

Α.Τ.Ε.Ι ΔΥΤΙΚΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**ΘΕΜΑ: ΤΑ HEDGEFUNDS ΚΑΙ Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥΣ ΣΤΗΝ
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ**

ΣΠΟΥΔΑΣΤΡΙΕΣ: ΚΑΛΥΒΙΩΤΗ ΗΡΑ Α.Μ.5035

ΜΗΤΡΟΛΙΟΥ ΤΡΙΑΝΤΑΦΥΛΛΙΑ Α.Μ.9937

ΦΩΤΑΚΟΠΟΥΛΟΥ ΗΛΙΑΝΑ ΒΑΣΙΛΙΚΗ Α.Μ. 9938

ΕΠΟΠΤΕΥΟΥΣΑ ΚΑΘΗΓΗΤΡΙΑ: ΚΑΜΠΟΥΡΗ ΜΑΡΙΑ

Πίνακας περιεχομένων

Εισαγωγή	4
Κεφάλαιο 1	5
1.1 Ορισμός hedge funds	5
1.2 Ιστορική αναδρομή των hedge funds	7
1.3 Τυποι hedge funds	12
1.3.1 Exchange Traded Funds (ETFs)	12
1.3.2 Aggressive Growth	16
1.3.3 Distressed Securities	17
1.3.4 Emerging Markets	18
1.3.5 Fund of Funds	19
1.3.6 Income	21
1.3.7 Hedge Fund τύπου Macro	24
1.3.8 Opportunistic	27
1.4 Χαρακτηριστικά των Hedge Funds	30
Κεφάλαιο 2	33
2.1 Παγκόσμια Οικονομική Κρίση - Παγκόσμιες αγορές επισκόπηση διεθνών εξελίξεων και προοπτικές	33
2.1.1 Το ξέσπασμα και τα αίτια της οικονομικής κρίσης	33
2.1.2 Προοπτικές παγκοσμίων αγορών	42
2.2 Μακροοικονομικές εξελίξεις στην Ελλάδα	44
2.3 Ο ρόλος των hedge funds στις ελληνικές και παγκόσμιες αγορές	53

Κεφάλαιο 3	61
3.1 Τακτικές των Hedge fund και οι διαχείριση τους	61
3.2 Νομικό πλαίσιο-έλεγχος πριν και τώρα	66
3.3 Χρηματιστηριακή κρίση και ο ρόλος των Hedge fund	75
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4	82
4.1 Παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση των hedge funds	82
4.2 Ο HFR Index από την Hedge Fund Research	83
4.3 Ο CSFB/Tremont Index από την Credit Suisse First Boston	88
4.4 Δείκτες που παρακολουθούν αποδόσεις των hedge funds	90
4.4.1 Μη investable δείκτες	90
4.4.2 Investable δείκτες	92
4.5 Δείκτες αξιολόγησης του κινδύνου των funds	92
Συμπεράσματα	94
Βιβλιογραφία	96
Ελληνική	96
Ξένα	97
Διαδικτυακές πηγές	99

Εισαγωγή

Η παρούσα εργασία δημιουργήθηκε στα πλαίσια της ολοκλήρωσης των σπουδών μας στο τμήμα λογιστικής για το Ανώτατο Τεχνολογικό Εκπαιδευτικό Ίδρυμα Πατρών.

Στο πρώτο κεφάλαιο αρχικά δίνεται ο ορισμός των hedgefunds, εν συνεχεία ακολουθεί η ιστορική αναδρομή τους από την ίδρυση των πρώτων hedgefunds μέχρι την περιγραφή της σημερινής τους μορφής αλλά και τα στοιχεία που συνέβαλλαν στην διόγκωση και την γιγάντωσή τους. Ακολουθεί η παρουσίαση των τύπων των hedgefunds και το κεφάλαιο ολοκληρώνεται με την παρουσίαση των χαρακτηριστικών των hedgefunds.

Το δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζει τα κυριότερα γεγονότα και το ξέσπασμα της πρόσφατης οικονομικής κρίσης και το πως η κρίση των στεγαστικών δανείων στις Η.Π.Α. επηρέασε αρχικά τον χρηματοοικονομικό τομέα εκεί και εν συνεχεία τον παγκόσμιο, αλλά και τις οικονομίες ολόκληρων χωρών. Ακολουθεί μια αναλύση των βασικών τομέων που επηρέασε η οικονομική κρίση και ακολουθεί μια αναφορά στις προοπτικές που αποκτούν από εδώ και στο εξής οι παγκόσμιες χρηματοοικονομικές αγορές. Επίσης ανάλυση του ρόλου που παίζουν σε αυτές και την ικανότητα άλλα και την δυναμική να τις επηρεάζουν.

Ακολουθεί το τρίτο κεφάλαιο που αρχικά περιλαμβάνει αναφορές στις τακτικές, τις λειτουργίες και τις δομές των hedgefunds. Ακολουθεί η ανάλυση του νομικού πλαισίου που διέπει τις μεταβολές που έχουν εφαρμοστεί σε διάφορες χώρες άλλα και στην Ε.Ε. μετά την οικονομική κρίση και το κεφάλαιο ολοκληρώνεται με μια ανάλυση για το ρόλο τους στην χρηματιστηριακή αγορά και τον ρόλο που καταλαμβάνουν σε αυτήν.

Το τελευταίο κεφάλαιο ολοκληρώνει την εργασία με παρουσίαση των παραγόντων που επιδρούν στην απόδοση των hedgefunds. Επίσης σε αυτό το κεφάλαιο

παρουσιάζονται δείκτες που επιβλέπουν τις αποδόσεις τους άλλα και δείκτες που αξιολογούν τους κινδύνους που τα διέπουν

Τέλος η εργασία ολοκληρώνεται με τα συμπεράσματα μας για το ρόλο των funds στην χρηματοοικονομική κρίση.

Κεφάλαιο_1

1.1 Ορισμόςhedgefunds

Ένα hedgefund είναι ένα κεφάλαιο ανοικτού ή κλειστού τύπου όπου υπάρχει ένας διαχειριστής και επενδύει τα χρήματα των μεριδιούχων έναντι κάποιας αμοιβής, οι διαχειριστές συχνά έχουν και ένα μερίδιο από τα κέρδη των κεφαλαίων που διαχειρίζονται. Στα ανοικτού τύπου funds δεν υπάρχουν περιορισμοί για να αποκτήσει μερίδιο, παρόλα αυτά τα κατώτατα όρια συμμετοχής είναι ιδιαίτερα υψηλά και μπορεί να υπολογίζονται σε εκατοντάδες χιλιάδες ευρώ. Στα κλειστού τύπου funds οι συμμετέχοντες επενδυτές γίνονται με επιλογή από τον διαχειριστή του funds. Σε ελεύθερη ελληνική μετάφραση θα μπορούσαμε να πούμε ότι είναι «φράκτης κεφαλαίων». Ο όροςhedgefund χρησιμοποιείται επίσης και για την περιγραφή μιας ποικιλίας διαφορετικών ειδών επενδυτικών προϊόντων που μοιράζονται κάποια παρόμοια χαρακτηριστικά.

Ένα hedgefund αποτελείται από τον διαχειριστή (generalpartner) και τους επενδυτές (limitedpartners). Ο διαχειριστής ταυτόχρονα είναι και limitedpartner καθώς συμμετέχει και με δικά του κεφάλαια στο hedgefund. Συνήθως ο διαχειριστής ενός hedgefund είναι επιφανές άτομο της κοινωνίας με ιδιαίτερες ικανότητες και γνωριμίες. Οι αμοιβές (managementfees) που χρεώνει στους επενδυτές (limitedpartners) είναι ιδιαίτερα υψηλές. Συνήθως, η ετήσια αποζημίωση ανέρχεται σε ένα ποσοστό της τάξης του 1% του συνολικού ενεργητικού του fund ενώ

επιπρόσθετα λαμβάνει ένα ποσοστό της τάξης του 20% επί των συνολικών κερδών κάθε έτους.

Αν και δεν ορίζεται νομικά ο όρος καλύπτει κάθε μέσο συλλογικών επενδύσεων που οργανώνονται από ιδιωτικούς φορείς, και χορηγείται το δικαίωμα διαχείρισης σε επαγγελματίες διαχειριστές κεφαλαίων που δεν είναι διαθέσιμες στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Οι πρωτογενείς επενδυτές των hedgefunds είναι πλούσιοι ιδιώτες και θεσμικοί επενδυτές. Οντότητες που κατατάσσονται ως hedgefunds συνήθως οργανώνονται ως ετερόρρυθμες εταιρείες ή εταιρείες περιορισμένης ευθύνης.

http://www.capitalinvest.gr/info.php?category_id=42&product_id=252.

The President's Working Group on Financial Markets (April 1999). "Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management" (pdf). U.S. Department of the Treasury.

Στο σημείο αυτό παρουσιάζονται κάποια από τα κριτήρια αξιολόγησης, δείκτες που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την αξιολόγηση ενός fund:

☞ Marketbeta: Ο δείκτης μετράει την συσχέτιση των μεταβολών της απόδοσης ενός χαρτοφυλακίου σε σύγκριση με την απόδοση της αγοράς που πραγματοποιείται η επένδυση. Όταν ο δείκτης πλησιάζει το 1 τότε τα funds αυτά ονομάζονται indexfunds γιατί ακολουθούν πιστά τις μεταβολές του δείκτη.

☞ Sizebeta: Ο δείκτης μετράει την έκθεση ενός fund σε εταιρείες μικρής κεφαλαιοποίησης. Στατιστικά οι μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης αποδίδουν περισσότερο με υψηλότερο ρίσκο.

☞ Valuebeta: Ο δείκτης μετράει την έκθεση ενός fund σε επιχειρήσεις με

προβλήματα οικονομικά που διαπραγματεύονται με μεγάλες αποκλίσεις από την πραγματική τους αξία.

☞ Momentumbeta: Ο δείκτης μετράει την έκθεση ενός fund σε χρηματοπιστωτικά προϊόντα που έχουν ανέβει σημαντικά πρόσφατα, ακολουθώντας το ρητό “Followthetrend”.

1.2 Ιστορική αναδρομή των hedgefunds

Τα hedgefunds δεν αποτελούν πρόσφατη εφεύρεση, η ίδρυση του πρώτου hedgefund έγινε το 1949 από τον Alfred W. Jones . Με τη χρήση μόχλευσης και shortselling , που ουσιαστικά παρείχε προστασία με την αφορά κινδύνου. Αν και τα hedgefunds ξεπέρασαν σε μεγάλο βαθμό αμοιβαία κεφάλαια της εποχής εκείνης , δεν τραβούσαν το ενδιαφέρον μέχρι τη δεκαετία του 60 . Μεγάλα ονόματα όπως ο WarrenBuffet και ο GeorgeSoros έδειξαν ένα ενδιαφέρον για τη στρατηγική Jones, τα επόμενα χρόνια δημιουργήθηκαν άλλα 130 hedgefunds.

Σε έρευνα της Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς («SEC») το 1968 καταμέτρησε 140 hedgefunds εκείνη τη περίοδο. Κατά τις δύο τελευταίες δεκαετίες, όμως, η βιομηχανία των hedgefunds έχει αυξηθεί σημαντικά.

Αν και είναι δύσκολο να εκτιμηθεί με ακρίβεια το μέγεθος της βιομηχανίας των hedgefunds, έρευνες στα μέσα του 1998 έδειξαν ότι είναι μεταξύ 2.500 και 3.500 και διαχειρίζονται μεταξύ 200 δισεκατομμύρια και 300 δισεκατομμύρια δολάρια, και το σύνολο του ενεργητικού τους να είναι περίπου 800 δισεκατομμύρια δολάρια για 1 τρισεκατομμύρια δολάρια. Τα hedgefunds παρέμεναν σε σχετικά μικρά επίπεδα όσον αφορά τον όγκο των κεφαλαίων εκείνη την περίοδο σε σύγκριση με άλλους τομείς των χρηματοπιστωτικών αγορών των ΗΠΑ.

Για παράδειγμα οι εμπορικές συναλλαγές για τις εμπορικές τράπεζες είχαν 4.100 τρισεκατομμύρια αμερικανικά δολάρια στο σύνολο του ενεργητικού τους, αμοιβαία κεφάλαια περίπου \$ 5 τρισεκατομμύρια, ιδιωτικά συνταξιοδοτικά κεφάλαια αξίας 4,3 τρισεκατομμύρια δολάρια, και οι ασφαλιστικές εταιρείες είχαν ενεργητικό 3,7 τρισεκατομμύρια δολάρια.

Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts of the United States, Fourth Quarter 1998, p 28-32.

Η βιομηχανία των hedgefunds έχει αυξηθεί σε ένα “άγριο” ρυθμό κατά την τελευταία δεκαετία, από μόλις 300 που είχαν καταμετρηθεί το 1990 είναι περισσότερα από 10.000 ταμεία σήμερα. Τα κεφάλαια αυτά έχουν γίνει ιδιαίτερα ορατά στις αγορές και τον τύπο, εκτιμάται ότι διαχειρίζονται πάνω από 1,4 τρισεκατομμύρια δολάρια σε περιουσιακά στοιχεία, τόσο μέσω onshore και offshore .

Τα hedgefunds , όπως και άλλες εναλλακτικές επενδύσεις όπως η ακίνητη περιουσία και τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια , πιστεύεται ότι προσφέρουν αποδόσεις που είναι ασυσχέτιστες με τις παραδοσιακές επενδύσεις . Αυτό προσέλκυσε έναν αυξανόμενο αριθμό των ατομικών και θεσμικών επενδυτών . Ωστόσο , ενώ η στρατηγική AlfredJones » χρησιμοποιεί το shortselling και τη μόχλευση , υπάρχει ένα πλήθος διαφορετικών στρατηγικών που χρησιμοποιούνται από τους διαχειριστές των hedgefunds και σήμερα , και ο όρος « αντιστάθμιση » δεν ισχύει πάντοτε , δεδομένου ότι πολλά από αυτά τα κεφάλαια δεν αντισταθμίζονται καθόλου . Στην πραγματικότητα , πολλά αμοιβαία κεφάλαια κινδύνου επιχειρούν να συλλάβουν απόλυτες αποδόσεις και να λάβουν θέσεις που συχνά είναι πολύ υποθετικές.

Το 2008, η βιομηχανία των hedgefunds αντιμετώπισε ένα από τα χειρότερα έτη στην ιστορία της, καθώς οι αγορές σε όλο τον κόσμο κατέρρευσαν. Πολλοί από τους καλύτερους και εξυπνότερους διαχειριστές και επενδυτές τους αντιμετώπισαν απώλειες 30 τοις εκατό ή περισσότερο, και τα περιουσιακά στοιχεία υπό διαχείριση μειώθηκαν, καθώς οι επενδυτές επέλεξαν τα έντοκα γραμμάτια και επενδύσεις σε μετρητά. Παρόλα αυτά, πολλές από τις στρατηγικές που χρησιμοποιούνται από τους διαχειριστές των hedgefunds οδήγησαν σε μεγαλύτερα κέρδη σε μια ασταθή αγορά, και μερικά από τα αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου βρήκαν το τρόπο για να βγάλουν λεφτά οι επενδυτές τους, παρά την οικονομική κρίση.

Κατά το πρώτο εξάμηνο του 2009, η βιομηχανία των hedgefunds στο σύνολό τους έχουν ανακάμψει με δυναμικό τρόπο, επίσης έχει αυξηθεί και η δημοτικότητάς τους μεταξύ πολλών επενδυτών.

<http://www.hedgeco.net/hedgeducation/industry-overview.php>

Τα hedgefunds μπορεί να έδειξαν με το ξέσπασμα της κρίσης να χάνουν σημαντικά ποσά άλλα ξεκίνησαν μια νέα πρακτική που μετά το 2009 του έδωσε νέα δυναμική ανόδου. Έδειξαν έντονο ενδιαφέρον ανάμεσα σε άλλους θεσμικούς επενδυτές και τα hedgefunds, να αναζητούν προς αγορά προβληματικά ενεργητικά από τις τράπεζες με επισφαλή δάνεια λίγο μετά την έναρξη της κρίσης. Σε ορισμένες περιπτώσεις, το ενδιαφέρον στρέφεται προς την αγορά μη εξυπηρετούμενων δανείων σε «τιμή ευκαιρίας» που να επιτρέπει την εξασφάλιση κέρδους όταν θα αποπληρωθεί μερικώς η υποχρέωση από τον δανειζόμενο.

Για παράδειγμα, μια μεγάλη εταιρεία έχει βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της τάξης των 100 εκατ. ευρώ και υπολογίζεται πως η εταιρεία θα μπορεί να εξυπηρετήσει τους επόμενους 24 με 36 μήνες το 25% αυτού του ποσού περίπου 25 εκατ. ευρώ, τότε το εν' λόγω hedgefund θα μπορούσε να εξαγοράσει το δάνειο από την Τράπεζα σε μια

τιμή π.χ. 20 εκατ. ευρώ, εξασφαλίζοντας κέρδη 5 εκατ. ευρώ.

Είναι πολύ πιο πολύπλοκοι οι υπολογισμοί με βάση την καθαρή παρούσα αξία των υποχρεώσεων, αλλά παραμένει δεδομένο πως ένα hedgefund που αγοράζει μια σειρά εσόδων τα οποία θα αναδιαρθρώσει με σκοπό να εισπράξει το ποσό που θεωρεί δυνατόν να εισπραχθεί, θα μπορούσε δυνητικά να εξασφαλίσει πολύ μεγαλύτερα κέρδη.

Στις περισσότερες των περιπτώσεων τα δάνεια που αγοράζουν, τα αναδιαρθρώνουν με διαγραφές ή κούρεμα και επιμήκυνση. Στόχος τους είναι πάντοτε να μπορέσει ο δανειολήπτης να πληρώσει όσο το δυνατόν μεγαλύτερο μέρος από τα οφειλόμενα, γι' αυτό και είναι προς το συμφέρον τους να αποπληρωθεί το δάνειο. Σε σπάνιες περιπτώσεις, πάντως, τα ταμεία προσβλέπουν σε αποτυχία του δανείου και απόκτηση των εξασφαλίσεων.

Το όφελος για την τράπεζα θα είναι πως «καθαρίζουν» τα βιβλία της, ξεκαθαρίζει το ποσό που είναι σίγουρο ότι θα βάλει στα ταμεία της το οποίο θα εισρεύσει σχεδόν άμεσα, χωρίς περαιτέρω ρίσκα και τελικά μπορεί να «ξεφορτωθεί» τις εξασφαλίσεις που διατηρεί στα βιβλία της. Πρόκειται για μια ορθόδοξη πρακτική που ακολουθείται πολύ συχνά από τράπεζες, ιδίως (όχι όμως αποκλειστικά) όταν αυτές αντιμετωπίζουν πιέσεις στην κεφαλαιοποίησή τους. Στην περίπτωση της Τράπεζας Κύπρου, το ξεφόρτωμα των προβληματικών δανείων θα συνέβαλλε σημαντικά στην ολοκλήρωση της ταλαιπωρημένης, ήδη, διαδικασίας απομόχλευσης και θα έβαζε τον Όμιλο σε θέση να επανέλθει ταχύτερα σε φυσιολογικούς ρυθμούς λειτουργίας.

Η αγορά χρεών είναι ήδη μεγάλη και εκτιμάται πως το 2013 θα ξεπεράσει το 1 τρισ. δολάρια, σύμφωνα με διεθνείς αναλυτές. Σε μεγάλο βαθμό, η στροφή των hedgefunds προς την Ευρώπη ξεκίνησε με την κρίση του ευρώ και την έναρξη των προβλημάτων

στις οικονομίες της περιφέρειάς της. Στην Ισπανία, μόνο πέρσι έγιναν συναλλαγές περίπου 18,5 δισ. ευρώ, σύμφωνα με έρευνα της KPMG. Οι πωλήσεις μόνο των προβληματικών εμπορικών αναπτύξεων υπολογίζονται στα 10 δισ. ευρώ για το 2013.

Οι πωλήσεις μη εξυπηρετούμενων δανείων και άλλων προβληματικών ενεργητικών δεν αποτελούν αποτέλεσμα μόνο του φαινομένου κρίσης. Στη Ρωσία, η οποία εκφράζει ήδη πολύ έντονο ενδιαφέρον, από πλευράς κολοσσού που αναζητά ευκαιρίες στην Κύπρο, πρόκειται για «συνήθεια», παρ' όλο που τα διαθέσιμα στοιχεία δείχνουν πως οι Ρώσοι αρέσκονται περισσότερο σε μικρότερες συναλλαγές, που κυμαίνονται μέχρι τα 200 εκατ. ευρώ. Με αυτό τον τρόπο, ξεκαθαρίζουν με μεγαλύτερη ευκολία τα «βιβλία» των τραπεζών, τα οποία μπορούν να επανέλθουν σε κερδοφορία μετά από ένα χρόνο.

Στην Ιρλανδία, μόνο η BOSI αποξενώθηκε ενεργητικά σε τιμές που προσεγγίζουν τα 3 δισ. ευρώ, ενώ η LoneStar δείχνει να είναι ιδιαίτερα δραστήρια στις αγορές των υπό διάσωση κρατών. Στην Ελλάδα, εταιρείες όπως η RhoneCapital και η BrevanHoward έχουν ήδη προχωρήσει σε μεγάλα ανοίγματα χαρτοφυλακίου, σε εισηγμένες εταιρείες, παρ' όλο που το ενδιαφέρον για εξαγορές δανείων είναι πιο αδύναμο. Ακόμα και στη Γερμανία, όπου τα προβλήματα των τραπεζών άρχισαν να βγαίνουν στην επιφάνεια, παρατηρείται πλέον έντονο ενδιαφέρον για τέτοιου είδους πωλήσεις δανείων.

Στις πωλήσεις αυτές περιλαμβάνονται δάνεια σχεδόν όλων των ειδών: καταναλωτικά, εμπορικά, επιχειρηματικά, ακόμα και στεγαστικά, με εξασφάλιση ή χωρίς εξασφάλιση, ενώ δεν είναι λίγες και οι περιπτώσεις που, μαζί με μη εξυπηρετούμενα δάνεια, πωλούνται και πολλά υγιή, με άμεσο σκοπό να αυξηθεί η συνολική τιμή της πώλησης. Η έκπτωση επί της ονομαστικής τιμής των δανείων είναι συχνά πολύ μεγάλη που φτάνει και το 98% σε κάποιες περιπτώσεις, ενώ στην περίπτωση δανείων

με εξασφαλίσεις, μπορεί η έκπτωση να περιοριστεί μέχρι και στο 3% έως 5%.

Σημειώνεται πως αυτές οι πωλήσεις δανείων αφορούν πολλές κατηγορίες πιστώσεων: καταναλωτικές, επιχειρηματικές, μικρομεσαίων, για αγορά αυτοκινήτων, οικιστικά δάνεια, δάνεια για αναπτύξεις ή και χρηματοδοτήσεις μεγάλων projects κ.ο.κ. Στις πωλήσεις τους, πέρα από το ύψος εξασφαλίσεων και την κατάσταση εξυπηρέτησης των δανείων, καθοριστικοί για την τελική τιμή είναι και άλλοι παράγοντες, όπως οι προθέσεις των αγοραστών για το δάνειο, οι εξασφαλίσεις ή ακόμα και το μέλλον του δανειολήπτη.

1.3 Τυποι hedge funds

1.3.1 Exchange Traded Funds (ETFs)

Τα διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια (Exchange Traded Funds -ETFs) είναι ένα είδος χρηματοπιστωτικού εργαλείου του οποίου τα μοναδικά πλεονεκτήματα σε σύγκριση με τα συνήθη αμοιβαία κεφάλαια είναι ότι τα έχουν αντιληφθεί οι έμπειροι επενδυτές.

Παρακάτω αναλύονται τα πλεονεκτήματα τους, καθώς και ένας κατάλογος με μερικά από τα πιο δημοφιλή ETFs. Σκεφτείτε τα ETF ως ένα αμοιβαίο κεφάλαιο που εμπορεύεται σαν απόθεμα. Ακριβώς όπως ένα κεφάλαιο δεικτών, ένα ETF αντιπροσωπεύει ένα καλάθι των αποθεμάτων που αντανακλούν ένα δείκτη, όπως για παράδειγμα ο S&P 500 μπορεί και διαπραγματεύεται-εμπορεύεται όπως ακριβώς οποιαδήποτε άλλη εταιρεία στο χρηματιστήριο. Σε αντίθεση με ένα αμοιβαίο

κεφάλαιο που έχει καθαρή αξία ενεργητικού (NAV) υπολογίζεται στο τέλος της κάθε ημέρας διαπραγμάτευσης οι μεταβολές των τιμών του ETF, με τις διακυμάνσεις της προσφοράς και της ζήτησης που είχε. Με την κατοχή ενός ETF, μπορεί κάποιος να έχει την κατοχή της διαφοροποίησης ενός hedgefund συν την ευελιξία ενός αποθέματος. Το εμπόριο ETFs όπως και τα αποθέματα, μπορούν να πωληθούν και να αγοραστούν, με μόλις μία μετοχή, και αυτό θεωρείται πλεονέκτημα Ένα ακόμα πλεονέκτημα είναι ότι οι αναλογίες βαρών των περισσότερων ETFs είναι χαμηλότερες από εκείνες του μέσου αμοιβαίου κεφαλαίου.

Κατά την αγορά ή πώληση του ETFs, πληρώνεται ο μεσίτης την ίδια προμήθεια όπως και για οποιοδήποτε εμπορική συναλλαγή. Το πρώτο ETF ήταν ο S&P 500 δείκτης ταμείου, ο οποίος άρχισε να διαπραγματεύεται στο American Stock Exchange (AMEX) το 1993. Σήμερα διακρίνουμε μεγάλη ποικιλία από το συγκεκριμένο κλάδο, υπάρχουν εκατοντάδες ETFs συναλλαγών στην ελεύθερη αγορά. Υπάρχει σχεδόν ένα ETF για οποιοδήποτε είδος στην αγοράς.

Μερικά από τα πιο δημοφιλή ETFs έχουν ψευδώνυμα όπως κύβι (QQQQ), οχιές (VIPERs) και διαμάντια (DIAs). Όλα τα ETFs είναι παθητικά, δηλαδή οι επενδυτές αποθηκεύουν μεγάλο όγκο για έξοδα διαχείρισης. Μερικά από τα πιο δημοφιλή ETFs:

Nasdaq-100 Index Tracking Stock (Nasdaq: QQQQ)

Το συγκεκριμένο ETF αντιπροσωπεύει το Nasdaq-100 Index, το οποίο αποτελείται από τις 100 μεγαλύτερες και πιο εμπορεύσιμες μη χρηματοοικονομικές μετοχές στο Nasdaq, το QQQQ προσφέρει ευρεία έκθεση στον τομέα της τεχνολογίας. Επειδή υπάρχει μεγάλος κίνδυνος που έρχεται με τις επενδύσεις σε μεμονωμένες μετοχές, το QQQQ είναι ένας πολύ καλός τρόπος για να επενδύσει στις μακροπρόθεσμες προοπτικές του κλάδου της τεχνολογίας. Η διαφοροποίηση που προσφέρει μπορεί να είναι ένα τεράστιο πλεονέκτημα όταν υπάρχει αστάθεια στις αγορές. Αν μια εταιρεία τεχνολογίας υπολείπεται των προβλεπόμενων κερδών, κατά πάσα πιθανότητα θα

χτυπήσει σκληρά. Μεταξύ του 2000 και του 2004, το QQQQ ήταν μακράν το πιο βαρύ hedgefund.

SPDRs

Το ψευδώνυμο του είναι «αράχνες», τα επενδυτικά μέσα ομαδοποιούν το σημείο αναφοράς των S&P 500. Ο SPDRs επιτρέπει σε μεμονωμένους επενδυτές να κατέχουν μετοχές του δείκτη με έναν οικονομικά αποδοτικό τρόπο.

