αναπτύχθηκαν σε τέτοιο βαθμό εξαιτίας της υψηλής ζήτησης των Hedge Funds (Ferran, 2011).

Τα συνθετικά CDOs παράγονται παίρνοντας τα cash CDOs σαν αναφορά για την δημιουργία CDs (Credit default swaps). Τα CDs λειτουργούν σαν εξωχρηματοπιστωτική σύμβαση όπου ο αγοραστής προστασίας μεταβιβάζει την τον πιστωτικό κίνδυνο ενός επικείμενου μέσου (στη συγκεκριμένη περίπτωση CDOs) στον εγγυητή προστασίας πληρώνοντας εφάπαξ η κατά περιόδους ασφάλιστρα. Το αντάλλαγμα της συνδιαλλαγής είναι η αποζημίωση από μέρος του εγγυητή σε περίπτωση που επέλθει ένα πιστωτικό γεγονός που έχει προκαθοριστεί με βάση το επικείμενο μέσο. Επομένως κάποιος μπορεί να χρησιμοποιήσει σαν εγγύηση τα CDs με βάση τα CDOs σε περίπτωση που τα CDOs χάσουν για κάποιο λόγο την αξία τους. Ωστόσο υπάρχουν αρκετές διαφοροποιήσεις για το πως λειτουργούν τα CDs. Υπάρχουν περιπτώσεις όπου τα CDs έχουν σαν βάση ένα τμήμα των CDOs και όχι ολόκληρο το CDO (Lyssandrou P. 2011).

Υπάρχει η γενική θεώρηση ότι οι κύριοι κάτοχοι CDs πριν το 2007 ήταν κυρίως οι τράπεζες και οι ασφαλιστικές εταιρίες. Ωστόσο και τα Hedge Funds είχαν επενδύσει στην αγορά των CDs, και αποδεικνύεται από το γεγονός ότι βρίσκονται πίσω πόνο από τις τράπεζες σαν αγοραστές και πωλητές εγγυήσεων. Η παραπάνω παρατήρηση εγείρει 2 ερωτήματα. Τα Hedge Funds είχαν στην κατοχή τους μόλις 1% των συνολικών εγγυήσεων, πως γίνεται την ίδια στιγμή να έχουν στην κατοχή τους περίπου το 50% των συνολικών CDOs. Το δεύτερο ερώτημα είναι γιατί τα Hedge Funds που είναι γνωστά για τις βραχυχρόνιες επενδύσεις επέλεξαν να επενδύσουν στα CDOs που χαρακτηρίζονται ως μη ρευστά χρεόγραφα και αδιαφανοί. Προφανώς τα Hedge Funds διαθέτουν τους καταλληλότερους διαχειριστές ώστε να κατανοήσουν τη δομή τους, αλλά πιο ήταν το πραγματικό τους κίνητρο. Η απάντηση είναι η μόχλευση που βρίσκει πλήρη εφαρμογή στα CDOs. Από τη μία τα Hedge Funds χρησιμοποιούσαν μόχλευση για να αυξήσουν τα κέρδη τους, καθώς επίσης ότι για την αγορά των CDOs χρησιμοποιήθηκαν χρήματα που προέρχονταν κυρίως από δανεισμό και λιγότερο από δικά τους κεφάλαια. Από την άλλη τα Hedge Funds τα κεφάλαια που επένδυαν, είχαν αντληθεί από εγγυημένα δάνεια για να μειώσουν το κόστος δανεισμού και τα CDOs μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν σαν εγγυήσεις (Bali, Brown & Caglayan, 2011).

Αν υποθέσουμε ότι τα Hedge Funds στα τέλη του 2006 είχαν στην κατοχή τους ίσες ποσότητες synthetic CDOs και Cash CDOs, αυτό θα σήμαινε ότι η αξία των cash CDOs θα ήταν 750-800 δις δολάρια. Επίσης είναι γνωστό ότι τα συνολικά κεφάλαια που διαχειρίζονταν τα Hedge Funds ήταν 1.4 τρις δολάρια και ότι από αυτά το 20% τα είχαν επενδύσει σε CDOs και σε άλλα (difficult to trade debt securities). Από τα παραπάνω και από την υπόθεση ότι τα Hedge Funds είχαν επενδύσει το 50% των χρημάτων σε synthetic CDOs προκύπτει ότι τα

χρήματα που επένδυσαν τα Hedge Funds με δικά τους κεφάλαια είναι 150 δις δολάρια, που σημαίνει ότι τα υπόλοιπα 600-650 δις που επενδύθηκαν στα cash CDOs προέρχονται από δανεισμό. Επομένως η μόχλευση που χρησιμοποιήθηκε ήταν 4 προς 1 (Klein & Zur, 2009).

