



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΠΑΤΡΩΝ**
UNIVERSITY OF PATRAS

**ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΤΟΥΡΙΣΜΟΥ

(πρώην Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής – Μεσολόγγι)

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**“Τα Hedge Funds και ο ρόλος τους στην ελληνική
κρίση”**

Ον/μο φοιτητή : Παναγιώτης Μερεμέτης

Επιβλέπων καθηγητής : Καμπούρη Μαρία

ΜΕΣΟΛΟΓΓΙ

ΜΑΙΟΣ 2019

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Αντιστάθμιση κινδύνου καλείται μια τακτική κάλυψης σε ό,τι έχει να κάνει με τις απώλειες κεφαλαίων που είναι εφικτό να προκύψουν σαν συνέπεια απρόσμενων ενεργειών της αγοράς. Καθοριστικότερη είναι η προστασία συναλλαγματικού, επιτοκιακού αλλά και συστημικού κινδύνου. Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης προτείνονται από αρκετούς συμβούλους σαν χρηματοπιστωτικά μέσα με στόχο να προσφέρουν το αντίθετο αποτέλεσμα από μια επενδυτική ενέργεια υψηλού κινδύνου, προκειμένου να περιοριστούν οι κυριότερες απώλειες αυτής της μορφής.

Η σύγχρονη βιομηχανία των hedge funds έχει εξελιχτεί καθοριστικά κυρίως τα τελευταία έτη, με κυριότερη συνέπεια να αποτελούν πλέον αντικείμενο ενδιαφέροντος για ολόκληρο το οικονομικό σύστημα σε διεθνές αλλά και σε εθνικό επίπεδο. Είναι εξαιρετικά δύσκολο να υπολογιστεί με ακρίβεια το πραγματικό μέγεθος της εν λόγω βιομηχανίας, δεδομένου πως η επιτροπή κεφαλαιαγοράς επιβάλλει σημαντικούς περιορισμούς στη διαφήμιση τους.

Τα hedge funds που αποτελούν πεδίο έρευνας για τη συγκεκριμένη εργασία είναι εκλεκτικές επενδυτικές κοινοπραξίες, τυπικά οργανωμένες σαν ιδιωτικοί συνεταιρισμοί και πολλές φορές ανιχνεύσιμες στο εξωτερικό για φορολογικούς και ελεγκτικούς λόγους. Οι διαχειριστές τους οι οποίοι πληρώνονται με μια προμήθεια σύμφωνα με την εκάστοτε απόδοση, είναι ελεύθεροι να κάνουν χρήση όλων των ειδών των τεχνικών επένδυσης, όπως είναι για παράδειγμα η μόχλευση και το short selling με κυριότερο στόχο να παρουσιάσουν ανοδική τάση των αποδόσεων.

Σκοπός τους είναι να καταφέρουν να ελαττώσουν αισθητά τη διακύμανση και τον κίνδυνο και παράλληλα να συντηρήσουν το αρχικό κεφάλαιο και να παρουσιάσουν θετικές αποδόσεις ακόμα και στην περίπτωση στην οποία η αγορά δεν είναι θετική. Ο κίνδυνος ο οποίος καλύπτεται είναι δυνατόν να έχει προέλευση από τη μεταβλητότητα των επιτοκίων, των τιμών συναλλάγματος, των τιμών των μετοχών, των ομολόγων καθώς επίσης και των εμπορευμάτων.

Στα κεφάλαια αυτής της μορφής αρχικά εστίασαν μονάχα άμεσοι επενδυτές, δηλαδή, τεράστια επενδυτικά σχήματα τα οποία είχαν αναλάβει καθοριστικό κίνδυνο με τις τοποθετήσεις τους. Στη σύγχρονη εποχή έχει μελετηθεί ο κύκλος των πελατών τους με βασικότερη παρουσία τους θεσμικούς επενδυτές (όπως είναι για παράδειγμα επενδυτικές επιχειρήσεις, τραπεζικοί οργανισμοί, αμοιβαία κεφάλαια, διαμεσολαβητές της αγοράς, ασφαλιστικές επιχειρήσεις καθώς επίσης και συνταξιοδοτικά ταμεία).

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στη συγκεκριμένη εργασία, ενεργούμε με στόχο να συνοψίσουμε μια επισκόπηση της ακαδημαϊκής έρευνας σε ό,τι έχει να κάνει με τις αμοιβές απόδοσης και διαχείρισης των αμοιβαίων κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνου, προκειμένου να αξιολογηθεί εάν παρουσιάστηκαν σημαντικά ζητήματα στρέβλωσης κινήτρων, όπως είναι για παράδειγμα ο ηθικός κίνδυνος. Στόχος μας είναι να αναδείξουμε τον καθοριστικό ρόλο που παίζουν τα hedge funds στην ελληνική αλλά και στη διεθνή οικονομία, παλαιότερα αλλά και στη σημερινή εποχή, ενώ παράλληλα να παρουσιάσουμε και τον ρόλο που έπαιξαν στη δημιουργία της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής ύφεσης. Για να γίνει αυτό, θα υλοποιηθεί μια βιβλιογραφική ανασκόπηση που θα εστιάζει σε διεθνή, ελληνική αλλά και διαδικτυακή βιβλιογραφία, έτσι ώστε με το πέρας της εν λόγω εργασίας να είμαστε σε θέση να αντλήσουμε τα βέλτιστα επιθυμητά συμπεράσματα.

Σε ό,τι έχει να κάνει με τη δομή της συγκεκριμένης εργασίας, είναι σημαντικό να τονιστεί πως χωρίζεται σε 4 κεφάλαια. Στο πρώτο κεφάλαιο θα μελετήσουμε κάποια βασικά στοιχεία των αντισταθμιστικών αμοιβαίων κεφαλαίων κινδύνου (hedge funds), όπως είναι για παράδειγμα η ιστορική τους διαδρομή, μερικές βασικές έννοιες που χρησιμεύουν στα εν λόγω κεφάλαια, τα κυριότερα γνωρίσματα αυτών των κεφαλαίων, τα βασικότερα μέσα και τις κυριότερες κατηγορίες τους, τις στρατηγικές που αναπτύσσουν καθώς επίσης και τις διαφορές που υφίστανται ανάμεσα σε αυτά τα κεφάλαια και τα αμοιβαία κεφάλαια.

Από την άλλη πλευρά, στο δεύτερο κεφάλαιο της εν λόγω εργασίας θα αναφερθούμε στην επικινδυνότητα αυτών των κεφαλαίων. Αρχικά θα μελετήσουμε τις αποδόσεις αυτών των κεφαλαίων, τη διαχείριση κινδύνου που περιέχεται σε αυτά τα κεφάλαια, τον συστημικό κίνδυνο, τον κίνδυνο ρευστότητας, τη μόχλευση και τέλος τις κυριότερες πηγές απόδοσης κινδύνου και τους κινδύνους που υφίστανται για τους επενδυτές. Το μεγαλύτερο κομμάτι αυτής της εργασίας θα αφορά, όμως, τα δυο τελευταία κεφάλαια όπου στο 3^ο θα γίνει λόγος για τον ρόλο που έχουν παίξει τα συγκεκριμένα κεφάλαια στη δημιουργία της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής ύφεσης (θα γίνει αναφορά στο ξεκίνημα, στα αίτια, στην ευθύνη των εποπτικών αρχών, στον ρόλο των συγκεκριμένων κεφαλαίων στην κρίση και στις τάσεις τους) ενώ στο 4^ο και τελευταίο κεφάλαιο θα μελετήσουμε τον ρόλο που διαδραματίζουν στη σημερινή εποχή, δηλαδή μετά από σχεδόν 10 χρόνια οικονομικής ύφεσης.

Λέξεις κλειδιά : Κεφάλαιο αντιστάθμισης κινδύνου, αμοιβή διαχείρισης, αμοιβή κινήτρου, ελάχιστο επίπεδο απόδοσης, παγκόσμια οικονομική κρίση, αμοιβαία κεφάλαια

SUMMARY

In this paper, we are working to summarize an overview of academic research into the performance and management of hedge funds in order to assess whether significant issues of incentive distortion, such as moral hazard. Our goal is to highlight the key role played by hedge funds both in the Greek and in the international economy, both in the past and nowadays, while also presenting the role they played in creating the global financial recession. To do this, a bibliographic review will be carried out focusing on international, Greek and online literature, so that at the end of this work we will be able to draw optimal desirable conclusions.

As far as the structure of the particular work is concerned, it is important to emphasize that it is divided into four chapters. In the first chapter we will study some basic elements of hedge funds, such as their historical path, some basic concepts used in these chapters, the main features of these chapters, the main instruments and the main their strategies, their strategies, as well as the differences that exist between these funds and mutual funds.

On the other hand, in the second chapter of this work we will refer to the risk of these chapters. Initially, we will study the returns of these funds, the risk management contained in these funds, systemic risk, liquidity risk, leverage, and ultimately the main sources of risk and the risks to investors. The major part of this work will, however, concern the last two chapters, where the third chapter will talk about the role that these funds have played in creating the global financial downturn (reference will be made to the start, causes, responsibility of supervisory the role of these chapters in the crisis and their tendencies), while in the fourth and final chapter we will study the role they play in the current era, that is after almost 10 years of economic recession.

Keywords: Hedge funds, management fee, incentive fee, minimum performance level, global financial crisis, mutual funds

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΡΟΛΟΓΟΣ.....	2
ΠΕΡΙΛΗΨΗ	3
SUMMARY	4
ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ	5
ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΕΙΚΟΝΩΝ.....	6
ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΠΙΝΑΚΩΝ	6
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	7
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 - HEDGE FUNDS.....	8
1.1 Ιστορική αναδρομή.....	8
1.2 Βασικές έννοιες.....	12
1.3 Χαρακτηριστικά	14
1.4 Κατηγορίες και εργαλεία.....	16
1.5 Hedge Funds vs Αμοιβαία Κεφάλαια.....	18
1.6 Στρατηγικές.....	19
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 - ΕΠΙΚΙΝΔΥΝΟΤΗΤΑ.....	23
2.1 Αποδόσεις των Hedge Funds	23
2.2 Αντισταθμιστικά κεφάλαια και διαχείριση κινδύνου.....	24
2.3 Συστημικός κίνδυνος.....	27
2.4 Κίνδυνος ρευστότητας.....	30
2.5 Μόγλευση.....	31
2.6 Πηγές απόδοσης κινδύνου και κίνδυνοι επενδυτών.....	38
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 - ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ HEDGE FUNDS.....	40
3.1 Το ξεκίνημα της οικονομικής κρίσης.....	40
3.2 Αίτια οικονομικής κρίσης.....	42
3.3 Ευθύνη εποπτικών αρχών.....	44
3.4 Ο ρόλος των hedge funds στην οικονομική κρίση.....	47
3.5 Ο ρόλος τους στην Ελληνική οικονομία	57
3.6 Ο ρόλος τους στη διεθνή οικονομία.....	62
3.7 Νέες τάσεις και η εποπτεία τους.	67

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	70
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	72

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΕΙΚΟΝΩΝ

Εικόνα 1.1 : Ύψος των υπό διαχείριση κεφαλαίων σε δις δολάρια (1990-2011)	10
Εικόνα 1.2 : Εξέλιξη hedge funds κατά την περίοδο της κρίσης (2008-2015)	11
Εικόνα 1.3 : Αγοροπωλησίες Hedge funds	18
Εικόνα 2.1 : Εταιρική μόχλευση (2006-2018)	33
Εικόνα 2.2 : Οι μεγαλύτερες τράπεζες στις ΗΠΑ έχουν σχεδόν 3 φορές περισσότερο κεφάλαιο ως ποσοστό των περιουσιακών τους στοιχείων (assets).....	35
Εικόνα 2.3 : Η έκδοση αμερικανικών μοχλευμένων δανείων και ομολόγων-σκουπιδιών έχει υπερδιπλασιαστεί την τελευταία δεκαετία	36
Εικόνα 2.4 : Οι μεγάλες τράπεζες έχουν χάσει το μερίδιό τους σε δάνεια από τις Η.Π.Α. σε μικρότερους αντιπάλους.....	37
Εικόνα 3.1 : Ανάπτυξη της αγοράς hedge funds πριν την κρίση	54
Εικόνα 3.2: Οι βασικοί λόγοι που αποθαρρύνουν τις επενδύσεις στην Ελλάδα	60
Εικόνα 3.3 : Η ακαθάριστη οικονομική μόχλευση που έχει αναληφθεί από τα Hedge Funds (2005-2017).....	64
Εικόνα 3.4 : Διακυμάνσεις των Hedge funds σύμφωνα με την πολιτική αβεβαιότητα	65

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1.1 : Μέσος όρος Hedge Funds σύμφωνα με τις επενδυτικές στρατηγικές.....	22
--	----

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τα Hedge Funds εξακολουθούν να ενδιαφέρουν τους επενδυτές και οι επενδύσεις τους σε αυτά συνεχώς παρουσιάζουν σταδιακή ανοδική τάση. Θεσμικοί επενδυτές ενεργούν με βασικότερο στόχο να ενισχύσουν τις αποδόσεις τους και τα εν λόγω κεφάλαια αποτελούν τους δυνητικούς φορείς προκειμένου να επιτύχουν τους σκοπούς τους. Παρά το γεγονός αυτό, όμως, τα ελλιπή δεδομένα, οι αμοιβές, η πιο ελαφριά ρύθμιση καθώς επίσης και η ρευστότητα αποτελούν καθοριστικά εμπόδια, αναπτύσσοντας σημαντικά προβλήματα. Ακόμη και με αυτόν τον τρόπο, όμως, οι επενδύσεις αυτής της μορφής αναμένεται να παρουσιάσουν επιπλέον ανάπτυξη.

Η ιστορία τους αρχίζει την περίοδο του '49 όταν ο Winslow Jones αποφάσισε να βρει μια μέθοδο με στόχο να καταφέρει να απομακρύνει τον κίνδυνο από την αγορά. Η μέθοδος αυτή ήταν να αγορά τις μετοχές που περίμενε να παρουσιάσουν την πιο μεγάλη ανοδική τάση και να πουλάει short τις μετοχές τις οποίες προέβλεπε να έχουν την πιο μεγάλη ελάττωση. Με την εν λόγω τακτική θα μπορούσε το κεφάλαιό του να έχει σταθεροποιημένη απόδοση σε ετήσια βάση. Για την αμοιβή του χρέωνε τους επενδυτές του με το 20% επί των κερδών του κεφαλαίου. Σχεδόν 50 έτη μετέπειτα ελάχιστοι διαχειριστές των συγκεκριμένων κεφαλαίων αντισταθμίζουν με την τακτική αυτή, όμως, οι πιο πολλοί εξ αυτών ακολουθούν ακόμη και στη σύγχρονη εποχή τη δομή της εταιρικής σχέσης, η οποία οριοθετεί και την αμοιβή τους.

Τα κεφάλαια αυτής της μορφής αποτελούν μια σύγχρονη μέθοδο επένδυσης στην οποία οι διαχειριστές τους ενεργούν προκειμένου να επιτύχουν πιο υψηλές αποδόσεις για ένα καθορισμένο επίπεδο κινδύνου σε σχέση με ότι αναμενόταν. Έχουν στην ευχέρειά τους ένα μεγάλο σύνολο επενδυτικών τακτικών που δεν είναι εφικτό να οριοθετηθούν και να καθοριστούν αυστηρά. Κάποιες από αυτές τις τακτικές είναι το short selling, η μόχλευση καθώς επίσης και η buffet line.

Στη συγκεκριμένη εργασία θα προσπαθήσουμε να παρουσιάσουμε το σύνολο των κυριότερων γνωρισμάτων των συγκεκριμένων κεφαλαίων. Θα μελετήσουμε τις κυριότερες κατηγορίες των κεφαλαίων αυτών αλλά το μεγαλύτερο μέρος της εν λόγω πτυχιακής εργασίας θα αφορά τον καθοριστικό ρόλο που έχουν παίζει στην ελληνική αλλά και στη διεθνή οικονομία, ενώ θα διερευνήσουμε τον ρόλο που έπαιξε στη διαμόρφωση της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης.

HEDGE FUNDS

1.1 Ιστορική αναδρομή

Το 1^ο κεφάλαιο αυτής της μορφής αναπτύχθηκε από τον Alfred Winslow Jones, την περίοδο του '49, με αρχικό κεφάλαιο 100 χιλιάδες δολάρια. Η ιδέα του ήταν να κατορθώσει α συνδυάσει 2 οικονομικά μέσα, την ανοιχτή πώληση καθώς επίσης και την μόχλευση, προκειμένου να ήταν εφικτό να ελαττωθεί ο συνολικός κίνδυνος του χαρτοφυλακίου, αναπτύσσοντας ένα συντηρητικό χαρτοφυλάκιο που έχει πολύ μικρή έκθεση στην αγορά. Ακόμα, είχε την ιδέα να επενδύσει την περιουσία του στο fund το οποίο ανέπτυξε, και ως κέρδος θα είχε το 20% της προσφερόμενης απόδοσης και όχι την καταβολή ενός παγίου ποσοστού επί των υπό διαχείριση κεφαλαίων.¹

Η συγκεκριμένη προσέγγιση είχε σαν βασικότερη συνέπεια, τα συμφέροντα του εκάστοτε διαχειριστή αλλά και των επενδυτών να ταυτίζονται. Είναι σημαντικό να τονιστεί πως παρά το γεγονός πως τα σύγχρονα κεφάλαια αυτής της μορφής έχουν διαφοροποιημένους τύπους και είναι σύνθετα συγκριτικά με αυτό του Jones, υφίστανται 5 γνωρίσματα τα οποία παραμένουν αναλλοίωτα. Αυτά τα γνωρίσματα είναι πως ο διαχειριστής είναι ελεύθερος να χρησιμοποιεί ένα μεγάλο σύνολο οικονομικών μέσων, έχει την ευχέρεια να χρησιμοποιήσει ανοιχτές πωλήσεις, μοχλεύσεις, το γεγονός πως το κέρδος του διαχειριστή παρουσιάζεται σαν ποσοστό επί της κερδοφορίας της επένδυσης καθώς επίσης και το γεγονός πως τις περισσότερες φορές ο διαχειριστής επενδύει ένα ποσό από την προσωπική του περιουσία στο κεφάλαιο το οποίο είχε αναπτύξει, προκειμένου να υφίσταται ταύτιση του συμφέροντος των διαχειριστών και των επενδυτών.²

Την περίοδο του '67 ο Michael Steinhardt ανέπτυξε μια εταιρία με 8 υπαλλήλους και 7,7 εκατομμύρια δολάρια αρχικό κεφάλαιο, φτάνοντας μετά από σχεδόν 13 χρόνια να έχει 5 δις υπό διαχείριση. Την περίοδο του '94 η εν λόγω εταιρία έκλεισε καθώς υπήρχαν τεράστιες απώλειες. Εξαιτίας της συγκεκριμένης ανάπτυξης την περίοδο του '69 η επιτροπή κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ ξεκίνησε την άσκηση ελέγχου των συγκεκριμένων κεφαλαίων. Εκείνη την περίοδο αναπτύχθηκε και το πρώτο hedge funds στην ΕΕ και συγκεκριμένα στην Ελβετία. Μια εξίσου σημαντική δράση αυτής της μορφής ήταν η εταιρία που αναπτύχθηκε από τους Robertson και McKenzie με αρχικό κεφάλαιο σχεδόν 9 εκατομμύρια δολάρια. Την περίοδο του '99 η στρατηγική που εφάρμοζε η συγκεκριμένη εταιρία προκάλεσε τεράστια

¹ S. McCrary, (2005), *Hedge fund course*, Wiley.

² V. Agarwal, N. Boyson, N. Naik, (2009), *Hedge funds for retail investors? An examination of hedged mutual funds*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(2), pp. 272-304.

προβλήματα στην οικονομία και επέφερε μεγάλες απώλειες για το fund τους, με κυριότερη συνέπεια το κλείσιμο της εν λόγω επιχείρησης.³

Στη σημερινή εποχή, η συγκεκριμένη αγορά έχει διευρυνθεί και είναι ευρέως διαδεδομένο. Ολοένα και πιο πολλοί θεσμικοί επενδυτές επιλέγουν να επενδύσουν τα λεφτά τους σε αυτά παρά στα κλασσικά οικονομικά αγαθά εξαιτίας της τεράστιας ύφεσης, της ύφεσης των αγορών καθώς επίσης και της κρίσης χρέους που μαστίζει τόσο την ΕΕ όσο και τις ΗΠΑ. Παρά το γεγονός αυτό, όμως, τεράστιο ποσοστό των επενδυτών αντιμετωπίζει με μεγάλη καχυποψία και δυσπιστία τα κεφάλαια αυτής της μορφής λόγω του σχεδόν μη υπαρκτού νομοθετικού πλαισίου που ακολουθούν, των ελάχιστων ελέγχων καθώς επίσης και των περιοριστικών όρων, που τους επιβάλλουν οι κυβερνήσεις αλλά και οι κεφαλαιαγορές των κρατών σε διεθνές επίπεδο, καθώς επίσης και τη μεγάλη μυστικότητα των διαχειριστών τους σε ό,τι έχει να κάνει με τις επενδυτικές πολιτικές που ακολουθούν.⁴

Έρευνες αναφέρουν πως από την περίοδο του '90 υπήρχαν 610 κεφάλαια αυτής της μορφής και το σύνολο αυτό παρουσίασε ανοδική τάση φτάνοντας σχεδόν στα 7,5 χιλιάδες κεφάλαια μέχρι την περίοδο του 2004. Στη σημερινή εποχή, υφίστανται περισσότερα από 10 χιλιάδες διαφοροποιημένα κεφάλαια αυτού του είδους, γύρω στους 4 χιλιάδες διαχειριστές ενώ παράλληλα τα κεφάλαια τα οποία έχουν επενδυθεί όλα αυτά τα χρόνια ξεπερνούν τα 2 τρισεκατομμύρια δολάρια.⁵

Στην εικόνα που ακολουθεί, βλέπε εικόνα 2.1, διακρίνεται η ανοδική τάση των συγκεκριμένων κεφαλαίων έως και την περίοδο του 2007. Μετέπειτα εξαιτίας της οικονομικής ύφεσης στις ΗΠΑ εντοπίζεται αισθητή ελάττωση ενώ αργότερα μικρή ανάκαμψη. Στην εν λόγω εικόνα διακρίνουμε το ύψος των υπό διαχείριση κεφαλαίων που παρουσιάζεται σε δις δολάρια όπως διαμορφωνόταν εκείνες τις περιόδους.