Ένα άλλο καλό χαρακτηριστικό γνώρισμα του SPDRs είναι ότι χωρίζει σε διάφορους τομείς των S&P 500 σε μετοχές και τα πωλούν ως ξεχωριστά ETFs, υπάρχουν κυριολεκτικά δεκάδες από αυτούς τους τύπους των ETFs. Ο δείκτης συγκαταλέγεται στον τομέα της τεχνολογίας, περιέχει πάνω από 85 μετοχές που καλύπτουν τα προϊόντα που αναπτύχθηκαν από εταιρείες όπως οι κατασκευαστές αμυντικού υλικού, τηλεπικοινωνιακού εξοπλισμού, τα κατασκευαστικά στοιχεία μικροϋπολογιστών και ολοκληρωμένων κυκλωμάτων υπολογιστών. Αυτό το ETF διαπραγματεύεται κάτω από το σύμβολο XLK στο AmericanStock Exchange (AMEX).

iShares

Η iShares (Barclay του GlobalInvestors "BGI"), το 2009 υπήρχαν περίπου 350 iShares συναλλαγές με περίπου 300 δισεκατομμύρια δολάρια υπό διαχείριση. Η Barclay έχει θέσει μια σειρά από iShares που ακολουθούν πολλούς από τους μεγάλους δείκτες σε όλο τον κόσμο, συμπεριλαμβανομένης της Nasdaq, NYSE, DowJones και Standard &Poors. Όλα αυτά τα συγκεκριμένα ETFs διαπραγματεύονται στα μεγάλα χρηματιστήρια και στις ΗΠΑ ακριβώς όπως οι κοινές μετοχές.

Ηνωμένες Πολιτείες φυσικό Αέριο (NYSE: UNG)

Τα hedgefunds μπορούν επίσης να παρέχουν τρόπους για να επενδύσει κάποιος σε φυσικούς πόρους. Αυτές οι επενδύσεις δίνουν μια αποτύπωση των τιμών του φυσικού αερίου. Θα προσπαθήσουμε να ακολουθήσουμε τις τιμές του φυσικού αερίου με την αγορά συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης για το φυσικό αέριο μέσα στους επόμενους μήνες. Όπως συμβαίνει με όλα τα hedgefunds θα πρέπει να μελετάται ο δείκτης συνολικών εξόδων πριν από την επένδυση.

iShares MSCI Emerging Market Index (NYSE: EEM)

Η επένδυση αυτή προσπαθεί να μιμηθεί τις αποδόσεις του δείκτη MSCI Emerging Markets ο οποίος δημιουργήθηκε ως ένα σημείο αναφοράς για τα διεθνή κεφάλαια επίδοσης ασφάλειας.

Vipers

Ακριβώς όπως ο iShares Barclay είναι εμπορικό σήμα των ETFs, οι vipers είναι μάρκας Vanguard του χρηματοοικονομικού μέσου. Οι Vipers ή Vanguard Δείκτης Συμμετοχή και Απαλλοτριώσεων, είναι δομημένα ως κατηγορίες μεριδίων ανοιχτών και κλειστών ταμείων. Τα Vanguard προσφέρει επίσης εκατοντάδες δεκάδες ETFs για πολλούς διαφορετικούς τομείς της αγοράς, συμπεριλαμβανομένων των τομέων οικονομικών, της υγειονομικής περίθαλψης και των υπηρεσιών κοινής ωφελείας.

Direxion Daily Financial Bear 3X Shares (NYSE:FAZ)

Όλα τα ETFs δεν έχουν σχεδιαστεί για να κινηθούν προς την ίδια κατεύθυνση ή ακόμα και στο ίδιο ποσό με το δείκτη που παρακολουθείται. Για παράδειγμα, το Direxion Daily Financial Bear επιχειρεί να εκτελέσει 300% προς την αντίθετη κατεύθυνση του δείκτη Financial Services Russell 1000. Το ταμείο αυτό έγινε δημοφιλές το 2008 και το 2009, όταν κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης διατίθενται πτωτικές πιέσεις στις μετοχές χρηματοοικονομικών εταιρειών.

DIAMONDS

Οι μετοχές αυτές ETF, Diamonds Εμπιστοσύνη Σειρά I, παρακολουθούνται στον DowJonesIndustrialAverage. Το hedgefund είναι δομημένο ως ένα εμπορικός συνδυασμός επένδυσης στη μονάδα. Το σύμβολο ticker των diamondDow είναι (NYSE: DIA), και διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο της Νέα Υόρκης.

http://www.investopedia.com/articles/01/082901.asp?ad=ETF_Feat

1.3.2 Aggressive Growth

Ένα αμοιβαίο κεφάλαιο το οποίο έχει ως στόχο για υψηλότερα και δεν αποφεύγει το ρίσκο της επιλογής αυτών των επενδύσεων. Τα επιθετικής ανάπτυξης κεφάλαια χαρακτηρίζονται ως τα πλέον κατάλληλα για τους επενδυτές που είναι πρόθυμοι να αποδεχθούν έναν υψηλό κίνδυνο για μια υψηλά αντίστοιχα απόδοση, καθώς πολλές από τις εταιρείες που επιδεικνύουν υψηλή ανάπτυξη δυναμικού μπορούν επίσης να δείξουν πολύ υψηλή μεταβλητότητα στην τιμή της μετοχής τους.

Τα Aggressive Growth κεφάλαια ανάπτυξης τείνουν να έχουν μια πολύ μεγάλη θετική συσχέτιση με το χρηματιστήριο, και έτσι συχνά παράγουν πολύ καλά αποτελέσματα κατά τη διάρκεια τάσεων της οικονομίας και πολύ άσχημα αποτελέσματα κατά τη διάρκεια της οικονομικής ύφεσης. Ένα Aggressive Growth θα μπορούσε, για παράδειγμα, να αγοράσει αρχικές δημόσιες προσφορές (IPOs) αποθέματος από τις μικρές επιχειρήσεις και στη συνέχεια να μεταπωλεί το εν λόγω

απόθεμα πολύ γρήγορα, προκειμένου να δημιουργήσει μεγάλα κέρδη. Μερικά Aggressive Growth μπορεί ακόμη και να επενδύσουν σε παράγωγα, προκειμένου να αυξήσουν τα κέρδη τους.

http://www.investorwords.com/162/aggressive_growth_fund.html

1.3.3 DistressedSecurities

Χρηματοοικονομικό εργαλείο σε μια εταιρεία που είναι κοντά ή διανύει σήμερα κατάσταση πτώχευσης. Συνήθως προκύπτει από την αδυναμία μιας επιχείρησης να ανταποκριθεί στις οικονομικές της υποχρεώσεις. Σαν αποτέλεσμα αυτής της κατάστασης αυτά τα χρηματοπιστωτικά μέσα έχουν υποστεί σημαντική μείωση στην αξία τους. Οι τίτλοι που είναι σε δυσμένεια μπορεί να περιλαμβάνουν κοινές και προνομιούχες μετοχές, τραπεζικούς δανεισμούς, εμπορικές απαιτήσεις και εταιρικά ομόλογα.

Λόγω της μείωσης της αξίας τους τα επισφαλή αξιόγραφα γίνονται συχνά ελκυστικά για τους επενδυτές που είναι πρόθυμοι να αποδεχθούν τον κίνδυνο. Ως αποτέλεσμα της πτώχευσης, οι κοινές μετοχές είναι άχρηστες έτσι ώστε όσοι επενδύουν σε αδύναμους τίτλους να εξετάσουν πιο σημαντικά εργαλεία, όπως το τραπεζικό χρέος, τις εμπορικές απαιτήσεις και τα ομόλογα.

Η λογική πίσω από αυτή την επένδυση είναι η κατάσταση της εταιρείας να μην είναι τόσο κακή όσο η αγορά πιστεύει ότι είναι και είτε η εταιρεία θα επιβιώσει ή θα υπάρξουν αρκετά χρήματα κατά την εκκαθάριση για να καλύψει την αρχική

επένδυση.

<http://www.investopedia.com/terms/d/distressedsecurities.asp>

1.3.4 Emerging Markets

Μια αναδύομενη αγορά είναι μια χώρα με κοινωνική ή επιχειρηματική δραστηριότητα η οποία βρίσκεται σε ταχεία ανάπτυξη ή εκβιομηχάνιση. Οι οικονομίες της Κίνας (με εξαίρεση το Χονγκ Κονγκ και το Μακάο, καθώς και οι δύο έχουν αναπτυχθεί) και της Ινδίας θεωρείται ότι είναι το μεγαλύτερο emergingmarket. Σύμφωνα με το περιοδικό TheEconomist πολλοί βρίσκουν τον όρο ξεπερασμένο. Οι οκτώ μεγαλύτερες αναδύομενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, για τον πληθωρισμό του ΑΕΠ είναι οι χώρες BRIC (Βραζιλία, Ρωσία, Ινδία και Κίνα), καθώς και ΜΙΚΤ (Μεξικό, την Ινδονησία, τη Νότια Κορέα και την Τουρκία).

<http://www.investopedia.com/search/default.aspx?q=Emerging%20Markets>

1.3.5 Fundoffunds

Είναι μια αναδυόμενη αγορά των hedgefunds που ειδικεύεται σε επενδύσεις με τίτλους αναδυόμενων αγορών. Παρά το γεγονός ότι δεν υπάρχει ακριβής ορισμός του «αναδυόμενες χώρες της αγοράς», οι χώρες αυτές βρίσκονται στο στάδιο της ανάπτυξης. Έχουν συνήθως κατά κεφαλήν εισοδήματα κατώτερα σε σχέση με το μεσαίο παγκόσμιο, και είναι στη διαδικασία μετάβασης από μια κλειστή αγορά σε μια ανοιχτή αγορά.

Ως αποτέλεσμα, οι αναδυόμενες χώρες της αγοράς περιλαμβάνουν ένα ευρύ φάσμα χωρών. Κίνα και Ρωσία, δύο από τις οικονομικές υπερδυνάμεις του κόσμου, ανήκουν στην κατηγορία αναδυόμενη αγορά, όμως το Περού για παράδειγμα, μια πολύ μικρότερη χώρα με λιγότερους πόρους, λόγω προγραμμάτων οικονομικής ανάπτυξης και μεταρρύθμισης, εμφανίστηκε πάνω στη παγκόσμια οικονομική σκηνή χωρίς να ανήκει σε αυτό το τομέα. Στην πραγματικότητα, ενώ μόνο το 20% περίπου των χωρών του κόσμου θεωρούνται αναδυόμενες χώρες της αγοράς, οι χώρες αυτές αποτελούν περίπου το 80% του παγκοσμίως.

Παρά το γεγονός ότι οι μετοχές των αναδυόμενων αγορών έχουν διαθέσιμα κεφάλαια για κάποιο διάστημα μέσω της αναδυόμενης αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων, τα συνταξιοδοτικά ταμεία και κληροδοτήματα άρχισαν να αναζητούν εναλλακτικές επενδυτικές επιλογές και άρχισαν να επενδύουν χρήματα σε αναδυόμενα αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου.

Τα αναδυόμενα κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου της αγοράς προσφέρουν ένα σημαντικό πλεονέκτημα έναντι των αγορών αμοιβαίων κεφαλαίων. Ενώ τα αμοιβαία κεφάλαια συνήθως επενδύουν μόνο σε μετοχές και ομόλογα, τα αμοιβαία κεφάλαια κινδύνου μπορούν να προσφέρουν την έκθεση σε πιο εξελεγχόμενες επενδύσεις, συμπεριλαμβανομένων των εμπορευμάτων, των ακινήτων και των νομισμάτων. Τα

αναδυόμενα κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου της αγοράς μπορούν επίσης να χρησιμοποιήσουν την επιρροή τους, η οποία στην ουσία είναι να επενδύουν με δανεικά χρήματα. Οι στρατηγικές αυτές θα μπορούσαν να αυξήσουν σημαντικά το δυναμικό της επιστροφής κεφαλαίων. Μαζί με την πιθανή επιστροφή κερδών, ωστόσο εμπεριέχουν αυξημένο κίνδυνο. Τα αναδυόμενα κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου έχουν όλους τους γενικούς κινδύνους των hedgefunds: Για παράδειγμα, τα hedgefunds δεν είναι συνήθως σε ρευστή μορφή, όπως τα αμοιβαία κεφάλαια, που σημαίνει ότι είναι πιο δύσκολη η πώλωση τους. Οι στρατηγικές που θα χρησιμοποιηθούν θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε σημαντικές απώλειες. Αλλά από την άλλη θα μπορούσαν να έχουν και υψηλές αμοιβές.

Επιπλέον, η επένδυση στις αναδυόμενες αγορές έχει ορισμένους μοναδικούς κινδύνους, όπως είναι η έλλειψη διαφάνειας, γεγονός που καθιστά δύσκολο να αξιολογήσει τις επενδυτικές ευκαιρίες, την σχετική έλλειψη ρευστότητας και την ακραία μεταβλητότητα.

Ένα τελευταίο μειονέκτημα στα αναδυόμενα αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου είναι ότι, όπως όλα τα hedgefunds, δεν ρυθμίζονται σήμερα από την αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC), ένα χρηματοπιστωτικό κλάδο για την εποπτεία οντοτήτων. Ως εκ τούτου, είναι συνήθως ανοικτή μόνο για ένα περιορισμένο φάσμα επενδυτών. Συγκεκριμένα, η νομοθεσία των ΗΠΑ απαιτεί ότι οι επενδυτές των hedgefunds είναι «διαπιστευμένοι», πράγμα που σημαίνει ότι πρέπει να κερδίσουν ένα ελάχιστο ετήσιο εισόδημα.

Εν ολίγοις, τα hedgefunds αναδυόμενων αγορών μπορεί να είναι μια καλή επιλογή για τους επενδυτές που θέλουν μεγαλύτερη πρόσβαση στις αναδυόμενες αγορές αμοιβαίων κεφαλαίων αν μπορούν να πληρούν τις απαιτήσεις καταλληλότητας και είναι πρόθυμοι να δεχθούν τον αυξημένο κίνδυνο.

The Model for Superior Performance," in Hedge Funds: Investment and Portfolio Strategies for the Institutional Investor, eds. Jess Lederman and Robert A. Klein (New York: Irwin Professional Publishing, 1995), pp. 1-17.

1.3.6 Income

Αρμπιτράζ(arbitrage) σταθερού εισοδήματος είναι μια στρατηγική επένδυση που εκμεταλλεύεται τις διαφορές τιμών μεταξύ των τίτλων σταθερού εισοδήματος .

Πριν εξηγήσουμε αυτό, ας επανεξετάσουμε την έννοια του Αρμπιτράζ. Αρμπιτράζ είναι το να αγοράζονται τίτλοι σε μια αγορά για άμεση μεταπώληση σε άλλη αγορά προκειμένου να κερδηθεί ένα πόσο από τις διαφορές τιμών. Στον κόσμο των hedgefunds, το αρμπιτράζ αναφέρεται πιο συχνά με τη ταυτόχρονη αγορά και πώληση των δύο παρόμοιων τίτλων των οποίων οι τιμές, κατά τη γνώμη του εμπόρου, δεν είναι σε συγχρονισμό με τη "πραγματική αξία". Κατόπιν με την υπόθεση ότι οι τιμές θα επανέλθουν στην πραγματική τους αξία με την πάροδο του χρόνου, ο επενδυτής θα πουλήσει βραχυπρόθεσμα υπεριτιμημένα την ασφάλεια και θα αγοράσει με χαμηλότερη τιμή την ασφάλεια. Μόλις οι τιμές επανέρχονται σε πραγματική αξία, ο επενδυτής μπορεί να ρευστοποιήσει έχοντας κέρδος. Αρμπιτράζ μπορεί επίσης να χρησιμοποιηθεί για να αγοραστούν και να πωληθούν μετοχές δύο εταιρειών, δύο βασικά προϊόντα και πολλά άλλα χρεόγραφα.

Παρά το γεγονός ότι πολλοί επενδυτές είναι εξοικειωμένοι με τον όρο «Αρμπιτράζ σταθερού εισοδήματος " οι περισσότεροι έχουν ακούσει για έναν από τους σημαντικότερους χρήστες του : Το LongTermCapitalManagement , ένα hedgefund που στη δεκαετία του 1990 είχε μέση ετήσια απόδοση μεγαλύτερη από 40 % , και θα

μπορούσε να είχε διασώσει αρκετές εταιρείες της WallStreet στην ενθάρρυνση της αμερικανικής FederalReserveBoard .

Για να καταλάβουμε τοarbitrage σταθερού εισοδήματος, είναι σημαντικό να έχουμε κάποια εξοικείωση με τίτλους σταθερού εισοδήματος. Στο πιο βασικό επίπεδο, τίτλου σταθερού εισοδήματος είναι απλά χρεόγραφα, που εκδίδονται από ιδιωτικές επιχειρήσεις ή δημόσιους φορείς, που υπόσχονται μια σταθερή ροή εισοδήματος . Αμερικανικά κρατικά ομόλογα, εταιρικά ομόλογα και δημοτικά ομόλογα είναι αντίστοιχα παραδείγματα. Υπάρχουν, ωστόσο, πιο εξελιγμένοι τίτλοι σταθερού εισοδήματος , όπως είναι τα creditdefaultswaps .

Τα creditdefaultswaps είναι σύνθετα χρηματοπιστωτικά προϊόντα που είναι παρόμοια με ασφαλιστικές συμβάσεις υπό την έννοια ότι παρέχουν στον αγοραστή προστασία έναντι συγκεκριμένων κινδύνων. Έτσι, για παράδειγμα, μπορούμε να πούμε ότι έχουμε αγοράσει ένα εταιρικό ομόλογο από την εταιρία ABC. Αν νομίζετε ότι η εταιρεία δε θα σας πληρώσει με τόκο, και έχετε επενδύσει πολλά χρήματα και θέλετε κάποια πρόσθετη προστασία, μπορείτε να καλέσετε την ασφαλιστική σας εταιρεία και να ζητήσετε να σας πουλήσει ασφάλεια κατά της ενδεχόμενης αθέτησης πληρωμών των ομολόγων της ABC. Η ασφαλιστική σας εταιρεία σας χρεώνει μια αμοιβή για την εν λόγω ασφάλιση, ακριβώς όπως θα ήταν αν αγοράζατε μια ασφάλεια αυτοκινήτου. Αλλά εδώ είναι ο κόμπος: Όταν πρόκειται για συμφωνίες ανταλλαγής κινδύνων αθέτησης, δεν χρειάζεται να είστε ο κάτοχος πραγματικά του περιουσιακού στοιχείου ώστε να το ασφαλίσετε . Η ασφαλιστική σας εταιρεία πωλεί ασφάλιση αγοράς μετοχών της εταιρίας της ABC στον καθένα. Με άλλα λόγια, είναι πώλησης ενός κομματιού χαρτιού τίτλων που emπίπτουν στα " παράγωγα " creditdefaultswaps όπως ονομάζεται. Και αυτά τα κομμάτια χαρτιού διαπραγματεύονται over-the-counter(πάνω στο «πάγκο») από έμπειρους επενδυτές.

Ο λόγος για αυτή την εξήγηση των creditdefaultswaps, είναι ότι χρησιμοποιούνται συχνά σε αρμπιτράζ σταθερού εισοδήματος. Στην πραγματικότητα, μία από τις πιο δημοφιλείς στρατηγικές αρμπιτράζ σταθερού εισοδήματος ονομάζεται "ανταλλασσόμενη εξάπλωση αρμπιτράζ».

Η ανταλλαγή εξάπλωσης αρμπιτράζ περιλαμβάνει τη λήψη ενός ρίσκου σχετικά με την κατεύθυνση της συμφωνίας ανταλλαγής κινδύνου αθέτησης πληρωμών όπως το επιτόκιο των κρατικών ομολόγων ΗΠΑ ή του Λονδίνου και το διατραπεζικό επιτόκιο.

Υπάρχουν πολλές άλλες στρατηγικές αρμπιτράζ σταθερού εισοδήματος , μία από τις οποίες ονομάζεται καμπύλη αποδόσεων arbitrage. Η καμπύλη αποδόσεων είναι μια γραφική παράσταση που περιγράφει τις αποδόσεις των ομολόγων διαφορετικής διάρκειας σε αντιδιαστολή. Όταν η καμπύλη αποδόσεων είναι επίπεδη, μικρότερες και πιο μακροπρόθεσμες αποδόσεις είναι κοντά. Όταν η καμπύλη αποδόσεων έχει μεγάλο βαθμό κλίσης, υπάρχει ένα μεγαλύτερο χάσμα μεταξύ βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων αποδόσεων. Οι Arbitrageurs προσπαθούν να επωφεληθούν από μετατοπίσεις της καμπύλης αποδόσεων με τη λήψη θέσεων long και short σε ομόλογα με διάφορες διάρκειες.

Μια άλλη στρατηγική αρμπιτράζ σταθερού εισοδήματος είναι η δομή του αρμπιτράζ κεφαλαίου, η οποία επιδιώκει να επωφεληθεί από τις διαφορές τιμών μεταξύ των διαφόρων δεικτών σε μια επιχείρηση, όπως το χρέος και τις μετοχές της. Για παράδειγμα , ένα αρμπιτράζ κεφαλαιακής διάρθρωσης που πιστεύει ότι το χρέος μιας εταιρείας είναι υπεριμημένα σε σχέση με το απόθεμα της θα μπορούσε βραχυπρόθεσμα μια εταιρεία να αγοράσει μετοχές της εταιρείας που έχει χρέος.

Οι Arbitrageurs σταθερού εισοδήματος θα πρέπει να είναι πρόθυμοι να δεχτούν

σημαντικό κίνδυνο. Αυτό συμβαίνει γιατί τα αρμπιτράζ σταθερού εισοδήματος τυπικά παρέχουν σχετικά μικρή απόδοση, αλλά μπορούν δυνητικά να οδηγήσουν σε τεράστιες απώλειες.

Λόγω των περιορισμένων αποδόσεων και τους τεράστιους κινδύνους που έχουν εμπλέκονται σε αυτά μεγάλοι θεσμικοί επενδυτές με σημαντικά περιουσιακά στοιχεία, όπως hedgefunds, εταιρείες ιδιωτικού μετοχικού κεφαλαίου και επενδυτικές τράπεζες.

Πηγή: <http://www.barclayhedge.com/research/educational-articles/hedge-fund-strategy-definition/hedge-fund-strategy-fixed-income.html>

1.3.7 Hedge Fund τύπου Macro

Οι στρατηγικές των hedgefunds είναι η κινητήρια δύναμη πίσω από την ικανότητα του διαχειριστή τους να παράγει αποδόσεις για τους επενδυτές του. Μία από τις πιο παραγωγικές στρατηγικές είναι η παγκόσμια μακροοικονομική στρατηγική, η οποία επικεντρώνεται στην επένδυση στις διακυμάνσεις των τιμών με βάση τις αλλαγές στην οικονομική πολιτική, μαζί με τη ροή κεφαλαίων σε όλο τον κόσμο .

Οι παγκόσμιες στρατηγικές macro γενικά έχουν επικεντρωθεί σε χρηματοπιστωτικά μέσα που είναι ένα ευρύ πεδίο που προχωρά με βάση τον συστημικό κίνδυνο. Σε γενικές γραμμές , οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων που διαπραγματεύονται στο πλαίσιο της παγκόσμιας στρατηγικής μακροοικονομικής εστιάζουν στις στρατηγικές συναλλάγματος, στρατηγικέςεπιτοκίων και τις στρατηγικές χρηματιστηριακού δείκτη.

Στρατηγικές νομίσματος

Οι στρατηγικές διαχείρισης χαρτοφυλακίου συναλλάγματος γενικά επικεντρώνονται στην σχετική δύναμη ενός νομίσματος σε σχέση με ένα άλλο. Ένα ζεύγος νομισμάτων αναφέρεται ως η σχετική αξία ενός νομίσματος σε σχέση με ένα άλλο νόμισμα και το ζεύγος νομίσματος βασίζεται σε μια σειρά από διαφορετικούς παράγοντες.

Οι “έμποροι” νομισμάτων ακολουθούν την παγκόσμια οικονομική και νομισματική πολιτική, παράλληλα με τη διαφορά μεταξύ των επιτοκίων μιας χώρας σε σχέση με την υποτίμηση του νομίσματός της βραχυπρόθεσμα. Είναι κύρια ζεύγη νομισμάτων, τα οποία αναπτύσσονται έναντι του δολαρίου ΗΠΑ, με εξαιρετική ρευστότητα και εμπόριο 24 ώρες το εικοσιτετράωρο, 6 ημέρες την εβδομάδα. Η πλειοψηφία των εμπορικών συναλλαγών νομίσματος λαμβάνει χώρα στη διαπραγματευτική αγορά. Διακανονισμός συμβαίνει συνήθως μέσα σε 2 ημέρες διαπραγμάτευσης και γι 'αυτό είναι επίσης γνωστή ως η αγορά spot .

Ένα σημαντικό πλεονέκτημα των εμπορικών συναλλαγών νομισμάτων είναι η μόχλευση που χρησιμοποιείται στην αγορά και μπορεί να κυμανθεί τόσο υψηλά όσο 100 προς 1. Αυτό σημαίνει ότι για κάθε δολάριο που διατίθεται σε ένα νόμισμα συναλλαγής, τα 99 δολάρια μπορεί να προέρχονται από δανεισμό. Αυτό το είδος της μόχλευσης επιτρέπει στους “εμπόρους” νομισμάτων να ενισχύσουν τα κέρδη τους, αλλά δημιουργεί σημαντικούς κινδύνους απώλειας για έναν επενδυτή.

Επιτόκιο

Οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων επιτοκίων, επικεντρώνονται σε παγκόσμιες στρατηγικές macro, κατά κανόνα επενδύουν σε εργαλεία που ακολουθούν τα ποσοστά του δημόσιου χρέους παγκόσμια. Αυτό περιλαμβάνει το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ, τα Ευρωπαϊκά χρεόγραφα, καθώς και άλλες ανεπτυγμένες και αναδύμενες κυβερνήσεις και το κρατικό τους χρέος. Η πλειοψηφία αυτών των μέσων διαπραγματεύονται είτε τα μετρητά ή τα παράγωγα αγορών οι οποίες κυριαρχούνται από θεσμικά κεφάλαια μαζί με τις επενδυτικές τράπεζες. Οι μοχλεύσεις στις αγορές χρέους δεν είναι τόσο υψηλές όσο οι μοχλεύσεις στις αγορές συναλλάγματος, αλλά εξακολουθούν να είναι σχετικά σημαντικές. Οι περισσότερες από τις συναλλαγές σε παράγωγα που διαπραγματεύονται για το δημόσιο χρέος λαμβάνουν μέρος σε οργανωμένες χρηματιστηριακές προθεσμιακές πράξεις. Οι στρατηγικές περιλαμβάνουν τις οριστικές κινήσεις για το δημόσιο χρέος, μαζί με τη σχετική αξία των συναλλαγών στις οποίες ο διαχειριστής χαρτοφυλακίου εμπορεύεται ένα μέσο χρέος σε σχέση με το άλλο. Τα χρεόγραφα είναι διαθέσιμα σε προθεσμιακές ανταλλαγές, σε εξωχρηματιστηριακές αγορές και σε συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης.

TradingStockIndex

Οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων Δεικτών Ιδίων Κεφαλαίων χρησιμοποιούν δείκτες μετοχών για να δημιουργήσουν χαρτοφυλάκια επενδύσεων που θα είναι πιο πάνω όταν τα επιτόκια κινούνται χαμηλότερα, αλλά και ανάπτυξης\ εντός της χώρας καταγωγής του δείκτη ιδίων κεφαλαίων όταν βρίσκονται σε άνοδο.

Σε γενικές γραμμές, οι στρατηγικές δεικτών είναι κατευθυντικές, αλλά πολλοί διαχειριστές χαρτοφυλακίων χρησιμοποιούν αυτή τη μορφή διάδοσης των μέσων αυτών για τη δημιουργία στρατηγικών σχετικής αξίας.

Οι παγκόσμια στρατηγικήmacro έχει επικεντρωθεί σε ρευστά στοιχεία ενεργητικού που συνήθως δεν περιλαμβάνουν κινδύνους, εκτός από τους κινδύνους της αγοράς, όπως ο πιστωτικός κίνδυνος και ο κίνδυνος ρευστότητας. Πολλοί διαχειριστές χρησιμοποιούν την τεχνική ανάλυση, μαζί με τους θεμελιώδεις παράγοντες που οδηγούν στις αποφάσεις εμπορικών συναλλαγών τους.

Ορισμένοι διαχειριστές χρησιμοποιούν στρατηγικές των βασικών προϊόντων, όπως το πετρέλαιο, χρυσό και ασήμι. Αυτοί οι τύποι των μέσων δημιουργούν συνήθως δυναμικές κερδοφορίες στις τάσεις των τιμών κατά τη διάρκεια των πληθωρισμών και σε ένα αποπληθωριστικό περιβάλλον. Το κλειδί της επιτυχίας είναι να απασχολούν αυστηρούς ελέγχους ανταμοιβής του κινδύνου σε ένα χαρτοφυλάκιο και να ακολουθούν την οικονομική και τη νομισματική επιρροή που μπορεί να αλλάξει το πεδίο εφαρμογής των παγκόσμιων ροών κεφαλαίου.