Ωστόσο κάθε Hedge Funds χρησιμοποιεί διαφορετική στρατηγική, και διαφορετικά επίπεδα μόχλευσης, παρόλα αυτά κάποια συμπεράσματα σχετικά με τα επίπεδα μόχλευσης που χρησιμοποιεί κάθε στρατηγική μπορούν να εξαχθούν μελετώντας τα κέρδη των διαφορετικών στρατηγικών, τις αμοιβές των διαχειριστών και τα κέρδη των επενδυτών. Όπως δείχνει ο πίνακας 1 οι επενδυτές στα Hedge Funds εισέπρατταν ένα 11% επί των κερδών το 2006, αυτό σημαίνει ότι θα έπρεπε να πετύχουν μια απόδοση κοντά στο 20% για να μπορέσουν να αποδώσουν 11% στους επενδυτές. Επίσης ο πίνακας 1 δείχνει ότι υπάρχουν στρατηγικές που χρησιμοποιούν μόχλευση σε μεγαλύτερο βαθμό από το μέσο όρο ενώ υπάρχουν και περιπτώσεις που χρησιμοποιούν μηδενική μόχλευση. Ωστόσο ο κύριος όγκος των hedge Funds χρησιμοποιεί μόχλευση 1 προς 4.

Εκτός από την μόχλευση, μια άλλη ένδειξη ότι τα Hedge Funds ανήκουν στην κατηγορία long-short επενδυτών είναι οι μεγάλες ποσότητες equity tranches που αγόρασαν. Ωστόσο το ποσοστό των equity tranches που κατείχαν τα Hedge Funds διαφέρει σύμφωνα με διαφορετικές πηγές, παρόλα αυτά τα Hedge Funds είχαν στην κατοχή τους τα μεγαλύτερα ποσοστά σε σχέση με άλλους επενδυτές. Τα equity tranches δίνουν τις καλύτερες αποδόσεις αλλά ταυτόχρονα εμπεριέχουν τον μεγαλύτερο κίνδυνο, αυτός είναι ο λόγος που δεν είναι βαθμολογημένα. Σε σχέση με άλλα επενδυτικά σχήματα όπως τα συνταξιοδοτικά και αμοιβαία κεφάλαια που αντιμετώπιζαν περιορισμούς σχετικά με την ποσότητα των equity tranches CDOs που μπορούσαν να αγοράσουν τα Hedge Funds δεν αντιμετώπιζαν τέτοιους περιορισμούς (Jiang, W., Li, K., & Wang, 2012). Έτσι μπορούσαν να εκμεταλλευτούν τις υψηλές αποδόσεις των equity tranches πηγαίνοντας long στα equity tranches και ταυτόχρονα για να μειώσουν το ρίσκο πηγαίναν short σε αλλά securities ή πηγαίνοντας long σε put options. Όπως δείχνει ο πίνακας 4 τα Hedge Funds που χρησιμοποιούσαν την στρατηγική equity tranches το 2006 ανέρχονταν σε ποσοστό 29%, το ποσοστό αυτό είναι αρκετά μεγαλύτερο από την δεύτερη πιο δημοφιλή στρατηγική, και από την τρίτη που είναι η macro hedge strategy. Η τελευταία στρατηγική μια δεκαετία πιο πριν αποτελούσε την κυριότερη στρατηγική που χρησιμοποιούσαν τα Hedge Funds με ποσοστό 55%, ενώ την στρατηγική Hedge equity την χρησιμοποιούσε μόνο ένα 20% το Hedge Fund. Η αλλαγή στις στρατηγικές των Hedge Funds οφείλετε εν μέρη και στις επενδύσεις σε CDOs (Acharya & Richardson, 2009).