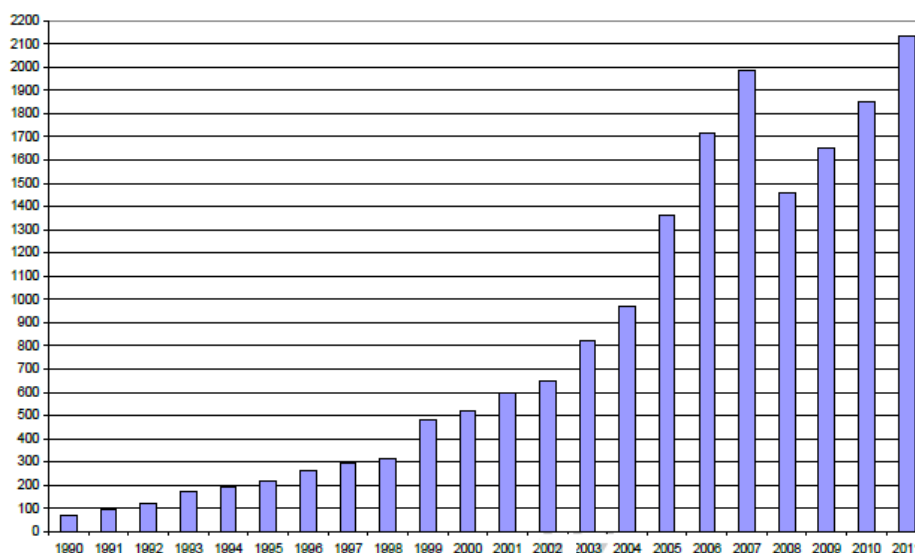
Αυτό το οποίο είναι σημαντικό να γνωρίζουμε είναι πως η παγκόσμια χρηματοοικονομική ύφεση έχει πλήξει σε μεγάλο βαθμό και τα εν λόγω κεφάλαια. Το σύνολό τους έχει μειωθεί σε τεράστιο βαθμό, ενώ κατά το 4^ο τρίμηνο της περιόδου του 2015 έκλεισαν πιο πολλά funds από όσα είχαν κλείσει στις αρχές της ύφεσης. Βάσει μελετών, 305 κεφάλαια αυτής της μορφής τερμάτισαν τη δράση τους κατά τους τελευταίους μήνες της περιόδου του 2015, από 203 που είχαν κλείσει την ίδια περίοδο την προηγούμενη χρονιά. Αφορά το πιο μεγάλο σύνολο το οποίο έχει παρουσιαστεί από το 1^ο τρίμηνο της περιόδου του 2009 και μετέπειτα, στον απόηχο της τραπεζικής κατάρρευσης, η οποία κράτησε μέχρι και το τέλος της περιόδου του 2009.⁶

³ D. Capocci, (2013), *The complete guide to hedge funds and hedge fund strategies*, Global Financial Markets, Palgrave Macmillan, England.

⁴ N. Schaub, M. Schmid, (2013), *Hedge fund liquidity and performance: Evidence from the financial crisis*, Journal of Banking and Finance, 37(3), pp. 670-690.

⁵ B. Cheffins, J. Armour, (2011), *The past, present and future of shareholder activism by hedge funds*, Journal of Corporate Law, 37(2), pp. 50-88.

⁶ Ε.Ι. Ρουμπής, (2015), *Αξιολόγηση επενδυτικών στρατηγικών για την διαμόρφωση δυναμικών χαρτοφυλακίων Hedge Funds*, Διδακτορική διατριβή, Πανεπιστήμιο Αιγαίου, Σχολή Επιστημών της Διοίκησης, Τμήμα Ναυτιλίας και Επιχειρηματικών Υπηρεσιών.



Εικόνα 1.1 : Ύψος των υπό διαχείριση κεφαλαίων σε δις δολάρια (1990-2011)⁷

Έρευνες αναφέρουν πως σχεδόν 980 κεφάλαια αυτής της μορφής ρευστοποίησαν τις θέσεις τους την περίοδο του 2015, σε σχέση με τα 864 της προηγούμενης χρονιάς. Αυτό ήταν και το υψηλότερο σύνολο από τις αρχές της ύφεσης, που είχαν κλείσει στα 1023 funds. Αντίστοιχα, την περίοδο του 2015 περιορίστηκε σημαντικά το σύνολο των καινούριων αμοιβαίων κεφαλαίων επενδυτικού κινδύνου που ξεκίνησαν τις δράσεις τους, καθώς από σχεδόν 270 τα οποία αναπτύχθηκαν το 3^ο τρίμηνο εκείνης της χρονιάς, το σύνολό τους μειώθηκε το επόμενο τρίμηνο σε 183, παρουσιάζοντας σημαντικό αρνητικό ρεκόρ, κάτι το οποίο υπήρχε από την περίοδο του 2009.⁸

Γενικότερα, η εν λόγω βιομηχανία παρουσιάζει σημαντική συρρίκνωση παρά το γεγονός πως τα κεφάλαια των επενδυτών παρουσιάζουν σταδιακή ανοδική τάση, καθώς υφίσταται αποστροφή προς τον κίνδυνο και το υψηλό ρίσκο σαν συνέπεια της υπό-απόδοσης των πιο πολλών κεφαλαίων αυτής της μορφής ύστερα από την ανοδική τάση της μεταβλητότητας των αγορών.⁹

Ταυτόχρονα, αρκετές έρευνες αναφέρουν πως οι επενδυτές έχουν γίνει εξαιρετικά προσεκτικοί στις τοποθετήσεις των κεφαλαίων τους και το περιβάλλον για την ανάπτυξη των καινούριων κεφαλαίων είναι εξαιρετικά ανταγωνιστικό. Όσο η ανοχή των επενδυτών στις μη θετικές επιδόσεις είναι λιγοστή, και η ζήτηση για ανταγωνιστικές προμήθειες παρουσιάζει σταδιακή ανοδική τάση, τα funds τα οποία ανταποκρίνονται στις απαιτήσεις της εκάστοτε

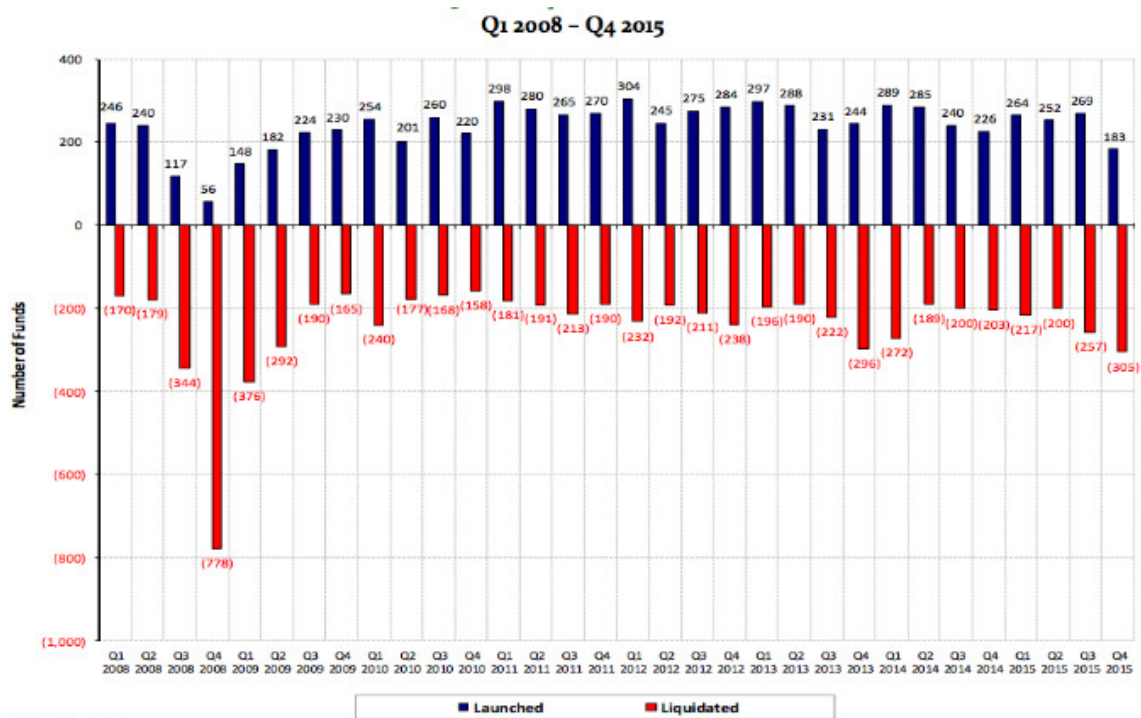
⁷ J. Holler, (2012), *Hedge funds and financial markets an asset management and corporate governance perspective*, Springer Fachmedien Wiesbaden GmdH.

⁸ Ε.Ι. Ρουμπής, (2015), *Αξιολόγηση επενδυτικών στρατηγικών για την διαμόρφωση δυναμικών χαρτοφυλακίων Hedge Funds*, Διδακτορική διατριβή, Πανεπιστήμιο Αιγαίου, Σχολή Επιστημών της Διοίκησης, Τμήμα Ναυτιλίας και Επιχειρηματικών Υπηρεσιών.

⁹ L. Dixon, C. Noreen, B.K. Krishna, (2012), *Hedge funds and systemic risk*, RAND Corporation.

αγοράς είναι ζωτικής σημασίας να προσελκύσουν κεφάλαια και να οδηγήσουν την κούρσα των αποδόσεων των επόμενων ετών.¹⁰

Την περίοδο του 2015 ήταν ένα δύσκολο έτος για τα κεφάλαια υψηλού κινδύνου, που παρουσίασαν κατά μέσο όρο απώλειες της τάξης του 2,76%. Εντοπίστηκε τεράστιο σύνολο κεφαλαίων τα οποία έκλεισαν είτε εξαγοράστηκαν. Ακόμα, πολλά εξ αυτών μετατράπηκαν σε οικογενειακά γραφεία, που έχουν τη δυνατότητα της διαχείρισης των χρημάτων τους. υφίστανται αρκετές αιτίες για την κακή απόδοση την οποία σημείωσαν, από τις δυσμενείς συνθήκες στις συναλλαγές έως τις ανησυχίες και την αβεβαιότητα για το ρυθμό της διεθνούς ανάπτυξης.



Εικόνα 1.2 : Εξέλιξη hedge funds κατά την περίοδο της κρίσης (2008-2015)¹¹

Στα μέσα του 2016, μεγάλη μερίδα του τύπου ανέφερε έξοδο επενδυτών από τα Hedge Funds. Βασικά παραδείγματα ήταν καθοριστικά ονόματα της βιομηχανίας όπως ήταν της Tudor Investment καθώς επίσης και της Brevan Howard. Το ζήτημα είναι ξεκάθαρο καθώς τα συγκεκριμένα κεφάλαια δεν είχαν καλές επιδόσεις με βασικότερη επίπτωση οι απογοητευμένοι επενδυτές να αποσύρουν τα λεφτά τους.

¹⁰ J. Holler, (2012), *Hedge funds and financial markets an asset management and corporate governance perspective*, Springer Fachmedien Wiesbaden GmdH.

¹¹ Ε.Ι. Ρουμπής, (2015), *Αξιολόγηση επενδυτικών στρατηγικών για την διαμόρφωση δυναμικών χαρτοφυλακίων Hedge Funds*, Διδακτορική διατριβή, Πανεπιστήμιο Αιγαίου, Σχολή Επιστημών της Διοίκησης, Τμήμα Ναυτιλίας και Επιχειρηματικών Υπηρεσιών.

Γενικότερα, τα συγκεκριμένα κεφάλαια αλλά και τα mutual funds παρουσιάζουν κακές επιδόσεις από την περίοδο που ξεκίνησε η ανάκαμψη των οικονομικών αγορών κατά το ξεκίνημα του 2009. Τα πρώτα ενισχύονται μονάχα 3% κατά μέσο όρο κατά την περίοδο του 2016. Τα κεφάλαια της συγκεκριμένης βιομηχανίας, αξίας σχεδόν 3 δισεκατομμυρίων δολαρίων, μετρούσαν 3 συνεχόμενα τρίμηνα αποσύρσεων κατά την περίοδο του 2016, κάτι το οποίο γινόταν για πρώτη φορά μετά από το ξεκίνημα της κρίσης.

Η Brevan Howard που αναφέρθηκε παραπάνω ήταν ένα από τα κυριότερα κεφάλαια αυτής της μορφής σε επιδόσεις κατά την περίοδο της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής ύφεσης, αλλά τα τελευταία χρόνια όδευε προ το 3^ο ημερολογιακό έτος ζημιών. Οι επενδυτές εκείνη την περίοδο απέσυραν περισσότερα από 3 δισεκατομμύρια από το εμβληματικό κεφάλαιο κατά το 1^ο εξάμηνο, βάσει με επιστολές προς τους επενδυτές και μετρήσεις αρκετών ερευνητών. Μέχρι και τα μέσα του 2016, 2 κύρια κεφάλαια αυτής της μορφής της Tudor είχαν παρουσιάσει καθοδική τάση της τάξης του 3% βάσει με τους επενδυτές, ποσοστό αρκετά πιο κάτω από τη συνολική αγορά της εν λόγω βιομηχανίας.¹²

Γενικότερα, όλα αυτά τα χρόνια τα συγκεκριμένα κεφάλαια παρείχαν απόλυτες αποδόσεις χωρίς να υφίσταται καμία απολύτως εξάρτηση από την εξέλιξη των αγορών και οι επενδυτές φάνηκαν εξαιρετικά πρόθυμοι να αναλάβουν τον υψηλότερο κίνδυνο ο οποίος συνοδεύει τις υψηλότερες αποδόσεις. Ένα από τα κυριότερα προβλήματα ήταν ο η περίπτωση του Μάντοφ, που είχε συγκεντρώσει μεγάλα κεφάλαια δίχως κανείς να του ζητήσει πειστήρια που να αφορούν τη διαφάνεια των συναλλαγών του. Αρκετοί είναι, επίσης, αυτοί οι οποίοι επιρρίπτουν τη βασικότερη ευθύνη στο μοντέλο ελέγχου και εποπτείας των ΗΠΑ. Η εποπτεία την οποία ασκούσε η αρχή χρηματοοικονομικών υπηρεσιών της Βρετανίας διέπεται από καθορισμένες αρχές. Αυτό σημαίνει, βάσει με τους υπερασπιστές της, πως αξιολογεί τους πιο μεγάλους και σημαντικούς κινδύνους σε μια καθορισμένη κατηγορία ενεργητικού και ελέγχει στενότερα τις αντίστοιχες δράσεις.¹³

1.2 Βασικές έννοιες

Τα Hedge funds αφορούν ιδιωτικές επενδυτικές κοινοπραξίες οι οποίες διαχειρίζονται τα κεφάλαια πλούσιων επενδυτών ενεργώντας με στόχο να καταφέρουν υψηλότερες αποδόσεις αναλαμβάνοντας τον μικρότερο εφικτό κίνδυνο. Με στόχο να πετύχουν κάτι τέτοιο, κάνουν χρήση ενός μεγάλου συνόλου διαφοροποιημένων επενδυτικών πολιτικών και χρήσιμων μέσων. Οι διαχειριστές των συγκεκριμένων επενδύσεων λαμβάνουν ένα ποσοστό επί των κερδών που θα επιφέρουν.¹⁴

Με το πέρασμα των ετών, οι επιθυμίες των επενδυτών έχουν μεταβληθεί ριζικά. Σε παλαιότερες περιόδους, οι αγορές αλλά και οι πωλήσεις μετοχών, οι ομολογίες και τα επιτόκια των τραπεζικών οργανισμών ήταν αρκετά για την επίτευξη καθορισμένου κέρδους. Τις τελευταίες δεκαετίες, όμως, εντοπίζεται μια συνεχόμενη ανοδική τάση των κεφαλαίων τα

¹² D.R. Chambers, K.H. Black, N.J. Lacey, (2018), *Alternative investments: A primer for investment professionals*, CFA Institute Research Foundation.

¹³ [<https://www.naftemporiki.gr/finance/story/184241/ta-hedge-funds-kai-i-theoria-tis-ekseliksis>]

¹⁴ S. McCrary, (2005), *Hedge fund course*, Wiley.

οποία επενδύονται σε hedge funds. Τα κεφάλαια τα οποία διαχειρίζονται παρουσιάζουν ανοδική τάση από 200 δις δολάρια που ήταν την περίοδο του '97 σε σχεδόν 3 τρις την περίοδο του 2015.¹⁵

Ο κυριότερος λόγος που εντοπίζεται η παραπάνω αύξηση είναι πως προσφέρουν ένα μεγάλο σύνολο διαφορετικών επενδύσεων όπως είναι για παράδειγμα τα derivatives, distressed firms, currency speculation, convertible bonds, emerging markets, merger arbitrage καθώς επίσης και άλλα εξίσου σημαντικά και χρήσιμα επενδυτικά μέσα. Με τον τρόπο αυτόν, έχουν την ευχέρεια να πετύχουν ένα εντελώς διαφοροποιημένο αλλά και ευέλικτο χαρτοφυλάκιο με καλύτερες αποδόσεις από την αγορά.¹⁶

Εξαιτίας του ύψους των κεφαλαίων τα οποία διαχειρίζονται απευθύνονται σε θεσμικούς επενδυτές όπως είναι για παράδειγμα τεράστια επενδυτικά τραπεζικά ιδρύματα, ασφαλιστικές επιχειρήσεις, συνταξιοδοτικά ταμεία, κρατικά κεφάλαια διαχείρισης πλούτου καθώς επίσης και σε αρκετά πλούσιους επενδυτές. Ο ενεργός ρόλος των θεσμικών επενδυτών υπολογίζεται πως ξεπερνά το 65-70% των κεφαλαίων αυτής της μορφής. Οι άμεσοι επενδυτές με στόχο να έχουν ενεργό ρόλο στα παραπάνω επενδυτικά σχήματα χρειάζεται να τοποθετήσουν ελάχιστο κεφάλαιο της τάξης των 100 χιλιάδων δολαρίων. Με τον τρόπο αυτό, είναι εφικτό να ειπωθεί πως τα hedge funds είναι κλειστά προς το ευρύ επενδυτικό κοινό.¹⁷

Τα εν λόγω κεφάλαια κάνουν χρήση των δικών τους πολιτικών που τις περισσότερες φορές εναρμονίζονται με τις επιθυμίες αλλά και τους κυριότερους σκοπούς των εκάστοτε επενδυτών. Ο κίνδυνος τον οποίο αναλαμβάνουν είναι δυνατόν να έχει προέλευση από τη μεταβλητότητα των επιτοκίων, των ισοτιμιών, των τιμών των μετοχών καθώς επίσης και των ομολόγων. Η αντιστάθμιση του κινδύνου γίνεται μέσω της χρησιμοποίησης προθεσμιακών πρακτικών είτε οικονομικών συμβολαίων.¹⁸

Επί της ουσίας, είναι εφικτό να ειπωθεί πως οι συγκεκριμένες επενδύσεις αφορούν κεφάλαια που έχουν την ευχέρεια να λάβουν long και short θέσεις, να κάνουν χρήση του arbitrage, να αγοράζουν αλλά και να πουλούν υποτιμημένα χρεόγραφα, να διαπραγματεύονται δικαιώματα προαίρεσης είτε ομολογίες καθώς επίσης και να επενδύσουν σε όλες τις δυνατές ευκαιρίες σε οποιαδήποτε αγορά, προβλέποντας ταυτόχρονα να έχουν σημαντικά κέρδη, ελαττώνοντας με αυτόν τον τρόπο τον κίνδυνο που μπορεί να υπάρξει.¹⁹

¹⁵ Ε.Ι. Ρουμπής, (2015), *Αξιολόγηση επενδυτικών στρατηγικών για την διαμόρφωση δυναμικών χαρτοφυλακίων Hedge Funds*, Διδακτορική διατριβή, Πανεπιστήμιο Αιγαίου, Σχολή Επιστημών της Διοίκησης, Τμήμα Ναυτιλίας και Επιχειρηματικών Υπηρεσιών.

¹⁶ D.R. Chambers, K.H. Black, N.J. Lacey, (2018), *Alternative investments: A primer for investment professionals*, CFA Institute Research Foundation.

¹⁷ V. Agarwal, N. Boyson, N. Naik, (2009), *Hedge funds for retail investors? An examination of hedged mutual funds*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(2), pp. 272-304.

¹⁸ A. Aiken, C. Clifford, J. Ellis, (2013), *Out of the dark: Hedge fund reporting biases and commercial databases*, *Review of Financial Studies*, 26(1), pp. 207-242.

¹⁹ S. McCrary, (2005), *Hedge fund course*, Wiley.