<http://www.barclayhedge.com/research/educational-articles/hedge-fund-strategy-definition/hedge-fund-macro.html>

1.3. 8 Opportunistic

Το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα από το 2008 έχει αφήσει ελλείψεις και ενδιαφέρουσες ευκαιρίες για τους διαχειριστές των hedgefunds που έχουν τις γνώσεις να ψάξουν και να τις ανακαλύψουν .

Οι τράπεζες και οι παραδοσιακοί τους δανειστές (μεσαία αγορά) συνεχίζουν την σφιχτή δανειοδοτική δραστηριότητα σε απάντηση στην επιδείνωση των ισολογισμών και τους μειωμένους ρυθμούς ανάπτυξης. Παραδοσιακές πηγές κεφαλαίων έχουν περιορίσει σε μεγάλο βαθμό τις δραστηριότητές τους.

Οι επενδυτές συνεχίζουν να εμφανίζουν μια εύθραυστη εμπιστοσύνη στις αγορές, οδηγώντας σε ισχυρή προτίμηση για ρευστότητα.

Οι αλλαγές στους τραπεζικούς κανόνες, όπως οι κανόνες του κεφαλαίου της Βασιλείας III και της απαιτούμενης αύξησης στις ΗΠΑ ασφάλισης των τραπεζικών καταθέσεων κάνει τους δανειστές συντηρητικούς σχετικά με τις αποφάσεις τους να δανείσουν . Οι μεγάλες ευρωπαϊκές τράπεζες , για παράδειγμα , αναμένεται να συρρικνώσουν τους ισολογισμούς τους έως το ποσό των € 2.000 δισεκατομμύριων μέχρι το τέλος του 2013 , ή 7 τοις εκατό του συνόλου του ενεργητικού . Το ένα τέταρτο της μείωσης αυτής κατά πάσα πιθανότητα θα έρθει ως αποτέλεσμα του λιγότερου δανεισμού και το υπόλοιπο από τις πωλήσεις τίτλων και μη βασικών περιουσιακών στοιχείων.

Ορισμένοι διαχειριστές επενδύσεων ήταν σε θέση να παρακάμψουν τιτλοποιημένες αγορές στοιχείων ενεργητικού και ανέλαβαν αποτελεσματικά το ρόλο του δανειστή στη μεσαία αγορά, με παροχή κεφαλαίων απευθείας σε υποεξυπηρετούμενες επιχειρήσεις για διάφορους κλάδους.

Αλλά τα hedgefunds έχουν καταφέρει να απομονώσουν τη δυνητική αξία μέσα από ένα μεγάλο όγκο μη ρευστοποιήσιμων στοιχείων ενεργητικού και έχουν χρησιμοποιηθεί long και short θέσεις για να υπολογίσουν τα κέρδη καθώς και τις αλλαγές συνθήκες ρευστότητας.

Κατά τα τελευταία δύο χρόνια, αυτά τα είδη των άκρως εξειδικευμένων στρατηγικών των hedgefunds τα οποία επενδύουν στην εξάρθρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος έχουν σχετικά χαμηλό beta 0,12 έναντι του S & P 500 Δείκτης Συνολικής Απόδοσης .

Οι στρατηγικές αυτές μπορεί να είναι ιδιαίτερα ελκυστικές για τους θεσμικούς

επενδυτές στην Ασία, οι οποίοι ενδιαφέρονται ολοένα και περισσότερο για τις εξειδικευμένες επενδύσεις των hedgefunds .

Τα κεφάλαια των hedgefunds έχουν τα πλεονεκτήματα του να είναι σε θέση να δώσουν στους επενδυτές διαφοροποιημένες εκθέσεις σε επενδυτικές στρατηγικές και ανάλογα με την πλατφόρμα σύνδεσης με επαγγελματικά δίκτυα μπορούν να χορηγήσουν στους επενδυτές πρόσβαση σε επιτυχημένα ταμεία που μπορεί να είναι τεχνικά κλειστά για τους ξένους επενδυτές.

Ένα ταμείο των hedgefunds που ασχολείται αποκλειστικά με εξειδικευμένες δυνατότητες που προκύπτουν από τη δραστηριότητα απομόχλευσης θα πρέπει να παρέχει στους επενδυτές μια σταθερή αίσθηση της εποπτείας και της σαφήνειας όσον αφορά τις θέσεις που οι διαχειριστές των hedgefunds έχουν στο χαρτοφυλάκιό τους και τους κινδύνους ρευστότητας. Με άλλα λόγια, η διαχείριση του κινδύνου πρέπει να είναι ισχυρή.

Εν κατακλείδι , μια προσέγγιση πολλαπλών manager επικεντρώνεται ακριβώς σε αυτές τις μοναδικές στρατηγικές και υποστηρίζεται από μια ισχυρή θεσμική δομή που μπορεί να είναι ένας τρόπος για τους επενδυτές να αποκτήσουν πρόσβαση σε επενδύσεις με ελκυστικά ασφάλιστρα ρευστότητας και να επιτύχουν πολύ μεγαλύτερη ποικιλία σε παραδοσιακές και εναλλακτικές επενδύσεις για τα χαρτοφυλάκιά τους.

<http://www.btinvest.com.sg/markets/unit-trusts-and-funds/opportunistic-hedge-funds-fill-void-20121212/>

1.4 Χαρακτηριστικά των HedgeFunds

Δομή

Τα hedgefund που λειτουργούν και έχουν έδρα τις Η.Π.Α θεωρούνται ως « περιορισμένοι συνεταιρισμοί » και διαθέτουν την ανάλογη δομή . Τα offshorehedgefunds είναι συνήθως επιχειρήσεις κατάλληλα δομημένες καθώς δεν έχουν περιορισμό στον αριθμό των επενδυτών .

Τα περισσότερα hedgefunds είναι ανοικτού τύπου (openfunds) , εκδίδοντας νέους μετοχικούς τίτλους σε τακτά χρονικά διαστήματα για τους επενδυτές . Οι υπάρχοντες επενδυτές μπορούν να εξαγοράσουν τις μετοχές τους στην τρέχουσα λογιστική τους αξία επιστρέφοντας αυτές πίσω στο hedgefund .Τα κλειστού τύπου (closefunds) έχουν περιορισμούς στην είσοδο και στην έκδοση νέων μετοχών λόγω κυρίως του μεγάλου κεφαλαίου που απαιτείται για την είσοδο νέων επενδυτών σε αυτά.

Η έλλειψη διαφάνειας είναι ένα από τα χαρακτηριστικά των hedgefunds.

Ο κλάδος των hedgefunds παραδοσιακά χαρακτηρίζεται από έλλειψη διαφάνειας. Αυτό είναι αποτέλεσμα της μη ύπαρξης αποτελεσματικών κανονισμών λειτουργίας και περιορισμών τους. Επίσης τα hedgefunds δεν υποχρεούνται να εγγράφονται στα αρχεία της SEC καθώς και οι διαχειριστές τους δεν έχουν υποχρέωση να αναφέρουν στοιχεία σχετικά με το ύψος των υπό διαχείριση κεφαλαίων, των αποδόσεών τους και των επενδυτικών πολιτικών που εφαρμόζουν για την επίτευξη κερδών.Οι αποδόσεις τους είναι βασισμένες στις αμοιβές.Τα hedgefunds πραγματοποιούν κέρδη από τις υψηλότερες αμοιβές των managers, οι οποίες εξαρτώνται από τις ετήσιες αποδόσεις οι οποίες αποτελούν κίνητρο για αυτούς, γι' αυτό και τις θέσεις αυτές τις κατέχουν οι καλύτεροι στην αγορά των επενδύσεων. Επιπροσθέτως , οι hedgefundsmanagers συνήθως τοποθετούν και τα δικά τους χρήματα στο προς επένδυση κεφάλαιο του hedgefund.

Για να μπορέσει να χαρακτηριστεί ένα hedgefund ως επιτυχημένο ή αποτυχημένο ως προς την απόδοση πρέπει να παρατηρήσουμε σε αυτό τους παρακάτω παράγοντες:

- ⊞ Την συσχέτιση που έχουν με τις αμοιβές που λαμβάνουν οι managers
- ⊞ Τις κατηγορίες των αποδόσεων. Ο καλύτερος τύπος αποδόσεων βάσει στατιστικών μελετών είναι η επεξεργασία της απόδοσης βάσει ιστορικών στοιχείων. Έχοντας αυτά υπόψη ο επενδυτής δείχνει να έχει μεγαλύτερη ασφάλεια για το επενδεδυμένο κεφάλαιό του.

Ο διαχειριστής του hedgefund χαρακτηρίζεται ως ο γενικός συνέταιρος (generalpartner) και οι επενδυτές είναι οι περιορισμένοι συνέταιροι (limitedpartners). Αλλά και ο διαχειριστής είναι επίσης περιορισμένος συνέταιρος διότι κι αυτός συμμετέχει μερικά με όλο κεφάλαιο του, μέσω των υπό διαχείριση κεφαλαίων του hedgefund . Τα hedgefunds χαρακτηρίζονται από την ύπαρξη ελάχιστου ύψους κεφαλαίου προς επένδυση λόγω του περιορισμένου αριθμού επενδυτών που μπορούν να έχουν τα αμερικανικά hedgefunds το ελάχιστο ύψος κεφαλαίου συμμετοχής είναι ιδιαίτερα υψηλό . Ο λόγος είναι ότι έχοντας ένα μεγάλο κεφάλαιο προς επένδυση, ο manager του hedgefund έχει δυνατότητα να σχεδιάσει αποτελεσματικά τις κατάλληλες επενδυτικές στρατηγικές.

Ένα επίσης χαρακτηριστικό τους είναι η ευελιξία στην επιλογή επενδυτικών εργαλείων.

Τα περισσότερα hedgefunds επιλέγουν την χρησιμοποίηση παραγώγων προϊόντων για τους παρακάτω σημαντικούς λόγους :

- ⊞ Μείωση επενδυτικού κινδύνου.
- ⊞ Εκμετάλλευση ανισοροπιών των τιμών των τίτλων.
- ⊞ Αύξηση του ύψους των κεφαλαίων με την μέθοδο της μόχλευσης.
- ⊞ Η επενδυτική φιλοσοφία του διαχειριστή να εκφράζεται με τον πιο αποτελεσματικό τρόπο.

Ως τελευταίο χαρακτηριστικό θα αναφέρουμε την χαμηλή συσχέτιση με την κατεύθυνση της αγοράς πολλά hedgefunds έχουν την δυνατότητα να προσφέρουν αποδόσεις που δεν σχετίζονται με την απόδοση της συγκεκριμένης αγοράς όπου επενδύονται. Η επενδυτική φιλοσοφία του A.W . Jones ήταν ότι η απόδοση εξαρτάται περισσότερο από την επιλογή των μετοχών παρά από την κατεύθυνση της αγοράς.

Νίκος Κεφαλληναίος - Χρηματοοικονομικός σύμβουλος

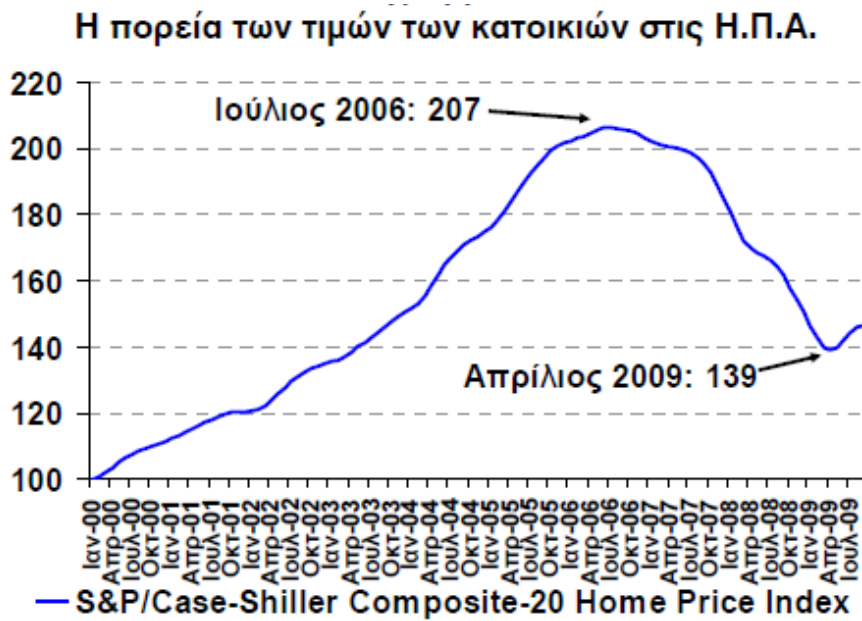
Κεφάλαιο_2

2.1 Παγκόσμια Οικονομική Κρίση - Παγκόσμιες αγορές- επισκόπηση διεθνών εξελίξεων και προοπτικές.

2.1.1 Το ξέσπασμα και τα αιτία της οικονομικής κρίσης.

Μετά τα γεγονότα το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα φαίνεται να πέραν μία κρίση που πολλοί την χαρακτηρίζουν χειρότερη ακόμα και από το μεγάλο ‘κραχ’ του 1929. Τον Σεπτέμβρη του 2008 με τη κατάρρευση, τις συγχωνεύσεις και τις κρατικοποιήσεις χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μεγάλου μεγέθους και μακράς ιστορίας όπως η LehmanBrothers και WachoviaBank στη πρώτη κατηγορία, η MerrillLynch και η BearSterns στη δεύτερη και η FannieMae και ηFreddieMac στη τρίτη. Η κρίση φαινόταν ότι έρχεται από το 2006, αλλά δυστυχώς δεν δόθηκε η απαιτούμενη προσοχή. Με το σπάσιμο της φούσκας ακινήτων στα μέσα του 2006, γεγονός που οδήγησε σε μεγάλο αριθμό χρεοκοπιών στεγαστικών δανείων κυμαινόμενου επιτοκίου (AdjustableRateMortgage, ή ARM) και μειωμένης εξασφάλισης (subprimedebt) που μεταφέρθηκε στην αγορά των εταιρικών ομολόγων (MortgageBackedSecurities, ή MBS) που είχαν εκδοθεί με τις εγγυήσεις των τιτλοποιημένων στεγαστικών δανείων. Το μέγεθος της συγκεκριμένης αγοράς στεγαστικών δανείων στις Η.Π.Α. είχε φτάσει τα \$12 τρις, εκ των οποίων 75% είχαν χρησιμοποιηθεί για να εκδοθούν ομόλογα με ενέχυρο αυτά τα στεγαστικά δάνεια. Ένα μήνα πριν σκάσει η φούσκα των στεγαστικών δανείων σχεδόν 10% των δανείων αυτών βρισκόταν σε καθυστέρηση πληρωμών ή σε διαδικασία πλειστηριασμού. Το τρίμηνο Αύγουστος-Νοέμβριος του 2007, κοντά στο ένα εκατομμύριο κατοικίες κατασχέθηκαν από τις τράπεζες δημιουργώντας τεράστιο κοινωνικοοικονομικό πρόβλημα.

Εικόνα_1



Πηγή: Bloomberg

Σημείωση: Δείκτης ονομαστικών τιμών κατοικιών των Case & Shiller με βάση το 100 τον Ιανουάριο 2000. Ο δείκτης S&P/Case-Shiller-20 χρησιμοποιεί τη μέθοδο των «επαναλαμβανόμενων πωλήσεων», κατά την οποία χρησιμοποιούνται δεδομένα για κατοικίες που έχουν αποτελέσει αντικείμενο αγοροπωλησίας τουλάχιστον 2 φορές. Έχει μηνιαία συχνότητα, καλύπτει γεωγραφικά 20 μητροπολιτικές περιοχές των ΗΠΑ και τα στοιχεία συλλέγονται από γραφεία εκτιμητών.

Η κρίση όπως ήταν αναμενόμενο πέρασε άμεσα στις χρηματοπιστωτικές αγορές και άλλων χωρών προκαλώντας σημαντικές δονήσεις σε όλες τις χρηματιστηριακές αγορές του κόσμου. Ενδεικτικά να αναφέρουμε ότι μέσα στο 2008 η Κύπρος κατέγραψε πτώση 72%, η Ελλάδα 60%, η Ιταλία 46%, η Ιαπωνία 40%, οι Η.Π.Α. 37%, και η Μεγάλη Βρετανία 31%, το μεγαλύτερο μέρος λαμβάνοντας χώρα το τρίμηνο μετά την κατάρρευση των προαναφερθέντων τραπεζών Οκτωβρίου-Δεκεμβρίου 2008.

Νικόλαος Γ. Τραυλός, Χρήστος Καμπόλης, Τα αίτια της πρόσφατης παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, 2008

Οι αναπτυγμένες οικονομίες του δυτικού κυρίως κόσμου γνώρισαν την τελευταία ύφεση στις αρχές της νέας χιλιετίας, γεγονός που δεν στάθηκε ικανό να συμπαρασύρει και τις λεγόμενες αναδύμενες οικονομίες Βραζιλία, Ινδία, Κίνα, Ρωσία, Νότιος Αφρική κλπ οι οποίες συνέχισαν την ανάπτυξη τους με ταχείς ρυθμούς, εκκινώντας βέβαια από πολύ χαμηλά επίπεδα.

Αν στηριχτούμε στην θεωρία των οικονομικών κύκλων ότι οι ταχείς ρυθμοί οικονομικής μεγέθυνσης του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (ΑΕΠ) που παρατηρήθηκαν παγκοσμίως την περίοδο 2002-2007, κάποια στιγμή θα επιβραδύνονταν υπακούοντας στη λογική αυτών που αναφέρει ότι μια περίοδο ανάπτυξης ακολουθείται από μια περίοδο ύφεσης.

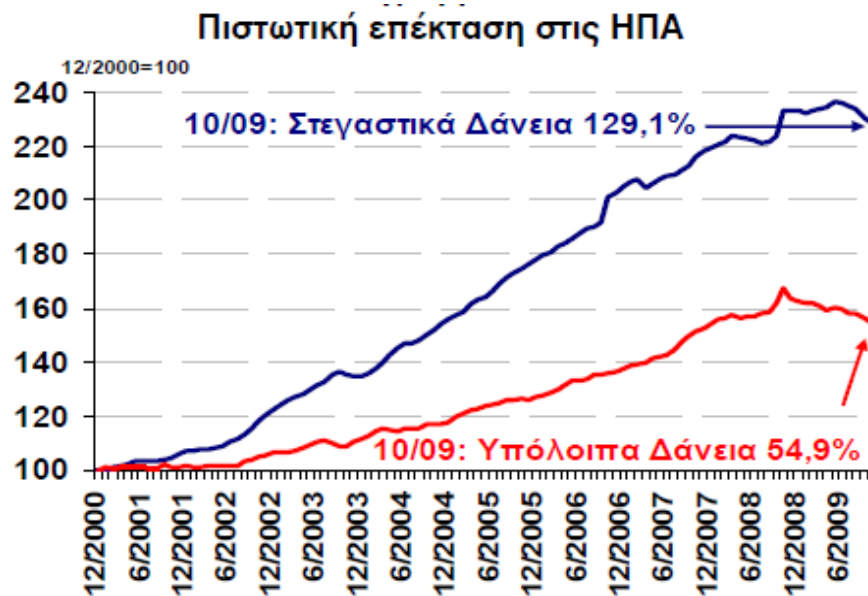
Πολλοί οικονομικοί αναλυτές και διεθνείς οικονομικοί οργανισμοί όπως ο ΟΟΣΑ και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ), στις προβλέψεις τους για τις οικονομικές προοπτικές προειδοποιούσαν για αυτούς τους καθοδικούς κινδύνους. Οι συστάσεις-προβλέψεις-επισημάνσεις για αυτούς τους κινδύνους, παραβλέπονταν ή υποβαθμίζονταν σε βαθμό που προκαλεί υποψίες, ακόμη και αυτοί που τις κατέγραφαν έδειχναν να μην τις υπολογίζουν, καθώς την τριετία 2005-2007 η υπερισχούσα άποψη στους πλέον έγκριτους οικονομικούς κύκλους ήταν αυτή της μη

σύνδεσης των αναδυόμενων οικονομιών από τις εξελίξεις στο Δυτικό κόσμο και στις αναπτυγμένες οικονομίες. Αρκετοί θεωρούσαν ότι πιθανή επιβράδυνση στις αναπτυγμένες οικονομίες θα αντισταθμιζόνταν από τις επιδόσεις των αναδυόμενων οικονομιών με βασικό άξονα την οικονομία της Κίνας μετατοπίζοντας σταδιακά το κέντρο της οικονομικής δραστηριότητας. Οι προβλέψεις αυτές οδηγούσαν στο γενικό συμπέρασμα ότι η επιβράδυνση, όταν, αν και όπου θα προέκυπτε, θα ήταν ελεγχόμενη και τοπική ή περιφερειακή .

Πέτσας Στυλιανός, την 8 January, 2009, <http://blogs.eliamep.gr/petsas/pagkosmia-ikonomiki-krisi-i-eties-ke-i-antimetopisi-tis-2/#sthash.7p3RDTXD.dpuf>,p22-34.

Για να γίνει αντιληπτό το μέγεθος και η ταχύτητα με την οποία μεταδόθηκε η κρίση θα πρέπει να εξετάσουμε ορισμένα από τα στοιχεία του ισχύοντος ρυθμιστικού πλαισίου στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Η ιδιαίτερα χαλαρή νομισματική πολιτική της Ομοσπονδιακής Κεντρικής Τράπεζας των Η.Π.Α.(FED) για ικανό χρονικό διάστημα είναι υπεύθυνη για την εμφάνιση υπερβολικής ρευστότητας και «μόγχευσης» με αποτέλεσμα την εμφάνιση ανισορροπιών που τελικά κατέληξε σε «φούσκα» στην αγορά κατοικίας. Ένα δεύτερο στοιχείο είναι τα χαμηλότοκα δάνεια και οι χαμηλές αποδόσεις των «παραδοσιακών επενδύσεων» που οδήγησαν τους επενδυτές στις χρηματοπιστωτικές αγορές στην ανάληψη υψηλών κινδύνων δια των διαφόρων καινοτομικών χρηματοπιστωτικών μέσων με μεγαλύτερες αποδόσεις, χωρίς να δείχνουν τη δέουσα προσοχή για τη στάθμιση ή αντιστάθμιση αυτών των κινδύνων. Η συγκεκριμένη λογική έδωσε το έναυσμα να λειτουργούν οι τράπεζες και τα επενδυτικά funds να ομαδοποιούν και τιτλοποιούν μεμονωμένα δάνεια τα οποία προσέφεραν προς επένδυση.

Εικόνα _2



Πηγή: Federal Reserve

Το μέχρι πρωτινός κανονιστικό πλαίσιο που καθόριζε το τρόπο λειτουργίας της χρηματοπιστωτικής αγοράς είχε ξεπεραστεί και οι εποπτικές αρχές δεν το αντιλήφθηκαν έγκαιρα ή δεν επέδειξαν τη δέουσα προσοχή καθώς παρατηρηθήκαν πέραν του αναχρονιστικού κανονιστικού πλαισίου και σημαντικά στοιχεία παραβίασή του. Η αλόγιστη ρευστότητα οδήγησε τους διαχειριστές κεφαλαίων να αναλαμβάνουν συνεχώς κινδύνους πέραν του δικαιολογημένου στηριζόμενοι σε αυτή την αλόγιστη ρευστότητα. Στην προσπάθειά τους για μεγιστοποίηση των κερδών αλλά και στην απληστία τους, προχώρησαν σε ευρεία έκθεση σε «δομημένα προϊόντα» που διατηρούνταν εκτός των ισολογισμών των τραπεζών, ενώ χρησιμοποιούνταν ευρέως για το μετασχηματισμό της ωριμότητας του χαρτοφυλακίου. Η επιτυχία αυτού του μοντέλου βασίστηκε σε, πολύ εξελιγμένα

συστήματα διαχείρισης κινδύνου και στην αξιολόγηση όλων αυτών των προϊόντων και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων από τις εταιρείες αξιολόγησης πιστοληπτικού κινδύνου, ενώ ήταν εξόφθαλμες σε πολλές περιπτώσεις παραβίασης του ισχύοντος κανονιστικού πλαισίου .

Η συνεχής αύξηση των τιμών των ακινήτων στις ΗΠΑ συνοδεύτηκε με την κρίση στην αγορά ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου. Η αγορά χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών άρχισε να κλυδωνίζεται καθώς τα περισσότερα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είχαν επενδύσεις στα νέα πολύπλοκα δομημένα προϊόντα. Παρόλο που οι εταιρείες αξιολόγησης πιστοληπτικού κινδύνου αξιολογούσαν αυτές τις επενδύσεις με το μέγιστο μιας επένδυσης δηλ AAA ή “triple A” αξιολογήσεις που βασίζονταν σε δανειακές συμβάσεις οι οποίες κατά γενική ομολογία στο μεγαλύτερο ποσοστό τους ήταν επισφαλείς.

Οι εποπτικές αρχές στις ΗΠΑ ήταν διασπαρμένες και οι ευθύνες μοιρασμένες σε διάφορους οργανισμούς γεγονός που δεν επέτρεπε την έγκαιρη διάγνωση της κρίσης και ακόμα περισσότερο τον έγκαιρο και αποτελεσματικό συντονισμό για την αντιμετώπιση της κρίσης. Η ολιγωρία και η μη δυνατότητα λόγω των παραπάνω που περιγράψαμε δεν επέτρεψαν στις εποπτικές αρχές να δράσουν όπως έπρεπε και επέτρεψαν στην κρίση να περάσει και στην Ευρώπη. Η επενδυτική τράπεζα NorthernRock του Ηνωμένου Βασιλείου (Σεπτέμβριος 2007) καταγράφηκε ως το πρώτο ευρωπαϊκό θύμα και ακολούθησαν ελβετικές και γερμανικές τράπεζες.

Ως δεύτερος σταθμός της παγκοσμίας οικονομικής κρίσης χαρακτηρίστηκε η περίπτωση της BearStearns, που μέχρι τότε ήταν η πέμπτη μεγαλύτερη επενδυτική τράπεζα στις ΗΠΑ, η οποία εξαγοράσθηκε από την J.P. Morgan με τη μεσολάβηση της FED και την εγγύηση του αμερικάνικου δημοσίου τον Μάρτιο του 2008 για να αποφύγει την πτώχευση. Η απόφαση αυτή των αμερικανικών αρχών (Υπουργείο Οικονομικών-Treasury και Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα-FED) έγινε δεκτή με

ανακούφιση καθώς θεωρήθηκε ως αντίδραση των αρμόδιων αρχών και ότι ήταν έτοιμες να δράσουν, πέρα από ιδεολογικές αγκυλώσεις και δογματισμούς, και να αποτρέψουν εν τη γενέσει του τον ενδεχόμενο «συστημένο κίνδυνο» στο χρηματοπιστωτικό σύστημα κυρίως στον τραπεζικό κλάδο.

Την κίνηση της εξαγοράς ακολούθησε έντονος ενθουσιασμός που πολλοί σοβαροί αναλυτές ακόμη και σημαίνοντες πολιτικοί, όπως υψηλής επιρροής στελέχη της Επιτροπής Ανοικτής Αγοράς (FOMC) της FED, έκαναν λόγο για αντιστροφή του κλίματος. Το μόνο που έκανε αυτή η κίνηση ήταν να καλύψει προσωρινά τα στοιχεία που προσδιόριζαν ότι η παγκόσμια οικονομία δεν είχε να αντιμετωπίσει μόνο τη χρηματοπιστωτική κρίση αλλά και δύο ακόμα γεγονότα:

- Την άνοδο των τιμών των εμπορευμάτων, κυρίως του πετρελαίου και των τροφίμων.
- Τις τρομερές ανισορροπίες που προκάλεσαν αυτές οι δονήσεις στην στεγαστική αγορά όχι μόνο στις ΗΠΑ, αλλά και σε πολλές χώρες της ευρωζώνης όπως η Ιρλανδία και η Ισπανία από την ιδιαίτερα χαλαρή νομισματική πολιτική των προηγούμενων ετών.

Ένα ακόμα επακόλουθο της συγκεκριμένης ενέργειας ήταν ότι αποπροσανατόλισε τη συζήτηση από τη μέχρι εκείνη στιγμή διαπίστωση ότι το παρόν κανονιστικό πλαίσιο είχε αποδειχθεί ακατάλληλο ενώ, ταυτόχρονα, και η συστηματική του παραβίαση και όχι μόνο λόγω της εγγενούς σύγκρουσης συμφερόντων που αντιμετώπιζαν οι εταιρίες αξιολόγησης πιστοληπτικού κινδύνου.