Ενώ το θετικό στοιχείο της μόχλευσης είναι ότι αυξάνει τα κέρδη το βασικότερο μειονέκτημα είναι τα υψηλά κόστη δανεισμού για την χρησιμοποίηση της. Ωστόσο αν κοιτάξει κάποιος τους κυριότερους τρόπους που δανείζονταν χρήματα, είναι εύκολα να διακρίνει των τρόπο που χρησιμοποιούσαν για να μειώσουν τα κόστη δανεισμού. Επιπρόσθετα των παραγώγων που είναι η κύρια πηγή μόχλευσης, οι άλλες τρεις πηγές είναι security lending, reverse repos, margin loans. Οι τρεις τελευταίες πηγές και κυρίως τα reverse repos ήταν το κυριότερο μέσο για να αυξήσουν τα Hedge Funds την κατοχή cash CDOs κατά τέσσερις φορές από το δικό τους επενδυμένο κεφάλαιο. Είναι εμφανές στην περιγραφή αυτών των προϊόντων, τα κόστη δανεισμού σε καθένα από αυτά μειώνονταν με τη χρήση cash and securities as collateral (Ferran, 2011).

Η απόδειξη ότι τα CDOs χρησιμοποιήθηκαν σαν collateral για την επίτευξη χαμηλού κόστους δανεισμού για την αγορά ακόμη περισσότερων CDOs βασίζεται στο γεγονός ότι σημαντική ποσότητα τριπλών A senior tranches που είχαν στην διάθεση τους τα Hedge Funds το 2006. Υπάρχει η αντίληψη ότι τα Hedge Funds έδειχναν ενδιαφέρον μόνο για τα υψηλής απόδοσης equity και mezzanine tranches των CDOs. Αυτή η αντίληψη δεν είναι ορθή. Είναι αλήθεια ωστόσο ότι τα Hedge Funds είχαν στα χέρια τους περισσότερα από αυτά τα tranches σε σχέση με άλλους επενδυτές, αλλά αυτό κυρίως γιατί είχαν την δυνατότητα να το κάνουν. Όπως αναφέρει ένα ρεπορτ τον Απρίλιο του 2007 (Ang, Gorovyy & Van Inwegen, 2011):

Οι διαχειριστές των Hedge Funds ειδικεύονται, έχουν εμπειρία και ελκύνονται από υψηλές αποδόσεις που προσφέρουν τα υψηλού ρίσκου συστατικά όπως τα CDO equity tranches. Άλλοι επενδυτές όπως οι περισσότεροι θεσμικοί επενδυτές, απέφευγαν αυτές τις περιοχές εξαιτίας των κανονισμών η εξαιτίας της έλλειψης γνώσης.

Ωστόσο είναι γεγονός ότι τα Hedge Funds είχαν στην διάθεση τους μεγάλη ποσότητα senior tranches όπως φαίνεται από την εικόνα 3 και αυτό το έκαναν γιατί τα συγκεκριμένα tranches εξυπηρετούσαν έναν διπλό σκοπό: από την μία έδιναν καλύτερες αποδόσεις από άλλα υψηλής ποιότητας κυβερνητικών και εταιρικών εγγυήσεων ακόμα και αν έχουν την ίδια αξιολόγηση, και από την άλλη θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν σαν collateral σε συνδιαλλαγές δανεισμού εξαιτίας της υψηλής βαθμολόγησης. Προκύπτει βέβαια το ερώτημα γιατί οι τράπεζες δέχτηκαν σαν εγγύηση αυτά τα χρεόγραφα. Η απάντηση είναι γιατί ήταν οι ίδιες τράπεζες σε πρώτο βαθμό που βοήθησαν στην δημιουργία των CDOs (Ferran, 2011).

Τα παραπάνω είχαν σαν κατάληξη ότι τα CDOs αντιπροσωπεύουν ακριβώς τον τύπο χρηματοπιστωτικών εγγυήσεων που τα Hedge Funds χρειαζόντουσαν σε ένα χρηματοοικονομικό περιβάλλον που περιορισμένων αποδόσεων το διάστημα από 2002-2007. Για να