Τα συγκεκριμένα κεφάλαια διαφοροποιούνται σε μεγάλο βαθμό μεταξύ τους σύμφωνα με την απόδοση, τη μεταβλητότητα αλλά και το ρίσκο που περιέχουν. Πολλές είναι οι επενδυτικές πολιτικές οι οποίες τείνουν να αντισταθμίζουν το υπό διαχείριση κεφάλαιο σε σχέση με την καθοδική τάση της αγοράς όπου έχουν λάβει χώρα οι εν λόγω τακτικές. Αρκετά κεφάλαια αυτής της μορφής έχουν την ευχέρεια να προσφέρουν αποδόσεις οι οποίες έχουν άμεση σχέση με την απόδοση μιας καθορισμένης αγοράς στην οποία επενδύονται και χουν σαν βασικότερο σκοπό την προστασία των επενδυμένων κεφαλαίων και πιθανόν μια μικρή θετική απόδοση παρά την επίτευξη μεγάλων αποδόσεων.²⁰

Γενικότερα, εάν θα έπρεπε να προσδώσουμε έναν ορισμό για αυτήν την έννοια είναι πως αφορά μια μορφή επένδυσης χρημάτων σε αμοιβαία κεφάλαια που περιέχει ένα σύνολο διαφοροποιημένων οικονομικών αγαθών. Επί της ουσίας αφορά μια εξειδικευμένη περίπτωση των απλών κεφαλαίων που καλούνται funds. Η ελληνική τους ορολογία είναι αντισταθμιστικά κεφάλαια καθώς με το σύνολο των αγαθών που παρέχουν ενεργούν με βασικότερο στόχο να καταφέρουν να αντισταθμίσουν πιθανούς κινδύνους.

Με λίγα λόγια, αφορά αμοιβαία κεφάλαια υψηλού ρίσκου που δεν είναι διαθέσιμα σε ιδιώτες, αλλά μονάχα σε τεράστιους επενδυτές είτε στους καλούμενους θεσμικούς επενδυτές όπως είναι για παράδειγμα πανεπιστήμια, ασφαλιστικά ταμεία κλπ, τα οποία έχουν στη διάθεσή τους τεράστια κεφάλαια. Εξαιτίας της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής ύφεσης, η ΕΕ αλλά και οι ΗΠΑ έχουν παρουσιάσει καθοριστική ανοδική τάση της κρατικής εποπτείας αυτών των κεφαλαίων, αυστηροποιώντας τους κανονισμούς οι οποίες τα οριοθετούν και τα καθορίζουν.²¹

1.3 Χαρακτηριστικά

Σε ό,τι έχει να κάνει με τη **δομή** είναι σημαντικό να τονιστεί πως τα συγκεκριμένα κεφάλαια τα οποία δρουν και η έδρα τους είναι στις ΗΠΑ λογίζονται σαν περιορισμένοι συνεταιρισμοί που έχουν στη διάθεσή τους καθορισμένη δομή. Τα offshore κεφάλαια αυτού του είδους είναι κατά κύριο λόγο εταιρίες κατάλληλα δομημένες καθώς δεν έχουν και τον περιορισμό του εν λόγω συνόλου επενδυτών.²²

Ένα εξίσου σημαντικό γνώρισμα είναι το **είδος κεφαλαίου** (διακρίνεται σε ανοιχτής και κλειστής μορφής). Τα περισσότερα είναι ανοιχτής μορφής και εκδίδουν καινούριους μετοχικούς τίτλους σε συχνές χρονικές περιόδους για τους επενδυτές τους. Όλοι οι υπάρχοντες επενδυτές έχουν την ευχέρεια να εξαγοράσουν τις μετοχές τους στην τρέχουσα λογιστική τους αξία επιστρέφοντας αυτές πίσω στα hedge funds υψηλού κινδύνου.²³

²⁰ S. Titman, (2011), *Do the best hedge funds hedge?*, Review of Financial Studies, 24(1), pp. 122-160.

²¹ M. Baker, X. Pan, J. Wirgler, (2012), *The effect of reference point prices on mergers and acquisitions*, Journal of Financial Economics, 106(1), pp. 48-70.

²² A. Aiken, C. Clifford, J. Ellis, (2013), *Out of the dark: Hedge fund reporting biases and commercial databases*, Review of Financial Studies, 26(1), pp. 207-242.

²³ S. Titman, (2011), *Do the best hedge funds hedge?*, Review of Financial Studies, 24(1), pp. 122-160.

Καθοριστικό γνώρισμα είναι και η **έλλειψη διαφάνειας**. Αυτό είναι συνέπεια μιας έλλειψης ύπαρξης αποδοτικών κανονισμών ευρύτερης δράσης. Ακόμα, τα εν λόγω κεφάλαια δεν έχουν την υποχρέωση να εγγράφονται στα αρχεία της SEC αφού οι περισσότεροι διαχειριστές τους δεν είναι αναγκασμένοι να αναφέρουν δεδομένα που έχουν άρρηκτη σχέση με το μέγεθος είτε ακόμα και με το ύψος των υπό διαχείριση κεφαλαίων, των αποδόσεων τους καθώς επίσης και των επενδυτικών πολιτικών που επιλέγουν να ακολουθήσουν και να εφαρμόσουν.²⁴

Εξίσου σημαντικό γνώρισμα είναι οι **αποδόσεις που εστιάζουν στον κανονισμό αμοιβών**. Τα συγκεκριμένα κεφάλαια προέρχονται από τις εξαιρετικά υψηλές αμοιβές των μάνατζερ, που έχουν άμεση σχέση αλλά και εξάρτηση από τις ετήσιες αποδόσεις που αποτελούν βασικό κίνητρο για αυτούς. Αυτός είναι και ο κυριότερος λόγος που οι συγκεκριμένες θέσεις κατέχονται από τους καλύτερους στην αγορά των επενδυτικών κινήσεων. Επιπλέον, οι μάνατζερ αυτών των κεφαλαίων τις περισσότερες φορές τοποθετούν και τα δικά τους λεφτά στα προς επένδυση κεφάλαια.²⁵

Σε ό,τι έχει να κάνει με τις **στρατηγικές επένδυσης** των εν λόγω κεφαλαίων, είναι σημαντικό να επισημανθεί πως έχουν σαν κυριότερο σκοπό την επίτευξη μιας θετικής απόδοσης, δίχως να υφίσταται καμία απολύτως εξάρτηση από την άνοδο είτε την κάθοδο που παρουσιάζουν στην εκάστοτε αγορά στην οποία δραστηριοποιούνται. Τα εν λόγω κεφάλαια ως επί το πλείστον περιλαμβάνουν ένα τεράστιο σύνολο οικονομικών αγαθών και επενδυτικών μέσων, σημαντικών για την διαφοροποίηση της επένδυσης, αλλά τις περισσότερες φορές εμπορεύονται ρευστοποιήσιμους τίτλους στην ανοιχτή αγορά αξιών. Παράλληλα, κάνουν χρήση ενός τεράστιου συνόλου διαφοροποιημένων επενδυτικών πολιτικών, και χρησιμοποιούν τακτικές και μέσα, όπως είναι για παράδειγμα η μόχλευση. Οι κυριότερες πολιτικές αυτής της μορφής που χρησιμεύουν στη σύγχρονη εποχή είναι η διεθνής μακροοικονομική πολιτική, η κατευθυντική πολιτική, οι πολιτικές καθοδηγούμενες από καταστάσεις καθώς επίσης και η πολιτική σχετικής αξίας.²⁶

Το τελευταίο σημαντικό γνώρισμα αυτών των κεφαλαίων είναι η **επικινδυνότητα**. Λόγω του ότι οι επενδυτικές κινήσεις σε αυτά τα κεφάλαια διαφοροποιούν σε μεγάλο βαθμό το χαρτοφυλάκιο των επενδύσεων, οι περισσότεροι επενδυτές έχουν την ευχέρεια να τα χρησιμοποιούν σαν μέσο με στόχο την αισθητή ελάττωση της συνολικής έκθεσης του χαρτοφυλακίου τους σε καθορισμένους κινδύνους. Οι διαχειριστές αυτών των κεφαλαίων κάνουν χρήση καθορισμένων πολιτικών διαπραγμάτευσης και μέσω με καθορισμένο σκοπό την ελάττωση των κινδύνων της αγοράς, με βασικότερο στόχο την ανάπτυξη αποδόσεων σύμφωνα με σταθμισμένους κινδύνους τους οποίους έχουν διαλέξει οι εν λόγω επενδυτές. Ιδανικά, τα συγκεκριμένα κεφάλαια αποφέρουν αποδόσεις οι οποίες δεν έχουν σχέση με τους δείκτες της σύγχρονης αγοράς. Αντίθετα, η αντιστάθμιση έχει τη δυνατότητα να αποτελεί μια

²⁴ M. Baker, X. Pan, J. Wirgler, (2012), *The effect of reference point prices on mergers and acquisitions*, Journal of Financial Economics, 106(1), pp. 48-70.

²⁵ N. Schaub, M. Schmid, (2013), *Hedge fund liquidity and performance: Evidence from the financial crisis*, Journal of Banking and Finance, 37(3), pp. 670-690.

²⁶ S. McCrary, (2005), *Hedge fund course*, Wiley.

σύγχρονη μέθοδο ελάττωσης του κινδύνου μιας επενδυτικής κίνησης, τα κεφάλαια αυτής της μορφής, όπως και όλες οι άλλες μορφές επενδύσεων, δεν είναι απρόσβλητα από κινδύνους.²⁷

1.4 Κατηγορίες και εργαλεία

Σε ό,τι έχει να κάνει με τις κυριότερες κατηγορίες αυτών των κεφαλαίων, θα πρέπει να αναφερθεί πως τα εν λόγω κεφάλαια διαφέρουν μεταξύ τους σύμφωνα με την στρατηγική επένδυσης την οποία έχουν διαλέξει. Κατ' επέκταση διαφοροποιούνται σε αποδόσεις, κινδύνους καθώς επίσης και σε διακυμάνσεις. Αρχικά, μια σημαντική κατηγορία είναι η aggressive growth που αφορά κεφάλαια με υψηλές προσδοκίες και μεγάλο ρίσκο, υψηλή μόχλευση κεφαλαίου καθώς επίσης και κάλυψη κινδύνου με χρησιμοποίηση αναπτυσσόμενων αγαθών.²⁸

Μια δεύτερη κατηγορία είναι η distressed securities όπου αγοράζουν μετοχές, δικαιώματα αλλά και παλαιά δάνεια από επιχειρήσεις οι οποίες αντιμετωπίζουν πιθανή πτώχευση. Ο κυριότερος λόγος είναι πως αγοράζουν πολύ οικονομικά και τις περισσότερες φορές πουλάνε εξαιρετικά ακριβά. Μια τρίτη κατηγορία αφορά τα emerging markets που επενδύουν σε αναδυόμενες αγορές. Στις εν λόγω αγορές τις περισσότερες φορές δεν προβλέπεται η χρησιμοποίηση παραγώγων για κάλυψη κινδύνου. Επομένως, η έκθεση σε ρίσκο είναι αρκετά πιο μεγάλη συγκριτικά με άλλες περιπτώσεις.²⁹

Δυο εξίσου σημαντικές κατηγορίες αυτής της μορφής είναι τα fund of funds, που αφορούν κεφάλαια τα οποία επενδύουν σε άλλα κεφάλαια, καθώς επίσης και τα income που επενδύουν σε κρατικά ομόλογα και ως επί το πλείστον συντηρούν προφίλ χαμηλού ρίσκου. Μια ακόμα εξίσου καθοριστική κατηγορία είναι τα macro που έχουν σαν βασικότερο σκοπό τα κέρδη από οικονομικές μεταβολές σε διαφορετικές χώρες. Επίσης, στη συγκεκριμένη κατηγορία γίνεται χρήση αναπτυσσόμενων αγαθών με στόχο οι μικρές αλλαγές επιτοκίων, ισοτιμιών κλπ να μετατρέπονται σε αξιόλογα κέρδη.³⁰

Οι δυο τελευταίες κατηγορίες αφορούν τα opportunistic και τα value. Στην πρώτη κατηγορία εξ αυτών γίνεται χρήση διαφοροποιημένων τακτικών με στόχο να καταφέρουν να εκμεταλλευτούν στο έπακρο ευκαιρίες σε αρκετές και διαφορετικές μορφές αγορών. Εξαιρετικά διαδεδομένη τακτική σε αυτήν την κατηγορία είναι η δράση της μόχλευσης. Σε ό,τι έχει να κάνει με την κατηγορία value, που αναφέρθηκε παραπάνω, θα πρέπει να επισημανθεί πως σε αυτήν την κατηγορία επενδύουν σε μετοχές, οι οποίες διαπραγματεύονται χαμηλότερα από την πραγματική τους αξία (όπως συμβαίνει για παράδειγμα στις μετοχές επιχειρήσεων και οργανισμών με τεράστια ακίνητη περιουσία κλπ).

²⁷ V. Agarwal, N. Boyson, N. Naik, (2009), *Hedge funds for retail investors? An examination of hedged mutual funds*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 44(2), pp. 272-304.

²⁸ D. Capocci, (2013), *The complete guide to hedge funds and hedge fund strategies*, Global Financial Markets, Palgrave Macmillan, England.

²⁹ L. Dixon, C. Noreen, B.K. Krishna, (2012), *Hedge funds and systemic risk*, RAND Corporation.

³⁰ B. Cheffins, J. Armour, (2011), *The past, present and future of shareholder activism by hedge funds*, Journal of Corporate Law, 37(2), pp. 50-88.

σκοπεύουν σε μακροπρόθεσμα κέρδη, όταν η αγορά επαναξιολογήσει τις αποτιμήσεις των παραπάνω επιχειρήσεων.³¹

Από την άλλη πλευρά, σε ό,τι έχει να κάνει με τα κυριότερα εργαλεία αυτών των κεφαλαίων, είναι σημαντικό να τονιστεί πως η αγορά long είναι η πιο διαδεδομένη στρατηγική. Ένα κεφάλαιο αυτής της μορφής, κάνει χρήση μετρητών τα οποία τα ανταλλάσει με μια μετοχή. Το κεφάλαιο κατέχει πλήρως τη μετοχή και όλα τα προνόμια της (όπως είναι για παράδειγμα μερίσματα, δικαιώματα κλπ). Επίσης, είναι σημαντικό να αναφερθεί πως η πώληση σηματοδοτεί τη μετατροπή μιας μετοχής σε μετρητά.³²

Η αγοροπωλησία long είναι συναλλαγές με μετρητά, δίχως να υφίσταται καμία απολύτως μελλοντική υποχρέωση είτε κάποια μορφή δανεισμού. Διαφοροποιημένες συναλλαγές είναι η αγορά με margin καθώς επίσης και η πώληση short. Στην περίπτωση στην οποία τα κεφάλαια αυτής της μορφής αγοράζονται με margin τότε δεν υφίστανται μετρητά, αλλά ενδιαφέρεται να αγοράσει ένα αξιόγραφο το οποίο θα ανατιμηθεί σε μελλοντική βάση. Πιστώνεται τότε λεφτά από έναν broker και αγοράζει το αξιόγραφο.³³

Ο broker θα αξιώσει ένα καθορισμένο ασφάλιστρο με στόχο να καταφέρει να διασφαλίσει σε μεγάλο βαθμό τον δανεισμό. Μετέπειτα, στην περίπτωση στην οποία τα εν λόγω κεφάλαια έχουν τη μορφή μετρητών και δεν απαιτείται δανεισμός, θα τα επιστρέψει με τόκο και θα λάβει πίσω το collateral. Τα μετρητά είναι εφικτό να προέρχονται από τη διαδικασία πώλησης ενός αξιόγραφου είτε από οποιαδήποτε άλλη πηγή αυτής της μορφής.³⁴

Οι κυριότεροι λόγοι για τους οποίους είναι εφικτό ένα τέτοιο κεφάλαιο να αγοράσει με margin παρουσιάζονται παρακάτω και είναι οι εξής :

- ✚ Είναι εφικτό να χρησιμεύσει τις ήδη υπάρχουσες μετοχές ως εγγύηση
- ✚ Ο δανεισμός είναι εφικτό να χρηματοδοτήσει επενδυτικές κινήσεις είτε εκροές του συγκεκριμένου κεφαλαίου
- ✚ Ο τόκος του δανεισμού είναι κατά κύριο λόγο πιο μικρός συγκριτικά με τον τραπεζικό τόκο
- ✚ Ανάπτυξη leverage, καθώς απαιτείται μονάχα η εγγύηση. Έτσι, είναι δυνατόν να κερδίσει από την ανατίμηση μιας μετοχής δίχως να την πληρώσει στην πραγματικότητα

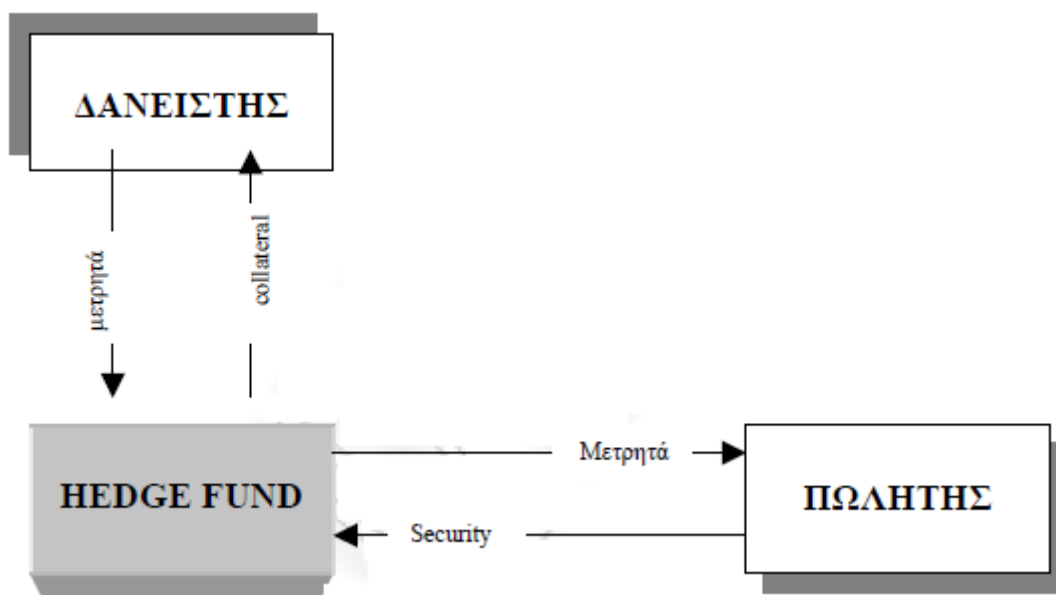
³¹ D.R. Chambers, K.H. Black, N.J. Lacey, (2018), *Alternative investments: A primer for investment professionals*, CFA Institute Research Foundation.

³² S. Titman, (2011), *Do the best hedge funds hedge?*, Review of Financial Studies, 24(1), pp. 122-160.

³³ D. Capocci, (2013), *The complete guide to hedge funds and hedge fund strategies*, Global Financial Markets, Palgrave Macmillan, England.

³⁴ M. Baker, X. Pan, J. Wirgler, (2012), *The effect of reference point prices on mergers and acquisitions*, Journal of Financial Economics, 106(1), pp. 48-70.

- ✚ Υφίστανται κανονισμοί με τους οποίους ο δανεισμός δεν είναι δυνατόν να ξεπερνά ένα ποσοστό της αξίας των assets³⁵



Εικόνα 1.3 : Αγοροπωλησίες Hedge funds³⁶

1.5 Hedge Funds vs Αμοιβαία Κεφάλαια

Αμοιβαίο κεφάλαιο καλείται μια κοινή περιουσία η οποία αναπτύσσεται από τον ενεργό ρόλο αρκετών και διαφορετικών επενδυτών. Τη συγκεκριμένη περιουσία διαχειρίζεται μια ειδική επιχείρηση, που την επενδύει σύμφωνα με την επενδυτική τους πολιτική σε χρηματιστηριακούς και άλλους τίτλους αναπτύσσοντας με αυτόν τον τρόπο ένα διαφορετικό χαρτοφυλάκιο. Η σύγκριση των hedge funds με τις επιχειρήσεις αυτής της μορφής εμφανίζει τις παρακάτω διαφοροποιήσεις.³⁷

Αρχικά, η απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων ως επί το πλείστον αποτιμάται σε όρους σχετικής απόδοσης (συσχέτιση με δείκτες αγοράς όπως είναι για παράδειγμα S&P κλπ). Στην περίπτωση στην οποία ο διαχειριστής κατορθώσει να αναπτύξει αποδόσεις ανώτερες από το χρησιμοποιημένο ως benchmark δείκτη τότε έχει κάνει καλή δουλειά. Ακόμη και στην περίπτωση στην οποία ο διαχειριστής καταγράφει μη θετικές αποδόσεις,

³⁵ L. Dixon, C. Noreen, B.K. Krishna, (2012), *Hedge funds and systemic risk*, RAND Corporation.

³⁶ Ε.Ι. Ρουμπής, (2015), *Αξιολόγηση επενδυτικών στρατηγικών για την διαμόρφωση δυναμικών χαρτοφυλακίων Hedge Funds*, Διδακτορική διατριβή, Πανεπιστήμιο Αιγαίου, Σχολή Επιστημών της Διοίκησης, Τμήμα Ναυτιλίας και Επιχειρηματικών Υπηρεσιών.

³⁷ V. Agarwal, N. Boyson, N. Naik, (2009), *Hedge funds for retail investors? An examination of hedged mutual funds*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(2), pp. 272-304.