Η συνεχής αναζήτηση για ολοένα και περισσότερο επικίνδυνων επενδυτικών ευκαιριών και ακολούθος μεγαλύτερων αποδόσεων από τους διαχειριστές των επενδυτικών κεφαλαίων που είχε καλλιεργηθεί από τα ιδιαίτερα χαμηλά επιτόκια, μεταβλήθηκε απότομα προς την αναζήτηση πιο ασφαλών επενδύσεων προκαλώντας χάος σε αγορές χρήματος και κεφαλαίου αλλά και σε ολόκληρες αναδυόμενες οικονομίες. Έτσι, η χρηματοπιστωτική κρίση, η άνοδος των τιμών των εμπορευμάτων και η υπερθέρμανση στην αγορά κατοικίας, επέφερε ένα ταυτόχρονο πολλαπλό σόκ. Και το πάζλ της οικονομικής κρίσης ολοκληρώθηκε όταν οι αρχές των Η.Π.Α. με παρεμβατικές ενέργειες για να σώσουν τις δύο «ημι-δημόσιες» επιχειρήσεις χορήγησης στεγαστικών δανείων (FannieMay και FreddyMac), αποφάσισαν να αφήσουν τη LehmanBrothers να πτωχεύσει (15/09/2008), η αβεβαιότητα έδωσε τη θέση της σε πανικό και ουσιαστικό πάγωμα της διατραπεζικής αγοράς επεκτείνοντας ραγδαία την κρίση και στην πραγματική οικονομία μέσω του καναλιού του τραπεζικού συστήματος και της «πιστωτικής ασφυξίας» που ακολούθησε.

(Πέτσας Στυλιανός, την 8 January, 2009, <http://blogs.eliamep.gr/petsas/pagkosmia-ikonomiki-krisi-i-eties-ke-i-antimetopisi-tis-2/#sthash.7p3RDTXD.dpuf>,p22-34)

Οι βασικές κατηγορίες παραγόντων που θεωρούνται ότι συντέλεσαν στην δημιουργία της χρηματοοικονομικής κρίσης του 2008 είναι:

- Οι παγκόσμιες μακροοικονομικές ανισορροπίες: Η Κίνα τα τελευταία χρόνια έχει επιτύχει μια τεραστία οικονομική ανάπτυξη μέσω των εξαγωγών αγαθών της στις ΗΠΑ. Οι εξαγωγές αυτές έδωσαν στην Κίνα τεράστια πλεονάσματα στο εμπορικό ισοζύγιο της, με τα όποια όμως δεν τροφοδότησε την εγχώρια ζήτηση, αλλά επέλεξε να τα τοποθετήσει σε ομόλογα των ΗΠΑ και άλλα δολαριακά αξιόγραφα που κρατούσαν το δολάριο σε υψηλά επίπεδα και σε αντιπαραβολή με τα επιτόκια δανεισμού στις ΗΠΑ σε σχετικά χαμηλά επίπεδα. Εξέλιξη που σαν αποτέλεσμα είχε την ενίσχυση της ρευστότητας και

του δανεισμού στις ΗΠΑ αλλά και στη συγκράτηση του πληθωρισμού. Από την άλλη πλευρά η κάθε μια, για δικούς της λόγους παίκτες τις παγκοσμίας αγοράς και εμπορίου, Ευρωπαϊκή Ένωση είχε προβλήματα με την ανταγωνιστικότητα, αλλά και η Ιαπωνία είχε χαμηλή εγχώρια ζήτηση και δεν μπόρεσαν να παρέμβουν αποτελεσματικά.

- Υπερβολική πιστωτική επέκταση και μόχλευση: Την τελευταία κυρίως δεκαετία η πιστωτική επέκταση στις περισσότερες ανεπτυγμένες οικονομίες υπήρξε εντυπωσιακή, προερχόμενη όχι μόνο από την σχετικά μεγάλη αύξηση της νομισματικής βάσης, αλλά και από την τεραστία μόχλευση εντός και εκτός των ισολογισμών των πιστωτικών ιδρυμάτων με μπροστάρηδες σε αυτό το επενδυτικό παιχνίδι τις επενδυτικές τράπεζες και τα hedgefunds. Η μόχλευση αυτή, κλυδώνισε σημαντικά τη χρηματοοικονομική σταθερότητα και άφησε το σύστημα εκτεθειμένο σε συστημικούς κινδύνους.
- Ασυμμετρική πληροφόρηση και προβλήματα εντολέα-εντολοδόχου: Η ύπαρξη ασυμμετρικής πληροφόρησης σχετικά με τα δομημένα προϊόντα (CDOs- Collateralized Debt Obligations, CDSs- Credit Default Swaps, κ.α.), παρείχε την δυνατότητα στους εκδότες αυτών να αναλαμβάνουν υπερβολικό κίνδυνο με αδιαφανή τρόπο, διότι ο συγκεκριμένος κίνδυνος ούτε τιμολογούταν σωστά και ούτε αντισταθμιζόταν επαρκώς. Την ίδια περίοδο τα συστήματα αμοιβών των εμπορικών τραπεζών, των επενδυτικών τραπεζών, των ασφαλιστικών εταιρειών και των hedgefunds δεν χαρακτηρίζονταν από την συμβατότητα κινήτρων ανάμεσα στα στελέχη και τους μετόχους των εταιρειών τους, με αποτέλεσμα επίσης να αναλαμβάνονται υπερβολικοί κίνδυνοι από άτομα-διαχειριστές οι οποίοι δεν θα υφίσταντο το κόστος σε πιθανές αποτυχημένες επιλογές .

- Ρυθμιστικά κενά και ελλιπής εποπτεία: Από το 2000 και μετά, στις ανεπτυγμένες χώρες αναπτύχθηκε ένα πολιτικό-ιδεολογικό υπόβαθρο, κυρίως από τη Fed και την SEC με ρυθμιστικά μέτρα αναφορικά με την επικινδυνότητα της ανεξέλεγκτης πιστωτικής επέκτασης και της μόχλευσης. Παράλληλα τα νέα χρηματοοικονομικά προϊόντα, όπως αυτά που αναφέρθηκαν παραπάνω, αναπτύχθηκαν ταχύτατα στις νέες αγορές, χωρίς όμως να συνοδεύονται από τους κατάλληλους κανόνες λογιστικής απεικόνισης και το κατάλληλο ρυθμιστικό και εποπτικό πλαίσιο.

Τρύφων Κολλιντζας & Μιχάλης Ψαλιδόπουλος, Ημερίδα του Ιδρύματος της Βουλής των Ελλήνων με θέμα: «Από την Κρίση του 1929 στην Κρίση του 2009», Αθήνα 12/11/2009.

2.1.2 Προοπτικές παγκοσμίων αγορών.

Με την έναρξη ενός νέου οικονομικού έτους, η GoldmanSachs πραγματοποιεί ανάλυση των μακροοικονομικών δεδομένων της χρονιά που πέρασε και πραγματοποιεί προβλέψεις για το επερχόμενο οικονομικό έτος.

Η GoldmanSachs κάνει προβλέψεις για μεταβολές που αναμένεται να παρουσιάσουν οι κυριότερες αγορές για το νέο έτος. Τα πέντε σημεία που φαίνεται να επικεντρώνετε η ανάλυση της GoldmanSachs είναι :

- **Οι αναπτυγμένες αγορές ανακάμπτουν .**

Οι αναλυτές της GoldmanSachs εκτιμούν ότι το επερχόμενο οικονομικό έτος πρόκειται να αυξηθεί το ΑΕΠ των Η.Π.Α. με ρυθμούς άνω του 3% και η Ευρώπη σταδιακά να μπαίνει με τη σειρά της και αυτή σε τροχιά ανάκαμψης.

Αναμένει επίσης ότι το επενδυτικό κλίμα θα βελτιωθεί σημαντικά το 2014, ενώ εκτιμά ότι οι τιμές των μετοχικών αγορών καθώς και τα επιτόκια των ομολόγων αναμένεται να βρεθούν σε υψηλότερα επίπεδα σε σχέση με την προηγούμενη χρόνια.

· **Τα βασικά επιτόκια δανεισμού των κεντρικών τραπεζών μένουν αμετάβλητα.**

Οι τέσσερις μεγαλύτερες κεντρικές τράπεζες, BoE, BoJ, FED, ECB προβλέπεται να κρατήσουν σε χαμηλά επίπεδα τα βασικά επιτόκια δανεισμού, με το σκεπτικό να υπάρξουν αναπτυξιακές προοπτικές της παγκόσμιας οικονομίας. Η GoldmanSachs προβλέπει σταθερότητα στα βασικά επιτόκια των κεντρικών τραπεζών μέχρι και το 2016.

· **Οι πιθανότητες για πτώση στα εμπορεύματα αυξάνουν**

Οι προβλέψεις της είναι, πτώση 15% για τα μέταλλα του χρυσού, του χαλκού και του σιδήρου. Οι τιμές στην αγορά ενέργειας αναμένεται να παρουσιάσουν σταθεροποιητικές τάσεις με ενδεχόμενο τις σημαντικές πιθανότητες να δούμε ακόμη και υποχώρηση στις τιμές της ενέργειας παγκοσμίως.

· **Πίεση αναμένεται στις αναπτυσσόμενες αγορές το 2014**

Οι αγορές χωρών με υψηλά ελλείμματα, υψηλό πληθωρισμό και αδύναμους θεσμούς δέχτηκαν ισχυρές πιέσεις το 2013 ανάμεσα στις υπόλοιπες αναπτυσσόμενες αγορές, πίεση που αναμένεται να συνεχιστεί και το επόμενο έτος. Αγορές με πιο σταθερή οικονομική πολιτική όπως εκείνες της Βραζιλίας και της Ινδίας πρόκειται να επηρεαστούν λίγο, ενώ αγορές χωρών που αντιμετωπίζουν ανισορροπίες όπως η τουρκική θα συνεχίσουν να έχουν

προβλήματα.

Σταθερότητα για τη ανάπτυξη της Κίνας

Η προοπτική αναθεώρησης για την ανάπτυξης της Κίνας, θορύβησε τους επενδυτές από τα σημάδια κόπωσης της κινεζικής οικονομίας. Οι προοπτικές όμως του καλού κλίματος που προβλέπεται να επικρατήσουν στην παγκόσμια οικονομία το 2014 κάνουν τους επενδυτές να αναθεωρήσουν και αυτοί με τη σειρά τους, τους στόχους τους. Οι αναθεωρημένοι ρυθμοί ανάπτυξης που αναμένονται στο 7,5% για το 2014, κρίνονται πλέον ως ικανοποιητικοί, εφόσον επιτευχθούν, προκειμένου να διαψευστούν οι φόβοι των επενδυτών και να συνεχιστεί να υπάρχει εμπιστοσύνη στη κινεζική οικονομία.

[GoldmanSachs: Αυτά είναι τα 5 πιθανά σενάρια για τις παγκόσμιες αγορές το 2014
newmoney.gr](http://www.newmoney.gr)

<http://www.newmoney.gr/article/34097/goldman-sachs-ayta-einai-ta-5-pithana-senaria-gia-tis-pagkosmies-agores-2014#ixzz2qAo14GoJ>

2.2 Μακροοικονομικές εξελίξεις στην Ελλάδα.

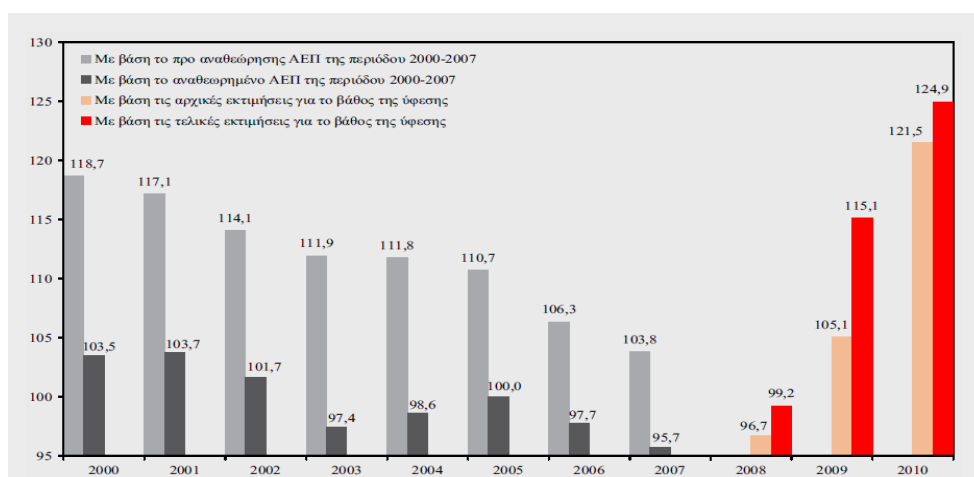
Η δημοσιονομική προσαρμογή για την Ελλάδα κατά την περίοδο της εισόδου στην νομισματική ένωση ήταν ιδιαίτερα αξιοσημείωτη για κάποιους και για άλλους αποτέλεσμα πλαστών στατιστικών στοιχείων, σε σχέση με τις προηγούμενες περιόδους, δημιουργήθηκε πρωτογενές πλεόνασμα, το αποτέλεσμα του δημοσιονομικού ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ να

διαμορφωθεί το 1999 περί το 3,0%, που ήταν βασική προϋπόθεση για την ένταξη μιας χώρας στο ενιαίο νόμισμα. Οι δείκτες ανταγωνιστικότητας, ενώ είχαν παρουσιάσει σημαντική πτώση τη δεκαετία του 1980, εμφάνισαν στη συνέχεια τάσεις σταθεροποίησης. Η καλύτερευση αυτή των οικονομικών μεγεθών δεν παρατηρήθηκε όμως και την επόμενη δεκαετία. Το γεγονός αυτό οφείλεται στη μεταβολή της κατεύθυνσης της οικονομικής πολιτικής των ελληνικών κυβερνήσεων, η οποία από το 2002 και έπειτα παρατηρείται να έχει αυξανόμενες κοινωνικές και εργατικές παροχές και εκτεταμένη κρατική παρέμβαση στην αγορά. Η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι του νομίσματος των 28 κυριότερων εμπορικών εταίρων της Ελλάδος αυξήθηκε κατά 20% με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή και κατά 28% με βάση το σχετικό κόστος εργασίας. Εκτιμάται επίσης ότι στη σωρευτική αυτή άνοδο της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας συνέβαλε η ανατίμηση του ευρώ κατά περίπου 10 εκατοστιαίες μονάδες.

Εικόνα_3

Η διαχρονική εξέλιξη του χρέους της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστού % του

ΑΕΠ



Πηγή: Γενικό Λογιστήριο, Υπουργείο Οικονομικών

Οι ίδιες τάσεις παρατηρήθηκαν και σε άλλες χώρες της Ένωσης. Μεγάλες απώλειες στην ανταγωνιστικότητά τους σημείωσαν επίσης η Ιρλανδία, η Πορτογαλία, η Ισπανία και η Ιταλία, ενώ αντίθετα η Γερμανία, παρά το ότι εισήλθε στη νομισματική ένωση με υπερτιμημένη ισοτιμία, κατάφερε να βελτιώσει την ανταγωνιστικότητά της συγκρατώντας τις αυξημένες πιέσεις προς την αύξηση του εργατικού κόστους.

Davis, J.D. and J. Haltiwanger (1996), "Employer Size and the Wage Structure in U.S. Manufacturing", *Annales d'Economie et de Statistique*, 41/42, 324-67.

Η απώλεια ανταγωνιστικότητας, συνδυάστηκε με την αδυναμία προσαρμογής της συναλλαγματικής ισοτιμίας, που είχε επιπτώσεις στην δημοσιονομική πολιτική που ασκήθηκε από τις ελληνικές κυβερνήσεις. Ειδικότερα μετά τη νομισματική ενοποίηση, προκειμένου να αντιμετωπίσουν την απώλεια ανταγωνιστικότητάς τους, οι χώρες που προαναφέραμε πιο πάνω εκμεταλλεύθηκαν τη μεγαλύτερη και με μικρότερο κόστος δυνατότητα δανεισμού που τους παρείχε το ενιαίο νόμισμα και με αυτό των τρόπο δημιούργησαν τα δημοσιονομικά τους ελλείμματα, ασκώντας έντονα επεκτατική δημοσιονομική πολιτική. Για την Ελλάδα, συμπληρωματικά σε αυτή την κατεύθυνση συνέβαλε και η αναθεώρηση του ΑΕΠ προς τα άνω κατά 9,6% με την οποία είχε συμφωνήσει και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, όπως αναφέραμε και πιο πάνω για να μπορέσει να μπει στο ενιαίο νόμισμα. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα τη μείωση του χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ, παρέχοντας τη δυνατότητα στην κυβέρνηση να δανείζεται με μεγαλύτερη ευκολία τα επόμενα χρόνια.

Εικόνα_4

Ρυθμοί οικονομικής ανάπτυξης και δημοσιονομική πορεία Ελλάδος

	Ρυθμός μεταβολής ΑΕΠ σε σταθερές τιμές		Χρέος γενικής κυβέρνησης			Πρωτογενές αποτέλεσμα (έλλειμμα ή πλεόνασμα) ως % του ΑΕΠ	Έλλειμμα γενικής κυβέρνησης ως % του ΑΕΠ	Έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως % του ΑΕΠ
	Ελλάδα σε %	Ζώνη ευρώ σε %	Ως % του ΑΕΠ	Σε δισεκ. ευρώ	Διαφορά έναντι προηγ. έτους σε δισεκ. ευρώ			
2000	4,5	4,0	103,4	141,0	22,4	3,6	-3,7	-8,2
2001	4,2	1,9	103,7	151,9	10,9	2,0	-4,5	-7,1
2002	3,4	0,9	101,7	159,2	7,3	0,7	-4,8	-7,8
2003	5,9	0,8	97,4	168,0	8,8	-0,7	-5,6	-9,8
2004	4,6	1,9	98,6	183,2	15,2	-2,6	-7,5	-9,3
2005	2,2	1,7	100,0	195,4	12,2	-0,7	-5,2	-11,0
2006	4,5	3,0	97,8	205,7	10,3	0,6	-3,6	-12,8
2007	4,5	2,8	95,7	216,7	11,0	-0,9	-5,1	-14,7
2008	2,0	0,6	99,2	237,3	20,6	-3,1	-7,7	-13,8
2009	-2,0	-4,1	115,1	273,4	36,1	-8,5	-13,6	-13,1
2010	-3,0	0,9	124,9	296,7	23,3	-4,0	-9,3	-10,3
2011	-0,5	1,5	133,9	321,8	25,1	-4,1	-9,9	-8,6

Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, OECD, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους (Υπουργείο Οικονομικών).

Οι παραπάνω πολιτικές, σε συνδυασμό με το ευνοϊκό γενικότερο οικονομικό περιβάλλον, συνετέλεσαν στη διατήρηση υψηλών ρυθμών ανάπτυξης στην Ελλάδα μέχρι την έναρξη της διεθνούς οικονομικής κρίσης το 2008 που ταυτόχρονα όμως

αύξαναν και το δημόσιο χρέος. Το χρέος της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ αυξήθηκε από 103,4% το 2000 σε 115,1% το 2009, ενώ το δημοσιονομικό έλλειμμα αυξήθηκε αντίστοιχα από 3,7% σε 13,6%. Όπως παρατηρούμε στην εικόνα_1, η μεγαλύτερη αύξηση του χρέους (+56,7 δισεκ. ευρώ) έγινε τη διετία 2008-2009. Διακόπηκε έτσι η ήπια εξέλιξη του χρέους, το οποίο μετά την ένταξη της χώρας στην ΟΝΕ κυμενόταν από 96% έως 104% του ΑΕΠ.

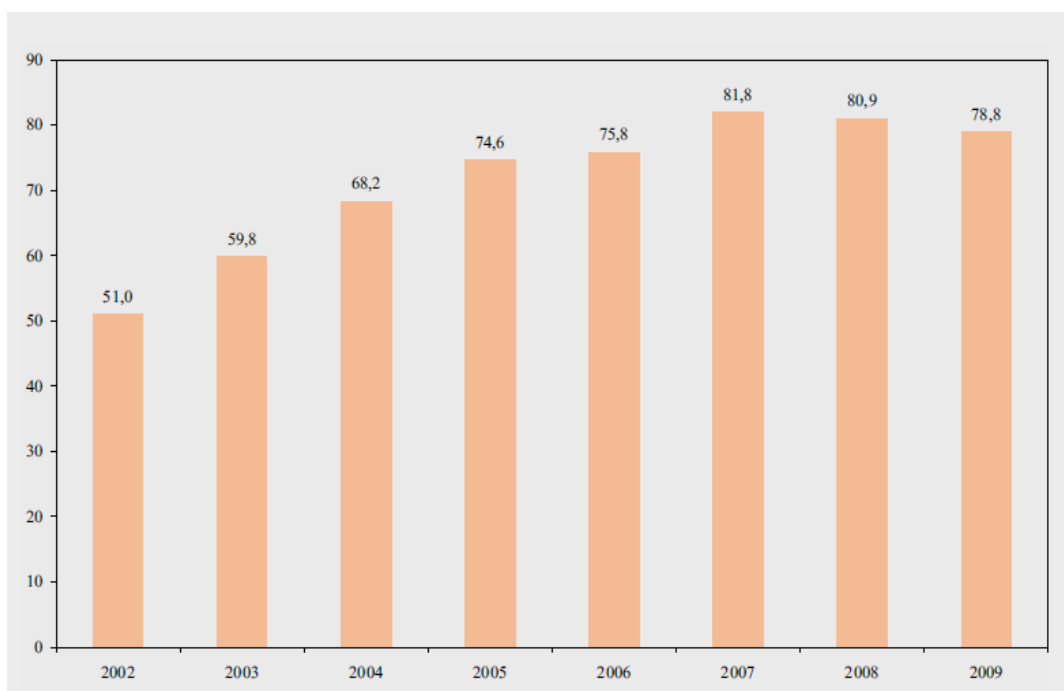
Abowd, J.M., F. Kramarz and D.N. Margolis (1999), "High Wage Workers and High Wage Firms".

Η μεγάλη αύξηση του χρέους οφείλεται από την μια μεριά στην οικονομική κρίση και αναλύεται σε πακέτο ενίσχυσης τραπεζών, επιδόματα ανεργίας, αύξηση τόκων, πτώση εσόδων από φόρους, εισφορές και άλλα και από την άλλη μεριά στην υπερβολική αύξηση ορισμένων δαπανών που έγιναν στο πλαίσιο της προεκλογικής περιόδου μέχρι τον Οκτώβριο του 2009 και περιλάμβαναν προσλήψεις στο Δημόσιο, αύξηση μισθών και επιδομάτων των δημοσίων υπαλλήλων. Η εξέλιξη του χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ καταγραφεί δραματική αύξηση μετά το 2009, λόγω του επιπρόσθετου γεγονότος ότι οι ρυθμοί αύξησης του ΑΕΠ εμφανίζουν αρνητικό πρόσημο. Ειδικότερα το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ αναμένεται να διαμορφωθεί στο 124,9% το 2010 και στο 133,9% το 2011, δηλαδή να αυξηθεί κατά 18,8 εκατοστιαίες μονάδες τη διετία 2010-2011. Από την άλλη πλευρά, το χρέος της γενικής κυβέρνησης στη ζώνη του ευρώ το ίδιο διάστημα αυξήθηκε συνολικά κατά 9,5 εκατοστιαίες μονάδες (από 69,2% ως ποσοστό του ΑΕΠ το 2000 αυξήθηκε σε 78,7% το 2009), ενώ για το 2010 αναμένεται να αυξηθεί επιπλέον κατά 6 εκατοστιαίες μονάδες και να φθάσει στο 84,7% του ΑΕΠ. Να σημειωθεί ότι μετά την ένταξη της Ελλάδος στην ευρωζώνη παρατηρείται γενικότερα σημαντική αύξηση της απασχόλησης σε δημοσίους οργανισμούς και παράλληλη αύξηση των αποδοχών και επιδομάτων των δημοσίων υπαλλήλων, με αποτέλεσμα το 2008 οι δαπάνες

προσωπικού στο δημόσιο τομέα να απορροφούν το 57,2% των συνολικών φορολογικών εσόδων.

Εικόνα_5

Εξωτερικό χρέος γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό % του συνολικού χρέους της γενικής κυβέρνησης



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

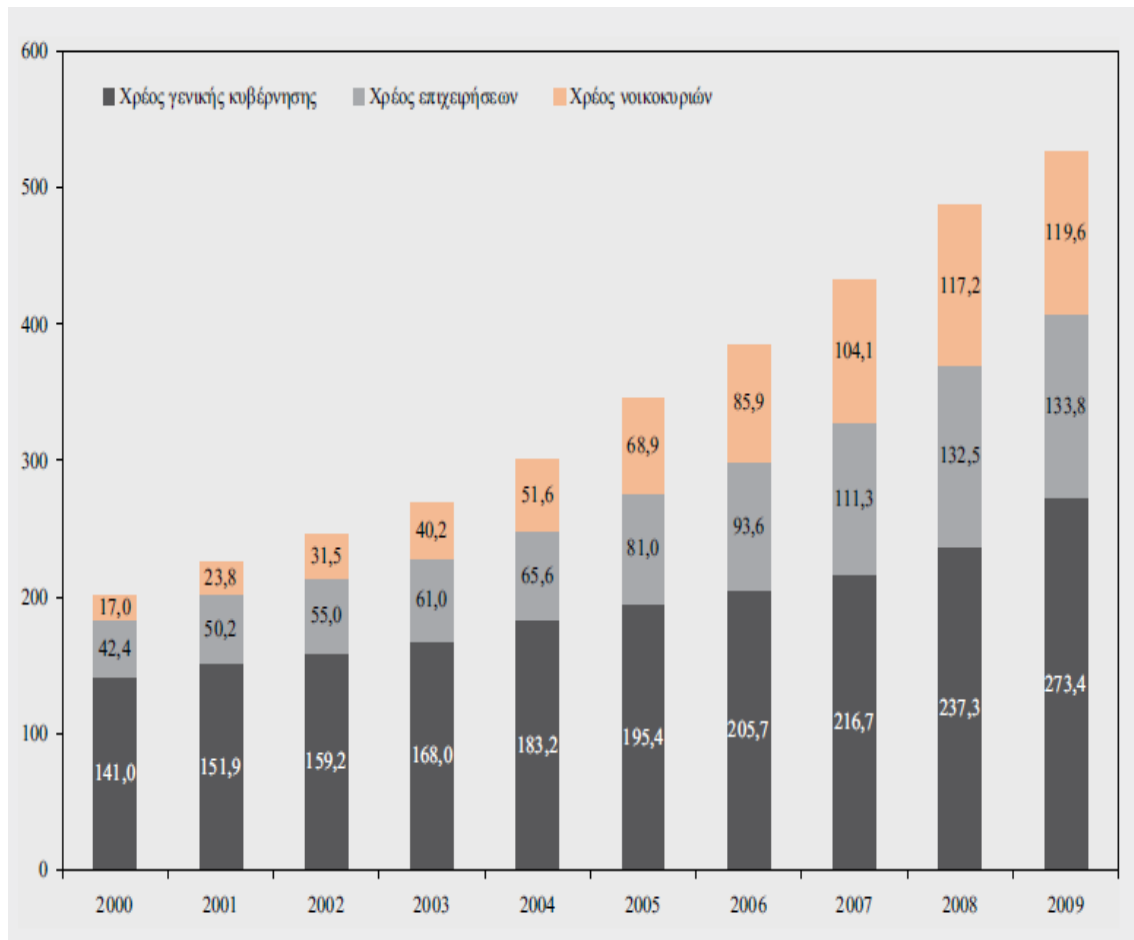
Η μεγάλη αύξηση των δαπανών προσωπικού στο δημόσιο τομέα, παράλληλα με την αύξηση των συντάξεων και των πληρωμών τόκων, διόγκωσε τις κρατικές δαπάνες, που το 2009 έφθασαν περίπου στο 50% του ΑΕΠ. Το 78,8% του ελληνικού δημόσιου χρέους κατέχουν ξένοι επενδυτές, τράπεζες, ασφαλιστικά ταμεία, έναντι 51% το 2002. Αυτό φανερώνει την υψηλή εξάρτηση από τις εισροές ξένων κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση μεγάλου μέρους του χρέους, γεγονός που αντανακλάται και στο υψηλό έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Το έλλειμμα αυτό, έφθασε το 2007 το 14,7% του ΑΕΠ, μειώθηκε πολύ λίγο στη συνέχεια λόγω της κρίσης και της ύφεσης και διαμορφώθηκε στο 13,1% το 2009. Τούτο οφείλεται στη ραγδαία μείωση της εθνικής αποταμίευσης, η οποία από 18,5% του ΑΕΠ την περίοδο 1992-1996 μειώθηκε στο 5% του ΑΕΠ το 2009.