αυξήσουν τα κέρδη τους σε ένα τέτοιο περιβάλλον, τα Hedge Funds θα έπρεπε να επενδύσουν πολλά περισσότερα χρήματα από αυτά που είχαν στην διάθεση τους από τους επενδυτές, και για να αυξήσουν τα καθαρά κέρδη για τους επενδυτές θα έπρεπε να κρατήσουν τα κόστη δανεισμού σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Τα CDOs ταιριάζουν απόλυτα στην εξίσωση. Υπήρχαν αλλά securities όπως emerging market bonds που έδιναν υψηλές αποδόσεις άλλα δεν μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν σαν collateral, και υπήρχαν αλλά securities όπως U.S Treasuries που μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν σαν collateral αλλά έδιναν πολύ χαμηλές αποδόσεις. Μόνο τα CDOs συνδύαζαν τα δύο αυτά πλεονεκτήματα, επειδή μόνα αυτά τα προϊόντα συνδύαζαν αξιολόγηση 3 A από την μια και μη αξιολογούμενα equity εγγυήσεις από την άλλη. Ωστόσο μπορεί τα CDOs να ήταν τόσο αναγκαία για τα Hedge Funds εξαιτίας των παραπάνω χαρακτηριστικών, ωστόσο είναι ξεκάθαρο ότι αυτά τα χαρακτηριστικά δημιουργήθηκαν εξαιτίας της σχέσης μεταξύ τραπεζών και Hedge Funds. Μπορεί να υπάρχει διαφωνία αλλά είναι εξαιτίας αυτής της σχέσης η δημιουργία της παραγωγής CDOs που έλαβε μέρος το διάστημα μεταξύ 2002-2007 (Βογιατζής, 2020).

5.5 Ο αντίκτυπός της κρίσης στα Αντισταθμιστικά κεφαλαία

Από την άλλη πλευρά υπάρχει η θεώρηση ότι τα Hedge Funds επηρεάστηκαν περισσότερο από τι τα ίδια επηρέασαν την κρίση.

Όπως ήδη έχει αναφερθεί η σχέση των hedge funds με την χρηματοπιστωτική κρίση 2007-2008 έχει προκύψει από το γεγονός ότι τα αντισταθμιστικά κεφάλαια ήταν οι κύριοι κάτοχοι των CDO (τα αντισταθμιστικά κεφάλαια κατείχαν περίπου το 47% όλων των CDO στα τέλη του 2006, ενώ οι τράπεζες κατείχαν το 25% και οι ασφαλιστικές εταιρείες και οι διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων είχαν τα υπόλοιπα 28%) που ήταν στο κέντρο της κρίσης. Δεύτερον, η κατάρρευση δύο αντισταθμιστικών κεφαλαίων της Bear Sterns στις αρχές του 2007, είχαν υψηλό μοχλό σε χαρτοφυλάκια με πιστωτικά μέσα που σχετίζονται με υποθήκες ενυπόθηκων δανείων. Τέλος και τρίτον, ήταν οι κατηγορίες κυρίως της Ισλανδίας και της Ελλάδας για αμοιβαία κεφάλαια κινδύνου για κερδοσκοπία έναντι του ισλανδικού νομίσματος και ελληνικών ομολόγων αντίστοιχα (Μετεμέτης, 2019).

Ωστόσο, η κρίση του 2007 επηρέασε τα κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου περισσότερο από ό,τι τα ίδια επηρέασαν την κρίση. Το κύριο επιχείρημα γι' αυτό είναι ότι τα αντισταθμιστικά κεφάλαια αντιμετώπισαν περισσότερα προβλήματα κατά την αντιμετώπιση αυτής της κρίσης από τις προηγούμενες κρίσεις και ο λόγος ήταν ότι στην κρίση subprime, πολλοί διαφορετικοί τύποι περιουσιακών στοιχείων είχαν επηρεαστεί ταυτόχρονα και παγκοσμίως. Σύμφωνα με

τον Strömqvist, 2009, κανονικά, τα αντισταθμιστικά κεφάλαια λαμβάνουν ασφάλιστρα για την ανάληψη πιστωτικού κινδύνου, κινδύνου διάρκειας και κινδύνου ρευστότητας. Αυτά τα ασφάλιστρα κινδύνου συνήθως αποτελούν μεγάλο μέρος των κερδών των αντισταθμιστικών κεφαλαίων. Ωστόσο, στην κρίση του 2007, ένας υψηλότερος βαθμός ανάληψης κινδύνων δεν οδήγησε σε υψηλότερα κέρδη, έγινε ακριβώς το αντίθετο (Strömqvist, 2009).