στην περίπτωση στην οποία οι ανάλογες αποδόσεις του παραπάνω δείκτη είναι χειρότερες, ο διαχειριστής έχει κατορθώσει να επιτύχει τον στόχο που είχε θέσει εξ αρχής.³⁸

Αντίθετα στην απόδοση των κεφαλαίων που μελετάμε στην εν λόγω πτυχιακή εργασία, επιδιώκονται αποδόσεις σε απόλυτους όρους και κάτω από οποιεσδήποτε καταστάσεις ακόμη και στην περίπτωση στην οποία οι δείκτες βρίσκονται σε κάθοδο. Τα αμοιβαία κεφάλαια τις περισσότερες φορές υπόκεινται σε αυστηρούς κανονιστικούς περιορισμούς που χρειάζεται να τηρούνται από όσους λειτουργούν στην εν λόγω βιομηχανία. Οι καθοριστικότεροι περιορισμοί έχουν άρρηκτη σχέση με τη μόχλευση, την ανοικτή πώληση καθώς επίσης και με την εκτεταμένη χρησιμοποίηση παράγωγων αγαθών.³⁹

Αντίθετα, τα κεφάλαια που μελετάμε στη συγκεκριμένη εργασία, κατά κύριο λόγο υπόκεινται σε καθορισμένους ελέγχους από τους εκάστοτε επενδυτές. Παράλληλα, τα αμοιβαία κεφάλαια είναι ανοικτά στο ευρύ κοινό και έχουν ανάγκη από αγορά ενός μικρού συνόλου μεριδίων ενώ σε ένα hedge fund ενεργό ρόλο έχουν οι επενδυτές που έχουν τεράστια περιουσία. Τα κεφάλαια αυτής της μορφής ως επί το πλείστον δεν υπάγονται στην επιτροπή κεφαλαιαγοράς στη χώρα που λειτουργούν και επομένως δεν χρειάζεται η δημοσίευση δεδομένων που έχουν άμεση σχέση με τις αποδόσεις, την επενδυτική πολιτική την οποία επιλέγουν να εφαρμόσουν, τον κίνδυνο τον οποίο αναλαμβάνουν κλπ.⁴⁰

Γενικότερα, η πληροφόρηση των επενδυτών είναι αποκλειστικά και μόνο αρμοδιότητα της εκάστοτε διαχειρίστριας επιχείρησης και η μέθοδος με την οποία υλοποιείται αποτελεί βασικό αντικείμενο συμφωνίας κατά το ξεκίνημα της συνεργασίας και των δυο μερών. Από την άλλη μεριά, τα αμοιβαία κεφάλαια δρουν στα πλαίσια τα οποία οριοθετεί η παραπάνω επιτροπή. Δημοσιεύουν σε καθημερινή βάση στον τύπο τις αποδόσεις τους ενώ σε συχνές χρονικές περιόδους καλούνται να δημοσιεύσουν αναλυτικά τις τοποθετήσεις τους (όπως για παράδειγμα επωνυμία μετοχών, ποσοστό στο σύνολο του ενεργητικού κλπ) για ενημέρωση του επενδυτικού κοινού στο οποίο απευθύνονται.⁴¹

1.6 Στρατηγικές

Όπως ήδη αναφέρθηκε και παραπάνω, οι κυριότερες στρατηγικές αυτών των κεφαλαίων είναι η διεθνής μακροοικονομική πολιτική, η κατευθυντική πολιτική, οι πολιτικές που είναι καθοδηγούμενες από καταστάσεις καθώς επίσης και η πολιτική σχετικής αξίας. Σε ό,τι έχει να κάνει με την πρώτη εξ αυτών, είναι σημαντικό να τονιστεί πως τα εν λόγω κεφάλαια τα οποία ακολουθούν μια διεθνή πολιτική αυτής της μορφής επενδύουν καθοριστικά κεφάλαια σε μετοχές, ομόλογα είτε αγορές συναλλάγματος εν αναμονή των

³⁸ N. Schaub, M. Schmid, (2013), *Hedge fund liquidity and performance: Evidence from the financial crisis*, Journal of Banking and Finance, 37(3), pp. 670-690.

³⁹ A. Aiken, C. Clifford, J. Ellis, (2013), *Out of the dark: Hedge fund reporting biases and commercial databases*, Review of Financial Studies, 26(1), pp. 207-242.

⁴⁰ S. McCrary, (2005), *Hedge fund course*, Wiley.

⁴¹ B. Cheffins, J. Armour, (2011), *The past, present and future of shareholder activism by hedge funds*, Journal of Corporate Law, 37(2), pp. 50-88.

διεθνών οικονομικών καταστάσεων, έτσι ώστε να αναπτύξουν αποδόσεις σύμφωνα με τον σταθμισμένο κίνδυνο.⁴²

Οι διαχειριστές της συγκεκριμένης μορφής επενδύσεων κάνουν χρήση της μακροοικονομικής ανάλυσης και εστιάζουν κατά κύριο λόγο σε διεθνείς καταστάσεις και τάσεις της αγοράς με βασικότερο στόχο να βρουν τις κατάλληλες ευκαιρίες για επενδυτικές κινήσεις οι οποίες θα επωφεληθούν από την αναμενόμενη εξέλιξη των τιμών. Η εν λόγω τακτική έχει ένα τεράστιο επίπεδο ευελιξίας αφού η επένδυση αυτής της μορφής διαφέρει σε αρκετές αγορές και η χρονική περίοδος της εφαρμογής αυτής της πολιτικής είναι εξαιρετικά καθοριστική με στόχο να αναπτύξει υψηλότερες αποδόσεις εστιάζοντας στον σταθμισμένο κίνδυνο.⁴³

Από την άλλη πλευρά, σε ό,τι έχει να κάνει με την κατευθυντική πολιτική, είναι σημαντικό να σημειωθεί πως κάνει χρήση καθορισμένων ενεργειών της αγοράς, των τάσεων είτε των ανακολουθιών στην περίπτωση που επιλέγονται μετοχές από διαφορετικές αγορές. Η συγκεκριμένη πολιτική είναι εφικτό να χρησιμεύσει σε μεγάλο βαθμό σε υπολογιστικά μοντέλα ή από διαχειριστές κεφαλαίων που βρίσκουν και διαλέγουν τις κατάλληλες επενδυτικές κινήσεις.⁴⁴

Τα παραπάνω είδη έχουν μεγαλύτερη έκθεση στις διακυμάνσεις της συνολικής αγοράς σε σχέση με τις ουδέτερες προς την αγορά πολιτικές. Οι στρατηγικές αυτής της μορφής ως επί το πλείστον περιέχουν μακροχρόνια αλλά και βραχυχρόνια αντισταθμιστικά επενδυτικά κεφάλαια υψηλού κινδύνου, όπου οι μακροχρόνιες θέσεις μετοχικού κεφαλαίου τις περισσότερες φορές αντισταθμίζονται με σύντομες πωλήσεις μετοχών.⁴⁵

Μια εξίσου σημαντική τακτική αυτής της μορφής είναι οι πολιτικές που είναι καθοδηγούμενες από καταστάσεις. Αυτής της μορφής η πολιτική έχει άρρηκτη σχέση με καταστάσεις όπου η επενδυτική ευκαιρία και ο αντίστοιχος κίνδυνος έχουν άμεση σχέση με ένα καθορισμένο γεγονός. Οι στρατηγικές αυτές έχουν να κάνουν με επενδυτικές ευκαιρίες σε εταιρικές καταστάσεις συναλλαγών, όπως είναι για παράδειγμα οι συγχωνεύσεις, οι εξαγορές, οι ανακεφαλαιοποιήσεις, οι χρεοκοπίες καθώς επίσης και οι εκκαθαρίσεις.⁴⁶

Οι διαχειριστές οι οποίοι κάνουν χρήση παρόμοιων πολιτικών τις περισσότερες φορές αξιοποιούν ασυνέπειες στην αποτίμηση της αγοράς πριν είτε ακόμα και μετέπειτα από παρόμοιες καταστάσεις, και παίρνουν θέση σύμφωνα με την προβλεπόμενη κινητικότητα των

⁴² D.R. Chambers, K.H. Black, N.J. Lacey, (2018), *Alternative investments: A primer for investment professionals*, CFA Institute Research Foundation.

⁴³ M. Baker, X. Pan, J. Wirgler, (2012), *The effect of reference point prices on mergers and acquisitions*, Journal of Financial Economics, 106(1), pp. 48-70.

⁴⁴ N. Schaub, M. Schmid, (2013), *Hedge fund liquidity and performance: Evidence from the financial crisis*, Journal of Banking and Finance, 37(3), pp. 670-690.

⁴⁵ S. Titman, (2011), *Do the best hedge funds hedge?*, Review of Financial Studies, 24(1), pp. 122-160.

⁴⁶ Ε.Ι. Ρουμπής, (2015), *Αξιολόγηση επενδυτικών στρατηγικών για την διαμόρφωση δυναμικών χαρτοφυλακίων Hedge Funds*, Διδακτορική διατριβή, Πανεπιστήμιο Αιγαίου, Σχολή Επιστημών της Διοίκησης, Τμήμα Ναυτιλίας και Επιχειρηματικών Υπηρεσιών.

συγκεκριμένων τίτλων. Η εν λόγω τακτική επιλέγεται κατά κύριο λόγο από τεράστιους θεσμικούς επενδυτές, καθώς έχουν τη γνώση αλλά και τους απαιτούμενους πόρους με βασικότερο στόχο να αναλύσουν εταιρικές καταστάσεις συναλλαγών για τις επενδυτικές ευκαιρίες που θα βρουν.⁴⁷

Σε ό,τι έχει να κάνει με την πολιτική σχετικής αξίας, θα πρέπει να αναφερθεί πως αυτές οι τακτικές επωφελούνται από τις αντίστοιχες διαφοροποιήσεις στην τιμή ανάμεσα στους τίτλους. Η διαφοροποίηση τιμής είναι εφικτό να αναπτυχθεί από λανθασμένη εκτίμηση του τίτλου συγκριτικά με συναφείς τίτλους, τον υποκείμενο τίτλο είτε ακόμα και την ευρύτερη αγορά. Ο διαχειριστής έχει την ευχέρεια να κάνει χρήση διαφοροποιημένων τακτικών ανάλυσης με στόχο να βρει αποκλίσεις των τιμών σε τίτλους, περιέχοντας μαθηματικές ή θεμελιώδεις τακτικές. Η εν λόγω τακτική σε αυτήν την κατηγορία τις περισσότερες φορές έχει εξαιρετικά μικρή είτε ακόμα και καθόλου κατευθυντική έκθεση στην αγορά στο σύνολό της.⁴⁸

Στη σημερινή εποχή υφίστανται και άλλες στρατηγικές όπως είναι για παράδειγμα οι επενδυτικές στρατηγικές, που επιλέγονται από τα εν λόγω κεφάλαια. Ενδεικτικά, υφίστανται εκείνες οι οποίες εστιάζουν σε bullish και bearish στοιχήματα κατά κύριο λόγο στην αγορά μετοχών, άλλες εκμεταλλεύονται περιστατικά εξαγορών και συγχωνεύσεων επιχειρήσεων και οργανισμών, άλλες επενδύουν σε υβριδικά οικονομικά αγαθά ενώ άλλες στο χρέος επιχειρήσεις οι οποίες βαδίζουν προς την πτώχευση.⁴⁹

Ακόμα, υφίστανται κεφάλαια τα οποία επενδύουν σε αγαθά σταθεροποιημένων εισροών, αλλά τα οποία λαμβάνουν θέσεις στις αναδυόμενες αγορές, ενώ εξαιρετικά διαδεδομένα είναι και εκείνα τα οποία τοποθετούνται στην αγορά συναλλάγματος, επιτοκίων καθώς επίσης και εμπορευμάτων σε παγκόσμιο επίπεδο, μετά από ανάλυση των οικονομικών μεγεθών και τάσεων που έχουν οριοθετηθεί (global macro). Στη συγκεκριμένη κατηγορία εντάσσονται και τα hedge funds τα οποία επενδύουν στις συναλλαγματικές ισοτιμίες, τα οποία καλούνται και με τον όρο currency hedge funds. Δεδομένα όπως είναι για παράδειγμα το ΑΕΠ, η ανεργία, ο δείκτης τιμών καταναλωτών, ο δομικός πληθωρισμός κλπ, αποτελούν κάποια από τα στοιχεία τα οποία οι διαχειριστές των συγκεκριμένων κεφαλαίων χρησιμοποιούν, προκειμένου να λαμβάνουν επενδυτικές θέσεις στα ζεύγη νομισμάτων όπου επικεντρώνονται.⁵⁰

⁴⁷ A. Aiken, C. Clifford, J. Ellis, (2013), *Out of the dark: Hedge fund reporting biases and commercial databases*, Review of Financial Studies, 26(1), pp. 207-242.

⁴⁸ D. Capocci, (2013), *The complete guide to hedge funds and hedge fund strategies*, Global Financial Markets, Palgrave Macmillan, England.

⁴⁹ B. Cheffins, J. Armour, (2011), *The past, present and future of shareholder activism by hedge funds*, Journal of Corporate Law, 37(2), pp. 50-88.

⁵⁰ D.R. Chambers, K.H. Black, N.J. Lacey, (2018), *Alternative investments: A primer for investment professionals*, CFA Institute Research Foundation.

Πίνακας 1.1 : Μέσος όρος Hedge Funds σύμφωνα με τις επενδυτικές στρατηγικές⁵¹

Core investment strategy	Mean management fee	Mean performance fee
Credit	1.64%	20.00%
CTA	1.79%	20.56%
Distressed securities	1.55%	20.51%
Event driven	1.67%	19.14%
Fixed income	1.45%	19.18%
Long/Short equity	1.63%	19.16%
Macro	1.84%	19.20%
Market neutral	1.63%	19.71%
Multi-strategy	1.69%	19.39%
Other	1.51%	17.13%
Relative value	1.38%	19.00%
Special situations	1.59%	20.25%
Statistical arbitrage	1.84%	19.00%
Fund of hedge funds	1.35%	10.58%

⁵¹ Ε.Ι. Ρουμπής, (2015), *Αξιολόγηση επενδυτικών στρατηγικών για την διαμόρφωση δυναμικών χαρτοφυλακίων Hedge Funds*, Διδακτορική διατριβή, Πανεπιστήμιο Αιγαίου, Σχολή Επιστημών της Διοίκησης, Τμήμα Ναυτιλίας και Επιχειρηματικών Υπηρεσιών.

ΕΠΙΚΙΝΔΥΝΟΤΗΤΑ

2.1 Αποδόσεις των Hedge Funds

Οι επενδυτές όπως είναι διαδεδομένο σε όλες τις επενδυτικές κινήσεις τις οποίες υλοποιούν ενδιαφέρονται ως επί το πλείστον για τις αποδόσεις, τις οποίες λαμβάνουν και επιλέγουν αυτές, με τις πιο ελκυστικές αποδόσεις και με τον πιο μικρό εφικτό κίνδυνο. Το ίδιο ακριβώς υφίσταται και στις επενδυτικές κινήσεις οι οποίες έχουν άμεση σχέση με τα Hedge Funds, καθώς και σε αυτήν την περίπτωση τόσο οι εκάστοτε επενδυτές όσο και οι διαχειριστές θέλουν να λαμβάνουν υψηλότερες αποδόσεις, με όσο γίνεται πιο μικρό κίνδυνο.⁵²

Στο συγκεκριμένο σημείο, είναι καθοριστικό να κατανοήσουμε τη μέθοδο υπολογισμού των αποδόσεων αυτών των επενδυτικών κινήσεων, που είναι ζωτικής σημασίας για τον υπολογισμό των αποδόσεων καθώς επίσης και των κινδύνων αυτών των κινήσεων, αλλά και για τις απαιτούμενες συγκρίσεις μεταξύ τους. Οι επενδυτές τοποθετούν τα χρήματά τους σε διαφορετικές επενδύσεις, εξαιτίας των θετικών αποδόσεων οι οποίες προσδοκούν, που έχουν σαν συνέπεια το κέρδος.⁵³

Η μέτρηση αλλά και η ανάλυση αυτών των αποδόσεων όλων των επενδυτικών κινήσεων, αλλά κατά κύριο λόγο των κεφαλαίων που μελετάμε στην εν λόγω εργασία είναι καθοριστική. Η ονομαστική απόδοση αποτελεί την πιο απλή τακτική μέτρησης της απόδοσης και μετριέται σαν τον λόγο του κέρδους προς την αρχική αξία της επένδυσης, όπου το κέρδος αποτελεί τη διαφορά της τελικής αξίας αυτής της επένδυσης από την αρχική αξία της επενδυτικής αυτής κίνησης.⁵⁴

Γενικότερα, είναι εξαιρετικά δύσκολο να γίνει μια σωστή σύγκριση ανάμεσα σε ονομαστικές αποδόσεις διαφοροποιημένων επενδυτικών κινήσεων, καθώς η καθεμία εξ αυτών έχει υπολογιστεί σε διαφοροποιημένες χρονικές περιόδους. Επομένως, είναι σημαντικό

⁵² M.J.P. Anson, (2006), *The Handbook of Alternative Assets*, John Wiley & Sons.

⁵³ L. Lepetit, N. Emmanuelle, Philippe Rous, T. Amine, (2008), *Bank Income Structure and Risk: An Empirical Analysis of European Banks*, *Journal of Banking and Finance* 32, pp. 1452–1467.

⁵⁴ Ν. Σχοινιωτάκης, Γ. Συλλιγάρδος, (2010), *Διαχείριση τραπεζικών και χρηματοοικονομικών κινδύνων*, Θεωρία και εφαρμογές, εκδόσεις Δισίγμα, Αθήνα.

να προσαρμόσουμε και τον χρόνο στη μέτρηση της απόδοσης, ως σημείο αναφοράς, προκειμένου να γίνει πιο εύκολα η σύγκριση μεταξύ διαφοροποιημένων αποδόσεων.⁵⁵

Με τον τρόπο αυτόν κάνουμε χρήση της ετήσιας απόδοσης, η οποία έχει άμεση σχέση με το λόγο της εκάστοτε ονομαστικής απόδοσης αυτής της μορφής προς τον χρόνο (τις περισσότερες φορές αφορά 1 χρόνο). Στο σημείο αυτό, είναι σημαντικό να αναφέρουμε ότι η απόδοση η οποία κερδίζεται κατά την παραπάνω χρονική περίοδο αφορά το άθροισμα των αποδόσεων οι οποίες κερδίζονται στις διαφοροποιημένες υπό-περιόδους του έτους, δίχως, όμως, να υφίσταται η ευχέρεια επανεπένδυσης των συγκεκριμένων αποδόσεων κατά τη διάρκεια του έτους.⁵⁶

Πρακτικά, οι πιο πολλές επενδυτικές κινήσεις αυτής της μορφής πληρώνουν σε συχνές χρονικές περιόδους, κατά τη διάρκεια της ζωής τους. Οι επενδυτές επιλέγουν εκείνες τις συχνές περιοδικές πληρωμές αποδόσεων καθώς με αυτόν τον τρόπο έχουν την ευχέρεια να τις επενδύσουν ξανά. Οι εν λόγω αποδόσεις καλούνται σύνθετες και πληρώνουν κατά τυχαίες χρονικές περιόδους και είναι αυτές τις οποίες βρίσκουμε και στην περίπτωση των Hedge Funds.⁵⁷

Οι αποδόσεις αυτής της μορφής δεν αποτελούν περιοδικές πληρωμές και τις περισσότερες φορές υλοποιούνται σε συνεχή και τυχαίο χρόνο. Αυτός είναι και ο βασικότερος λόγος που καλούνται συνεχείς σύνθετες αποδόσεις. Έχουν σαν κυριότερο όφελός τους το γεγονός πως υφίσταται η ευχέρεια να πραγματοποιηθεί άμεση συσχέτιση των αποδόσεων διαφοροποιημένων επενδυτικών επιλογών.⁵⁸

2.2 Αντισταθμιστικά κεφάλαια και διαχείριση κινδύνου

Όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενο κεφάλαιο, τα εν λόγω κεφάλαια αφορούν επενδυτικά κεφάλαια τα οποία έχουν τη δυνατότητα να εντάσσουν ένα μεγάλο φάσμα επενδυτικών κινήσεων και οικονομικών αγαθών συγκριτικά με άλλα επενδυτικά μοντέλα. Αυτά, όμως, τα κεφάλαια είναι διαθέσιμα μονάχα σε καθορισμένους επενδυτές όπως είναι για παράδειγμα τα ασφαλιστικά ταμεία, τα ιδρύματα, τα πανεπιστημιακά κληροδοτημένα καθώς επίσης και επενδυτές με ιδιαίτερα υψηλά ποσά προς επένδυση.⁵⁹

⁵⁵ Ζ. Μπάουμαν, (2008), *Ρευστοί καιροί, η ζωή την εποχή της αβεβαιότητας*, εκδόσεις Μεταίχμιο, Αθήνα.

⁵⁶ Χ. Τριαντόπουλος, (2008), *Εποπτεία τραπεζικού συστήματος. Η ευρωπαϊκή εμπειρία και το νέο κανονιστικό πλαίσιο*, εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα.

⁵⁷ Ε. Avgouleas, C. Goodhart, (2015), *Critical Reflection on Bank Bail-ins*, Journal of Financial Regulation 1, pp. 1-27.

⁵⁸ Α. Χριστόπουλος, Ι. Ντόκας, (2012), *Θέματα τραπεζικής και χρηματοοικονομικής θεωρίας*, Εκδόσεις Κριτική, Αθήνα.

⁵⁹ C. Calomiris, S. Haber, (2014), *Fragile by Design: The political origin of Banking Crises and Scarce Credit*, Princeton University Press.