European Commission, 2010, Τράπεζα της Ελλάδος, 2010.

Την αύξηση του δημόσιου χρέους, ακολούθησε αυτή της αύξησης του χρέους του ιδιωτικού τομέα προς τις τράπεζες, με ποιο ταχείς ρυθμούς. Το συγκεκριμένο χρέος από 59 δισεκ. ευρώ το 2000 (42 δισεκ. ευρώ χρέος επιχειρήσεων και 17 δισεκ. ευρώ χρέος νοικοκυριών), έφθασε τα 254 δισεκ. ευρώ το 2009 (134 δισεκ. ευρώ χρέος επιχειρήσεων και 120 δισεκ. ευρώ χρέος νοικοκυριών), μια αύξηση τις τάξης του 330%. Ιδιαίτερα μεγάλη ήταν η αύξηση του χρέους των νοικοκυριών, που έφθασε το 606%.

Εικόνα_6

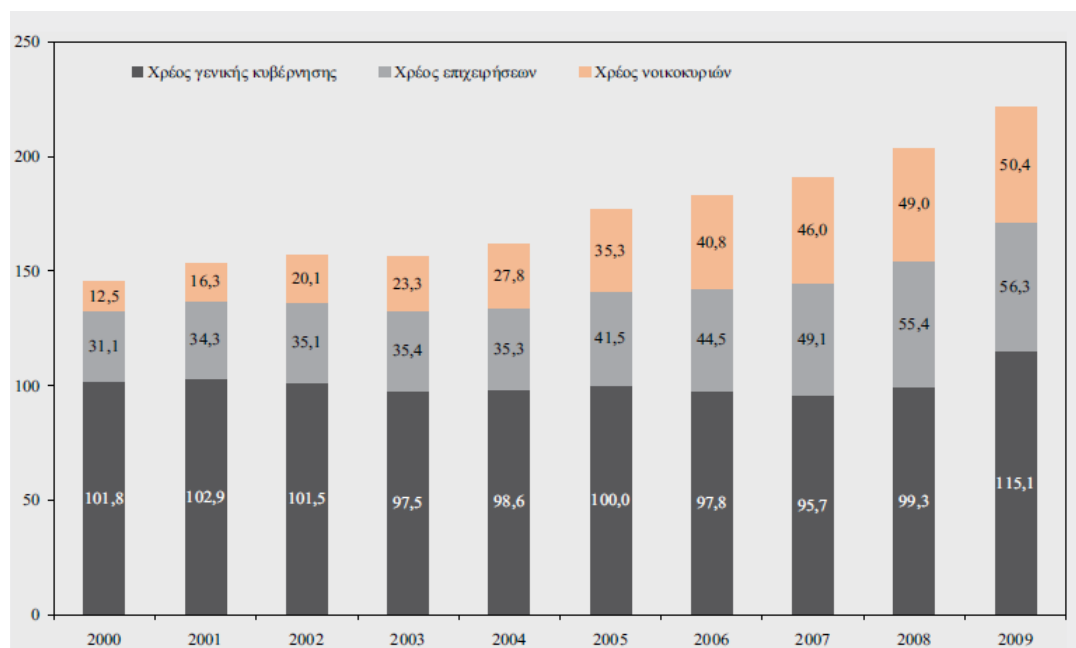
Συνολικό χρέος γενικής κυβέρνησης και χρέος επιχειρήσεων και νοικοκυριών
προς εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και Γενικό Λογιστήριο του Κράτους.

Εικόνα_7

Συνολικό χρέος γενικής κυβέρνησης και χρέος επιχειρήσεων και νοικοκυριών προς εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και Γενικό Λογιστήριο του Κράτους.

Όπως φαίνεται στις εικόνες το 2009 το δημόσιο χρέος, το χρέος των επιχειρήσεων και το χρέος των νοικοκυριών έφθαναν αντίστοιχα το 115,1%, το 56,3% και το 50,4% του ΑΕΠ της χώρας. Παρά την αύξηση του χρέους του ιδιωτικού τομέα, αυτό παραμένει σε σχετικά χαμηλά επίπεδα σε σύγκριση με άλλες ευρωπαϊκές χώρες. Από την άλλη το χρέος των νοικοκυριών ως προς το εισόδημά τους στην Ελλάδα μπορεί

να αυξήθηκε από 17% το 2000 σε 71% το 2008, άλλα παραμένει χαμηλότερο του μέσου όρου στη ζώνη του ευρώ, ενώ είναι κατά πολύ χαμηλότερο έναντι χωρών όπως η Ιρλανδία, η Πορτογαλία και η Ισπανία. Από την άλλη η πιστωτική επέκταση των εγχώριων τραπεζών προς τις επιχειρήσεις την τελευταία περίοδο ήταν χαμηλότερη στην Ελλάδα σε σχέση με πολλές άλλες ευρωπαϊκές χώρες. Σε σύνολο των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης των 27, η Ελλάδα την περίοδο 2004-2007 καταλαμβάνει την 20ή θέση όσον αφορά την πιστωτική επέκταση προς τις επιχειρήσεις και την 9η θέση όσον αφορά την πιστωτική επέκταση προς τα νοικοκυριά. Στην περίοδο της οικονομικής κρίσης 2008-2009, η αύξηση των δανείων είτε προς τις επιχειρήσεις είτε προς τα νοικοκυριά ήταν από τις μικρότερες που σημειώθηκαν και η Ελλάδα καταλαμβάνει την 26η και 25η θέση αντίστοιχα στο σύνολο των 27 κρατών-μελών.

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος

2.3 Ο ρόλος των hedgefunds στις ελληνικές και παγκόσμιες αγορές.

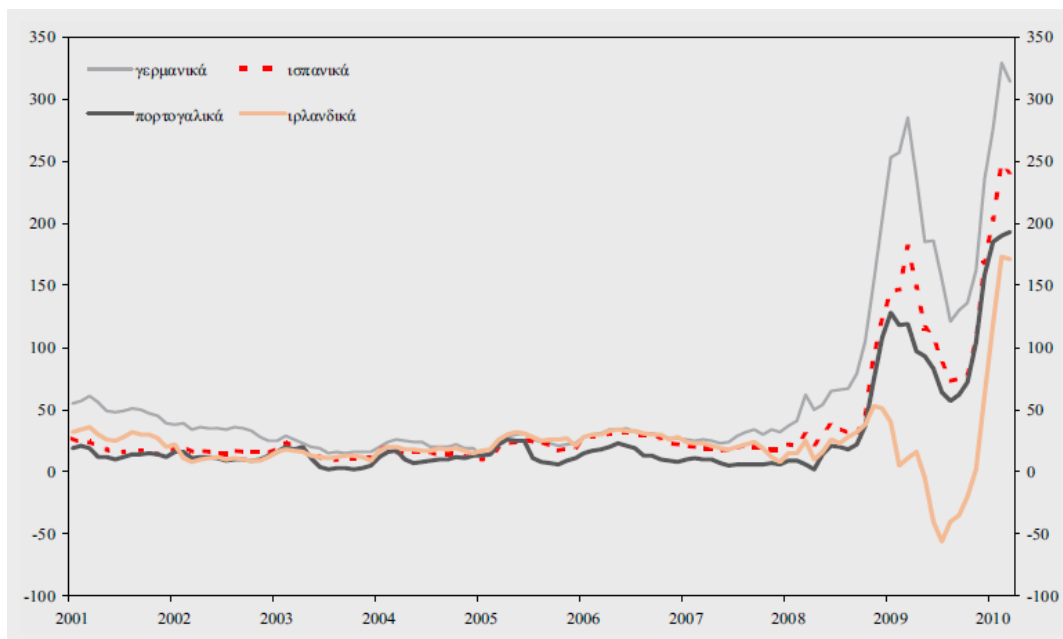
Ο συνδυασμός της μεγάλης αύξησης των ελλειμμάτων και του χρέους της ελληνικής κυβέρνησης και με τη διεθνή οικονομική κρίση του 2008, γεγονός που συρρίκνωσε την παγκόσμια ρευστότητα, προκάλεσε σοβαρές δυσκολίες και προβλήματα στη χρηματοδότηση των ελλειμμάτων αυτών. Τα προβλήματα διογκώθηκαν υπερβολικά διότι η ελληνική κυβέρνηση που εκλέχτηκε τον Οκτώβριο του 2009 δεν εντόπισε έγκυρα το μέγεθος των προβλημάτων ώστε να λάβει τα απαραίτητα μέτρα, αλλά και η Ευρώπη καθυστέρησε στη διαμόρφωση ενός αξιόπιστου πακέτου διάσωσης της ελληνικής οικονομίας. Το αποτέλεσμα αυτών των αδρανειών ήταν η εκτόξευση των επιτοκίων των ελληνικών ομολόγων σε επίπεδα που απαγόρευαν στο ελληνικό

δημόσιο να δανειστεί και η δημιουργία κρίσης χρέους, με ουσιαστικό αποκλεισμό της Ελλάδος από τις διεθνείς χρηματαγορές. Μάλιστα, η διαφορά του περιθωρίου απόδοσης των ελληνικών ομολόγων ήταν σημαντική συγκρινόμενη και με χώρες οι οικονομίες των οποίων κινούνται σε παράλληλη πορεία με την ελληνική οικονομία, όπως π.χ. η Πορτογαλία, η Ιρλανδία και η Ισπανία. Κάτω από αυτές τις συνθήκες η παρέμβαση της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η οποία, σε συνεργασία με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, ήταν αναπόφευκτη συμφωνήθηκε η παροχή βοήθειας με την ελληνική κυβέρνηση και οι όροι που θα την διέπουν και έγινε η διαμόρφωση μηχανισμού στήριξης, ο οποίος προβλέπει την κάλυψη αναγκών χρηματοδότησης της ελληνικής οικονομίας συνολικού ύψους 110 δισεκ. ευρώ. Με τον τρόπο αυτό διακόπηκε μια σχετικά ομαλή πορεία χρηματοδότησης της ελληνικής οικονομίας κατά τα τελευταία χρόνια. Σημειώνεται ότι το τελευταίο επεισόδιο χρεοκοπίας της ελληνικής οικονομίας έλαβε χώρα το 1932, όταν έγινε αναγκαστική μείωση των τόκων του εξωτερικού χρέους της Ελλάδος κατά 75%. Είχαν προηγηθεί τέσσερα ακόμη επεισόδια χρεοκοπίας το 1826, το 1843, το 1860 και το 1893. Σε διαπίστωση των Reinhart and Rogoff (2009), από τη σύσταση του ελληνικού κράτους η χώρα μας βρίσκεται υπό καθεστώς χρεοκοπίας ή αναδιαπραγμάτευσης του χρέους της το 50% περίπου του χρόνου.

Plasman, R., M. Rusinek and F. Rycx (2010), “Wages and the Bargaining Regime under Multilevel Bargaining: Belgium, Denmark and Spain”, *European Journal of Industrial Relations*, 13(2), 161-80.

Εικόνα_8

Περιθώριο απόδοσης (spread) ελληνικού 10ετούς ομολόγου έναντι των αντίστοιχων ομολόγων άλλων χωρών



Πηγές: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ECB) και Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Στις 16 Απριλίου 2010, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) (των ΗΠΑ) άσκησε πολιτική αγωγή κατά της GoldmanSachs&Co, για την ενέργεια της τράπεζας να δομήσει και να εμπορευτεί ένα σύνθετο χρηματιστηριακό προϊόν, εξασφάλισης δανειακής υποχρέωσης (CDO). Αυτά τα σύνθετα παράγωγα CDO, είναι μια σύνθετη οικονομική ασφάλεια, που στηρίζεται στην πιθανότητα ότι αυτή η δανειακή υποχρέωση δεν θα καταβληθεί, η οποία ήταν συνδεδεμένη με την απόδοση των subprime στεγαστικών δανείων-υποστηριζόμενης εξασφάλισης, τα οποία πωλούσε

σε επενδυτές, στις αρχές του 2007, όταν η αγορά κατοικίας στις ΗΠΑ άρχισε να δείχνει πτωτικές τάσεις.

Οι καταγγελία της SEC, έθετε το ζήτημα αυτοί οι τύποι σύνθετων CDOs, να συνέβαλαν στην οικονομική κρίση, με την επαύξηση των ζημιών που σχετίζονται με την κάμψη της στεγαστικής αγοράς. Το μη δημοσιεύσιμο υλικό μάρκετινγκ που εκπονήθηκε από την GoldmanSachs, για την Paulson&CoInc, για ένα μεγάλο hedgefundαντισταθμίστηκε, με τα οικονομικά συμφέροντα σε άμεσο κίνδυνο για τους επενδυτές των CDO, έπαιξε σημαντικό ρόλο στη δημιουργία της κρίσης των CDO. Μετά από αυτό, η Paulson έπαιξε αποτελεσματικά το παράγωγο κατά την υποθήκευση περιουσιακών στοιχείων ασφάλειας, με το οποίο συνέβαλε στη δημιουργία κινδύνων, συνάπτοντας συμφωνίες ανταλλαγής κινδύνου αθέτησης, μια μορφή ασφάλισης που προστατεύει το δανειστή σε περίπτωση αδυναμίας αποπληρωμής του δανείου, με την GoldmanSachs να προστατεύεται από την απώλεια των επενδύσεων της στα CDO. Δεδομένου αυτού, η Paulson είχε ένα οικονομικό κίνητρο για τη δημιουργία ενός CDO, που θα περιλάμβανε τίτλους, τους οποίους ανέμενε να χάσει από προεπιλογή στο προσεχές μέλλον.

Η GoldmanSachs δεν αποκαλύπτει τα συμφέροντα από τις δυσμενείς οικονομικές εξελίξεις της Paulson ή το ρόλο της στη δημιουργία του διαφημιστικού υλικού μάρκετινγκ που έδινε στους επενδυτές. Η Goldman προσαρμοζε κάθε συναλλαγή, μετά από αίτημα της Paulson, το οποίο η Paulson από πριν είχε την δυνατότητα να διαμορφώνει σε μεγάλο βαθμό, δημιουργώντας επικίνδυνα παράγωγα CDO, ώστε όταν παρατηρούνταν ζημιές για τους επενδυτές να αποκομίσει οικονομικά κέρδη. Η συμφωνία Paulson και Goldman έκλεισε στις 26 Απριλίου 2007. Η Paulson καταβάλλει στην GoldmanSachs περίπου \$ 15 εκατ. ευρώ για τη δόμηση και την εμπορία των επικίνδυνων παράγωγων CDOs.

Πέντε μήνες μετά το 83 τοις εκατό των τιτλοποιημένων απαιτήσεων στεγαστικών δανείων στα επικίνδυνα CDOs είχαν μηδενική αξία και το υπόλοιπο 17 τοις εκατό αναμενόταν να έχει την ίδια τύχη. Στις αρχές του επόμενου χρόνου το 99% των συγκεκριμένων αξιόγραφων είχαν χάσει την αξία τους. Τα γεγονότα αυτά είχαν σαν αποτέλεσμα, όσοι είχαν επενδύσει σε CDOs να χάσουν πάνω από 1 δισ. ευρώ, ποσό ανάλογο καρπώθηκε η Paulson από την παραπάνω περιγραφόμενη διαδικασία. Σύμφωνα με την SEC η GoldmanSachs είχε εμπλακεί σε παράπτωμα και άμεσα ή έμμεσα ασχολήθηκε με τις μαύρες συναλλαγές, τις πράξεις, τις πρακτικές και μια πορεία της διαχείρισης επικίνδυνου χαρτοφυλακίου, που παραβίασε:

(α) Το άρθρο 17 του Νόμου Περί Κινητών Αξιών του 1933.

(β) Το άρθρο 10 της Securities Exchange Act του 1934.

(γ) Του Exchange Act άρθρο 10β-5.

Η SEC απαίτησε ασφαλιστικά μέτρα, δέσμευσης των κερδών, απαγόρευσης της προανάληψης τόκων, διάφορες αστικές κυρώσεις και άλλα μέτρα για την αναγκαία δίκαιη ανακούφιση των επενδυτών. Λίγο μετά την κατάθεση της καταγγελίας, η SEC και η GoldmanSachs συμφώνησαν σε συμβιβασμό, και ο συμβιβασμός είχε την έγκριση από το Δικαστήριο των ΗΠΑ για τη Νότια Περιφέρεια της Νέας Υόρκης, το οποίο ανέφερε ότι η GoldmanSachs θα υφίσταται ένα μόνιμο περιορισμό, εντολή να μη παραβιάσει ξανά το νόμο περί χρηματιστηριακών αξιών και χάνει το δικαίωμα να προσφέρει ή να πουλήσει οποιαδήποτε ασφάλεια, εκχωρώντας 15 εκατομμύρια δολάρια, και θα πληρώσει μια αποζημίωση ύψους 353 εκατ. δολαρίων υπέρ της DeutscheBank, της RoyalBankofScotland και της SEC. Την ίδια στιγμή, οι δικαιούχοι του οικιστικού προγράμματος, επέβαλαν αυστηρούς όρους, με την GoldmanSachs να δεσμεύεται για τη δημιουργία μιας επιτροπής αναθεώρησης του προϊόντος και για τη

θέσπιση μιας σειράς μηχανισμών συμμόρφωσης, προκειμένου να αποφευχθεί στο μέλλον η επανάληψη αυτών των πρακτικών από τη GoldmanSachs.

Με την πρώτη ματιά, η υπόθεση GoldmanSachs δίνει μια αποκαλυπτική ανάλυση της οικονομικής κρίσης που έχει προσβάλει την Ελλάδα, διότι οι πρακτικές της άναρχης Γουόλ Στριτ έδειξαν πόσο μπορούν να επηρεάσουν τα μικρότερα κράτη, τα οποία είναι εύκολοι στόχοι στις απότομες μεταβολές των διεθνών χρηματιστηριακών αγορών.

Τον Απρίλιο του 2010, η BethanyMcLean υποστήριξε, ότι για την πιστωτική κρίση στις ΗΠΑ το αποτέλεσμα της αδράνειας του Κογκρέσου για να περιορίσει τη μανία των εύκολων δανείων, η άρνηση για τη ρύθμιση των επικίνδυνων παραγώγων και για τη κατάργηση του Glass-SteagallAct, το οποίο διαχωρίζει επενδύσεις από εμπορικές τραπεζικές δραστηριότητες, χωρίς να γίνουν περαιτέρω προσαρμογές στο ρυθμιστικό σύστημα. Εδώ είναι το πώς όλα αυτά αλληλοεπηρεάστηκαν. Η απελευθέρωση του Αμερικανικού χρηματοπιστωτικού κλάδου επέτρεψε στις εμπορικές τράπεζες να αναλάβουν να εμπορεύονται χρηματιστηριακούς τίτλους όπως τους ενυπόθηκους τίτλους και τα παράγωγα CDOs, και για τη δημιουργία δομημένων επενδυτικών οχημάτων, που αγοράζονται μαζί με τους τίτλους αυτούς.

Οι τράπεζες και άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στην λογική της αύξησης των κερδών τους άρχισαν να επενδύουν σε κρατικά ομόλογα και χρεόγραφα κατοικιών, δίνοντας τροφή στην ανάπτυξη της φούσκας των ακινήτων στις ΗΠΑ. Ύστερα από το γεγονός αυτό όλες οι επενδύσεις αυτές είχαν υψηλές αποδόσεις για τα μεγάλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και οι μάγοι της WallStreet, αντί της κατ'ευημισμό «ελεύθερης αγοράς», έθεσαν για τον εαυτό τους την προϋπόθεση, να

κατασκευάζουν εύφορο έδαφος για την αποκόμιση αντισταθμιστικών κερδών από προεπιλογή τους σε βάρος των επενδυτών.

Αυτό που είναι αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι αυτοί που ελέγχουν τη WallStreet συνέχισαν να παράγουν κέρδη δισεκατομμυρίων από τη δόμηση και την πώληση αυτών των εξ αρχής επικίνδυνων χρηματιστηριακών τίτλων, όταν οι ΗΠΑ αντιμετώπιζαν την κατάσταση, σαν μόνιμη συνθήκη της αγοράς κατά την περίοδο 2008-2009, και το Κογκρέσο προσπαθούσε να βρει λύσεις για νέα νομοθεσία, για την εκ νέου ρύθμιση ορισμένων τομέων του χρηματοπιστωτικού κλάδου. Ακριβώς για ενδεικτικούς λόγους, οι top 10 διαχειριστές των hedgefunds στις ΗΠΑ, έκαναν πάνω από 11.600.000.000 δολάρια κέρδη το 2008 και πάνω από 22.500.000.000 δολάρια το 2007.

“Το περιοδικό AR ανέφερε τα εξής κέρδη: Τον Φεβρουάριο του 2010, αναφέρθηκε ότι γνωστά μεγάλα αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου στις ΗΠΑ, είχαν επαναλάβει αυτές τις πρακτικές διάθεσης τίτλων στην αγορά κατοικίας, από στοιχήματα με προσδοκία ότι το ευρώ θα μειωθεί στην ισοτιμία του με το δολάριο, κάτι που αντιπροσωπεύει σημαντικά δυναμικά κέρδη για τα ταμεία των επενδυτικών εταιρειών.”

Ο RichardParker, οικονομολόγος στη σχολή KennedySchool της κυβέρνησης στο Πανεπιστήμιο του Χάρβαρντ, εξήγησε: Καθώς ξεκίνησε το 2010, ο δρόμος των «καλύτερων και εξυπνότερων» είδε αυτό που ξαφνικά έμοιαζε με μια νέα πηγή του ακόμα πιο εύκολου χρήματος, επενδύοντας σε αυτό που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες. Εδώ είναι πώς αυτό λειτουργεί: Η ανάκαμψη στην Ελλάδα, όπως και στη περίπτωσή μας, φαίνεται ακόμα να είναι αρκετά ασταθής αλλά, για τους παίκτες του κινδύνου, πρωταρχικό είναι, ότι αυτές οι συνθήκες είναι μια ευκαιρία για να στοιχηματίσουν εναντίον της αποκατάστασης της οικονομικής σταθερότητας, και τότε κατασκευάζουν ξαφνικές επιθέσεις, όταν το αναπόφευκτο εμπόδιο στο δρόμο

της ανάκαμψης εμφανίζεται. Εξόφληση των υποχρεώσεων της Ελλάδας έρχεται ως η ασθενέστερη πιθανότητα και οι επενδυτές αντιδρούν με βιασύνη και πανικό στην αγορά των ομολόγων, αφήνοντας απροστάτευτη την Ελλάδα, να μη μπορεί να δανειστεί και ενδεχομένως την εξαναγκάζουν να χάνει από προεπιλογή.

Η προεπιλογή, για τους τζογαδόρους χρηματιστηριακών παραγώγων του κινδύνου, είναι βασικό συστατικό, για να μπορούν να έχουν ελπίδες σε ακόμα μεγαλύτερα κέρδη. Σήμερα ακριβώς το ίδιο συμβαίνει και με τα swaps, είναι όπως με τη WallStreet, τώρα έχουν τοποθετήσει την Ελλάδα σε κίνδυνο, στο κέντρο του παιχνιδιού αυτή τη στιγμή όλοι ψάχνουνε, το κατά πόσο θα μπορούσε να γίνει μια επανάληψη με τις ίδιες καταστροφικές συνέπειες και τα ανάλογα κέρδη για αυτούς.

Αν η SEC είχε κλείσει τα swaps και τα παρόμοια παράγωγα αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου με βάση τα στοιχήματα, πριν αυτό το είδος παιχνιδιού αποβεί ολέθριο των παγκόσμιων χρηματοπιστωτικών συστημάτων, και αυτός ο φοβερός κίνδυνος της Ευρωπαϊκής καταρρεύσει θα μπορούσε να είχε αποφευχθεί. Τον Φεβρουάριο του 2010, τα hedgefunds αύξησαν τα στοιχήματά τους, τα σχετικά με τα οικονομικά προβλήματα της Ελλάδας, δημιουργώντας βραχυκύκλωμα στα ελληνικά ομόλογα ή αγόραζαν από προεπιλογή την «προστασία» τους. Ακόμη και τα αμοιβαία κεφάλαια κινδύνου που δεν είναι σε άμεση σχέση στον κίνδυνο μιας ενδεχόμενης χρεοκοπίας, είχαν στεγανοποιήσει τα χαρτοφυλάκια τους, κατά των παράπλευρων απωλειών τους στις αγορές συναλλάγματος ή έναντι των πιθανών πιστωτικών δεδομένων των ανησυχιών, ότι η Ελλάδα δεν θα μπορέσει να εξυπηρετήσει το χρέος της.

Θα μπορούσαμε να πούμε ότι η ελληνική οικονομική κρίση είναι εν μέρει το αποτέλεσμα της κατάρρευσης των κοινωνικών προγραμμάτων της, η αντιπαραγωγική κεντρική εξουσία και το ότι οι δημόσιες επιχειρήσεις έχουν λειτουργήσει με σημαντικές ζημιές για πολλά χρόνια.

Η ανάπτυξη και η εμπορία των νεόκοπων χρηματοπιστωτικών προϊόντων από την WallStreet και οι εντεταλμένοι στρατηγικοί αναλυτές, για την απελευθέρωση των τομέων της τραπεζικής και των επενδύσεων στις ΗΠΑ, κατά τη διάρκεια της διακυβέρνησης Κλίντον, έχουν αφήσει ορθάνοικτες τις πύλες για την εύκολη κερδοφορία για συγκεκριμένες ομάδες των επενδυτών, οι οποίοι έχουν την δύναμη και το λόγο των πανίσχυρων χαρτοφυλακίων τους να επηρεάζουν και να προκαλούν πιστωτικά γεγονότα με ελάχιστες κινήσεις τους. Καταλήγοντας η ελληνική οικονομική κρίση δεν μπορεί να συνδέεται μόνο με αποτυχημένες εσωτερικές πολιτικές, αλλά πρέπει να επισημανθεί στο πλαίσιο της νομιμοποίησης στοιχημάτων, τα οποία τοποθετούνται από τους ίδιους τους χρηματοδότες (τους δανειστές) που μπορεί να κερδίζουν τα δισεκατομμύρια με την επενδύσεις στην καταστροφή.

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC), 2010

Κεφάλαιο 3

3.1 Τακτικές των Hedgefund και οι διαχείριση τους.

Πριν μπούμε στην διαδικασία να αναλύσουμε τις λειτουργίες των Hedgefunds θα πρέπει να μελετήσουμε τις επενδυτικές τους στρατηγικές, τον τρόπο με τον οποίο μεταχειρίζονται αυτά τα τεραστία κεφαλαία που διαθέτουν ώστε να μπορούν να κερδοσκοπούν, να δούμε κατά ποσό αυτές οι στρατηγικές είναι θεμιτές για την χρηματιστηριακή αγορά και στο επόμενο υποκεφάλαιο (3.2) να παρατηρήσουμε το νομικό πλαίσιο αυτών των επενδυτικών στρατηγικών και κατά πόσο κινούνταν οι διαχειριστές αυτών των κεφαλαίων μέσα σε αυτό. Αλλά και να καταγράψουμε τις ενέργειες των επενδυτικών αρχών για αυτά τα κερδοσκοπικά φαινόμενα.

Οι διαχειριστές αυτών των κεφαλαίων έχουν να επιλέξουν από μια μεγάλη γκάμα στρατηγικών με σκοπό να διαχειρίζονται αποτελεσματικά τα κεφάλαια που έχουν στην διάθεση τους:

- **Shortselling.** Είναι μια στρατηγική πώλησης μετόχων που δεν έχουν στην κατοχή τους, περιμένοντας να τις αγοράσουν σε μελλοντική ημερομηνία σε καλύτερη για αυτούς τιμή από την σημερινή.
- **Arbitrage.** Αναζητούν ευκαιρίες αναποτελεσματικής τιμολόγησης χρηματοοικονομικών προϊόντων και αποκομίζουν κέρδη χωρίς κανένα ρίσκο.
- **Derivatives.** Μεγάλη χρήση χρηματοοικονομικών παραγώγων, αποκομίζοντας έτσι μεγάλα κέρδη.
- **Επένδυση σε αναμονή προακαθορισμένων γεγονότων,** όπως επιθετικές εξαγορές, συγχωνεύσεις, πτωχεύσεις κλπ.