Συμπεράσματα

Τα Hedge Funds επικεντρώνονται σχεδόν αποκλειστικά στον κερδοσκοπικό ρόλο της διαχείρισης των επενδύσεων, δηλαδή στην προσπάθεια να ξεπεράσουν τον μέσο όρο της αγοράς με ανώτερη αποτίμηση ασφάλειας και επιτυχημένες στρατηγικές διαπραγμάτευσης. Τα Hedge Funds προσφέρουν πολύ ισχυρά κίνητρα για τον διαχειριστή χαρτοφυλακίου συνδέοντας στενά την αποζημίωση του διαχειριστή με την πραγματοποιημένη απόδοση του κεφαλαίου .

Τα Hedge Funds αντιμετωπίζουν τον παραδοσιακό τομέα κεφαλαίων με μια μεγάλη πρόκληση. Επίσης έχουν φέρει καινοτόμες επενδυτικές στρατηγικές και μια νέα αίσθηση ενθουσιασμού στην επενδυτική κοινότητα.

Το νομικό καθεστώς που ισχύει για τα κεφάλαια αντιστάθμισης βοηθά στην προστασία των επενδυτών από την ύφεση της αγοράς, παρέχοντας στους διαχειριστές την ευελιξία να υιοθετήσουν ένα ευρύ φάσμα επενδυτικών στρατηγικών και κινήτρων για να επιτύχουν μια σχετικά υγιή ισορροπία μεταξύ ανάληψης κινδύνων και διαχείρισης κινδύνων.

Τα κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου παράγουν κέρδος για τους επενδυτές τους στο σύνολό τους. Ωστόσο υπάρχουν διαφορετικές θεωρήσεις για το κατά πόσο τα αντισταθμιστικά κεφαλαία επηρέασαν την κρίση του 2008-2009. Το ότι δεν επιβλήθηκαν επιπρόσθετες λειτουργικές ρυθμίσεις στα αντισταθμιστικά κεφαλαία υποδηλώνει ότι ο ρόλος τους στην κρίση δεν ήταν άμεσος.

Ωστόσο υπάρχουν απόψεις που υποστηρίζουν ότι οι στρατηγικές που ακολούθησαν μερικά hedge funds ήταν οι αιτίες που η χρηματοπιστωτική κρίση εκδηλώθηκε με τον τρόπο αυτό. Ωστόσο το πρωταρχικό αίτιο είναι η χαλάρωση των ρυθμιστικών αρχών και δημιουργία τοξικών χρηματοπιστωτικών από τις τράπεζες για να μπορέσουν να πουλήσουν τιτλοποιημένα δάνεια από δανειολήπτες χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας τα λεγόμενα που ήταν μέρος των CDOs. Ωστόσο κάποιοι διαχειριστές Hedge Funds αγόρασαν CDs των CDOs δηλαδή πόνταραν ότι δεν θα μπορέσουν να αποπληρωθούν τα δάνεια που ήταν μέρος των CDOs και

αυτό είχε σαν επακολουθώ την τεραστία ζημιά τραπεζών που είχαν δημιουργήσει τους τίτλους CDOS

Ωστόσο, το γεγονός ότι τα αντισταθμιστικά κεφάλαια έχουν πληγεί από την τελευταία κρίση δεν αποκλείει ότι έχουν διαδραματίσει ρόλο στην ανάπτυξη της κρίσης μαζί με τράπεζες και άλλους θεσμικούς επενδυτές. Τα κεφάλαια της Bear Sterns ήταν δύο από τα κεφάλαια που παρείχαν ρευστότητα για τα σύνθετα νέα πιστωτικά μέσα, τα οποία στη συνέχεια συγκλόμισαν την αγορά όταν κατέρρευσαν.

Συνολικά, παρουσιάζεται στην παρούσα εργασία ότι τα αμοιβαία κεφάλαια κινδύνου δεν μπορούν να κατηγορηθούν για τη γέννηση της κρίσης του 2008-2009.