Επί της ουσίας αφορά ένα κεφάλαιο ανοικτής είτε κλειστής μορφής στο οποίο ένας διαχειριστής επενδύει τα λεφτά των μεριδιούχων έναντι μιας καθορισμένης αμοιβής. Στα ανοικτής μορφής κεφάλαια τέτοιου είδους είναι δυνατόν οποιοσδήποτε επενδυτής να αποκτήσει μερίδιο παρά το γεγονός πως και τα χαμηλότερα όρια συμμετοχής είναι εξαιρετικά υψηλά και έχουν την ευχέρεια να ανέρχονται σε μερικές εκατοντάδες χιλιάδες ευρώ. Αντίθετα, στα κλειστής μορφής κεφάλαια αυτού του είδους, η συμμετοχή των εκάστοτε επενδυτών υλοποιείται σύμφωνα με καθορισμένες επιλογές τις οποίες κάνει ως επί το πλείστον ο διαχειριστής.⁶⁰

Τα συγκεκριμένα κεφάλαια κατά κύριο λόγο κάνουν χρήση ενός μεγάλου συνόλου σημαντικών και χρήσιμων οικονομικών εργαλείων, με κυριότερο στόχο την αισθητή ελάττωση του επενδυτικού ρίσκου, την καθοριστική ανοδική τάση των αποδόσεων καθώς επίσης και τη σημαντική μείωση της συσχέτισης με τις αγορές των μετοχών καθώς επίσης και των ομολόγων. Τα πιο πολλά εξ αυτών είναι ευέλικτα στις επενδυτικές τους επιλογές, καθώς έχουν τη δυνατότητα να κάνουν χρήση των ανοικτών πωλήσεων, της μόχλευσης, των παράγωγων αγαθών όπως είναι για παράδειγμα τα δικαιώματα πώλησης, τα δικαιώματα αγοράς αλλά και διάφορα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης.⁶¹

Τα κεφάλαια, τα οποία μελετάμε στη συγκεκριμένη εργασία, διαφοροποιούνται σε μεγάλο βαθμό μεταξύ τους σύμφωνα με την απόδοση, τη μεταβλητότητα καθώς επίσης και το ρίσκο το οποίο περιέχουν. Αρκετές αλλά όχι όλες οι επενδυτικές τακτικές τείνουν να αντισταθμίζουν το υπό διαχείριση κεφάλαιο ενάντια στην καθοδική τάση της εκάστοτε αγοράς στην οποία δραστηριοποιούνται και στην οποία έχουν λάβει χώρα οι παραπάνω τακτικές. Τα πιο πολλά εξ αυτών έχουν την ικανότητα να προσφέρουν αποδόσεις, οι οποίες δεν έχουν άμεση σχέση με την απόδοση της εν λόγω αγοράς, όπου τις περισσότερες φορές επενδύονται και παράλληλα σκοπεύουν στην προστασία του επενδυτικού κεφαλαίου.⁶²

Το πιο μεγάλο φάσμα αυτών έχει σαν διαχειριστές επαγγελματίες διαχειριστές κεφαλαίων, που ξεχωρίζουν για την οξυδέρκεια και την πειθαρχία τους αλλά και την εξειδίκευσή τους σε καθορισμένες αγορές που αποτελούν και το κυριότερο ανταγωνιστικό πλεονέκτημά τους. Οι εν λόγω άνθρωποι είναι πρακτικά ελεύθεροι να διαχειρίζονται τα χαρτοφυλάκιά τους, όπως αυτοί θεωρούν σωστό, φτάνει να ισχύει ένας βασικός παράγοντας, που είναι η καταγραφή υψηλότερων αποδόσεων.⁶³

Μια αδύναμη είτε ακόμα και μη θετική απόδοση του χαρτοφυλακίου είναι εφικτό να καταστρέψει τόσο τον ίδιο το διαχειριστή, όσο και ολόκληρο το κεφάλαιο που μελετάμε σε αυτήν την εργασία, ενώ σε διαφορετική περίπτωση, μια καλή απόδοση είναι δυνατόν να αναπτύξει ένα καινούριο αστέρι στο συγκεκριμένο τομέα. Τα εν λόγω κεφάλαια είναι σε

⁶⁰ Ν. Φλώρος, (2012), *Η ευθύνη των χρηματοπιστωτικών αρχών στον χρηματοπιστωτικό τομέα*, Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα.

⁶¹ V. Agarwal, N. Boyson, N. Naik, (2009), *Hedge funds for retail investors? An examination of hedged mutual funds*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(2), pp. 272-304.

⁶² S. Titman, (2011), *Do the best hedge funds hedge?*, *Review of Financial Studies*, 24(1), pp. 122-160.

⁶³ D.R. Chambers, K.H. Black, N.J. Lacey, (2018), *Alternative investments: A primer for investment professionals*, CFA Institute Research Foundation.

πλεονεκτική θέση λόγω των αρκετά υψηλών αμοιβών των διαχειριστών, που με τη σειρά τους έχουν άρρηκτη εξάρτηση από τις ετήσιες αποδόσεις, οι οποίες αποτελούν βασικό κίνητρο για εκείνος. Αυτός είναι και ο βασικότερος λόγος που τις παραπάνω θέσεις τις έχουν οι καλύτεροι στην επενδυτική αγορά. Με αυτόν τον τρόπο, οι συγκεκριμένοι διαχειριστές τις περισσότερες φορές τοποθετούν και τα δικά τους χρήματα στο προς επένδυση κεφάλαιο αυτής της μορφής.⁶⁴

Τα πιο πολλά κεφάλαια αυτού του είδους κάνουν χρήση των παραγώγων αγαθών για καθορισμένους λόγους, όπως είναι για παράδειγμα η αισθητή ελάττωση του επενδυτικού κινδύνου, η οποία κυρίως κατορθώνεται διαμέσου αυτών, η συνεχόμενη εκμετάλλευση πιθανών ανισοροπιών των τιμών, των τίτλων αλλά και η ανοδική τάση του συνολικού ύψους των κεφαλαίων με την τακτική της μόχλευσης, που θα παρουσιάσουμε σε επόμενη ενότητα αυτού του κεφαλαίου.⁶⁵

Φυσικά, με κυριότερο στόχο να χαρακτηρίσουμε την απόδοση αυτών των κεφαλαίων σαν επιτυχημένη είτε αποτυχημένη στην αντιστάθμιση του κινδύνου θα πρέπει να εντοπίσουμε καθορισμένες παραμέτρους και κατά κύριο λόγο τη σχέση που έχουν με τις αμοιβές των εκάστοτε διαχειριστών από τη μια και από την άλλη τις βασικότερες κατηγορίες των αποδόσεων που παρέχουν. Εάν επιθυμούμε να κατηγοριοποιήσουμε τα κεφάλαια αυτής της μορφής σε καθορισμένες ομάδες κοινών γνωρισμάτων, τότε θα επιλέγαμε τις παρακάτω κατηγορίες.⁶⁶ Οι κατηγορίες αυτές είναι οι εξής :

- **Exchange traded funds** – αφορά τα διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια κυρίως εκείνα που έχουν αναπτυχθεί με βασικότερο σκοπό να εποπτεύουν την εξέλιξη ενός δείκτη τιμών
- **Hedge fund τύπου aggressive growth** – αφορούν κεφάλαια με αρκετά υψηλές προσδοκίες και μεγάλο ρίσκο και ταυτόχρονα υψηλή μόχλευση κεφαλαίου, ενώ η κάλυψη του κινδύνου ως επί το πλείστον κατορθώνεται με τη χρησιμοποίηση παραγώγων αγαθών
- **Hedge fund τύπου distressed securities** – αναφέρεται σε κεφάλαια τα οποία αγοράζουν μετοχές, δικαιώματα και παλαιότερους δανεισμούς από επιχειρήσεις οι οποίες τις περισσότερες φορές καλούνται να αντιμετωπίσουν πιθανή πτώχευση
- **Hedge fund τύπου emerging markets** - αφορά κεφάλαια τα οποία επενδύονται σε αναδυόμενες αγορές όπου τις περισσότερες φορές δεν προβλέπεται η χρησιμοποίηση παραγώγων με στόχο την αντιστάθμιση του κινδύνου και επομένως, η έκθεση σε ρίσκο αυτής της μορφής είναι αρκετά πιο μεγάλη

⁶⁴ L. Lepetit, N. Emmanuelle, Philippe Rous, T. Amine, (2008), *Bank Income Structure and Risk: An Empirical Analysis of European Banks*, Journal of Banking and Finance 32, pp. 1452–1467.

⁶⁵ M.J.P. Anson, (2006), *The Handbook of Alternative Assets*, John Wiley & Sons.

⁶⁶ Α. Χριστόπουλος, Ι. Ντόκας, (2012), *Θέματα τραπεζικής και χρηματοοικονομικής θεωρίας*, Εκδόσεις Κριτική, Αθήνα.

- **Hedge fund τύπου fund of funds** – στη συγκεκριμένη περίπτωση η δράση είναι σαν επενδυτικές ομπρέλες διαμέσου της απόκτησης μερισμάτων σε άλλα κεφάλαια αυτής της μορφής. Τα κεφάλαια αυτά επιλέγονται εστιάζοντας στη μεγιστοποίηση της διασποράς του κινδύνου. Οι προϋποθέσεις διαφοροποίησης έχουν άμεση σχέση τόσο με τον γενικό επενδυτικό χαρακτήρα ενός κεφαλαίου (ειδίκευση στην υψηλή τεχνολογία κλπ), όσο και με την γεωγραφική δράση του⁶⁷
- **Hedge fund τύπου income** – αφορά εξειδικευμένα κεφάλαια τα οποία επενδύονται σε κρατικά ομόλογα και συντηρούν ένα καθορισμένο προφίλ χαμηλού ρίσκου
- **Hedge fund τύπου macro** – έχει άρρηκτη σχέση με τα κεφάλαια τα οποία έχουν σαν κυριότερο σκοπό τα κέρδη από οικονομικές μεταβολές σε διαφοροποιημένες χώρες, διαμέσου της χρησιμοποίησης παραγώγων αγαθών, προκειμένου οι μικρότερες μεταβολές επιτοκίων και ισοτιμιών να μετατρέπονται σε αξιόλογα κέρδη
- **Hedge fund τύπου opportunistic** - αναφερόμαστε στα κεφάλαια τα οποία κάνουν χρήση διαφοροποιημένων πολιτικών με κυριότερο στόχο να καταφέρουν να εκμεταλλευτούν ευκαιρίες σε αρκετούς και διαφορετικούς τύπους αγορών, όπου γίνεται χρήση της μόχλευσης του κεφαλαίου
- **Hedge fund τύπου value** – τα συγκεκριμένα κεφάλαια επενδύονται σε μετοχές οι οποίες διαπραγματεύονται αρκετά πιο χαμηλά από την πραγματική τους αξία και έχουν σαν κυριότερο στόχο τους τα μακροπρόθεσμα κέρδη στις περιπτώσεις στις οποίες η αγορά αξιολογεί ξανά τις αποτιμήσεις των εκάστοτε επιχειρήσεων και οργανισμών⁶⁸

2.3 Συστημικός κίνδυνος

Ο συγκεκριμένος κίνδυνος αφορά τον κίνδυνο ο οποίος υφίσταται στην περίπτωση στην οποία η αδυναμία πληρωμής είτε η χρεοκοπία ενός συμμετέχοντος στις οικονομικές αγορές έχει την ευχέρεια να παρασύρει και άλλους συμμετέχοντες σε αδυναμία εκπλήρωσης των υποχρεώσεών τους. Η αδυναμία αυτή και οι χρεοκοπίες αυτής της μορφής καθώς επίσης και τα πολλαπλασιαστικά αποτελέσματά τους είναι εφικτό να αναπτύξουν καθοριστικά ζητήματα ρευστότητας και πιστωτικών κινδύνων, να ελαττώσουν σε μεγάλο βαθμό την εμπιστοσύνη των αγορών και να απειλήσουν σε σημαντικό επίπεδο ακόμα και στην σταθερότητα του σύγχρονου οικονομικού συστήματος.⁶⁹

Οι πιο διαδεδομένες αιτίες οι οποίες είναι δυνατόν να δημιουργήσουν τον κίνδυνο αυτής της μορφής είναι η χρεοκοπία μιας εταιρίας, που είναι εφικτό να επιφέρει σημαντικές επιρροές και επιδράσεις σε άλλους αντισυμβαλλόμενους και με τον τρόπο αυτόν να

⁶⁷ Ν. Σχοινιωτάκης, Γ. Συλληγάρδος, (2010), *Διαχείριση τραπεζικών και χρηματοοικονομικών κινδύνων*, Θεωρία και εφαρμογές, εκδόσεις Δισίγμα, Αθήνα.

⁶⁸ Ν. Φλώρος, (2012), *Η ευθύνη των χρηματοπιστωτικών αρχών στον χρηματοπιστωτικό τομέα*, Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα.

⁶⁹ M.J.P. Anson, (2006), *The Handbook of Alternative Assets*, John Wiley & Sons.

αναπτύξει ένα ντόμινο αντιδράσεων στην αγορά, μια ξαφνική ελάττωση της ρευστότητας της εν λόγω αγοράς, η οποία είναι δυνατόν να προκύψει για παράδειγμα από την προσπάθεια την οποία καταβάλλει ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα με στόχο να αποφύγει τη χρεοκοπία. Αυτός είναι και ο βασικότερος λόγος που ρευστοποιεί στοιχεία ενεργητικού.⁷⁰

Στην περίπτωση στην οποία η συγκεκριμένη συμπεριφορά επιφέρει σημαντικές επιρροές και επιδράσεις και σε άλλες εταιρίες ή οργανισμούς τότε θα σπεύσουν και εκείνοι να ρευστοποιήσουν περιουσιακά στοιχεία τους και το αρχικό σοκ θα μεγεθυνθεί σε επικίνδυνα επίπεδα. Επίσης, ένα παρόμοιο παράδειγμα είναι δυνατόν να είναι μια επιταχυνόμενη μετάδοση είτε μια γενικευμένη υπερεκτίμηση των κινδύνων στα πλαίσια μιας κατηγορίας περιουσιακών στοιχείων είτε ενός τεράστιου συνόλου δεδομένων του ενεργητικού.⁷¹

Ένα καθοριστικό γνώρισμα του κινδύνου αυτής της μορφής είναι, πως οι χρηματοοικονομικές υφέσεις έχουν την ευχέρεια να προκαλέσουν καθοριστικές αρνητικές συνέπειες στην πραγματική οικονομία, όπως για παράδειγμα την αισθητή ελάττωση των παραγωγικών επενδύσεων, λόγω της έλλειψης παροχής πίστωσης είτε της αποσταθεροποίησης της χρηματοοικονομικής δράσης. Οι πραγματικές συνέπειες είναι αρκετά πιθανόν να υπάρξουν στην περίπτωση στην οποία η προσφορά πιστώσεων σταματήσει από υφέσεις στον τραπεζικό κλάδο είτε διαμέσου των διαταραχών στις αγορές κεφαλαίου.⁷²

Το θέμα του συγκεκριμένου κινδύνου έχει άρρηκτη σχέση με τα κεφάλαια που μελετάμε στην εν λόγω εργασία, κυρίως από τα μέσα του '98 και την κατάρρευση του LTCM που οδηγήθηκε σε τεράστιες απώλειες όπως και άλλα fixed-income κεφάλαια, αναπτύσσοντας με αυτόν τον τρόπο τεράστια πίεση στο διεθνές χρηματοοικονομικό σύστημα καθώς επίσης και σε αρκετούς χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς.⁷³

Η ανοδική τάση του κόστους κεφαλαίου εκείνη την περίοδο προκάλεσε τεράστια ελάττωση των παροχών ρευστότητας και η πραγματική χρηματοοικονομική δράση είχε πληγεί σε τεράστιο επίπεδο. Οι χρηματοοικονομικές απώλειες έχουν άμεση σχέση με την καθοριστική ελάττωση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων είτε των αποτυχημένων διαπραγματευτικών πολιτικών και τακτικών που ήταν πολλές για να ανησυχίσουν και άλλους συμμετέχοντες στην αγορά. Αυτής της μορφής οι συνέπειες διαμέσου άμεσων χρηματοδοτικών ανοιγμάτων είτε οι ευρύτερες διαταραχές, οι οποίες αναπτύχθηκαν στην αγορά, είχαν άμεση σχέση με το πλαίσιο του συστημικού κινδύνου, που μελετάμε στη συγκεκριμένη ενότητα.⁷⁴

⁷⁰ L. Dixon, C. Noreen, B.K. Krishna, (2012), *Hedge funds and systemic risk*, RAND Corporation.

⁷¹ V. Agarwal, N. Boyson, N. Naik, (2009), *Hedge funds for retail investors? An examination of hedged mutual funds*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(2), pp. 272-304.

⁷² D. Capocci, (2013), *The complete guide to hedge funds and hedge fund strategies*, Global Financial Markets, Palgrave Macmillan, England.

⁷³ M.J.P. Anson, (2006), *The Handbook of Alternative Assets*, John Wiley & Sons.

⁷⁴ S. McCrary, (2005), *Hedge fund course*, Wiley.

Επειδή τα αντισταθμιστικά κεφάλαια είναι τεράστιοι αντισυμβαλλόμενοι στα θεσμικά όργανα, ελέγχονται άμεσα από τις ρυθμιστικές αρχές κυρίως τους εμπορικούς αλλά και τους επενδυτικούς τραπεζικούς οργανισμούς αλλά και διάφορους άλλους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς που λαμβάνουν τεράστιες εισροές κεφαλαίων από τις κυβερνήσεις, κάνουν χρήση κατά κύριο λόγο την τακτική της μόχλευσης για τα υπό διαχείριση κεφάλαιά τους. Ένα καθοριστικό δεδομένο είναι όταν το βέλτιστο επίπεδο αυτού του κινδύνου δεν ισούται με το μηδέν.⁷⁵

Η εκάστοτε ρυθμιστική αρχή, αρχικά, έχει την ευχέρεια να εξαλείψει ολόκληρο το κίνδυνο αυτής της μορφής επιβάλλοντας πιο αυστηρά όρια για πράγματα όπως την μόχλευση και τους ισολογισμούς, με την επιβολή αυστηρότερων περιορισμών δράσης σε καθοριστικά ενδιάμεσα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Δίχως ένα πλήρως ανεπτυγμένο μοντέλο από τα οφέλη των οικονομικών αγορών και το κόστος του συγκεκριμένου κινδύνου, φυσικά δεν υφίσταται η δυνατότητα να οριοθετηθεί το καλύτερο επίπεδο του κινδύνου αυτής της μορφής.⁷⁶

Δυο καθοριστικά ζητήματα τα οποία υφίστανται από τα μέσα του '98, είναι η σημασία της ρευστότητας και της μόχλευσης, αλλά και η ιδιοτροπία των συσχετίσεων μεταξύ των μέσων και των χαρτοφυλακίων που θεωρείται πως δεν έχουν σχέση. Η μόχλευση, όπως θα δούμε και στη συνέχεια, ως επί το πλείστον δρα ως ένας μεγεθυντικός φακός αφού μετατρέπει τις μικρότερες ευκαιρίες κέρδους σε πιο μεγάλες αλλά και τις μικρότερες απώλειες τις επεκτείνει και γίνονται και αυτές πιο μεγάλες.⁷⁷

Στην περίπτωση στην οποία οι άσχημες αλλαγές των τιμών της αγοράς ελαττώνουν σε μεγάλο βαθμό την αγοραία αξία των εξασφαλίσεων τότε η πίστωση αποσύρεται και ακολουθεί ρευστοποίηση τεράστιων περιουσιακών δεδομένων σε μικρή χρονική περίοδο, οδηγώντας με αυτόν τον τρόπο πολλές φορές σε πανικό των αγορών, κυρίως στον απόηχο της χρηματοοικονομικής ύφεσης εκείνης της περιόδου στην περιοχή της Ρωσίας.

Όσο χαμηλότερη είναι η ρευστότητα του χαρτοφυλακίου τόσο πιο μεγάλη είναι η συνέπεια στις τιμές σε μια εξαναγκαστική εκκαθάριση, που ελαττώνει σε σημαντικό επίπεδο τα κεφάλαια αρκετά πιο άμεσα. Στην περίπτωση στην οποία αρκετά κεφάλαια αυτής της μορφής αντιμετωπίζουν παρόμοια ζητήματα μια καθορισμένη χρονική περίοδο, δηλαδή, στην περίπτωση στην οποία υφίσταται υψηλότερη συσχέτιση κατά τις στιγμές κινδύνου και τα εν λόγω κεφάλαια είναι τεράστιοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί όπως η LTCM, που αναφέρθηκε παραπάνω, τότε είναι εφικτό να αναπτυχθεί άμεσα μια παγκόσμια χρηματοοικονομική ύφεση, με σημαντικές συνέπειες σε όλους τους τομείς, όπως δηλαδή συνέβη και στην ύφεση του 2007-2008.⁷⁸

⁷⁵ L. Dixon, C. Noreen, B.K. Krishna, (2012), *Hedge funds and systemic risk*, RAND Corporation.

⁷⁶ C. Calomiris, S. Haber, (2014), *Fragile by Design: The political origin of Banking Crises and Scarce Credit*, Princeton University Press.

⁷⁷ M.J.P. Anson, (2006), *The Handbook of Alternative Assets*, John Wiley & Sons.

⁷⁸ J. Holler, (2012), *Hedge funds and financial markets an asset management and corporate governance perspective*, Springer Fachmedien Wiesbaden GmdH.