Αρκετές φορές με τις στρατηγικές αυτές οι διαχειριστές επιδιώκουν την μη συσχέτιση των χαρτοφυλακίων τους με αυτό της αγοράς. Με την τακτική αυτή έχουν την δυνατότητα να σημειώνουν κέρδη και σε ανοδικές και σε καθοδικές αγορές μετοχών και ομολόγων. Και είναι πολύ ελκυστικά αφού αναλαμβάνουν σχεδόν μηδενικό κίνδυνο σε αναμονή υψηλότερων αποδόσεων.

Οι καινοτομικές επενδυτικές στρατηγικές που έχουν εφεύρει οι διαχειριστές των hedgefunds επιβάλλουν πλήρη ελευθερία κινήσεων και ελάχιστο κρατικό έλεγχο. Για το λόγο αυτό επιλέγουν τόπους με την μικρότερη δυνατή κρατική παρέμβαση και με την ευνοϊκότερη φορολογική μεταχείριση για αυτά. Τέτοιες τοποθεσίες είναι τα CaymanIslands που η φορολόγηση τέτοιων επενδυτικών σχημάτων είναι σχεδόν

μηδενική φορολόγηση, τα BritishVirginIslands, η Bermuda, τα CookIslands και οι Bahamas είναι τα πλέον δημοφιλή για τέτοιας μορφής χρηματοοικονομικά κέντρα, όπου η δημιουργία ενός hedgefund είναι τυπική διαδικασία, με μηδενικές εξωτερικές παρεμβάσεις. Οι Η.Π.Α όπου είχε τα περισσότερα funds ο αριθμός τους εκεί μειώνεται συνεχώς, ενώ στην Ευρώπη παρατηρούνται αυξητικές τάσεις, με το 70% από αυτά να επιλέγει την Ιρλανδία όπου ο φορολογικός συντελεστής είναι 10% και το Λουξεμβούργο, με φορολογικούς συντελεστές επίσης χαμηλούς. Σαν νομικό πρόσωπο το fund μπορεί να εδρεύει οπουδήποτε σε αυτά τα μέρη που προαναφέραμε, σε αντίθεση οι διαχειριστές κατοικούν συνήθως σε μεγάλα χρηματοοικονομικά κέντρα του πλανήτη, όπου διαδραματίζονται όλα τα σημαντικά χρηματοοικονομικά γεγονότα και παίρνονται όλες οι σημαντικές αποφάσεις, υποστηριζόμενοι από τέλεια καταρτισμένα στελέχη και με όλη την σύγχρονη τεχνολογία στα χεριά τους. Η Νέα Υόρκη και το Λονδίνο όντας από τα μεγαλύτερα χρηματοοικονομικά κέντρα του πλανήτη γίνεται όπως αντιληπτό προτιμούνται από τους διαχειριστές των funds.

Οι υπηρεσίες δίνουν στηρίξεις στους διαχειριστές μέσω των προμηθειών, ιδιαίτερα από τα offshorehedgefunds. Τα onshore εμπιστεύονται περισσότερο τους primebrokers, οι οποίοι είναι τράπεζες και χρηματιστηριακές εταιρίες. Οι διαχειριστές ξεκινούν το σχεδιασμό όπως την αρχική ίδρυση, την αποτίμηση και τον υπολογισμό της καθαρής αξία ενεργητικού, την τήρηση αρχείου, τις λογιστικές διαδικασίες, νομικές συμβουλές, αναφορές και διεκπεραίωση συναλλαγών. Οι υπηρεσίες των primebrokers περιλαμβάνουν χρηματοδότηση, εκκαθάριση και συνολικό διακανονισμό συναλλαγών, υπηρεσίες θεματοφυλακής, διαχείρισης κινδύνου και άλλες υποστηρικτικές λειτουργίες. Ιδιαίτερα για νέα funds ο ρόλος των primebrokers μπορεί να είναι καθοριστικός, αφού αναλαμβάνουν να φέρνουν επαφές μεταξύ των υποψήφιων επενδυτών. Τα εισοδήματα των διαχειριστών όπως προείπαμε προκύπτουν φυσικά από τις προμήθειες επί των συναλλαγών, από δανεισμό μετρητών και μετοχών – ομολόγων προκειμένου να διευκολύνουν το shortselling. Όσο αφορά

ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ Τ.Ε.Ι ΠΑΤΡΩΝ Σελίδα 63

τους επενδυτές των hedgefunds και πως μαθαίνουν για τα νέα funds, μια έρευνα της Γερμανικής Κεντρικής Τράπεζας έδειξε ότι πρώτη πηγή πληροφόρησης είναι η προφορική ενημέρωση ‘από στόμα σε στόμα’ με 22%, ακολουθεί η ενημέρωση από primebrokers με 19%, από σημερινούς διαχειριστές με 16%, από τρίτους συναλλασσόμενους με 13%, από μεγάλα ή μικρότερα συνέδρια 9% και 8%, από ενημερωτικά φυλλάδια 7% και από συμβούλους 5%.

Το είδος των πληροφοριών που πρέπει να αναζητήσει ενός hedgefund είναι το είδος αυτών των πληροφοριών. Αρχικά θα πρέπει να διαβάσει με μεγάλη προσοχή το ενημερωτικό δελτίο της εταιρείας και όλο το βοηθητικό υλικό (χρηματοοικονομική, νομική και φορολογική αντιμετώπιση). Με αυτό το τρόπο θα γίνει αντιληπτό σε αυτόν το ρίσκο που διατίθεται να πάρει και θα δει αν ταιριάζει οι επενδυτική του λογική με αυτή του fund. Θα πρέπει να είναι σε θέση να αντιληφθεί ποια πρέπει να είναι τα στοιχεία στα οποία θα πρέπει να επενδύσει το fund και τι ρευστότητα αυτά θα του παρέχουν. Πρωτεύον ζήτημα είναι επίσης και τα κόστη. Τα περισσότερα hedgefunds χρεώνουν managementfee 1 με 2% του συνολικού ενεργητικού υπό διαχείριση και βέβαια performancefee περίπου 20% επί των ετήσιων κερδών. Η λογική αυτή μπορεί να οδηγήσει τον διαχειριστή να πάρει ρίσκα μεγαλύτερα από όσο μπορεί να αντέξει το fund. Άλλο σημαντικό θέμα για τους επενδυτές είναι η αρχική περίοδος που θα πρέπει να κλειδώσουν τα λεφτά τους μέσα στο fund και οι μελλοντικές ημερομηνίες που θα μπορούν να εξαγοράσουν την επένδυσή τους. Τέλος, το παρελθόν του διαχειριστή είναι κάτι που θα πρέπει να απασχολήσει σοβαρά έναν εν δυνάμει επενδυτή. Ο διαχειριστής θα πρέπει να ξεχωρίζει για τις σπουδές του και τις γνώσεις του πάνω στο χώρο, την εμπειρία του και την συμπεριφορά που έχει επιδείξει στο παρελθόν, την πειθαρχία του και την ειδίκευση του σε συγκεκριμένες μορφές επένδυσης στις οποίες έχει συγκριτικό πλεονέκτημα. Το ρίσκο για τα hedgefunds πηγάζει από το γεγονός ότι δεν είναι εγγεγραμμένα σε επίσημες λίστες των κατά τόπους Επιτροπών Κεφαλαιαγορών και δεν αποκαλύπτουν τα στοιχεία τους

ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ Τ.Ε.Ι ΠΑΤΡΩΝ Σελίδα 64

παρά μόνο όταν θέλουν.(Ackermann, Carl, McEnally, RichardandRavenscraft, David
“ThePerformanceofHedgeFunds: Risk, ReturnandIncentives” June 1999,
TheJournalofFinance)

Τα hedgefunds που είναι εγγεγραμμένα μπορούν να προσφέρουν επενδυτικά προϊόντα σε όσους επενδυτές θέλουν. Επίσης οι επενδυτές που συνεργάζονται με τέτοια funds δεν είναι αναγκασμένοι να πληρούν το κριτήριο του ορίου ετήσιου εισοδήματος. Το αποτέλεσμα είναι ότι τα funds υπόκεινται σε όλους τους ελέγχους από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και είναι υποχρεωμένα να ενημερώνουν το σύνολο των επενδυτών τους το λιγότερο μία φορά το έτος. Για τα εγγεγραμμένα fund είναι περισσότερα τα κόστη οργάνωσης και είναι πιο χρονοβόρα η επένδυση σε αυτό. Τα εγγεγραμμένα funds παίρνουν την μορφή των fundsoffunds. Έτσι, αντί να επενδύουν σε έναν διαχειριστή και σε μία στρατηγική, επενδύουν σε 15 ως 25 διαχειριστές και σε αντίστοιχες στρατηγικές. Ως μορφή επένδυσης πλησιάζουν τα αμοιβαία κεφάλαια, αλλά έχουν αρκετές διαφορές:

- Δεν παρέχουν ημερήσια ρευστότητα στους επενδυτές,
- Δεν ακολουθούν τους κανονισμούς σχετικά με τη διασπορά τους
- Διατηρούν ακόμα το δικαίωμα να χρεώνουν πριμ απόδοσης προς όφελος του διαχειριστή.

Γενικά, τα hedgefunds χρεώνουν έξοδα διαχείρισης από 1 έως 3% και πριμ απόδοσης από 15 έως 30%. Πάντως τα περισσότερα επιλέγουν τα ποσοστά 1 και 20% αντίστοιχα. Σε πολλά funds υπάρχει ο όρος μιας ελάχιστης απόδοσης προς τους επενδυτές, πριν το σημείο να αρχίσουν να μετράνε τα κέρδη και να υπολογίζεται το πριμ απόδοσης του διαχειριστή (hurdlerate).

Τα πλεονεκτήματα των εγγεγραμμένων hedgefunds είναι: Η δυνατότητα άντλησης χρημάτων και από μικρότερης οικονομικής δύναμης επενδυτές, δίνοντάς τους την

δυνατότητα για μεγάλα κέρδη. Όμως αυτού του τύπου τα funds θα πρέπει να συμμορφώνονται με τις επιταγές της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, να στέλνουν αναφορές ανά τακτά χρονικά διαστήματα, να ενημερώνουν τους επενδυτές τους, να μην ξεπερνάνε το 33% σε ποσοστό μόχλευσης και να ακολουθούν κανόνες ηθικής επενδυτικής συμπεριφοράς.

(Hull, John C. “Fundamentals of Futures and Options Markets” 2005, Pearson Prentice Hall)

3.2 Νομικό πλαίσιο-έλεγχος πριν και τώρα.

Οι επενδυτές των hedgefunds δεν έχουν την ίδια προστασία από θεσμοθετημένες εποπτικές αρχές και τους νόμους που διέπουν τις άλλες επενδυτικές μορφές της αγοράς της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Τα funds δεν είναι υποχρεωμένα να δημοσιοποιούν τους ισολογισμούς τους, τις αγοραπωλησίες τους, τις επενδυτικές τους δραστηριότητές τους και τις αποδόσεις που πέτυχαν, έπειτα βεβαία από την οικονομική κρίση αν και υποστηρίζεται ότι θα έπρεπε να το κάνουν, ιδιαίτερα προς τις αρμόδιες αρχές έχουν πληθύνει οι φωνές που ζητούν την μεγαλύτερη εποπτεία και διαφάνειά τους. Πανόμοια προβλήματα είχαν παρουσιαστεί και με την πτώχευση του LongTermCapitalManagement το 1998 που έφερε τριγμούς, ακόμα και στη Fed που δεν είχε γνώση για το πρόβλημα, και επανέφερε στο διάλογο των χρηματοοικονομικών κύκλων και αρχών ελέγχου των hedgefunds ο αριθμός τους πλέον είναι πάνω από 8.000 παγκοσμίως. Την ίδια χρονιά, διάφορων ειδών απάτες αποκαλύφθηκαν και από μεγάλα hedgefunds όπως τα Manhattan, Maricopa, Phoenix και Ballybunion. Η Αμερικάνικη Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (U.S. Securities and Exchange Commission)

Exchange Commission) έχει ξεκινήσει μια προσπάθεια από τον Ιούλιο του 2002 ώστε να βάλει κάποιες δικλίδες ασφαλείας στην αγορά των hedgefunds.

Οι προσπάθειες έλεγχου των funds ξεκίνησαν με ενέργειες όπως στοιχεία για τις δεξιότητες και τις επιδόσεις των διαχειριστών κατά τα προηγούμενα έτη, καθώς και για τις μεθόδους αποτίμησης που μεταχειρίζονταν. Προσοχή δόθηκε και σε περιπτώσεις αντικρουόμενων συμφερόντων, αδιαφανών ιδιοκτησιακών καθεστώτων και διαπλοκής. Για πρώτη φορά την περίοδο εκείνη έγιναν και οι πρώτες διώξεις κατά διαχειριστών και funds που ξεγέλασαν επενδυτές. Το Δεκέμβριο του 2003 αρμόδιος του SEC δήλωσε ότι τα funds και οι εργαζόμενοι σε αυτά που δεν δρουν με γνώμονα το συμφέρον των επενδυτών θα αντιμετωπίσουν νομικές κυρώσεις. Τα πρώτα πρόστιμα ήταν για τους Wilfred Meckel και Robert T. Littell, προϊστάμενο και διευθυντή επενδύσεων αντίστοιχα στη Marque Millennium Group Inc, με κατηγορίες αλλοιώσεις στοιχείων απόδοσης, διοικητικής δομής και τεχνικών διαχείρισης κινδύνου, καθώς και μη ορθού τρόπου εξαγοράς της επένδυσης προς 2 επενδυτές του fund. (<http://www.sec.gov> U.S. Securities and Exchange Commission)

Η αγορά των hedgefunds διογκωνόταν με τρομακτικούς ρυθμούς την προηγούμενη δεκαετία. Από τα 8.000 περίπου funds ούτε τα μισά δηλαδή 3.200 έχουν καταγραφεί στα αρχεία του SEC και αυτά εθελοντικά. Παρόλα αυτά, υπάρχει μεγάλο ενδιαφέρον από πλευράς μικρότερων επενδυτών για τα hedgefunds και τα πλεονεκτήματα που αυτά προσφέρουν. Μεγάλες εταιρείες όπως η HSBC και η Societe Generale έχουν ήδη αρχίσει να διαθέτουν εγγεγραμμένα funds σε λιανικούς επενδυτές. Τα hedgefunds αντιμετωπίζονται στις Ηνωμένες Πολιτείες σαν επενδυτικές εταιρείες, σύμφωνα με τον νόμο Investment Company Act του 1940. Αυτός ο νόμος όμως δίνει την δυνατότητα στα funds να εκμεταλλεύονται δύο συγκεκριμένες διατάξεις και να μην υπόκεινται σε κρατικούς ελέγχους. (Aldrich, David and Lewin, Marina. "Institutional Demand for Hedge Funds: New Opportunities and New Standards" December 2004, the Bank of New York)

Συγκεκριμένα, σύμφωνα με την διάταξη 3 (c) (1) τα hedgefunds μπορούν να πουλάνε τα χρεόγραφα τους μέχρι και σε 100 επενδυτές. Από τους 100, οι 65 θα πρέπει να διαθέτουν εισόδημα πάνω από \$200.000 κατά τα δύο τελευταία έτη ή \$300.000 μαζί με το εισόδημα του συζύγου του και να είναι στα ίδια επίπεδα για την τρέχουσα χρονιά. Από εκεί και πέρα ένας παραπάνω ο επενδυτής θα οδηγήσει στον κρατικό έλεγχο του fund. Επίσης, σύμφωνα με την διάταξη 3 (c) (7) ένα fund μπορεί να πουλήσει χρεόγραφα σε θεσμικούς επενδυτές που διαθέτουν συνολικό κεφάλαιο πάνω από \$25 εκατομμύρια ή σε μεμονωμένους επενδυτές με τουλάχιστον \$5 εκατομμύρια συνολική περιουσία. Στην περίπτωση που το fund σχεδιάζει να επενδύσει σε μετοχές που προέρχονται από συνταξιοδοτικό ταμείο, τότε πρέπει να μπουν σε εφαρμογή οι διατάξεις του νόμου EmployeeRetirementIncomeSecurityAct (ERISA) του 1974. Που σύμφωνα με την συγκεκριμένη διάταξη αν πάνω το 25% ενός hedgefund αποτελείται από χρήματα του συνταξιοδοτικού ταμείου, τότε ολόκληρο το fund μπαίνει σε καθεστώς επιτήρησης και υπόκειται σε απαγορεύσεις και περιορισμούς όσον αφορά τις λειτουργίες του και τις επενδύσεις που θα πραγματοποιήσει.

Έτσι οι περισσότεροι διαχειριστές των funds μεριμνούν και κρατούν το ποσοστό επένδυσής τους από τα ταμεία κάτω του 25% του ενεργητικού τους προκειμένου να μην υπόκεινται σε αυτούς τους περιορισμούς και ελέγχους.

Η τάση των ασφαλιστικών και συνταξιοδοτικών ταμείων να αναζητούν υψηλότερες αποδόσεις ώστε να συρρικνώσουν τα ελλείμματά τους έχει οδηγήσει σε επένδυση μεγάλων ποσών στα hedgefunds. Η ιδιωτική οργάνωση των hedgefunds και το γεγονός ότι δεν είναι υποχρεωμένα να παραθέτουν όλα τα στοιχεία που επιβάλλεται σε άλλες μορφές συλλογικής επένδυσης δεν σημαίνει ότι είναι εκτός από κάθε ρύθμιση και κανονισμό. Τα hedgefunds δεσμεύονται από αρκετούς κανόνες και ελέγχονται με συγκεκριμένους τρόπους, οι βασικότεροι είναι οι εξής:

- Τα hedgefunds περιορίζονται στην προσφορά τους προς το ευρύ επενδυτικό κοινό, αφού απαγορεύεται κάθε είδους διαφήμιση και οι επενδυτές που τελικά συμμετέχουν πρέπει να τηρούν κάποιους από τους κανόνες που προαναφέραμε. Ακόμα, οι διαχειριστές των funds απαγορεύεται να προωθούν τις δεξιότητες τους, να παρακινούν επενδυτές και να παρουσιάζονται ως πληροφοριοδότες επενδύσεων.
- Συμμόρφωση στο προαναφερθέν νόμο του 1940 περί τον συνολικό αριθμό των επενδυτών ενός fund. Στην περίπτωση που κάποιος διαχειριστής παρέχει τις υπηρεσίες του σε παραπάνω από 14 αντισυμβαλλόμενους τότε δεσμεύεται από το παρόν νομικό πλαίσιο να εγγραφεί στο SEC ως σύμβουλος επενδύσεων.
- Υποχρεωτική συμμόρφωση με όλους τους νόμους (SecuritiesAct, Exchange Act, AdvisersAct) κατά της εξαπάτησης, κατά της χειραγώγησης και κατά της εσωτερικής πληροφόρησης έναντι στους επενδυτές και στις αγορές γενικότερα.
- Υποχρέωση υποβολής συγκεκριμένων αναφορών που απευθύνονται στις αρχές για το αν τηρούνται ορισμένες προϋποθέσεις Επιπλέον, υποχρεούνται να ενημερώνουν το SEC στη περίπτωση που αποκτήσουν πάνω από το 5% οποιασδήποτε δημόσιας επιχείρησης και σε συμπληρωματικές αναφορές αν το ποσοστό συμμετοχής τους φτάσει το 10%. Υποχρεούνται σε αναφορά προς το Υπουργείο Οικονομικών αν πάρουν μεγάλη θέση σε νεοεκδιδόμενα ή προσφάτως εκδοθέντα κρατικά χρεόγραφα. Επίσης στην περίπτωση που άπτονται θεμάτων για όρια θέσεων και άλλες πληροφορίες αναφέρονται στην CFTC (CommodityFuturesTradingCommission). Σημαντική είναι η υποχρέωση των US hedgefunds να εφαρμόσουν τις διατάξεις του PATRIOT Act περί ξέπλυμα χρήματος και νομιμοποίησης εσόδων από εγκληματικές δραστηριότητες. Προς αυτό το σκοπό εφαρμόζουν το anti-

moneylaunderingprogram (AML), το οποίο περιλαμβάνει ανάπτυξη εσωτερικών διαδικασιών και ελέγχων, τον διορισμό υπεύθυνου ανθρώπου σε αυτό τον τομέα και υλοποίηση εκπαιδευτικού προγράμματος για το προσωπικό του οργανισμού.

Συμφώνα με αυτά που προαναφέρθηκαν οι εποπτικές αρχές καθίσταντε να προσδιορίσουν και να αναπροσδιορίσουν νέους τρόπους αντιμετώπισης των hedgefunds. Με βάση την ανάλυση που έχουμε κάνει σε προηγούμενες ενότητες το έργο των εποπτικών και ρυθμιστικών αρχών δεν δείχνει καθόλου εύκολο.

Αρχικά θα πρέπει οι ενδιαφερόμενες αρχές να ταυτοποιήσουν και να παρακολουθήσουν τα funds και τις δραστηριότητές τους. Στην ΕΕ, οι περισσότερες εθνικές αρχές έχουν σχετική πείρα και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), η Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών (ΕΑΤ), η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ), η Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (ΕΑΑΕΣ) και το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (ΕΣΣΚ) έχουν αρχίσει να αποκτούν εμπειρογνωμοσύνη στο θέμα της σκιώδους τραπεζικής. Ωστόσο, όπως πρόέκυψε παρουσιάστηκε η ανάγκη και πια έχει γίνει επιτακτική να συμπληρωθούν τα κενά και να διορθωθούν στρεβλές καταστάσεις για τη διασύνδεση μεταξύ τραπεζικών και μη τραπεζικών χρηματοπιστωτικών οργανισμών σε παγκόσμια βάση. Η ΕΕ συνεπώς θα πρέπει να διασφαλίσει συνεχείς διαδικασίες για τη δημιουργία βάσης αποθήκευσης, συλλογής και ανταλλαγής πληροφοριών περί των μεθόδων ταυτοποίησης και των εποπτικών πρακτικών ανάμεσα σε όλες τις εποπτικές αρχές της ΕΕ, στην Επιτροπή, την ΕΚΤ και άλλες κεντρικές τράπεζες. Οι ενέργειες αυτές απαιτείται να γίνουν σε στενό συντονισμό μεταξύ τους για την ανταλλαγή πληροφοριών και τον έγκαιρο προσδιορισμό των προβλημάτων. Πρώτο θα πρέπει να απαιτηθεί η δημιουργία νέων ειδικών εξουσιών για τις εθνικές εποπτικές αρχές.

Δεύτερον, οι αρχές χρειάζεται να προσδιορίσουν την προσέγγιση για την εποπτεία των οργανισμών αυτών. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή πιστεύει ότι η εποπτεία θα πρέπει α) να ασκείται στο ενδεδειγμένο επίπεδο, τόσο σε εθνικό ή Ευρωπαϊκό β) να είναι αναλογική γ) να λαμβάνει υπόψη την υφιστάμενη εποπτική ικανότητα και εμπειρογνωμοσύνη και δ) να είναι ενσωματωμένη στο πλαίσιο της μακροπροληπτικής εποπτείας.

Ως προς το τελευταίο, οι αρχές πρέπει να είναι σε θέση να εντοπίζουν τις κρυφές αλυσίδες πιστωτικής διαμεσολάβησης, να αξιολογούν κατάλληλα τη βαρύτητά τους και τη σημασία τους για το σύστημα, να εξετάζουν τις μακροπροληπτικές επιπτώσεις νέων προϊόντων ή δραστηριοτήτων και να χαρτογραφούν την διασύνδεση τους με τον υπόλοιπο χρηματοπιστωτικό τομέα. Τρίτον, επειδή τα ζητήματα των funds μπορεί να απαιτήσουν επέκταση του πεδίου εφαρμογής και της φύσης των προληπτικών ρυθμίσεων, απαιτούνται κατάλληλες κανονιστικές ρυθμίσεις ώστε να απαντηθούν όλα τα κενά που έφερες την επιφάνεια ή χρηματοοικονομική κρίση.

Στην παλαιότερη έκθεση του FSB προτείνονταν ορισμένοι κανόνες τους οποίους θα πρέπει να εφαρμόζουν οι ρυθμιστικές αρχές κατά τη μελέτη και επιβολή των μέτρων για αυτούς τους οργανισμούς. Το FSB πρότεινε τα κανονιστικά μέτρα να είναι στοχευμένα, αναλογικά, μελλοντοστρεφή και προσαρμόσιμα, αποτελεσματικά, και να επιδέχονται αξιολόγηση και αναθεώρηση. Η Επιτροπή πιστεύει ότι πρέπει να υιοθετηθεί ιδιαίτερη προσέγγιση για κάθε είδους οργανισμό και κάθε συναλλαγή.

Ορισμένα κράτη της Ευρωπαϊκής Ένωσης διαθέτουν πρόσθετους εθνικούς κανόνες για την παρακολούθηση χρηματοπιστωτικών οργανισμών και δραστηριοτήτων που δεν σχετίζονται με το κανονιστικό πλαίσιο της ΕΕ.

Το σύστημα που θα πρέπει να δημιουργηθεί θα απαιτεί την επίτευξη της σωστής ισορροπίας μεταξύ τριών και συμπληρωματικών μέτρων:

- i) Έμμεσης ρύθμισης (των σχέσεων μεταξύ του τραπεζικού συστήματος και των χρηματοπιστωτικών οργανισμών όπως είναι τα hedgefunds)
- ii) Κατάλληλη επέκταση ή αναθεώρηση των υφιστάμενων ρυθμίσεων
- iii) Νέας ρύθμισης ειδικά προορισμένης πάνω στα πρόσφατα προβλήματα που προέκυψαν. Στο πλαίσιο αυτό, χρειάζεται να εξεταστούν εναλλακτικά ή συμπληρωματικά μη κανονιστικά μέτρα. Η ΕΕ έχει κάνει σημαντικά βήματα για την έμμεση αντιμετώπιση ζητημάτων των funds που προκύπτουν από δομές τιτλοποίησης προκειμένου να αποτρέψουν τις τράπεζες από την καταστρατήγηση των υφιστάμενων κεφαλαιακών απαιτήσεων και λοιπών νομοθετικών διατάξεων

Η αναθεώρηση των οδηγιών της ΕΕ περί κεφαλαιακών απαιτήσεων το 2009 («CRD II»)³, την οποία τα κράτη μέλη υποχρεούνταν να ενσωματώσουν στο εθνικό τους κανονιστικό πλαίσιο έως τον Οκτώβριο του 2010, υποχρεώνοντας τους συναλλασσόμενους τιτλοποιημένων περιουσιακών στοιχείων να κρατούν στοιχεία των ανειλημμένων κινδύνων. Η οδηγία ενίσχυσε επίσης τον χειρισμό των παροχών ρευστότητας και της πιστωτικής έκθεσης σε μέσα τιτλοποίησης. Προηγούμενοι κανόνες είχαν προειδοποιήσει τις τράπεζες να αποφύγουν τη διάθεση κεφαλαίων για τους αντίστοιχους κινδύνους. Οι τροποποιήσεις στη μεταγενέστερη αναθεώρηση της οδηγίας το 2010 (την ονομαζόμενη «CRD III»)⁴ ενίσχυσε ακόμα περισσότερο τις κεφαλαιακές απαιτήσεις ευθυγραμμίζόμενη με τις συστάσεις που δημοσιεύθηκαν από την BCBS τον Ιούλιο του 2009. Από τον Δεκέμβριο του 2011, οι τράπεζες υποχρεούνται να συμμορφώνονται με ακόμα περισσότερους κανόνες γνωστοποίησης και να έχουν στην διάθεσή τους περισσότερη κεφαλαιακή επάρκεια για την κάλυψη των κινδύνων από επενδύσεις σε πολύπλοκες πράξεις επανατιτλοποίησης. Η εν λόγω οδηγία προβλέπει επίσης από τις αρμόδιες αρχές σε όλα τα κράτη μέλη, όταν

προβαίνουν σε εκτίμηση του κινδύνου μεμονωμένων τραπεζών δυνάμει του πυλώνα 2 του πλαισίου Βασιλεία/CRD, να λαμβάνουν υπόψη τους κινδύνους φήμης που απορρέουν από πολύπλοκες δομές ή προϊόντα τιτλοποίησης. Στην πρότασή της για την τελευταία αναθεώρηση της οδηγίας («CRD IV»)6, η Επιτροπή πρότεινε την εισαγωγή απαιτήσεων ρευστότητας από το 2015, συμπεριλαμβανομένων διευκολύνσεων ρευστότητας για τα SPV και για κάθε άλλο προϊόν ή υπηρεσία που συνδέεται με την ανάληψη τραπεζικού κινδύνου και η Επιτροπή ενέκρινε τον Νοέμβριο του 2011 τροποποίηση των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (ΔΠΧΑ ή IFRS) για τη βελτίωση των απαιτήσεων γνωστοποίησης όσον αφορά την αγοραπωλησία χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων (σε σχέση με το ΔΠΧΑ 7). Η Επιτροπή αναλύει επίσης τα νέα πρότυπα περί ενοποίησης (σε σχέση με τα ΔΠΧΑ 10, 11 και 12). Στόχος των προτύπων αυτών είναι να βελτιωθούν η ενοποίηση των μέσων τιτλοποίησης και οι απαιτήσεις γνωστοποίησης αναφορικά με μη ενοποιημένες συμμετοχές σε «δομημένες οντότητες» τύπου μορφών τιτλοποίησης ή χρηματοδότησης με εγγύηση περιουσιακών στοιχείων.