Βιβλιογραφία

- Acharya, V. V., & Richardson, M. (2009). Causes of the financial crisis. *Critical review*, 21(2-3), 195-210.
- Ackermann, C., McEnally, R., & Ravenscraft, D. (1999). The performance of hedge funds: Risk, return, and incentives. *The journal of Finance*, 54(3), 833-874.
- Ang, A., Gorovyy, S., & Van Inwegen, G. B. (2011). Hedge fund leverage. *Journal of Financial Economics*, 102(1), 102-126.
- Bali, T. G., Brown, S. J., & Caglayan, M. O. (2011). Do hedge funds' exposures to risk factors predict their future returns?. *Journal of financial economics*, 101(1), 36-68.
- Ben-David, I., Franzoni, F., & Moussawi, R. (2012). Hedge fund stock trading in the financial crisis of 2007–2009. *The Review of Financial Studies*, 25(1), 1-54.
- Brophy, D. J., Ouimet, P. P., & Sialm, C. (2009). Hedge funds as investors of last resort?. *The Review of Financial Studies*, 22(2), 541-574.
- Ferran, E. (2011). After the crisis: the regulation of hedge funds and private equity in the EU. *European Business Organization Law Review*, 12(3), 379-414.
- Lyssandrou P. (2011) The primacy of hedge funds in the subprime crisis. <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.2753/PKE0160-3477340203>
- Mankiw, G. Ball, L (2013) Macroeconomics and the financial system, Worth publishers , New York
- Jiang, W., Li, K., & Wang, W. (2012). Hedge funds and Chapter 11. *The Journal of Finance*, 67(2), 513-560.
- Klein, A., & Zur, E. (2009). Entrepreneurial shareholder activism: Hedge funds and other private investors. *The Journal of Finance*, 64(1), 187-229.
- Morris, S., & Shin, H. S. (2008). Financial regulation in a system context. *Brookings papers on economic activity*, 2008(2), 229-274.

- Palaskas, T., Stoforos, C., & Drakatos, C. (2013). Hedge funds development and their role in economic crises. *Annals of the Alexandru Ioan Cuza University-Economics*, 60(1), 168-181.
- Patton, A. J. (2009). Are “market neutral” hedge funds really market neutral?. *The Review of Financial Studies*, 22(7), 2495-2530.
- Shadab, H. B. (2009). Hedge funds and the financial crisis. *Mercatus on Policy*, (24).
- Stefanini, F. (2010). *Investment strategies of hedge funds* (Vol. 577). John Wiley & Sons.
- Strömqvist, M. (2009). Hedge funds and financial crises. *Sveriges Riksbank economic review*.
- Βασιλείου, Δ., & Ηρειώτης, Ν. (2009). Ανάλυση επενδύσεων και διαχείριση χαρτοφυλακίου. Εκδόσεις Rosili.
- Βογιατζής, Α. (2020). *Ανάλυση επενδυτικού στυλ σε ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια* (Master's thesis).
- Δημητρίου, Δ. (2019). Ανάλυση της επικινδυνότητας επενδυτικών κεφαλαίων των ευρωπαϊκών χρηματοοικονομικών αγορών.
- Zestos, G (2016) Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, Πεδίο
- Καπάλιου, Π. (2019). *Μικτά αμοιβαία κεφάλαια: " νικητές" και " ηττημένοι" την περίοδο της κρίσης στην Ελλάδα* (Doctoral dissertation).
- Κρέτσο, Ν. (2015). Τα αποτελέσματα της χρηματοπιστωτικής κρίσης στα βασικά οικονομικά μεγέθη.
- Λαδάς, Π. (2017). Ανάλυση, σχεδιασμός και χρηματοοικονομική μηχανική προϊόντικη τεκμηρίωση αμοιβαίων κεφαλαίων. Μέρος Α: Θεωρητική τεκμηρίωση.
- Λιακάκης, Γ. (2000). Ανωμαλίες στην κεφαλαιαγορά, το φαινόμενο " size effect": η περίπτωση του ΧΑΑ.
- Μερσινιάς, Ν. Α. (2013). Ανάλυση των στρατηγικών των hedge funds (Master's thesis).
- Μετεμέτης, Π. Α. (2019). Τα Hedge Funds και ο ρόλος τους στην ελληνική κρίση.
- Σουμπενιώτης, Δ., & Ταμπακούδης, Ι. Α. (2017). Σύγχρονη χρηματοοικονομική ανάλυση & επενδύσεις (1η έκδ.). [Θεσσαλονίκη]: [χ.ό.].

Σταθούλιας, Θ. (2019). Ο ρόλος του τραπεζικού συστήματος στην τρέχουσα οικονομική κρίση της Ελλάδας.

Ψάρρος, Σ. (2008). Hedge funds: λειτουργία και το δίλημμα της ρυθμιστικής παρέμβασης (Master's thesis).