Παρόλα αυτά, σε έρευνα που έγινε πριν μερικά χρόνια αναφέρεται πως δεν υφίστανται αποδείξεις ότι τα κεφάλαια που μελετάμε στη συγκεκριμένη εργασία ενέχουν αυτόν τον κίνδυνο για το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Η ίδια έρευνα αναφέρει πως οι τραπεζικοί οργανισμοί δεν παρουσιάζουν συγκεντρωμένη έκθεση στα εν λόγω κεφάλαια και παράλληλα τα κεφάλαια αυτής της μορφής κάνουν χαμηλή μόχλευση, με κυριότερη συνέπεια τα συγκεκριμένα κεφάλαια από μόνα τους να μην ενέχουν καθοριστικό συστημικό κίνδυνο για το χρηματοπιστωτικό σύστημα.⁷⁹

2.4 Κίνδυνος ρευστότητας

Τα κεφάλαια που μελετάμε στη συγκεκριμένη εργασία τις περισσότερες φορές λογίζονται σαν φορείς παροχής ρευστότητας στις αγορές κεφαλαίων, που παίζει καθοριστικό ρόλο στην αγορά. Έρευνες αναφέρουν πως αποτελεί ένα αξιοσημείωτο φαινόμενο το γεγονός πως αυτά τα κεφάλαια κινούνται ολοένα και πιο συχνά σε αγορές με χαμηλότερη ρευστότητα, με δομημένη πίστωση και επισφαλή χρέη. Με την ύπαρξη της μόχλευσης, ο συνδυασμός των μη ρευστοποιήσιμων δεδομένων ενεργητικού καθώς επίσης και της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης σε πολλές περιπτώσεις εκθέτει το κεφάλαιο σε καθοριστικό κίνδυνο ρευστότητας.⁸⁰

Το παραπάνω γεγονός έχει σαν κυριότερη συνέπεια τα εν λόγω κεφάλαια να υιοθετούν πιο μεγάλες περιόδους lock-up, προσφέροντας με αυτόν τον τρόπο τη δυνατότητα στους διαχειριστές να καταφέρουν να ξεπεράσουν με ευελιξία τις διακυμάνσεις και τις μεταβολές που υφίστανται στην εκάστοτε αγορά. Ακόμα, οι επενδυτές είναι ζωτικής σημασίας να προειδοποιούν πότε πρόκειται να εξαγοράσουν την επένδυσή τους και να αποχωρήσουν, ενώ παράλληλα οι συμβάσεις οι οποίες υπογράφονται με τον αντιπρόσωπο να προσφέρουν ανοδική τάση της διαφάνειας για την ρευστότητα του εκάστοτε κεφαλαίου. Τα συγκεκριμένα συστήματα έχουν την ευχέρεια να ελαττώσουν σε μεγάλο βαθμό τον κίνδυνο ρευστότητας.⁸¹

Παρά το γεγονός αυτό, όμως, η διαχείριση της ρευστότητας παραμένει μια καθοριστική ανησυχία εξαιτίας των δυνητικών συνεπειών στη δυναμική της εκάστοτε αγοράς. Έρευνες αναφέρουν πως υφίστανται 2 είδη ρευστότητας, που είναι η ρευστότητα στην αγορά, που προσφέρει την ευχέρεια να συναλλάσσονται δίχως να υφίσταται επιρροή των τιμών της αγοράς, καθώς επίσης και η χρηματοδοτική ρευστότητα, που προσφέρει την ευχέρεια να αποκτήσουμε χρηματοδότηση σε περίπτωση πιστωτικής δυσλειτουργίας είτε άλλης μορφής κινδύνου.⁸²

⁷⁹ L. Armitstead, (2010), *Hedge funds do not pose systemic risk, concludes FSA*, The Telegraph, 23 February.

⁸⁰ N. Schaub, M. Schmid, (2013), *Hedge fund liquidity and performance: Evidence from the financial crisis*, Journal of Banking and Finance, 37(3), pp. 670-690.

⁸¹ S. Johnson, J. Kwak, (2011), *13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*, Vintage, Reprint edition.

⁸² Α. Χριστόπουλος, Ι. Ντόκας, (2012), *Θέματα τραπεζικής και χρηματοοικονομικής θεωρίας*, Εκδόσεις Κριτική, Αθήνα.

Άλλα είδη ρευστότητας αλληλεπιδρούν με καθοριστικές τακτικές. Στην περίπτωση στην οποία η χρηματοδοτική ρευστότητα είναι άφθονη, για παράδειγμα, οι διαχειριστές έχουν την ευχέρεια να προσφέρουν χρηματοδότηση στις θέσεις τους, να υλοποιήσουν συναλλαγές πιο μεγάλου όγκου εξομαλύνοντας τις διαταραχές των τιμών και ταυτόχρονα να κάνουν τις αγορές ακόμα πιο ρευστές. Από την άλλη πλευρά, μια ρευστότητα που νοσεί, πολλές φορές τείνει να παρουσιάσει ανοδική τάση της μεταβλητότητας, που τις περισσότερες φορές οδηγεί σε περιθώριο διακύμανσης, ελαττώνοντας με αυτόν τον τρόπο τη χρηματοδοτική ρευστότητα. Διαταραχές αυτής της μορφής στην αγορά είναι δυνατόν να παρεμποδίσουν σε σημαντικό βαθμό τον διαχειριστή να χρηματοδοτήσει τις θέσεις του κεφαλαίου και με τον τρόπο αυτόν, τα επιπλέον κεφάλαια είναι εφικτό να εμφανίσουν ανοδική τάση μονάχα μέσω της πώλησης περιουσιακών στοιχείων σε μια αγορά, η οποία ως επί το πλείστον βρίσκεται σε σημαντική πτώση.⁸³

Η παραπάνω αμοιβαία συσχέτιση αναπτύσσει μια μη σταθεροποιημένη αγορά. Διερευνώντας τις απώλειες των συναλλαγών από μια ξαφνική ανοδική τάση των τιμών, στην περίπτωση στην οποία οι απώλειες είναι ιδιαίτερα σοβαρές, τότε οι έμποροι θα ελαττώσουν τις συναλλαγές τους και θα υφίσταται ελάττωση της ρευστότητας της εκάστοτε αγοράς. Επιπλέον, η ανοδική τάση της μεταβλητότητας, η οποία τις περισσότερες φορές έχει άμεση σχέση με τις ελαττώσεις τιμών, είναι δυνατόν να προκαλέσει ακόμα πιο υψηλό αρχικό περιθώριο και παράλληλα διασφάλιση κλήσεων, που βοηθάει στην ανοδική τάση του κόστους της συντήρησης θέσεων διαπραγμάτευσης και ελαττώνει αισθητά την χρηματοδοτική ρευστότητα.⁸⁴

Ακόμα, είναι σημαντικό να επισημανθεί πως στην περίπτωση στην οποία το σοκ είναι τεράστιο, οι χρηματοοικονομικά περιορισμένοι συναλλασσόμενοι θα εξαναγκαστούν να πουλήσουν σημαντικά περιουσιακά στοιχεία. Οι συγκεκριμένες πωλήσεις αυτής της μορφής τις περισσότερες φορές συμπιέζουν τις τιμές σε μεγάλο βαθμό, αναπτύσσοντας αρνητικό σοκ για τις θέσεις διαπραγμάτευσης, θέτουν σε κίνηση περισσότερες πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων και τέλος προκαλούν πτωτική τάση στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων.⁸⁵

2.5 Μόγλευση

Βάσει μελετών η συγκεκριμένη ορολογία αφορά την πρακτική του πολλαπλασιασμού ενός καθορισμένου ποσού χρημάτων με την αλληπάλληλη επένδυσή του στις οικονομικές αγορές. Αποτελεί το επίπεδο κατά το οποίο ένας επενδυτής είτε μια επιχείρηση χρησιμοποιεί το χρήμα το οποίο έχει δανειστεί. Τα κεφάλαια που μελετάμε στη

⁸³ L. Lepetit, N. Emmanuelle, Philippe Rous, T. Amine, (2008), *Bank Income Structure and Risk: An Empirical Analysis of European Banks*, Journal of Banking and Finance 32, pp. 1452–1467.

⁸⁴ S. Johnson, J. Kwak, (2011), *13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*, Vintage, Reprint edition.

⁸⁵ M.J.P. Anson, (2006), *The Handbook of Alternative Assets*, John Wiley & Sons.

συγκεκριμένη εργασία, έχουν στην κατοχή τους υψηλού κινδύνου περιουσιακά στοιχεία σε θέσεις long καθώς επίσης και σε θέσεις short.⁸⁶

Η μόχλευση υπολογίζει την έκταση του αντίστοιχου μεγέθους των θέσεων αυτών στα περιουσιακά στοιχεία υψηλού κινδύνου συγκριτικά με το μέγεθος του εκάστοτε χαρτοφυλακίου. Τα υπό διαχείριση κεφάλαια αυτής της μορφής είναι τα μετρητά συν την διαφορά των long/short θέσεων καθώς επίσης και του ποσού το οποίο αξιώνουν οι επενδυτές από το κεφάλαιο. Η καθαρή αξία ενεργητικού για την εκάστοτε μετοχή αφορά την αξία του κεφαλαίου για κάθε μετοχή, η οποία ισούται με τα υπό διαχείριση κεφάλαια, που αναφέρθηκαν παραπάνω, διαιρούμενο με το σύνολο των μετοχών.⁸⁷ Τις περισσότερες φορές, χρησιμεύουν τα παρακάτω δεδομένα μόχλευσης για την εν λόγω βιομηχανία :

- Gross leverage που αφορά το σύνολο των θέσεων για κάθε μετοχή διαιρούμενο με την καθαρή αξία ενεργητικού για την εκάστοτε μετοχή
- Net leverage που αφορά τη διαφορά ανάμεσα στις θέσεις που προαναφέρθηκαν για την εκάστοτε μετοχή η οποία εκφράζεται σαν ποσοστό της καθαρής αξίας ενεργητικού για την εκάστοτε μετοχή
- Long-only leverage που περιέχεται μονάχα από τις long θέσεις για κάθε μετοχή διαιρούμενες από την καθαρή αξία ενεργητικού για την εκάστοτε μετοχή⁸⁸

Βάσει μελετών, ο αντίκτυπος της κατάρρευσης των τεράστιων σε μόχλευση κεφαλαίων αυτής της μορφής είναι ισχυρός. Τα αγαθά αυτών των κεφαλαίων είναι λιγότερο ρευστοποιήσιμα και πιο δύσκολα στο να εκκαθαριστούν. Επομένως, η κατάρρευσή τους είναι αρκετά πιο δύσκολη σε ό,τι έχει να κάνει με την αφομοίωσή της στην αγορά στην οποία δραστηριοποιείται. Οι ζημιές τις οποίες αναπτύσσουν τα κεφάλαια αυτής της μορφής και οι κίνδυνοί τους αναπτύσσονται από τους επενδυτές καθώς επίσης και από τους αντισυμβαλλόμενους σε αυτά.⁸⁹

Στις ΗΠΑ υφίστανται ρυθμιστικοί κανόνες, οι οποίοι έχουν την ευχέρεια να διέπουν το βέλτιστο επιτρεπτό επίπεδο μόχλευσης. Ο κανονισμός T, όπως καλείται, αφήνει στους επενδυτές να πιστώνονται μέχρι και το 1/2 της θέσης τους επί του περιθωρίου. Συστήνοντας, όμως, off-shore κεφάλαιο αυτής της μορφής, οι επενδυτές έχουν πλέον τη δυνατότητα να

⁸⁶ N. Σχοινιωτάκης, Γ. Συλλιγάρδος, (2010), *Διαχείριση τραπεζικών και χρηματοοικονομικών κινδύνων*, Θεωρία και εφαρμογές, εκδόσεις Δισίγμα, Αθήνα.

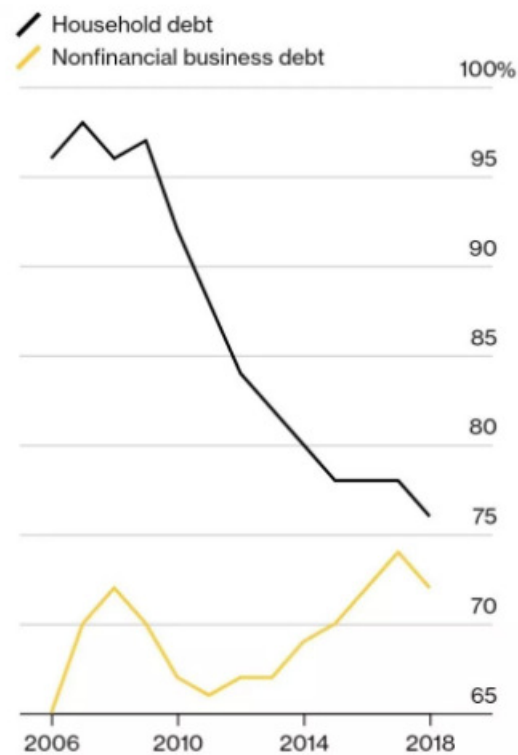
⁸⁷ L. Dixon, C. Noreen, B.K. Krishna, (2012), *Hedge funds and systemic risk*, RAND Corporation.

⁸⁸ D.R. Chambers, K.H. Black, N.J. Lacey, (2018), *Alternative investments: A primer for investment professionals*, CFA Institute Research Foundation.

⁸⁹ M.J.P. Anson, (2006), *The Handbook of Alternative Assets*, John Wiley & Sons.

αποκτήσουν ακόμα μεγαλύτερη μόχλευση και με αυτόν τον τρόπο δεν περιέχονται στην παραπάνω ρύθμιση.⁹⁰

Κατά τα τέλη του 2008, ολοένα και πιο πολλά αμοιβαία κεφάλαια λάμβαναν μέτρα για αναχαίτιση των εκροών από τους στριμωγμένους επενδυτές οι οποίοι ρευστοποιούσαν στοιχεία του ενεργητικού τους. Στα συγκεκριμένα μέτρα περιέχονταν η αναστολή των εξαγορών, η επιβολή περιορισμών εκροών (περιορισμός ρευστοποιήσεων από τους μεριδιούχους σε μια καθορισμένη χρονική περίοδο) αλλά και το κλείσιμο των χρημάτων των επενδυτών για μια μικρή συμφωνημένη περίοδο.⁹¹



Εικόνα 2.1 : Εταιρική μόχλευση (2006-2018)⁹²

⁹⁰ A. Aiken, C. Clifford, J. Ellis, (2013), *Out of the dark: Hedge fund reporting biases and commercial databases*, *Review of Financial Studies*, 26(1), pp. 207-242.

⁹¹ V. Agarwal, N. Boyson, N. Naik, (2009), *Hedge funds for retail investors? An examination of hedged mutual funds*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(2), pp. 272-304.

⁹² [<https://businessrev.gr/2018/09/21/%CE%BF-%CE%BA%CF%8C%CF%83%CE%BC%CE%BF%CF%82-10-%CF%87%CF%81%CF%8C%CE%BD%CE%B9%CE%B1-%CE%BC%CE%B5%CF%84%CE%AC-%CF%84%CE%B7%CE%BD-%CE%BF%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AE-%CE%BA/>]

Σε αντάλλαγμα για τους παραπάνω όρους, οι επενδυτές ζητούσαν και πήραν πιο χαμηλές προμήθειες, κάτι το οποίο, όμως, οδήγησε σε δύσκολη επαναφορά των προμηθειών στα προηγούμενα επίπεδα. Σκοπός των συγκεκριμένων κεφαλαίων ήταν να αντιμετωπίσουν το τεράστιο κύμα εξαγορών το οποίο ερχόταν. Βάσει μελετών εκείνης της περιόδου, οι εκροές στα τέλη της περιόδου του 2008 ξεπερνούσαν τις εισροές κατά 40 δισεκατομμύρια δολάρια. Τα εν λόγω επίπεδα είναι αρκετά πιο υψηλά από τα 31 δισεκατομμύρια δολάρια των καθαρών εκροών του Γ' τριμήνου εκείνης της περιόδου και ήταν σε πλήρη αντίθεση με τις καθарές εισροές της προηγούμενης χρονιάς, όπου είχαν φτάσει σε επίπεδα-ρεκόρ καθώς ξεπερνούσαν τα 194 δισεκατομμύρια δολάρια για αυτά τα κεφάλαια.⁹³

Βέβαια, η παραπάνω εξέλιξη εκείνη την περίοδο ήταν αναμενόμενη, λόγω της κατάστασης που επικρατούσε εκείνη την περίοδο στις αγορές και της περιορισμένης ρευστότητας. Έρευνες αναφέρουν πως εκείνη την περίοδο υπήρχαν καθοριστικές ενδείξεις πως αρκετά αμοιβαία κεφάλαια είχαν ενδυναμώσει σε μεγάλο βαθμό τη θέση τους σε μετρητά, με βασικότερο στόχο να είναι κατάλληλα προετοιμασμένα για επιπλέον εξαγορές. Εκείνη την περίοδο, οι επενδυτές δεν αντιτάθηκαν στη διακράτηση υψηλότερων επιπέδων ρευστών διαθέσιμων από τα αμοιβαία κεφάλαια με στόχο την καταπολέμηση των συλλογικών ρευστοποιήσεων, παρά το γεγονός πως δεν ήταν διατεθειμένοι να αναλάβουν το κόστος.⁹⁴

Στην περίπτωση στην οποία τα συγκεκριμένα κεφάλαια θα πρέπει να επιστραφούν, δίχως να έχουν επαρκή ρευστότητα, εξαναγκάζονται να ρευστοποιήσουν στοιχεία του ενεργητικού τους με κυριότερο στόχο να καταφέρουν να ικανοποιήσουν τα αιτήματα εξαγορών. Αυτό, όμως, πολλές φορές περιλαμβάνει υψηλούς κινδύνους για τα αμοιβαία κεφάλαια τα οποία δανείζονται με υψηλό ποσοστό μόχλευσης έτσι ώστε να προβαίνουν σε επενδύσεις, προσφέροντας σαν διασφάλιση το χαρτοφυλάκιό τους. Η μόχλευση αποτελεί τον κυριότερο πυλώνα των hedge funds και το κόστος αυτής είναι ο κυριότερος λόγος της επιβολής των υψηλών προμηθειών που χρεώνουν αρκετά εξ αυτών.⁹⁵

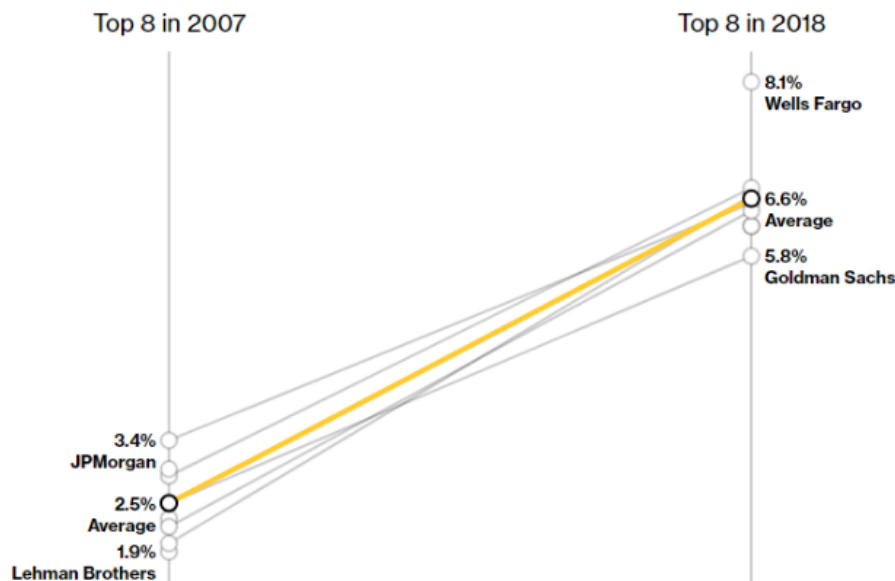
Παρά το γεγονός, όμως, πως η μόχλευση παίζει σημαντικό ρόλο στην ανοδική τάση των κερδών στην περίπτωση στην οποία τα πράγματα πηγαίνουν καλά, σε περιόδους πτωτικής αγοράς αυτή προκαλεί διόγκωση των ζημιών ακριβώς τη στιγμή που οι επενδυτές σπεύδουν να εξαγοράσουν τα μερίδιά τους. Οι διαχειριστές οι οποίοι δεν έχουν πολλά ρευστά διαθέσιμα με στόχο να κατορθώσουν να ικανοποιήσουν όλα τα αιτήματα εξαγορών εξωθούνται σε πωλήσεις στοιχείων ενεργητικού σε μια αγορά όπου οι τιμές μεταβάλλονται σε βάρος τους.⁹⁶

⁹³ M. Baker, X. Pan, J. Wirgler, (2012), *The effect of reference point prices on mergers and acquisitions*, Journal of Financial Economics, 106(1), pp. 48-70.

⁹⁴ N. Schaub, M. Schmid, (2013), *Hedge fund liquidity and performance: Evidence from the financial crisis*, Journal of Banking and Finance, 37(3), pp. 670-690.

⁹⁵ E. Avgouleas, C. Goodhart, (2015), *Critical Reflection on Bank Bail-ins*, Journal of Financial Regulation 1, pp. 1-27.

⁹⁶ S. Titman, (2011), *Do the best hedge funds hedge?*, Review of Financial Studies, 24(1), pp. 122-160.