Το πεδίο των υφιστάμενων ρυθμίσεων επεκτάθηκε επίσης σε νέες οντότητες και δραστηριότητες ώστε να υπάρχει ευρύτερη κάλυψη, να μπορούν να αντιμετωπίζονται οι ανησυχίες για τον συστημικό κίνδυνο και να περιοριστεί το μελλοντικό ρυθμιστικό αρμπιτράζ. Αυτή η προσέγγιση ακολουθήθηκε στην περίπτωση των επιχειρήσεων επενδύσεων. Και υπόκεινται στο καθεστώς που προσδιορίζεται στην οδηγία για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (MiFID). Στην αναθεώρηση του συγκεκριμένου πλαισίου, η Επιτροπή πρότεινε στις 20 Οκτωβρίου 2011 αναδιατύπωση της οδηγίας και κανονισμό με σκοπό την επέκταση του πεδίου εφαρμογής ώστε να συμπεριληφθούν όλοι οι διαπραγματευτές υψηλής συχνότητας και να ενταχθούν στο πεδίο εφαρμογής της MiFID περισσότερες επιχειρήσεις επενδύσεων σε βασικά εμπορεύματα, την αύξηση της διαφάνειας των μη μετοχικών μέσων ενισχύοντας με τον τρόπο αυτό τη δυνατότητα εντοπισμού κινδύνων από την άσκηση σκιώδους

ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ Τ.Ε.Ι ΠΑΤΡΩΝ Σελίδα 73

τραπεζικής, και την ανάθεση στις αρμόδιες εθνικές αρχές και στην ΕΑΚΑΑ (Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών) περεταίρω εξουσιών και προληπτικής επέμβασης, παρέχοντάς τους τη δυνατότητα να ελέγχουν και να μετριάζουν τους κινδύνους από την άσκηση επιθετικών επενδυτικών πρακτικών των hedgefunds. Η MiFID δεν επιβάλλει άμεσα κεφαλαιακές απαιτήσεις για τις επιχειρήσεις που εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής της. Παραπέμπει, ωστόσο, στην οδηγία περί κεφαλαιακών απαιτήσεων, με τον τρόπο αυτό επιβάλλει προληπτική εποπτική ρύθμιση τύπου τραπεζών σε οντότητες που ασκούν δραστηριότητες σκιώδους τραπεζικής. Τέλος, η ΕΕ έχει επίσης θεσπίσει μέτρα για την άμεση ρύθμιση οντοτήτων και δραστηριοτήτων από τέτοιους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς. Όσον αφορά τους οργανισμούς επενδύσεων, η οδηγία σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων (AIFMD) αντιμετωπίζει ήδη τα ζητήματα, υπό τον όρο ότι οι σχετικές οντότητες θεωρούνται ως οργανισμοί εναλλακτικών επενδύσεων με βάση την συγκεκριμένη οδηγία. Οι διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων απαιτείται πλέον να παρακολουθούν τους κινδύνους ρευστότητας και να εφαρμόζουν πρακτικές διαχείρισης της ρευστότητας. Δεδομένων των νέων μεθόδων υπολογισμού των απαιτήσεων μόχλευσης και αναφοράς, δραστηριότητες όπως οι συμφωνίες επαναγοράς ή ο δανεισμός τίτλων θα επιβλέπονται ευκολότερα από τις αρμόδιες αρχές. Όσον αφορά τα MMF και τα ETF, τα εν λόγω αμοιβαία κεφάλαια είναι δυνατόν να καλύπτονται από την υφιστάμενη νομοθεσία για τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ). Παράλληλα, η ΕΑΚΑΑ εκπόνησε σχέδιο το οποίο ξεκίνησε την ισχύ του από 1η Ιουλίου 2011. Το συγκεκριμένο σχέδιο περιλαμβάνει συστάσεις για τα συγκεκριμένα αμοιβαία κεφάλαια να περιορίζουν τις επιλέξιμες επενδύσεις και τη σταθμισμένη μέση ληκτότητα και να διενεργούν ημερήσιο υπολογισμό της καθαρής αξίας των περιουσιακών στοιχείων.

Οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (ΟΑΠΙ) δεν μοχλεύονται και δεν συμμετέχουν άμεσα σε πράξεις αλλαγής της ληκτότητας. Ωστόσο,

διαδραματίζουν βασικό ρόλο στην αλυσίδα πιστωτικής διαμεσολάβησης καθώς χορηγούν βαθμολογίες σε προϊόντα και οργανισμούς. Στην ΕΕ, οι ΟΑΠΙ υπόκεινται σε αυστηρή ρύθμιση και εποπτεία από την ΕΑΚΑΑ. Επιπλέον, η Επιτροπή έχει προτείνει πρόσθετα νομοθετικά μέτρα για την ενίσχυση της διαδικασίας πιστοληπτικής διαβάθμισης. (Οι θεσμικές εξελίξεις στον τομέα των κεφαλαιαγορών σε ό,τι αφορά την αναπροσαρμογή του ευρωπαϊκού πλαισίου άσκησης εποπτείας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα δεν εξετάζονται στο πλαίσιο της παρούσας εργασίας. Βλ., ενδεικτικά, *Chr. Gortsos*, The Proposals of the Larosière Group on the Future of Financial Supervision in the European Union, in *International Monetary and Financial Law* (ed. M. Giovanoli, D. Devos), 2010, σελ. 127 επ., *J.-V. Louis*, The Implementation of the Larosière Report: A Progress Report, in *International Monetary and Financial Law* (ed. M. Giovanoli, D. Devos), 2010.)

3.3 Χρηματιστηριακή κρίση και ο ρόλος των Hedgefunds

Αυτά τα τεράστια κεφάλαια διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στις αγορές των ΗΠΑ άλλα και παγκόσμια, παρέχοντας ειδικούς επενδυτές με τις ευκαιρίες για τη διαχείριση των κινδύνων και την επίτευξη άνω του μέσου όρου κερδών. Με τη λειτουργία τους με τεράστια ευελιξία, τα hedgefunds παρέχουν ρευστότητα, κάνοντας τις χρηματοπιστωτικές αγορές περισσότερο αποτελεσματικές. Κατά τη διάρκεια των τελευταίων δεκαετιών, αυτή η βιομηχανία έχει περισσότερες επιλογές, με λιγότερη μόχλευση, και περισσότερη ευελιξία. Οι καινοτόμες στρατηγικές επενδύσεων των ιδιωτικών εταιρειών επενδύσεων έχουν ενισχύσει την παγκόσμια ανταγωνιστικότητα των ΗΠΑ στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Αλλά και οι ευθύνες τους έχουν αυξηθεί, ιδιωτικές εταιρείες επενδύσεων έχουν την ευθύνη

ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ Τ.Ε.Ι ΠΑΤΡΩΝ Σελίδα 75

βελτίωσης των πρακτικών διακυβέρνησης, της διαχείρισης κινδύνων τους, να παρέχουν πληροφορίες στους επενδυτές και λειτουργικές υποδομές.

Η ενημέρωση για τις επιδόσεις των hedgefunds προέρχεται και από διάφορες βάσεις δεδομένων, στατιστικές, και από ειδικούς δείκτες hedgefunds. Παρόλα αυτά η ποιοτική αξία τέτοιων δεδομένων είναι αμφισβητήσιμη, και αυτό διότι οι βάσεις δεδομένων ή οι στατιστικές ενδέχεται να έχουν καταμετρήσει μόνο ένα μέρος των hedgefunds, αφήνοντας έξω άλλο μέρος και ανάλογα με το επιδιωκόμενο αποτέλεσμα αυτών των πληροφοριών. Σε αρκετές περιπτώσεις επίσης όπως προαναφέραμε πολλά funds δεν έχουν καταγραφεί και δεν παρέχουν στοιχεία για την λειτουργία τους. Οι βάσεις δεδομένων, ο τρόπος με τον οποίο πραγματοποιούνται αυτές οι στατιστικές, όπως και οι δείκτες hedgefunds, δεν είναι δυνατό να καταμετρηθούν με ασφαλή τρόπο, για την εγκυρότητά τους, και πολύ περισσότερο, εφόσον οι σχετικές πληροφορίες δεν αποτελούν αντικείμενο που δεν έχει εκδοθεί από αρμόδια αρχή, ούτε ο υπολογισμός των αποδόσεων των hedgefunds διενεργείται με βάση μία ανεξάρτητη κρίση, ούτε αυτός ο υπολογισμός επιτελείται με κοινό τρόπο, για όλους τους οργανισμούς, ώστε οι αποδόσεις να είναι συγκρίσιμες. Με βάση τα παραπάνω η ποιότητα των σχετικών πληροφοριών δε μπορεί να θεωρηθεί έγκυρη. (Securities and Exchange Commission, Implications of the growth of hedge funds, September 2003)

Επιπλέον δυσκολίες για την καταμέτρηση και συλλογή στοιχείων των hedgefunds προκύπτουν από το γεγονός ότι στις επενδύσεις τους περιλαμβάνονται κινητές αξίες που έχουν μειωμένη ρευστότητα, το γεγονός δίνει την δυνατότητα στο στέλεχος που διενεργεί την αποτίμηση να το κοστολογεί σύμφωνα με την κρίση τους και τα συμφέροντα που εξυπηρετεί. Μια έρευνα του AIMA το 2004, σε ποσοστό 20% από τα περιουσιακά στοιχεία που συμμετείχαν στο χαρτοφυλάκιο των hedgefunds, είναι αξίες που παρουσιάζουν αντικειμενικές δυσκολίες στην αποτίμηση τους, ενώ παρατηρείται ότι ακόμη και το σύνολο του χαρτοφυλακίου μερικών funds συντίθεται

από επενδυτικά στοιχεία δυσχερούς αποτίμησης. Η παραπάνω μελέτη τονίζει ιδιαίτερα την έλλειψη αντικειμενικότητας της αποτίμησης των στοιχείων του ενεργητικού των hedgefunds, ακόμη και στις περιπτώσεις που η αποτίμηση διενεργείται από εξωτερικούς ως προς το διαχειριστικούς φορείς, ιδίως σε περιπτώσεις που τα μοντέλα αποτίμησης παράγονται από τον ίδιο το διαχειριστή, ή η ποιότητα ενός τέτοιου φορέα ή και η ανεξαρτησία του έναντι του διαχειριστή δεν είναι διασαλισμένες. Το ότι η αμοιβή του διαχειριστή ενός fund εξαρτάται και από το ύψος του ενεργητικού του οργανισμού, σαφώς του δίνει κίνητρο σε αυτόν να διενεργήσει αποτίμηση με μέθοδο που θα προσθέτει τη μεγαλύτερη αξία στο ενεργητικό του. Η δε προστασία των επενδυτών σε περίπτωση λανθασμένης αποτίμησης αναδεικνύεται λιγότερο ή περισσότερο εξασφαλισμένη, ανάλογα με το κανονιστικό πλαίσιο που ισχύει στην κάθε χώρα. Η έλλειψη δε αμερόληπτου ελέγχου της αποτίμησης του χαρτοφυλακίου των hedgefunds προσδίδει συνθήκες παντοδυναμίας των συμβούλων τους, και σαν επακόλουθο αυτού τη μείωση της αξιοπιστίας αυτής της αποτίμησης. Το γεγονός μη αντιμετωπίσιμης κατάστασης συγκρούσεων συμφερόντων του συμβούλου του οργανισμού, ο οποίος διενεργεί την αποτίμηση και ο οποίος διαβλέπει κίνητρο στην υψηλότερη δυνατή αξία του χαρτοφυλακίου, όχι μόνο την προσέλκυση επενδυτών στον οργανισμό, αλλά και την αντίστοιχη υψηλότερη αποτίμηση της δικής του ανάμιξης στοfund. Έτσι πάλι παρουσιάζεται η αναγκαιότητα βελτίωσης της ποιότητας και της ανεξαρτησίας της αποτίμησης των hedgefunds. Αυτή η βελτίωση όμως διέρχεται και από την παρέμβαση των διεθνών οργανισμών, όπως της IOSCO, της Ευρωπαϊκής Ένωσης, κυρίως λόγω του διεθνούς χαρακτήρα δράσης των hedgefunds. Αλλά και σε εθνικό επίπεδο, θα μπορούσε να προβλεφθεί ότι οι εποπτευόμενοι διαχειριστές hedgefunds θα οφείλουν να διασφαλίζουν την αποτίμηση της περιουσίας του οργανισμού από ανεξάρτητο εκτιμητή. Η FSA παράλληλα κάνει αναφορά στις πρωτοβουλίες του ίδιου του κλάδου των hedgefunds για αυτορρύθμιση, μέσα από κώδικες συμπεριφοράς, που θα μπορούσαν να ληφθούν υπόψη από την FSA, εφόσον αυτή κρίνει επιτακτικό να ασκήσει μια εξουσία ρύθμισης. Ως τέτοια πρωτοβουλία ιδιαίτερη αξία παρουσιάζει η

μελέτη της AIMA για τις αρχές αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων των hedgefunds, που ολοκληρώθηκε το 2005. Πέρα από τις ανωτέρω πρωτοβουλίες, σημειώνεται ότι η FSA συγκέντρωσε και αξιολόγησε στοιχεία, σχετικά με την αποτίμηση της περιουσίας των hedgefunds, από αυτά που υποβάλλουν σε αυτή, οι εποπτευόμενοι από αυτή, διαχειριστές τέτοιων οργανισμών, εξετάζοντας ιδίως τη συχνότητα και τη βάση της αποτίμησης, το διαχωρισμό καθηκόντων του διαχειριστή και του υπεύθυνου για την αποτίμηση. Τα στοιχεία που διαθέτει η FSA ωστόσο, καλύπτουν μόνο ένα μέρος των hedgefunds, στο μέτρο που αυτά τίθενται εκτός του πεδίου εποπτείας αυτής της αρχής. Γενικότερα, η ανάγκη ανεξαρτησίας της αποτίμησης και του ελέγχου της τελευταίας από ανεξάρτητο τρίτο δε μπορεί παρά να είναι κάτι παραπάνω από επιβεβλημένη. Δίνεται ιδιαίτερη σημασία στο κυρίαρχο ρόλο που διαδραματίζουν οι ίδιοι οι επενδυτές σε αυτό το θέμα, με την ύπαρξη ενός συστήματος κανόνων σωστής αποτίμησης να είναι στοιχείο που θα θεμελιώνει την επιλογή τους να επενδύσουν στο συγκεκριμένο οργανισμό. (D. Waters, Are hedge funds returns plausible?, Speech to FSA National Association of Pension Funds Investment Funds conference, Edinburgh, 16.3.2006).

Στη δεκαετία του 1970, τα hedgefunds που ειδικεύονται σε μια ενιαία στρατηγική και οι περισσότεροι διαχειριστές κεφαλαίων ακολούθησαν tolong / short μοντέλο της καθαρής θέσης. Στην διάρκεια της ύφεσης του 1969-1970 και το κραχ 1973-1974 οφείλεται και το κλείσιμο πολλών από αυτά λόγω μεγάλων απωλειών, και θα αναζωογονηθεί πάλι ο κλάδος στα τέλη του 1980. Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990, ο αριθμός των hedgefunds διογκώθηκε σημαντικά, χρηματοδοτείται με τον πλούτο που δημιουργείται κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990 από την άνοδο της χρηματιστηριακής αγοράς. Το αυξημένο ενδιαφέρον οφείλεται στη δομή αποζημίωσης και των υποσχέσεων για μεγαλύτερες αποδόσεις. (Ubide, Angel (Ιούνιος 2006). "απομυθοποίηση Αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου". *Οικονομικών & Ανάπτυξης*(Διεθνές Νομισματικό Ταμείο) . Ανακτήθηκε 3 Μαρτίου του 2011)

Κατά τη διάρκεια της πρώτης δεκαετίας του 21ου αιώνα, τα hedgefunds αποκτήσαν δημοτικότητα σε όλο τον κόσμο, και μέχρι το 2008 η παγκόσμια βιομηχανία των hedgefunds που κατέχει η ΗΠΑ 193τρις δολάρια σε ενεργητικό υπό διαχείριση. (Herbst-Bayliss, Svea (19 Ιανουαρίου 2011). "περιουσιακά στοιχεία της βιομηχανίας των hedgefunds διογκώνονται σε 1.920 δισεκατομμύρια δολάρια". Reuters . Ανακτήθηκε 22 του Απρίλη του 2011)

Η οικονομική κρίση του 2008 προκάλεσε την απόσυρση μεγάλων κεφαλαίων από την μεριά των επενδυτών και η δημοτικότητα τους μειώθηκε. Το Φεβρουάριο του 2011, το 61% των παγκόσμιων επενδύσεων σε αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου προέρχεται από θεσμικές πηγές. Τον Ιούνιο του 2011, τα κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου με τη μεγαλύτερη AUM ήταν BridgewaterAssociates (58,9 δισ. δολ. ΗΠΑ), της ManGroup (39,2 δισ. δολ. ΗΠΑ), Paulson&Co (35,1 δισ. δολ. ΗΠΑ), BreanHoward (31 δισ. δολ. ΗΠΑ), και το Och-Ziff (29,4 δισ. δολ. ΗΠΑ). BridgewaterAssociates , είχε 70 δισεκατομμύρια δολάρια υπό διαχείριση από τον Μάρτιο του 2012 . Στο τέλος του ίδιου έτους, οι 241 μεγαλύτερες επιχειρήσεις των hedgefunds στις Ηνωμένες Πολιτείες κατείχαν συλλογικά 1.335 δισεκατομμύρια αμερικανικά δολάρια. Τον Απρίλιο του 2012, η βιομηχανία των hedgefunds είχε φτάσει στο ένα υψηλό ρεκόρ 2.130 δισεκατομμυρίων δολαρίων υπό διαχείριση κεφάλαια.

Ο συστημικός κίνδυνος είναι ο κίνδυνος της αστάθειας σε ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Αυτός ο κίνδυνος μπορεί να προκύψει μετά από ένα αποσταθεροποιητικό γεγονός ή γεγονότα που επηρεάζουν μια ομάδα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που συνδέονται με την επενδυτική δραστηριότητα. Οργανισμοί, όπως το Εθνικό Γραφείο Οικονομικών Ερευνών και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα έχουν αποφανθεί ότι τα hedgefunds δημιουργούν συστημικούς κινδύνους στο χρηματοπιστωτικό τομέα και μετά την αποτυχία των

αμοιβαίων κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνου Long-TermCapitalManagement, (LTCM) το 1998 υπήρχε διάχυτη η ανησυχία για το ενδεχόμενο συστημικού κινδύνου.

Οι ισχυρισμοί αμφισβητούνται έντονα από πηγές του χρηματοπιστωτικού κλάδου, οι οποίοι θεωρούν συνήθως ότι τα hedgefunds έχουν αρκετά μικρό μέγεθος για να προκαλέσουν μια τόσο μεγάλη κρίση δεδομένου ότι τα περισσότερα είναι σχετικά μικρά σε σχέση με τα περιουσιακά στοιχεία που διαχειρίζονται και λειτουργούν με χαμηλή μόχλευση, περιορίζοντας έτσι τη δυνατότητα να προκαλέσουν βλάβες στο οικονομικό σύστημα. Μια τυπική ανάλυση των αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου μόχλευσης πριν και κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης του 2008 υποδηλώνει ότι η μόχλευση των hedgefunds είναι τόσο μέτρια σε σχέση με τη μόχλευση της αγοράς των επενδυτικών τραπεζών και του ευρύτερου χρηματοπιστωτικού τομέα.

(Ang, Andrew; Gorovyy, Sergiy; VanInwegen, Greg (February 2011). "HedgeFundLeverage").

Επίσης τα hedgefunds μείωσαν τη μόχλευση πριν από τη χρηματοπιστωτική κρίση, ενώ ακόμη η μόχλευση των άλλων ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών οργανισμών συνέχισε να αυξάνεται. Το 2009 ο πρόεδρος BenBernanke του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Χρηματοπιστωτικών Υπηρεσιών, της FederalReserve είπε ότι «δεν θα σκεφτόταν ότι κάθε ταμείο αντιστάθμισης κινδύνου ή ταμείο επιχειρηματικών συμμετοχών θα γίνει συστηματικά κρίσιμη επιχείρηση ξεχωριστά".

Παρ' όλα αυτά, αν και τα hedgefunds μείωσαν την αναλογία του κινδύνου, αναπόφευκτα μια σειρά από κίνδυνους παραμένουν. Ο συστημικός κίνδυνος είναι αυξημένος σε μια κρίση, αν υπάρχει αγγελία συμπεριφορά, η οποία προκαλεί μια σειρά παρόμοιων αντισταθμίσεων κεφάλαια για να κάνουν τις απώλειες σε παρόμοιες συναλλαγές. Επιπλέον, ενώ τα περισσότερα hedgefunds κάνουν μόνο μέτρια χρήση της μόχλευσης, τα hedgefunds διαφέρουν από πολλούς άλλους συμμετέχοντες στην

αγορά, όπως οι τράπεζες και τα αμοιβαία κεφάλαια, δεδομένου ότι δεν υπάρχουν κανονιστικοί περιορισμοί σχετικά με τη χρήση της μόχλευσης και ορισμένα αμοιβαία κεφάλαια κινδύνου αναζητούν μεγάλα ποσά μόχλευσης ως μέρος της στρατηγικής τους στην αγορά. Η εκτεταμένη χρήση της μόχλευσης μπορεί να οδηγήσει σε αναγκαστική ρευστοποίηση σε μια κρίση, ιδιαίτερα για τα hedgefunds που επενδύουν τουλάχιστον εν μέρει σε μη ρευστοποιήσιμες επενδύσεις. Η στενή διασύνδεση των κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνου με πρωταρχικό τους μεσίτες, (συνήθως επενδυτικές τράπεζες) μπορεί να οδηγήσει σε πολλαπλασιαστικά αποτελέσματα σε μια κρίση, και μάλιστα μη αντισυμβαλλόμενες τράπεζες μπορεί να παγώσουν από τα hedgefunds. Αυτά τα συστημικά ζητήματα κινδύνου επιτείνονται από τον εξέχοντα ρόλο των hedgefunds στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Η παγκόσμια βιομηχανία των hedgefunds έχει πάνω από 2.000.000 εκατομμύρια δολάρια σε περιουσιακά στοιχεία, και αυτό δεν λαμβάνει υπόψη την πλήρη επίδραση της μόχλευσης, η οποία εξ ορισμού είναι η έκθεση της αγοράς που υπερβαίνουν το ποσό που επενδύθηκε.

Μια έρευνα του Αυγούστου 2012 από την Αρχή Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι κίνδυνοι ήταν περιορισμένοι και είχαν μειωθεί ως αποτέλεσμα, μεταξύ άλλων, μεγαλύτερων περιθωρίων που απαιτούνται από αντισυμβαλλόμενες τράπεζες, αλλά μπορεί να αλλάξει γρήγορα ανάλογα με τις συνθήκες της αγοράς. Σε ακραίες συνθήκες της αγοράς, οι επενδυτές θα μπορούσαν να αποσύρουν ξαφνικά μεγάλα ποσά, με αποτέλεσμα τις αναγκαστικές πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων. Αυτό θα μπορούσε να προκαλέσει τη ρευστότητα και την διόγκωση προβλημάτων αν αυτό συνέβη σε μια σειρά από κεφάλαια ή σε ένα μεγάλο κεφάλαιο υψηλής μόχλευσης.

(Coggan, Philip (2010). *Guide to Hedge Funds*. TheEconomist.)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

4.1 Παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση των hedgefunds

Για κάθε επένδυση οι διαχειριστές χρησιμοποιούν και χρειάζονται δείκτες για να υπολογίζουν την επιπλέον απόδοση που πέτυχαν για ένα δεδομένο χρονικό διάστημα. Οι δείκτες δίνουν την δυνατότητα στους επενδυτές να μπορούν να παρακολουθούν εύκολα την διαχείριση των χαρτοφυλακίων, όπως και να μπορούν να επενδύουν σε ένα χαρτοφυλάκιο παρακολουθώντας και μελετώντας τους κατάλληλους δείκτες. Για τους παραπάνω λόγους τα hedgefunds χρειάζονται την ύπαρξη δεικτών, οι οποίοι θα επιτελούν πολλαπλές λειτουργίες σαν αυτές που περιγράψαμε παραπάνω.

Μια ενδεικτική εικόνα για την σύγκριση των αποδόσεων τους είναι ο δείκτης S&P 500 παρόλα αυτά δεν παύει να είναι μόνο ενδεικτική εικόνα για την πορεία της αγοράς, αφού οι επενδυτικές στρατηγικές που τελικά επιλύονται είναι σε εντελώς διαφορετικές κατευθύνσεις. Η σύγκριση θα πρέπει να γίνεται με επενδυτικούς δείκτες, οι οποίοι είναι σχεδιασμένοι για να λειτουργούν ως σημείο αναφοράς. Πέραν όλων το παραπάνω είναι ένας κατάλληλος δείκτης, είναι η πληρότητα, η ακρίβεια, η διαφάνεια, η σταθερότητα και η ευκολία παροχής πληροφοριών στους επενδυτές.

Μερικοί από τους δείκτες που είναι διαθέσιμοι στην αγορά είναι:

- Ο HFR Index από την Hedge Fund Research
- Ο CSFB/Tremont Index από την Credit Suisse First Boston
- Ο Hennessee Index από το Hennessee Group
- Ο Van Index από Van Hedge Funds

- Ο Standard & Poor's Index (S&P) από την ομώνυμη εταιρεία
- Ο MSCI από την Morgan Stanley

Κάθε οργανισμός έχει διαφορετική φιλοσοφία και ακολουθεί διαφορετική μεθοδολογία σχετικά με το ποια funds θα συμπεριλήψει και ποια θα αφήσει εκτός από το δείκτη, σχετικά με την κατηγοριοποίηση των επενδυτικών στρατηγικών και σχετικά με την στάθμιση των funds στον εκάστοτε δείκτη.

4.2 Ο HFR Index από την Hedge Fund Research

Οι HFRU δείκτες είναι πρωταρχικοί για την αναφορά απόδοσης για τα hedgefunds είναι συμβατό με καθιερωμένες κατευθυντήριες γραμμές UCITS. Οι HFRU δείκτες είναι αντιπροσωπευτικοί του ολοκληρωμένου σύμπαντος των UCITS hedgefunds, συμπεριλαμβανομένων των 4 δεικτών στρατηγικής (HedgeEquity , EventDriven , Macro και σχετική αξία Arbitrage) και συνολικά HFRUHedgeFundCompositeIndex.