Εικόνα 2.2 : Οι μεγαλύτερες τράπεζες στις ΗΠΑ έχουν σχεδόν 3 φορές περισσότερο κεφάλαιο ως ποσοστό των περιουσιακών τους στοιχείων (assets)⁹⁷

Στην περίπτωση στην οποία εξαναγκαστούν να πουλήσουν τέτοια στοιχεία ελαττωμένης ρευστότητας, είναι αρκετά πιθανόν να κληθούν να αντιμετωπίσουν τεράστιες δυσμένειες ακόμη και για τον εντοπισμό αγοραστών. Ακόμα, λόγω των παραπάνω πιέσεων, οι πιστωτές ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, το οποίο κάνει χρήση της τακτικής της μόχλευσης είναι εξαιρετικά πιθανό να απαιτήσουν πιο πολλές εξασφαλίσεις, στην περίπτωση στην οποία η αγορά, και κατά συνέπεια και η αξία των υφιστάμενων εξασφαλίσεων του συγκεκριμένου κεφαλαίου, ακολουθεί καθοδική τάση.⁹⁸

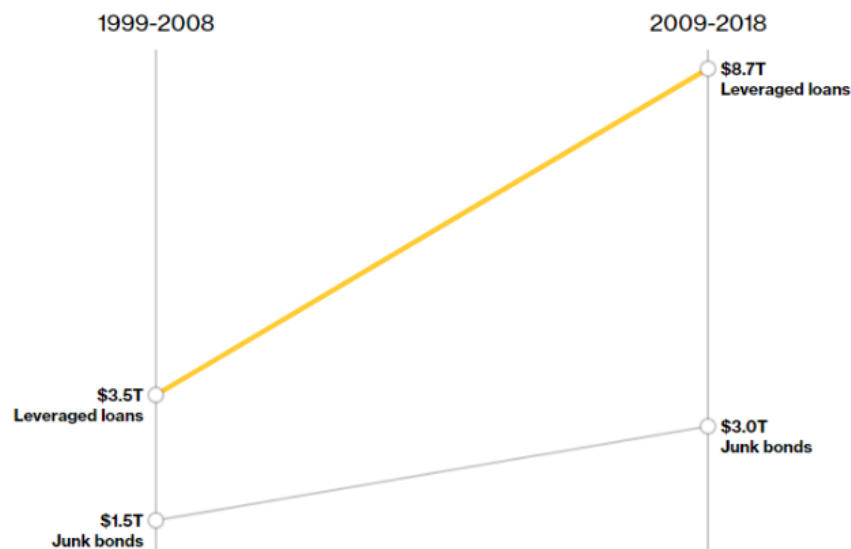
Είναι εξαιρετικά πιθανόν, επομένως, οι πωλήσεις αυτών των στοιχείων να μην φτάνουν με στόχο την ανοδική τάση της ρευστότητας του αντισταθμιστικού κεφαλαίου, στην περίπτωση στην οποία οι εξαγορές και η ανοδική τάση των απαιτήσεων σε εξασφαλίσεις απορροφούν πιο πολλά ρευστά διαθέσιμα σε σχέση με εκείνα τα οποία αποφέρει η ρευστοποίηση των παραπάνω στοιχείων. Παρόλα αυτά, όμως, τα αμοιβαία κεφάλαια πολλές φορές έρχονται αντιμέτωπα με ένα καθοριστικό δίλλημα σε ό,τι έχει να κάνει με τον περιορισμό της πρόσβασης των επενδυτών στα εν λόγω κεφάλαια.⁹⁹

⁹⁷ [<https://www.newmoney.gr/palmos-oikonomias/bloomberg/370205-mporoume-na-anteksoume-tin-epomeni-oikonomiki-krisi>]

⁹⁸ [<https://businessrev.gr/2018/09/21/%CE%BF-%CE%BA%CF%8C%CF%83%CE%BC%CE%BF%CF%82-10-%CF%87%CF%81%CF%8C%CE%BD%CE%B9%CE%B1-%CE%BC%CE%B5%CF%84%CE%AC-%CF%84%CE%B7%CE%BD-%CE%BF%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AE-%CE%BA/>]

⁹⁹ B. Cheffins, J. Armour, (2011), *The past, present and future of shareholder activism by hedge funds*, Journal of Corporate Law, 37(2), pp. 50-88.

Παρά το γεγονός πως τα παραπάνω μέτρα ανακούφισαν προσωρινά τα συγκεκριμένα κεφάλαια με τίτλους χαμηλότερης ρευστότητας στο ενεργητικό τους, πολλές φορές υποσκάπτουν την μακροπρόθεσμη εμπιστοσύνη των εκάστοτε επενδυτών στην περίπτωση στην οποία υλοποιούνται ξαφνικά. Παρά το γεγονός αυτό, όμως, αρκετοί επενδυτές είναι εκείνοι που δεν συμμερίζονται την παραπάνω οπτική. Πολλοί μεριδιούχοι είχαν δηλώσει εκείνη την περίοδο πως ήταν εξαιρετικά ικανοποιημένοι από την αλλαγή των όρων εξαγορών, όταν εκείνη στόχευε στην προστασία των συγκεκριμένων επενδυτών.¹⁰⁰



Εικόνα 2.3 : Η έκδοση αμερικανικών μοχλευμένων δανείων και ομολόγων-σκουπιδιών έχει υπερδιπλασιαστεί την τελευταία δεκαετία.¹⁰¹

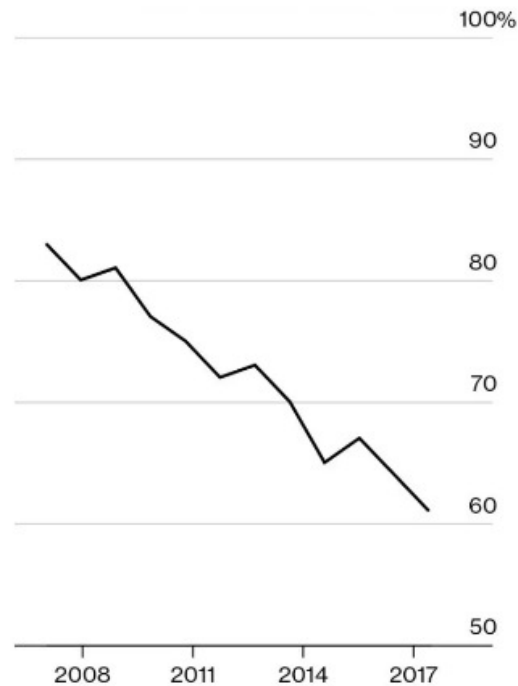
Δεν ήταν, όμως, μονάχα τα συγκεκριμένα κεφάλαια τα οποία έχαναν χρήματα υπό συνθήκες τεράστιας πίεσης. Εκείνη την περίοδο όπου στα αμοιβαία κεφάλαια καταγράφονταν οι πιο χαμηλές αποδόσεις, εντοπιζόταν οι πρώτες εξαγορές, αφού αρκετοί επενδυτές δεν είχαν την ευχέρεια να ρευστοποιήσουν τα μερίδιά τους στα αντισταθμιστικά κεφάλαια, εξαιτίας των περιορισμών στις εξαγορές και για αυτό το λόγο προσέφευγαν στην επιλογή των hedge funds. Συνέπεια όλων αυτών ήταν ακόμη και τα λίγα αμοιβαία κεφάλαια τα οποία είδαν τα χαρτοφυλάκιά τους να κερδίζουν εκείνη την περίοδο, εξαναγκάστηκαν και εκείνα να επιβάλλουν καθοριστικούς περιορισμούς στις εξαγορές προς προστασία των αποδόσεών τους. Μια εξίσου σημαντική επίπτωση εκείνης της περιόδου ήταν πως είχαν εξαναγκαστεί να διαπραγματευτούν και τις προμήθειές τους.¹⁰²

¹⁰⁰ D.R. Chambers, K.H. Black, N.J. Lacey, (2018), *Alternative investments: A primer for investment professionals*, CFA Institute Research Foundation.

¹⁰¹ [<https://www.newmoney.gr/palmos-oikonomias/bloomberg/370205-mporoume-na-anteksoume-tin-epomeni-oikonomiki-krisi>]

¹⁰² L. Dixon, C. Noreen, B.K. Krishna, (2012), *Hedge funds and systemic risk*, RAND Corporation.

Στη σημερινή εποχή, οι δεσμοί ανάμεσα στα κεφάλαια που μελετάμε στη συγκεκριμένη εργασία και στους βασικούς τραπεζικούς οργανισμούς είναι πιο αδύναμοι. Με τους κινδύνους οι οποίοι μετατοπίστηκαν στα αντισταθμιστικά αμοιβαία κεφάλαια κινδύνου, οι ασφαλιστικές εταιρίες, οι μη εξαρτώμενοι διαμεσολαβητές καθώς επίσης και άλλοι ενδιάμεσοι οι οποίοι δεν είναι αποδέκτες καταθέσεων, οι επικριτές αμφισβήτησαν εάν οι κυβερνήσεις θα παίξουν υποστηρικτικό ρόλο στους μη τραπεζικούς οργανισμούς στην επόμενη ύφεση.¹⁰³



Εικόνα 2.4 : Οι μεγάλες τράπεζες έχουν χάσει το μερίδιό τους σε δάνεια από τις Η.Π.Α. σε μικρότερους αντιπάλους¹⁰⁴

Με λίγα λόγια, τώρα που οι πιο μεγάλοι τραπεζικοί οργανισμοί σε παγκόσμιο επίπεδο έχουν ανασυγκροτηθεί, μήπως τα εν λόγω κεφάλαια έχουν γίνει πολύ μεγάλα με κίνδυνο να αποτύχουν. Στη σημερινή εποχή, όμως, υφίσταται ο κίνδυνος τα κεφάλαια αυτά να ρίξουν τους πιο μεγάλους τραπεζικούς οργανισμούς. Δεν είναι αδύνατο να υποθέσει κάποιος μια κατάσταση στην οποία τα ζητήματα ενός γραφείου εκκαθάρισης δανεισμών

¹⁰³ D.R. Chambers, K.H. Black, N.J. Lacey, (2018), *Alternative investments: A primer for investment professionals*, CFA Institute Research Foundation.

¹⁰⁴ [<https://businessrev.gr/2018/09/21/%CE%BF-%CE%BA%CF%8C%CF%83%CE%BC%CE%BF%CF%82-10-%CF%87%CF%81%CF%8C%CE%BD%CE%B9%CE%B1-%CE%BC%CE%B5%CF%84%CE%AC-%CF%84%CE%B7%CE%BD-%CE%BF%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AE-%CE%BA/>]

διαχέονται σε όλο το χρηματοπιστωτικό σύστημα, κάτι το οποίο φαίνεται και από το γεγονός πως οι οντότητες εκκαθάρισης κεφαλαιοποιούνται καλά ενώ οι τεράστιοι τραπεζικοί οργανισμοί κεφαλαιοποιούνται καλύτερα σε σχέση με την περίοδο πριν από την παγκόσμια χρηματοοικονομική ύφεση.¹⁰⁵

2.6 Πηγές απόδοσης κινδύνου και κίνδυνοι επενδυτών

Η απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων έχει άρρηκτη σχέση αλλά και εξάρτηση από καθορισμένες παραμέτρους όπως είναι για παράδειγμα η απόδοση της αγοράς όπου δρουν, η κατανομή επένδυσης του αντίστοιχου διαχειριστή καθώς επίσης και από τη δυνατότητα την οποία έχει ο εκάστοτε διαχειριστής. Από τις παραμέτρους αυτές, η πιο καθοριστική είναι η ευρύτερη απόδοση της αγοράς. Για το διαχειριστή των κεφαλαίων που μελετάμε στην εν λόγω εργασία, η 1^η παράμετρος δεν ισχύει, καθώς έχει τη δυνατότητα να λαμβάνει εξίσου αγοράς (long) αλλά και ανοιχτής πώλησης (short) θέσεις. Με λίγα λόγια, υφίσταται η δυνατότητα να στοιχηματίζουν σε αυξητική είτε πτωτική τάση των αγορών. Οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν έχουν τη δυνατότητα να διαλέγουν μεταξύ των δυο. Η δουλειά τους είναι να λαμβάνουν μονάχα θέσεις αγοράς (δηλαδή long).¹⁰⁶

Σε ό,τι έχει να κάνει με τους κινδύνους τους οποίους διατρέχουν σε αυτές τις περιπτώσεις οι επενδυτές, είναι σημαντικό να τονιστεί πως οι επενδυτές των αντισταθμιστικών αμοιβαίων κεφαλαίων κινδύνου είναι εκτεθειμένοι στην αποτυχία αυτών των κεφαλαίων, στη συμπεριφορά του εκάστοτε διαχειριστή αυτών των κεφαλαίων, στην αποτυχία του βασικού μεσίτη είτε στις ζημιές οι οποίες υφίστανται από διαφορετικούς φορείς παροχής υπηρεσιών.¹⁰⁷

Ο διαχειριστής αυτών των κεφαλαίων είναι αρμόδιος για την προστασία των περιουσιακών στοιχείων του εκάστοτε επενδυτή. Η αποτυχία να καταφέρει να επιδείξει την πρέπουσα επιμέλεια και την εποπτεία της φερεγγυότητας του μεσίτη αναπτύσσει καθοριστικούς κινδύνους για τους επενδυτές. Οι πρωτογενείς λειτουργικοί κίνδυνοι για τους επενδυτές αυτής της μορφής είναι οι εξής :

- Ψευδείς είτε παραπλανητικές αποτιμήσεις επενδυτικών κινήσεων και τιμολόγηση
- Τεχνολογίες, δράσεις είτε ανθρώπινο δυναμικό το οποίο δεν έχει την ευχέρεια να διαχειριστεί κατάλληλα τις επενδύσεις οι οποίες χρειάζονται
- Επενδυτικές κινήσεις οι οποίες υλοποιούνται πέρα από τα πλαίσια της οριοθετημένης τακτικής, δίχως τη γνώση είτε την απαιτούμενη έγκριση του εκάστοτε επενδυτή

¹⁰⁵ D. Capocci, (2013), *The complete guide to hedge funds and hedge fund strategies*, Global Financial Markets, Palgrave Macmillan, England.

¹⁰⁶ M.J.P. Anson, (2006), *The Handbook of Alternative Assets*, John Wiley & Sons.

¹⁰⁷ L. Dixon, C. Noreen, B.K. Krishna, (2012), *Hedge funds and systemic risk*, RAND Corporation.

- Η αποτυχία του διαχειριστεί να ελέγξει είτε να χειριστεί τον κίνδυνο ο οποίος ελλοχεύει από την ύπαρξη των αντισυμβαλλομένων είτε των παροχών υπηρεσιών
- Απομάκρυνση των χρημάτων από το ταμείο εξαιτίας κλοπής ή με στόχο την κάλυψη απωλειών στις συναλλαγές¹⁰⁸

Σε ό,τι έχει να κάνει με τις ψευδείς είτε τις παραπλανητικές αποτιμήσεις που αναφέρθηκαν παραπάνω και έχουν άμεση σχέση με τις επενδύσεις καθώς επίσης και η τιμολόγηση αποτελούν μερικούς από τους πιο σημαντικούς κινδύνους για τους επενδυτές. Οι ερευνητές συστήνουν τις περισσότερες φορές πως όλες οι θέσεις είναι ζωτικής σημασίας να έχουν τιμολογηθεί, χωρίς να υφίσταται καμία απολύτως εξάρτηση από άλλους εξωτερικούς συνεργάτες.¹⁰⁹

Αρκετά από τα πιο μεγάλα ταμεία, όπως είναι για παράδειγμα οι MBS καθώς επίσης και οι ABS είχαν εκτεθεί σε τεράστιο κίνδυνο ρευστότητας πριν μερικά χρόνια, εξαιτίας της ιδιαίτερα χαμηλής ρευστότητας που παρουσίασαν οι αγορές. Δεν υφίστανται αγοραστές και αγορές για τις κινητές αξίες, και αυτό έχει σαν βασικότερη συνέπεια οι αποτιμήσεις να παραμένουν εξαιρετικά προβληματικές, με τις πιο μεγάλες επενδυτικές κινήσεις σε ακίνητες περιουσίες να λαμβάνουν συχνά διαφοροποιημένες οπτικές για την αξία των συγκεκριμένων τίτλων. Οι παραβιάσεις των ανακριβών είτε των μη κατάλληλων αποτιμήσεων αυτής της μορφής έχουν συμβεί και θα εξακολουθήσουν να υφίστανται στην περίπτωση στην οποία οι διαχειριστές αυτών των κεφαλαίων να μην έχουν μια μη εξαρτώμενη δράση αποτίμησης.¹¹⁰

¹⁰⁸ S. Titman, (2011), *Do the best hedge funds hedge?*, Review of Financial Studies, 24(1), pp. 122-160.

¹⁰⁹ M.J.P. Anson, (2006), *The Handbook of Alternative Assets*, John Wiley & Sons.

¹¹⁰ Ν. Σχοινιωτάκης, Γ. Συλλιγάρδος, (2010), *Διαχείριση τραπεζικών και χρηματοοικονομικών κινδύνων*, Θεωρία και εφαρμογές, εκδόσεις Δισίγμα, Αθήνα.

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ HEDGE FUNDS

3.1 Το ξεκίνημα της οικονομικής κρίσης

Από την περίοδο του 2004-2006, το επιτόκιο παρέμβασης στις ΗΠΑ παρουσίαζε ανοδική τάση που κυμαινόταν από 1 μέχρι και 5,25%, κάτι το οποίο οδήγησε σε καθοδική τάση της αγοράς κατοικιών. Τα πρώτα σημάδια της ύφεσης εντοπίστηκαν την περίοδο του 2006. Την περίοδο αυτή, οι τιμές των κατοικιών στις ΗΠΑ σταμάτησαν να παρουσιάζουν σταδιακή αυξητική τάση. Οι χρεοκοπίες νοικοκυριών τα οποία είχαν λάβει στεγαστικούς δανεισμούς χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης ξεκίνησαν να αυξάνονται, όταν τα επιτόκια παρουσίασαν ανοδική τάση.¹¹¹

Το μεγαλύτερο ποσοστό των συγκεκριμένων δανεισμών είχε τιτλοποιηθεί και πουληθεί σε αμοιβαία κεφαλαία σε άλλους τραπεζικούς οργανισμούς και επενδυτές σε διεθνές επίπεδο. Στα τέλη εκείνης της περιόδου, ο οίκος αξιολόγησης Fitch προειδοποίησε πως ένα τεράστιο σύνολο οφειλετών με τους παραπάνω δανεισμούς (subprimes) θα αντιμετώπιζε σημαντικά ζητήματα με το ξεκίνημα της επόμενης χρονιάς, όταν θα ανανεώνονταν δηλαδή τα συμβόλαιά τους με καινούρια επιτόκια αγοράς.¹¹²

Στα τέλη εκείνης της χρονιάς, η Owit Mortgage Solutions, ένας τραπεζικός οργανισμός στην Καλιφόρνια ο οποίος παρείχε δάνεια ως επί το πλείστον στην αγορά των subprime κατέθεσε αίτηση χρεοκοπίας. Στο ξεκίνημα του επόμενου έτους, ο αγγλικός τραπεζικός οργανισμός HSBC εξέδωσε ανακοίνωση μέσω της οποίας γνωστοποιούσε την κεφαλαιακή απώλεια αξίας 10,5 εκατομμυρίων δολαρίων, εξαιτίας σημαντικών απωλειών της αμερικάνικης θυγατρικής της Household Finance Corporation, που είχε αγοράσει πριν 4 χρόνια.¹¹³

Στα μέσα του 2007, ο στεγαστικός τραπεζικός οργανισμός των ΗΠΑ New Century Financial κατέθεσε αίτηση χρεοκοπίας. Την ίδια περίοδο η UBS αναγκάστηκε να κλείσει το Dillon Reed Hedge Fund ύστερα από ζημιές που ανερχόταν στα 125 εκατομμύρια δολάρια. Μετά από μερικούς μήνες, ο επενδυτικός τραπεζικός οργανισμός Bear Stearns αναγκάστηκε να κεφαλαιοποιήσει με 3,2 δισεκατομμύρια δολάρια ένα δικό της αντασταθμιστικό αμοιβαίο

¹¹¹ P. Askenazy, D. Cohen, (2010), *Οικονομική κρίση: αίτια και προοπτικές*, Εκδόσεις Πόλις, Αθήνα.

¹¹² R. Caballero, A. Krishnamurthy, (2009), *Global imbalances and financial fragility*, American Economic Review Papers and Proceedings, May, pp. 571-588.

¹¹³ Δ. Σπαρτιώτης, Γ. Στουρνάρας, (2010), *Τα θεμελιώδη αίτια της κατάρρευσης των τραπεζών και των χρηματοπιστωτικών αγορών*, Η εμπειρία 2007-2008, εκδόσεις Gutenberg, Αθήνα.

κεφάλαιο κινδύνου που είχε επενδύσει σε στεγαστικούς δανεισμούς subprime και εμφάνισε τεράστιες απώλειες, ενώ την ίδια περίοδο ανακοίνωσε πως 2 δικά της κεφάλαια αυτής της μορφής είχαν χάσει το 90% της αξίας τους, σχεδόν δηλαδή 1,4 δισεκατομμύρια δολάρια.¹¹⁴

Κάτι αντίστοιχο συνέβη και στην περίπτωση των οίκων αξιολόγησης Standard & Poor's και Moody's που την ίδια περίοδο ανακοίνωσαν την επιλογή τους να διερευνήσουν την προηγούμενη βαθμολόγηση δανεισμών αυτής της μορφής ύψους σχεδόν 18 δισεκατομμυρίων δολαρίων για πιθανή υποβάθμιση. Στη συνέχεια υπήρξε η Fitch. Αρκετά αγαθά τα οποία εστίαζαν στους συγκεκριμένους δανεισμούς υποβαθμίστηκαν από AAA σε A+, δηλαδή κατά 4 βαθμίδες, κάτι το οποίο έως εκείνη την περίοδο δεν γινόταν πολλές φορές.¹¹⁵

Στο ξεκίνημα του επόμενου έτους, οι μεγαλύτεροι τραπεζικοί οργανισμοί ξεκίνησαν να ανακοινώνουν διαγραφές αξιών από τα χαρτοφυλάκια τους, αφού οι τίτλοι οι οποίοι είχαν άμεση σχέση με τους παραπάνω δανεισμούς όπως φάνηκε ήταν τοξικοί. Στα μέσα εκείνης της περιόδου, ο 6^{ος} πιο μεγάλος επενδυτικός τραπεζικός οργανισμός των ΗΠΑ, ο Bear Sterns, αποδέχθηκε την απορρόφησή του από την JP Morgan με μεγάλο κομμάτι της εξαγοράς να χρηματοδοτείται εκείνη την περίοδο από τη Fed, αφού η μοναδική εναλλακτική λύση αυτού του ιδρύματος ήταν η πτώχευση.¹¹⁶

Το καλοκαίρι εκείνης της περιόδου υπήρξε ένα τεράστιο ζήτημα στη διεθνή αγορά με την τεράστια ανοδική τάση των τιμών του πετρελαίου και των βασικών υλών. Στην ΕΕ ο πληθωρισμός έφτανε το 4% κατά την περίοδο του Ιουλίου και στις ΗΠΑ είχε ξεπεράσει το 5%. Την ίδια περίοδο ένα βαρέλι πετρέλαιο μπορούσε να πουληθεί μέχρι και 147 δολάρια στην αγορά της Νέας Υόρκης και η τιμή του ευρώ ήταν μεγαλύτερη από 1,6 δολάρια.