Για να μπορούν να συμμετέχουν στο δείκτη πρέπει να πληρούν όλα τα ακόλουθα κριτήρια :

- Το ταμείο να ότι είναι συμβατό με τους UCITS.
- Αναφορά ανακοινώσεων καθαρά όλων των δικαιωμάτων.
- Εκθέσεις του Ταμείου τουλάχιστον δύο φορές την εβδομάδα για το NAV

- Ο διαχειριστής κεφαλαίου να έχει τουλάχιστον 10 εκατ. € υπό διαχείριση περιουσιακών στοιχείων ή ένα εξάμηνο ιστορικό.
- HFRU Δείκτης Μεθοδολογία Σημειώσεις.
- Οι Δείκτες HFRU να εξισορροπούνται σε τριμηνιαία βάση.
- Οι HFRU Δείκτες είναι εξίσου σταθμισμένοι στα επιλεγμένα αμοιβαία κεφάλαια.
- Η απόδοση των Δεικτών να είναι εκφρασμένη σε ευρώ.
- Οι τιμές για τους HFRU USD , JPY , CHF, GBP FX - Hedged Δείκτες να υπολογίζονται και να εφαρμόζονται στην αξία του δείκτη ευρώ.
- Οι αποδόσεις που έχουν δημοσιευθεί ως εκτίμηση να μπορούν να αλλάξουν για 5 επιπλέον ημέρες αναφοράς. Μετά την πέμπτη ημέρα, η απόδοση του δείκτη για την εν λόγω ημερομηνία είναι κλειδωμένη και δεν μπορεί πλέον να αλλάξει.
- Οι HFRU Δείκτες ενημερώνονται καθημερινά σε βάση T +1 . Οι τιμές του δείκτη δεν δημοσιεύονται για τις ημέρες που είναι αργίες στο Λουξεμβούργο και την Ιρλανδία .
- Οι τιμές του δείκτη δεν αναφέρονται στις ημέρες που είναι αργίες στις Ηνωμένες Πολιτείες .
- Τα funds που έχουν επιλεγεί για να συμπεριληφθούν στους HFRU Δείκτες γίνονται ένα μήνα μετά την προσθήκη τους στην HFR Database . Για παράδειγμα, ένα ταμείο που προστίθεται στο HFR Database τον Ιούνιο είναι προ επιλογή προκειμένου να συμπεριληφθεί στους δείκτες αναφοράς των επιδόσεών τους τον Ιούλιο.

- Αν ένα ταμείο ρευστοποιεί / κλείνει , η απόδοση του εν λόγω ταμείου θα πρέπει να περιλαμβάνονται στους HFRU Δείκτες από τις περασμένες αναφορές ενημερωμένης απόδοσης του εν λόγω ταμείου.

Η διαδικασία ελέγχου αρχίζει με την εξέταση ολόκληρου του HFR Database των hedgefunds τα οποία είναι συμβατά με το UCITS . Τα funds που μπορούν να συμμετέχουν στο δείκτη πρέπει να έχουν όλα τα παρακάτω χαρακτηριστικά:

- Το ταμείο επιβεβαιώνεται για να είναι συμβατό με τους UCITS
- Ανακοίνωση όλων των καθαρών δικαιωμάτων επίδοσης.
- Το funds να αναφέρει το NAV τουλάχιστον κάθε δύο εβδομάδες
- Ο διαχειριστής κεφαλαίου έχει τουλάχιστον 10 εκατ. € υπό διαχείριση περιουσιακά στοιχεία.

Η απόδοση του Δείκτη είναι εκφρασμένη σε ευρώ και δημοσιεύεται καθημερινά σε βάση T +1.

Διαδικασία Επιλογής

Όλα τα επιβεβαιωμένα UCITS funds αναφέρουν το NAV τουλάχιστον μια φορά την εβδομάδα για να επιλεγεί ως συστατικό για το δείκτη. ο αριθμός κονδυλίων ανά επιχείρηση δεν θα πρέπει να υπερβαίνει το 2,5% του συνόλου των συστατικών του δείκτη.

Ο τύπος που ακολουθεί χρησιμοποιείται για τον καθορισμό και είναι

αντιπροσωπευτικός των HedgeFund στρατηγικής Universe («Στρατηγική Universe»), προέρχεται από UCITS HedgeFunds. Περιέχεται στη βάση δεδομένων του HedgeFund HFR. Το Hedge UCITS funds εκφράζεται ως:

$$\mathbf{HFU = \sum HFS}$$

όπου HFS είναι το σύνολο των UCITS συμβατών ταμείων που ταξινομούνται από τη στρατηγική στη βάση δεδομένων το HedgeFundHFR.

Τα Funds που περιλαμβάνονται στο HFS φιλτράρονται και χρησιμοποιώντας τον ακόλουθο τύπο δημιουργείται η στρατηγική Universe.

$$\mathbf{\delta(UCITS -1)*H(10- freq)*\delta (fees)*[H(AUM-10)+H(m-6)] \neq 0}$$

Όπου H(x) είναι η συνάρτηση ορίζεται ως βήμα:

$$H(x)=\left\{ \begin{array}{ll} 1, & x < 0 \\ 0, & x \geq 0 \end{array} \right\}$$

Η συνάρτηση δέλτα ορίζεται ως:

$$\delta(x)=\left\{ \begin{array}{ll} 1, & x < 0 \\ 0, & x \geq 0 \end{array} \right\}$$

- Freq: είναι η συχνότητα αναφοράς σε εργάσιμες ημέρες.
- Fees : είναι η καθαρή απόδοση όλων των δικαιωμάτων (0=ναι, 1=όχι)

- AUM: είναι τα περιουσιακά στοιχεία των ταμείων σε ευρώ MM.
- m : Συνολικός αριθμός των μηνών που αναφέρθηκαν.

Σε περιπτώσεις όπου ένας διαχειριστής παραθέτει πολλαπλά funds με το ίδιο ή παρόμοιο επενδυτικό προφίλ, η HFR επιλέγει μόνο το πλέον αντιπροσωπευτικό ταμείο για HFRU για μια ένταξη. Η HFR, για τα κεφάλαια που παρουσιάζουν μη φυσιολογική μεταβλητότητα σε σχέση με όμοιά τους πρέπει να ελέγχουν για αφαίρεση από το ευρετήριο. Ταμεία 20 ημερών RiskValue σε επίπεδο εμπιστοσύνης 99% (VaR 99%) που υπερβαίνουν το 20% πάνω από 5 φορές σε μια συνεχόμενη περίοδο 20 ημερών θεωρούνται επίσης υποψήφια για αφαίρεση από το ευρετήριο. Η 20 ημερών, VaR για ένα ταμείο δίνεται από

$$\text{Var}(k) = \sqrt{k} * \text{Var}$$

Όπου $k=20$ είναι το παράθυρο των 20 ημερών κατά την οποία VaR μετράται, και το διάστημα εμπιστοσύνης είναι VaR 99%, εκτιμάται από

$$\text{Var} = 2.58\sigma$$

Όπου σ^2 είναι η υπό συνθήκη διακύμανση των αποδόσεων του funds κατά το χρόνο "t" που εκτιμάται από ένα μοντέλο EWMA.

Υπολογισμός του δείκτη NAV

Χρησιμοποιεί πραγματικές επιδόσεις των συστατικών κεφαλαίων, όπως αναφέρεται σε HedgeFundResearch, Inc η απόδοση αντικατοπτρίζει τα συστατικά του δικαιώματος διαχείρισης, αμοιβές παροχής κινήτρων, τα μερίσματα και άλλες διανομές.

Ο Δείκτης NAV είναι 1000 κατά την έναρξη, όπου "t = 0". Οι αλλαγές NAV

οδηγούνται από την απόδοση Index, η οποία ορίζεται ως η ποσοστιαία μεταβολή της αξίας του δείκτη από μια προηγούμενη ημερομηνία "T-1" με την τρέχουσα ημερομηνία "t". Η NAV σε "t" ορίζεται ως

$$NAV_t = NAV_{t-1} * (1 + ROR_t^i)$$

ROR_t^i : είναι ο συντελεστής απόδοσης του ταμείου "i" στο χρόνο "t" και n είναι ο αριθμός των κεφαλαίων στο δείκτη.

HFRU Hedge Fund Indices Defined Formulaic Methodology
2004, <https://www.hedgefundresearch.com/index.php?fuse=hfru-met>

4.3 Ο CSFB/Tremont Index από την Credit Suisse First Boston

Ο νέος δείκτης προέρχεται από την CSFB / TremontHedgeFundIndex, είναι από τους πιο ευρέως διαδεδομένους δείκτες των hedgefunds στον κόσμο.

Τα 60 funds στην CSFB / TremontInvestableIndex, επιλέγονται από τα 448 funds που περιλαμβάνονται στον ευρύτερο δείκτη, σε γενικές γραμμές περιλαμβάνουν τα έξι μεγαλύτερα ταμεία που είναι ανοικτά σε επενδύσεις και πληρούν ορισμένες προϋποθέσεις ρευστότητας σε καθένα από τους παρακάτω 10 τομείς.

Ο Όλιβερ Schupp, ο Πρόεδρος της CreditSuisseFirstBostonTremont δηλώσε ότι :
«Έχουμε αναπτύξει αυστηρούς κανόνες μεθοδολογία με βάση την επιλογή που ανταποκρίνεται στις έννοιες κατασκευής των πιο παραδοσιακών δεικτών μετοχών.

Με τη μακροχρόνια εμπειρία μας στο χώρο του δείκτη των hedgefunds, έχουμε κατασκευάσει έναν δείκτη των 60 μελών από την CSFB / TremontHedgeFundIndex, μέσω της εφαρμογής των κανόνων αυτών. "

«Οι επενδυτές μας ζητούν να δημιουργήσουμε ένα δείκτη εδώ και πολλά χρόνια», δήλωσε ο Robert I. Schulman, Co-ChiefExecutiveOfficer της TremontCapitalManagement, Inc "Είμαστε ο παγκόσμιος ηγέτης σε δείκτες των hedgefunds. Η CSFB / TremontInvestable Δείκτης προέρχεται από ένα δείκτη που υπάρχει εδώ και πολλά χρόνια, και όχι από μια νεοσύστατη έννοια, και ως εκ τούτου είναι μια φυσική επέκταση του ευρύ δείκτη. "

Η CSFB / TremontInvestableHedgeFundIndex έχει σχεδιαστεί για να δώσει στους επενδυτές ευρεία έκθεση σε hedgefunds σε μια κατηγορία ενεργητικού. Πληρεί εκτεταμένη ζήτηση των επενδυτών για τα αληθινά τιμαριθμικά προϊόντα και δημιουργήθηκε για να μειωθεί η εξάρτηση από τις επιλογές του διαχειριστή και του κινδύνου συγκέντρωσης κεφαλαίων.

Κατά την έναρξη, την 1η Αυγούστου του 2003, τα συνολικά υπό διαχείριση περιουσιακά στοιχεία για τα 60 funds που συμμετείχαν στο δείκτη ανέρχονται σε περίπου 55 δισ. δολάρια, καθιστώντας τον το μεγαλύτερο δείκτη investable των hedgefunds του κλάδου. Στα μελλοντικά σχέδια για το CSFB / TremontInvestable Δείκτη συμπεριλαμβάνονται η CSFB αδειοδότησης για τη δημιουργία μια φόρμας του δείκτη επενδυτικών προϊόντων που θα συνδέονται.

Η CSFB / TremontInvestableHedgeFundIndex προέρχεται από την CSFB / TremontHedgeFundIndex, ο οποίος προωθήθηκε στις 16 Νοεμβρίου 1999 και, από τότε, έχει γίνει ο μεγαλύτερος και πιο ευρέως αναγνωρισμένος δείκτης των hedgefunds στον κόσμο. Ο δείκτης CSFB / TremontHedgeFund είναι επίσης μεταξύ των μεγαλύτερων δεικτών των hedgefunds, και αποτελείται από \$ 181.400.000.000 σε περιουσιακά στοιχεία που διαχειρίζεται 448 funds από την 1η Ιουλίου 2003.

4.4 Δείκτες που παρακολουθούν αποδόσεις των hedgefunds.

Οι δείκτες διαδραματίζουν κεντρικό και σαφή ρόλο στις παραδοσιακές αγορές περιουσιακών στοιχείων , και είναι ευρέως αποδεκτοί για την αξιοποίηση του χαρτοφυλακίου. Και είναι αναγκαίοι για οποιαδήποτε μορφή επένδυσης. Τα hedgefunds , ωστόσο, λόγω του ότι είναι ενεργά διαχειριζόμενα , η παρακολούθησή τους είναι αδύνατη. Οι investable δείκτες των hedgefunds από την άλλη πλευρά μπορεί να είναι περισσότερο ή λιγότερο αντιπροσωπευτικοί , αλλά η αναφορές των δεδομένα σε πολλές ομάδες αναφοράς των funds δεν είναι δημόσιες . Αυτό μπορεί να οδηγήσει σε μεροληπτικές εκτιμήσεις των αποδόσεων τους . Σε μια προσπάθεια να αντιμετωπισθείτο πρόβλημα αυτό, έχουν δημιουργηθεί δείκτες για να αντιπροσωπεύουν τις στατιστικές ιδιότητες των hedgefunds. Καμία από αυτές τις προσεγγίσεις δεν επιτυγχάνει με ακρίβεια τις κλάσεις του περιουσιακού στοιχείου για το οποίο υπάρχουν πληρέστερα δημοσιεύμενα στοιχεία σχετικά με τις υποκείμενες αποδόσεις.

4.4.1 Μη investable δείκτες

Οι μη investable δείκτες έχουν ως κύριο στοιχείο ότι στηρίζεται η απόδοσή τους σε κάποια βάση δεδομένων των hedgefunds χρησιμοποιώντας κάποιο μέτρο, όπως η μέση τιμή, η διάμεσος ή σταθμισμένη μέση από μια βάση δεδομένων των

hedgefunds. Οι βάσεις δεδομένων έχουν διαφορετικά κριτήρια επιλογής και μεθόδους κατασκευής, και δεν υπάρχει ενιαία βάση δεδομένων για να καταγράψει όλα τα κεφάλαια. Αυτό οδηγεί σε σημαντικές διαφορές στην αναφερόμενη απόδοση μεταξύ των διαφόρων δεικτών.

Παρά το γεγονός ότι έχουν ως στόχο να είναι αντιπροσωπευτικοί, οι μη investable δείκτες υποφέρουν από μεγάλη προκατάληψη.

Η συμμετοχή των funds σε μια βάση δεδομένων είναι προαιρετική, οδηγώντας σε [self-selection πόλωση](#), επειδή τα κεφάλαια αυτά που επιλέγουν να αναφέρουν δεν μπορούν να αναφέρουν το σύνολο των πόρων τους. Για παράδειγμα, μερικοί δεν αναφέρουν λόγω των κακών αποτελεσμάτων ή επειδή έχουν ήδη φτάσει το μέγεθος του στόχου τους και δεν επιθυμούν να αυξήσουν περαιτέρω τα χρήματά τους.

Η σύντομη διάρκεια ζωής των πολλών αμοιβαίων κεφαλαίων κινδύνου σημαίνει ότι υπάρχουν πολλοί νεοεισερχόμενοι και πολλές αναχωρήσεις κάθε χρόνο, το οποίο είναι από μόνο του ένα πρόβλημα. Αν εξετάσουμε μόνο τα κεφάλαια που έχουν διασωθεί μέχρι σήμερα, θα υπερεκτιμούν προηγούμενες αποδόσεις, επειδή πολλές από τις χειρότερες επιδόσεις των funds δεν έχουν διασωθεί, και η παρατηρούμενη σχέση μεταξύ ταμείου για τη νεολαία και οι επιδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων δείχνει ότι αυτή η προκατάληψη μπορεί να είναι σημαντική.

Όταν ένα ταμείο προστίθεται σε μια βάση δεδομένων για πρώτη φορά, το σύνολο ή μέρος των ιστορικών δεδομένων του καταγράφονται εκ των υστέρων στη βάση δεδομένων. Είναι πιθανό ότι δημοσιεύουν τα αποτελέσματά τους μόνο όταν αυτά είναι ευνοϊκά, έτσι ώστε οι μέσες αποδόσεις που εμφανίζονται από τα ταμεία κατά τη διάρκεια της περιόδου να είναι φουσκωμένες. Αυτό είναι γνωστό ως "στιγμαία ιστορική προκατάληψη» ή «επιχωμάτωση προκατάληψη"...

4.4.2 Investable δείκτες

Οι Investable δείκτες είναι μια προσπάθεια να μειωθούν τα προβλήματα που αναφέραμε παραπάνω, διασφαλίζοντας ότι το αποτέλεσμα του δείκτη είναι διαθέσιμο στους μετόχους. Για την δημιουργία ενός επενδύμενου δείκτη, ο πάροχος του δείκτη επιλέγει funds και αναπτύσσει δομημένα προϊόντα ή παράγωγα μέσα που παρέχουν την απόδοση του δείκτη. Όταν οι επενδυτές αγοράζουν τα προϊόντα αυτά ο πάροχος του δείκτη καθιστά τις επενδύσεις στα υποκείμενα κεφάλαια, κάνοντας έναν επενδύμενων δείκτη παρόμοιο με κάποιους άλλους αντιστάθμισης του κινδύνου χαρτοφυλακίου.

Για την δημιουργία του δείκτη, τα hedgefunds πρέπει να αποδεχθούν τις επενδύσεις με τους όρους που δίνονται από τον κατασκευαστή. Για να κατασκευαστεί ο δείκτης, οι όροι αυτοί πρέπει να περιλαμβάνουν διατάξεις για εξαγορές που ορισμένοι διευθυντές μπορούν να θεωρήσουν υπερβολικά επαχθείς να γίνουν αποδεκτοί. Αυτό σημαίνει ότι οι investable δείκτες δεν αντιπροσωπεύουν το σύνολο των hedgefunds. Θα λέγαμε ότι εκπροσωπούν τα επιτυχημένα funds.

4.5 Δείκτες αξιολόγησης του κινδύνου των funds.

Οι βασικές διαστάσεις για την αξιολόγηση κάθε επένδυσης, επομένως και για τα hedgefunds, είναι η απόδοση και ο κίνδυνος. Όσο αφορά τα μέτρα απόδοσης, τα βασικά και χρησιμοποιούμενα είναι ο λόγος του Sharpe (SharpeRatio) και ο συντελεστής α του Jensen (Jensen's α). Επιπλέον, χρησιμοποιείται και ο λόγος του

Sortino που δίνει χρήσιμες πληροφορίες.

Sharpe Ratio

$$SR = (r_h - r_f) / \sigma_h$$

r_h : είναι η απόδοση του hedgefund.

r_f : είναι το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο.

σ_h : είναι η τυπική απόκλιση των αποδόσεων του hedgefund.

Ο λόγος του Sharpe (1966) προσδιορίζει την υπερβάλλουσα απόδοση του hedgefund ανά μονάδα συνολικού κινδύνου και είναι αριθμός, απαλλαγμένος

από μονάδες μέτρησης. Σύμφωνα με αυτό το κριτήριο, επιλέγονται τα hedgefunds που είχαν τα υψηλότερα SharpeRatios κατά την διάρκεια μιας δεδομένης χρονικής περιόδου, αφού αυτό δείχνει καλύτερη διαχείριση και μεγαλύτερη απόδοση ανά μονάδα κινδύνου.

Ο λόγος του Sortino (1981) είναι μέτρο επιπλέον απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου, βασισμένο στην downside deviation. Αποτελεί μια μορφοποίηση του SharpeRatio που μεταβάλλει την συνολική μεταβλητότητα μιας επένδυσης από το αρνητικό μέρος της μεταβλητότητας. Οι προς τα πάνω κινήσεις είναι επιθυμητές και δεν υπολογίζονται, άρα το SortinoRatio δεν προσθέτει ποινή των funds για την προς τα πάνω μεταβλητότητα. Έτσι, στο τύπο του Sharpe αντικαθιστούμε τον παρονομαστή:

$$\text{SortinoRatio} = (r_h - r_f) / \sigma_{\text{down}}$$

r_h : είναι η πραγματοποιηθείσα απόδοση του hedgefund.

r_f : είναι το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο.

σ_{down} : είναι η *downside deviation* των αποδόσεων του hedgefund.

Συμπεράσματα

Είναι γεγονός ότι ενώ η χρηματοπιστωτική κρίση είχε ως αφετηρία την οικονομία των ΗΠΑ, η παγκοσμιοποίηση των αγορών μετέφερε την κρίση σε ολόκληρη την οικονομία άλλα και στις χώρες. Αποδείχτηκε επίσης ότι είναι αναγκαίο ένα αυστηρότερο πλαίσιο λειτουργίας των χρηματοπιστωτικών αγορών και των hedgefunds μέσα από την κατασκευή ενός ενιαίου παγκόσμιου μηχανισμού ελέγχου ανάμεσα στις εποπτικές αρχές της ΕΕ, των ΗΠΑ και άλλων μεγάλων χρηματοοικονομικών κέντρων. Οι κανόνες της Βασιλείας III, αν και έχουν κάνει βήματα προς αυτήν την κατεύθυνση, δεν θεωρούνται αρκετά αυστηροί από χώρες, όπως είναι οι Η.Π.Α. και η Γερμανία. Είναι επίσης σημαντικό να επισημανθεί ότι, ιδιαίτερα σε περιόδους οικονομικών κρίσεων, θα πρέπει να υπάρχει στενή και αρμονική συνεργασία ανάμεσα στις νομισματικές και δημοσιονομικές αρχές για τον καλύτερο συντονισμό και εναρμόμιση στόχων και μέτρων από κοινού. Όσον αφορά την ελληνική πραγματικότητα, η εκδήλωση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης έφερε στην επιφάνεια παθογένειες της ελληνικής οικονομίας, με αποτέλεσμα την παρατεταμένη ύφεση και τη μείωση της οικονομικής δραστηριότητας.

Τα hedgefunds γιγαντώθηκαν και τα κεφάλαια υπό διαχείριση έφτασαν τα 1,9 τρισ. δολάρια. Δεδομένου δε ότι είναι και μοχλευμένα, το μέγεθος των επενδύσεων είναι τεράστιο. Τα hedgefunds χρεώνουν τους επενδυτές τους με ένα ποσοστό επί των αποδόσεών τους και οι αμοιβές των στελεχών των hedgefunds είναι πολλαπλάσιες από αυτές των αντίστοιχων τραπεζικών στελεχών. Με τέτοια επίπεδα αποδοχών, η φιλοδοξία για κάθε νεοπροσλαμβανόμενο στις τράπεζες ήταν να αποκτήσει λίγη εμπειρία και μετά να μεταπηδήσει σε ένα hedgefund. Έτσι οι αγορές γέμισαν με στελέχη που έχουν ελάχιστη πραγματική εμπειρία στις αγορές, διαχειρίζονται εκατομμύρια δολάρια και αντιγράφει ο ένας τις ιδέες του άλλου. Επειδή τα hedgefunds αμείβονται με ποσοστά επί των κερδών, όταν κάποιο hedgefund δεν έχει καλές αποδόσεις και οι μάνατζέρ του κρίνουν ότι δεν θα επανέλθει σε κερδοφορία σύντομα, η πιο συνηθισμένη αντίδραση είναι απλή: Το κλείνουν, ζητούν συγγνώμη από τους επενδυτές και τους επιστρέφουν ό,τι έχει απομείνει από το κεφάλαιο.

Με το τέλος του Σεπτεμβρίου τα περισσότερα hedgefunds κατέγραφαν μεγάλες απώλειες και οι επενδυτές, φοβισμένοι και από την πιστωτική κρίση, απαίτησαν μαζικά να πάρουν πίσω τα επενδυμένα τους κεφάλαια. Έτσι ξεκίνησε ο Οκτώβριος, με τα hedgefunds να χρειάζεται να κάνουν τεράστιες ρευστοποιήσεις είτε γιατί έπρεπε να αποπληρώσουν τους επενδυτές τους είτε γιατί αποφάσισαν ότι θα κλείσουν είτε γιατί οι τράπεζες που τους είχαν δανείσει τους υποχρέωναν να κλείσουν τις θέσεις τους.

Σε μια αγορά υπό κατάρρευση από τις πρόσφατες χρεοκοπίες μεγάλων τραπεζών της από την πιστωτική κρίση, οι ρευστοποιήσεις των hedgefunds δεν της έδωσε καμία ευκαιρία να ανασάνει, δημιουργώντας και περίεργες αλλοιώσεις.

Οι ευθύνες των funds είναι δεδομένες και καταγεγραμμένες τόσο για τις τοποθετήσεις, για τις αμοιβές με το τρόπο αυτό σε στελέχη τους, άλλα και για τις κινήσεις τους μετά το ξέσπασμα της στεγαστικής κρίσης. Το νομικό πλαίσιο ακόμα δεν είναι σε θέση να θέσει σωστές βάσεις για μια υγιή αγορά και τα funds με την

δύναμη που έχουν αποκτήσει δεν δείχνουν διατεθειμένα να εναρμονιστούν με αυτούς τους κανόνες κυρίως λόγω των περιοριστικών μέτρων που θα μειώσουν τα κέρδη τους.

Βιβλιογραφία

Ελληνική

- ⌘ Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC), 2010.
- ⌘ Νίκος Κεφαλληναίος - Χρηματοοικονομικός σύμβουλος
- ⌘ Νικόλαος Γ. Τραυλός, Χρήστος Καμπόλης, Τα αίτια της πρόσφατης παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, 2008 .
- ⌘ Τρύφων Κολλίντζας& Μιχάλης Ψαλιδόπουλος, Ημερίδα του Ιδρύματος της Βουλής των Ελλήνων με θέμα: «Από την Κρίση του 1929 στην Κρίση του 2009», Αθήνα 12/11/2009.

Ξένη

- Ackermann, Carl, McEnally, Richard and Ravenscraft, David “The Performance of Hedge Funds: Risk, Return and Incentives” June 1999, The Journal of Finance.
- Ang, Andrew; Gorovyy, Sergiy; VanInwegen, Greg (February 2011). "Hedge Fund Leverage".
- Aldrich, David and Lewin, Marina.“Institutional Demand for Hedge Funds: New Opportunities and New Standards” December 2004, The Bank of New York.
- Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts of the United States, Fourth Quarter 1998.
- Coggan, Philip (2010). Guide to Hedge Funds. The Economist.
- Davis, J.D. and J. Haltiwanger (1996), “Employer Size and the Wage Structure in U.S. Manufacturing”, Annales d’Economie et de Statistique, 41/42, 324-67.
- Abowd, J.M., F. Kramarz and D.N. Margolis (1999), “High Wage Workers and High Wage Firms”.
- M. Giovanoli, D. Devos, 2010, σελ. 127 επ., J.-V. Louis, The Implementation of the Larosière Report: A Progress Report, in International Monetary and Financial Law.
- European Commission, 2010, Τράπεζα της Ελλάδος, 2010.
- Hedge Funds: Risk, Return and Incentives” June 1999, The Journal of Finance.

- ☞ Herbst-Bayliss, Svea (19 Ιανουαρίου 2011). "περιουσιακά στοιχεία της βιομηχανίας των hedgefunds διογκώνονται σε 1.920 δισεκατομμύρια δολάρια" . Reuters
- Hull, John C. "Fundamentals of Futures and Options Markets" 2005, Pearson Prentice Hall.
- Plasman, R., M. Rusinek and F. Rycx (2010), "Wages and the Bargaining Regime under Multilevel Bargaining: Belgium, Denmark and Spain", European Journal of Industrial Relations, 13(2), 161-8.
- The President's Working Group on Financial Markets (April 1999). "Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management" (pdf).U.S. Department of the Treasury.
- "The Model for Superior Performance," in Hedge Funds: Investment and Portfolio Strategies for the Institutional Investor, eds. Jess Lederman and Robert A. Klein (New York: Irwin Professional Publishing, 1995), pp. 1-17.
- Securities and Exchange Commission, Implications of the growth of hedge funds, September 2003.

Διαδικτυακές πηγές

- ☞ http://www.capitalinvest.gr/info.php?category_id=42&product_id=252
- ☞ <http://www.hedgeco.net/hedgeducation/industry-overview.php>
- ☞ http://www.investopedia.com/articles/01/082901.asp?ad=ETF_Feat
- ☞
http://www.investorwords.com/162/aggressive_growth_fund.html
<http://www.investopedia.com/terms/d/distressedsecurities.asp>
- ☞ <http://www.investopedia.com/search/default.aspx?q=Emerging%20Markets>
- ☞ <http://www.newmoney.gr/article/34097/goldman-sachs-ayta-einai-ta-5-pithana-senaria-gia-tis-pagkosmies-agores-2014#ixzz2qAo14GoJ>
- ☞ <http://blogs.eliamep.gr/petsas/pagkosmia-ikonomiki-krisi-i-eties-ke-i-antimetopisi-tis-2/#sthash.7p3RDTXD.dpuf,p22-34>
- ☞ <http://www.barclayhedge.com/research/educational-articles/hedge-fund-strategy-definition/hedge-fund-strategy-fixed-income.html>
- ☞ <https://www.hedgefundresearch.com/index.php?fuse=hfru-met>
- ☞
<http://www.hedgeindex.com/hedgeindex/en/PressRelease.aspx?cy=USD&DocID=235>