Στα χρηματιστήρια το κλίμα δεν ήταν θετικό και ο Dow Jones είχε πέσει από τις 13 χιλιάδες μονάδες στα μέσα εκείνης της περιόδου στις 11 χιλιάδες. Στη συνέχεια υπήρξε η δυνατή δόνηση των δυο βασικότερων κορμών της αγοράς των ΗΠΑ για στεγαστικούς δανεισμούς, της Fannie Mae και Freddie Mac, οι οποίοι ενώ στην αρχή είχαν λάβει την απόφαση για χρηματοοικονομική ενίσχυση, μετέπειτα κρατικοποιήθηκαν. Αργότερα, υπήρξαν οι μεγαλύτερες ελαττώσεις επιτοκίων που είχαν φτάσει σε σημεία ρεκόρ, όπου σε Αμερική και Ιαπωνία τα επιτόκια περίπου ήταν ίσα με το μηδέν, ενώ η δυστοκία στην αγορά παρουσιάστηκε έως τα τέλη του συγκεκριμένου έτους, όταν ο ένας τραπεζικός οργανισμός δεν δεχόταν να χρηματοδοτήσει τον άλλον.¹¹⁷

¹¹⁴ K. Alexander, (2014), *International economic law and macro-prudential regulation, The rule of law in monetary affairs*, World Trade Forum, Cambridge University Press, pp. 519-544.

¹¹⁵ S. Johnson, J. Kwak, (2011), *13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*, Vintage, Reprint edition.

¹¹⁶ Δ. Σπαρτιώτης, Γ. Στουρνάρας, (2010), *Τα θεμελιώδη αίτια της κατάρρευσης των τραπεζών και των χρηματοπιστωτικών αγορών*, Η εμπειρία 2007-2008, εκδόσεις Gutenberg, Αθήνα.

¹¹⁷ R. Caballero, A. Krishnamurthy, (2009), *Global imbalances and financial fragility*, American Economic Review Papers and Proceedings, May, pp. 571-588.

3.2 Αίτια οικονομικής κρίσης

Υφίσταται γενικά συμφωνία των ερευνητών πως 4 είναι οι κυριότερες κατηγορίες παραμέτρων που λογίζονται ως καθοριστικές στην ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομικής ύφεσης της περιόδου του 2007. Αρχικά καθοριστικό ρόλο είχαν παίξει οι διεθνείς μακροοικονομικές ανισορροπίες. Τα προηγούμενα 30 έτη η Κίνα πέτυχε μια τεράστια χρηματοοικονομική εξέλιξη διαμέσου των εξαγωγών βιομηχανικών προϊόντων στις ΗΠΑ. Οι εν λόγω εξαγωγές οδήγησαν σε μεγάλα πλεονάσματα στο εμπορικό ισοζύγιο της Κίνας, που όμως δεν τροφοδότησαν την εγχώρια ζήτηση αλλά τοποθετήθηκαν σε ομόλογα των ΗΠΑ καθώς επίσης και σε άλλα δολαριακά αξιόγραφα.¹¹⁸

Με αυτόν τον τρόπο κράτησαν το δολάριο σε εξαιρετικά υψηλά επίπεδα και ενώ το ανάποδο γινόταν στα επιτόκια δανεισμού στις ΗΠΑ που ήταν σε εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα. Η παραπάνω εξέλιξη προκάλεσε ενίσχυση της ρευστότητας και των πιστώσεων στη συγκεκριμένη χώρα αλλά και στη συγκράτηση του πληθωρισμού. Για τους δικούς τους λόγους η κάθε μια, ούτε η ΕΕ (εξαιτίας σημαντικών ζητημάτων ανταγωνιστικότητας) αλλά ούτε η Ιαπωνία (εξαιτίας χαμηλής εθνικής ζήτησης) κατάφεραν να παρέμβουν αποτρεπτικά.¹¹⁹

Ένα εξίσου σημαντικό αίτιο ήταν η υπερβολική πιστωτική επέκταση και η μόχλευση. Τα προηγούμενα 15 έτη από εκείνη την περίοδο η πιστωτική επέκταση στις ΗΠΑ καθώς επίσης και στις πιο πολλές ανεπτυγμένες οικονομίες σε παγκόσμιο επίπεδο ήταν καθοριστική, έχοντας προέλευση όχι μονάχα από σχετικά τεράστια ανοδική τάση της νομισματικής βάσης αλλά και από την τεράστια μόχλευση εντός αλλά και εκτός των ισολογισμών των πιστωτικών οργανισμών και ως επί το πλείστον των επενδυτικών τραπεζικών οργανισμών καθώς επίσης και των hedge funds. Η συγκεκριμένη μόχλευση, όπως και σε άλλες οικονομικές υφέσεις του παρελθόντος, υποθήκευσε την οικονομική σταθεροποίηση και άφησε το σύστημα εξαιρετικά εκτεθειμένο σε συστημικούς κινδύνους.¹²⁰

Καθοριστικό αίτιο ήταν, επίσης, η ασυμμετρική πληροφόρηση και τα καθοριστικά ζητήματα εντολέα και εντολοδόχου. Η ύπαρξη αυτής της πληροφόρησης σε ό,τι είχε να κάνει με τα δομημένα αγαθά, προσέφερε την ευχέρεια στους εκδότες τους να αναλαμβάνουν τεράστιο ρίσκο με αδιαφανείς μεθόδους, ρίσκο που ούτε τιμολογούνται με ορθές τακτικές αλλά ούτε αντισταθμιζόταν επαρκώς. Παράλληλα, τα συστήματα αμοιβών των εμπορικών τραπεζικών οργανισμών, των επενδυτικών τραπεζικών οργανισμών, των ασφαλιστικών επιχειρήσεων καθώς επίσης και των hedge funds δεν χαρακτηρίζονταν από τη συμβατότητα καθορισμένων κινήτρων μεταξύ των στελεχών και των μετόχων των εν λόγω επιχειρήσεων,

¹¹⁸ G. Soros, (2008), *Η οικονομική κρίση του 2008 και η σημασία της*, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα.

¹¹⁹ Π.Ε. Πετράκης, (2011), *Η Ελληνική Οικονομία και η Κρίση: Προκλήσεις και Προοπτικές*, Εκδόσεις Quaestor, Αθήνα.

¹²⁰ Π. Φώτης, (2015), *Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επενδύσεων - Κοινωνικο-οικονομική αξιολόγηση επενδυτικών προγραμμάτων*, Εκδόσεις Προπομπός, Αθήνα.

με κυριότερη συνέπεια να αναλαμβάνονται τεράστιοι κίνδυνοι από ανθρώπους που δεν θα κάλυπταν το κόστος των μη επιτυχημένων επιλογών τους.¹²¹

Ένα τελευταίο και εξίσου σημαντικό αίτιο είναι τα ρυθμιστικά κενά καθώς επίσης και η έλλειψη ελέγχου. Από την περίοδο του '99 και μετέπειτα, τόσο στις ΗΠΑ όσο και σε άλλα κράτη, εντοπίστηκε τεράστια αποστροφή, που είχε πολιτικό αλλά και ιδεολογικό υπόβαθρο, στην εφαρμογή (ως επί το πλείστον από τη Fed αλλά και την SEC) ρυθμιστικών μέτρων σε ό,τι είχε να κάνει με την επικινδυνότητα της μη ελεγχόμενης πιστωτικής επεκτασιμότητας και της μόχλευσης. Εκείνη την εποχή, οι οικονομικοί νεωτερισμοί, μεταξύ των οποίων και εκείνοι οι οποίοι προαναφέρθηκαν, άμεσα ανέπτυξαν καινούριες αγορές, δίχως όμως να συνδυάζονται με τους κατάλληλους κανόνες λογιστικής απεικόνισης και το κατάλληλο ρυθμιστικό αλλά και εποπτικό πλαίσιο.¹²²

Η παράλληλη ύπαρξη των συγκεκριμένων αιτιών είχε διαφοροποιημένες συνέπειες από εκείνες που θα είχε κάθε αίτιο μεμονωμένο. Με τον τρόπο αυτόν, η συνέπεια αυτής της παράλληλης ύπαρξης ήταν ένα σημαντικό σύνολο από μεγάλες φούσκες σε διαφορετικές αγορές φυσικού αλλά και οικονομικού κεφαλαίου (όπως έγινε για παράδειγμα με τα ακίνητα, τα εμπορεύματα, τις μετοχές, τα παράγωγα κλπ). φούσκα στην αγορά ενός πραγματικού οικονομικού κεφαλαιακού αγαθού αποτελεί μια συνθήκη της οποίας η τιμή του εν λόγω προϊόντος δεν εξηγείται από ορθολογικές χρηματοοικονομικές δυνάμεις.¹²³

Παρά το γεγονός πως οι περισσότεροι οικονομολόγοι δεν έχουν την ευχέρεια να προβλέψουν πότε σπάει μια φούσκα, αποτελεί νομοτελειακό πως όλες οι φούσκες κάποτε σπάνε με σημαντικές συνέπειες. Εάν θα έπρεπε να αναφέρουμε επιγραμματικά κάποιες από τις κυριότερες αιτίες της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής ύφεσης του 2007 αυτές θα ήταν οι εξής :

- Μεγάλη χρησιμοποίηση της τιτλοποίησης στεγαστικών δανεισμών
- Η καθοδική τάση της αξίας των κατοικιών από το σπάσιμο της φούσκας των ακινήτων
- Η τεράστια χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων από τα νοικοκυριά και τις εταιρίες
- Η διεθνοποίηση της οικονομίας¹²⁴

¹²¹ L. Lepetit, N. Emmanuelle, Philippe Rous, T. Amine, (2008), *Bank Income Structure and Risk: An Empirical Analysis of European Banks*, Journal of Banking and Finance 32, pp. 1452–1467.

¹²² G. Soros, (2008), *Η οικονομική κρίση του 2008 και η σημασία της*, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα.

¹²³ European Commission, (2009), *Economic crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses*, European Economy 7/2009.

¹²⁴ K. Alexander, (2014), *International economic law and macro-prudential regulation, The rule of law in monetary affairs*, World Trade Forum, Cambridge University Press, pp. 519-544.

- Η πλημμελής διαβάθμιση των αγαθών σε ότι είχε να κάνει με τους επενδυτικούς κινδύνους αλλά και των ιδίων των οικονομικών επιχειρήσεων από τις υπεύθυνες διεθνείς επιχειρήσεις αξιολόγησης επενδυτικών κινδύνων
- Οι μεγάλες αμοιβές των στελεχών του οικονομικού τομέα με τη μορφή μπόνους (περιέχοντας τους τραπεζικούς οργανισμούς, τις ασφαλιστικές εταιρίες, τις επενδυτικές εταιρίες κλπ)¹²⁵

3.3 Ευθύνη εποπτικών αρχών

Ο κυριότερος στόχος ύπαρξης των συγκεκριμένων αρχών αποτελεί η εξασφάλιση της ομαλής δράσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος, που αποτελεί τον βασικότερο πυλώνα του οικονομικού συστήματος. Οι εν λόγω αρχές θα πρέπει να ελέγχουν τους τραπεζικούς οργανισμούς και να βάζουν όρια. Τα όρια τα οποία βάζουν οι ρυθμιστικές αρχές είναι σημαντικό να καλύπτουν διαφοροποιημένες πτυχές των τραπεζικών δράσεων, με κυριότερες εκείνες της ρευστότητας καθώς επίσης και της κεφαλαιακής επάρκειας.¹²⁶

Σε ό,τι έχει να κάνει με την εν λόγω επάρκεια, είναι σημαντικό να τονιστεί πως οι τραπεζικοί οργανισμοί είναι αναγκασμένοι να συντηρούν ισχυρά κεφάλαια σαν ένα είδος αποθέματος, ικανά με στόχο να καταπολεμήσουν μια πιθανή οικονομική ύφεση. Το θεσμικό πλαίσιο καθώς επίσης και οι εποπτικές αρχές του οικονομικού συστήματος διαδραμάτισαν σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη της σημερινής διεθνούς χρηματοοικονομικής ύφεσης, καθώς οι συγκεκριμένες αρχές είναι αρμόδιες με στόχο την εξασφάλιση της ορθής δράσης και του ελέγχου των εκάστοτε αγορών και συνολικά του οικονομικού συστήματος.¹²⁷

Πάνω σε αυτό υφίσταται η οπτική πως η εγγύηση των καταθέσεων από τις εκάστοτε κυβερνήσεις, με κυριότερο στόχο την προστασία των καταθετών αλλά και των τραπεζικών οργανισμών, αποτέλεσε ένα από τα κυριότερα αίτια της σημερινής ύφεσης, αφού ελάττωνε αισθητά τα κίνητρα των καταθετών, να εξετάζουν πιο κριτικά τους τραπεζικούς οργανισμούς. Μια πιθανή λύση σε όλα αυτά θα αποτελούσε το γεγονός να υφίσταται λιγότερη υποστήριξη από τη μεριά των κυβερνήσεων.¹²⁸

Ταυτόχρονα, άλλες έρευνες αναφέρουν πως το σώμα δεν επιβιώνει δίχως αίμα, αναφερόμενοι στην περίπτωση πως είναι ζωτικής σημασίας να αφεθούν ορισμένοι τραπεζικοί οργανισμοί να πτωχεύσουν. Από την άλλη, φυσικά, σε μια περίπτωση αυτής της μορφής οι κυβερνήσεις θα ερχόταν αντιμέτωπες με ένα πιο μεγάλο κύμα φυγής καταθέσεων καθώς

¹²⁵ Δ. Σπαρτιώτης, Γ. Στουρνάρας, (2010), *Τα θεμελιώδη αίτια της κατάρρευσης των τραπεζών και των χρηματοπιστωτικών αγορών, Η εμπειρία 2007-2008*, εκδόσεις Gutenberg, Αθήνα.

¹²⁶ Χ. Τριαντόπουλος, (2008), *Εποπτεία τραπεζικού συστήματος. Η ευρωπαϊκή εμπειρία και το νέο κανονιστικό πλαίσιο*, εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα.

¹²⁷ E. Avgouleas, C. Goodhart, (2015), *Critical Reflection on Bank Bail-ins*, Journal of Financial Regulation 1, pp. 1-27.

¹²⁸ Ν. Σχοινιωτάκης, Γ. Συλλιγάρδος, (2010), *Διαχείριση τραπεζικών και χρηματοοικονομικών κινδύνων*, Θεωρία και εφαρμογές, εκδόσεις Δισίγμα, Αθήνα.

επίσης και έλλειψης εμπιστοσύνης στη διατραπεζική αγορά, τις περισσότερες φορές εξαιτίας φημών που καθιστά αβέβαιη την ευχέρεια όλων των τραπεζικών οργανισμών να αντιμετωπίσουν.¹²⁹

Σημαντικό, όμως, είναι και το ερώτημα κατά πόσον είναι καθοριστικό να υφίστανται κανονισμοί με στόχο τη διάκριση των retail τραπεζικών οργανισμών από τους επενδυτικούς τραπεζικούς οργανισμούς και κατά πόσον το μέγεθος ενός τέτοιου οργανισμού είναι σημαντικό να αποτελεί τη μοναδική παράμετρο η οποία θα την κάνει εξαιρετικά σημαντική. Την περίοδο του '33 με ένα νομοθετικό πλαίσιο αναπτύχθηκε η διάκριση των εμπορικών και των επενδυτικών τραπεζικών οργανισμών μην επιτρέποντας στη μια να επεκτείνεται στις δράσεις της άλλης.¹³⁰

Οι εμπορικοί τραπεζικοί οργανισμοί, είναι οι καλούμενοι στην καθημερινότητα τραπεζικοί οργανισμοί και ο ρόλος τους είναι ως επί το πλείστον να δέχονται καταθέσεις και να προσφέρουν δανεισμούς σε ιδιώτες και εταιρίες με καθορισμένα αυστηρά κριτήρια. Εξαιτίας της τεράστιας σημασίας τους με στόχο την ομαλή δράση της οικονομίας ελέγχονταν από την Fed. Από την άλλη πλευρά, οι επενδυτικοί τραπεζικοί οργανισμοί είναι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί που έχουν την ευχέρεια να συγκεντρώσουν κεφάλαια, να εμπορεύονται χρεόγραφα κλπ δρώντας στο περιβάλλον των κεφαλαιαγορών, των δομημένων χρεογράφων και παραγωγών. Οι επενδυτικοί τραπεζικοί οργανισμοί ελέγχονταν από την SEC.¹³¹

Ο παραπάνω διαχωρισμός σταμάτησε να υφίσταται με καινούριο νομοθετικό πλαίσιο που θεσπίστηκε την περίοδο του '99. Πλέον επιτρεπόταν ο συνδυασμός είτε η εξαγορά δράσεων μεταξύ εμπορικών, επενδυτικών και ασφαλιστικών οργανισμών. Στην αρχή κυριαρχούσε η αντίληψη πως οι επενδυτικοί τραπεζικοί οργανισμοί δεν αποτελούσαν σημαντικό κίνδυνο για το εν λόγω σύστημα, καθώς δεν διαχειριζόταν καταθέσεις αλλά μονάχα επενδυτικά κεφάλαια.¹³²

Αυτό, όμως, δεν ίσχυσε με τη θέσπιση του καινούριου νομοθετικού πλαισίου καθώς οι συγκεκριμένοι οργανισμοί είχαν πλέον την ευχέρεια να γίνουν και εμπορικοί τραπεζικοί οργανισμοί, δίχως τον αυστηρό έλεγχο της Fed για κεφαλαιακή επάρκεια και με τεράστια μόχλευση (για παράδειγμα η μόχλευση κεφαλαίων της Lehman Brothers λίγο πριν την κρίση ήταν 31:1), ενώ παράλληλα είχαν την ευχέρεια να αντλούν κεφάλαια χωρίς κανέναν έλεγχο από τις κεφαλαιαγορές εκείνης της περιόδου.¹³³

¹²⁹ C. Calomiris, S. Haber, (2014), *Fragile by Design: The political origin of Banking Crises and Scarce Credit*, Princeton University Press.

¹³⁰ Χ. Τριαντόπουλος, (2008), *Εποπτεία τραπεζικού συστήματος. Η ευρωπαϊκή εμπειρία και το νέο κανονιστικό πλαίσιο*, εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα.

¹³¹ Ν. Φλώρος, (2012), *Η ευθύνη των χρηματοπιστωτικών αρχών στον χρηματοπιστωτικό τομέα*, Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα.

¹³² Α. Χριστόπουλος, Ι. Ντόκας, (2012), *Θέματα τραπεζικής και χρηματοοικονομικής θεωρίας*, Εκδόσεις Κριτική, Αθήνα.

¹³³ European Commission, (2009), *Economic crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses*, European Economy 7/2009.

Υστερα από τη σημαντική εξέλιξη της αγοράς ακινήτων και την εξάπλωση των καινοτόμων οικονομικών μέσων, οι ίδιες συνθήκες οι οποίες έπαιξαν σημαντικό ρόλο στους επενδυτικούς τραπεζικούς οργανισμούς να εξελιχθούν, δημιούργησαν και την κατάρρευσή τους. Με τον τρόπο αυτόν, οι 5 πιο μεγάλοι τραπεζικοί οργανισμοί αυτής της μορφής (όπως ήταν για παράδειγμα οι Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Lehman Brother καθώς επίσης και η Bear Stearns είχαν την παρακάτω τύχη.¹³⁴

Πρώτα από όλα στις αρχές της περιόδου του 2008 η Bear Stearn εξαγοράστηκε από την JP Morgan ενώ στα τέλη του ίδιου έτους ήρθε το διπλό σοκ της χρεοκοπίας της Lehman Brothers και της άμεσης εξαγοράς της Merrill Lynch από την Bank of America. Οι άλλες δυο τράπεζες που αναφέρθηκαν παραπάνω μετατράπηκαν σε επιχειρήσεις Holding, υπό τον έλεγχο πλέον και την άμεση εφαρμογή των αυστηρών κανονισμών κεφαλαιακής επάρκειας της Fed.¹³⁵

Επομένως, γίνεται εύκολα αντιληπτό πως καθοριστικό ρόλο έπαιξε η κατάργηση του προηγούμενου νομοθετικού πλαισίου. Από την άλλη πλευρά, όμως, οι εποπτικές αρχές των ΗΠΑ είχαν γνώση πως οι πιο πολλοί τραπεζικοί οργανισμοί με στόχο να εξελιχθούν και να αποκομίσουν τεράστια κέρδη είχαν την ευχέρεια να υιοθετήσουν πρακτικές οι οποίες περιλάμβαναν τεράστιο ρίσκο, όπως ήταν για παράδειγμα η ανάπτυξη των sub-prime στεγαστικών δανεισμών και η μετέπειτα τιτλοποίηση τους σε χρεόγραφα τα οποία αγόραζαν εν τέλει οι επενδυτές.¹³⁶

Η δράση διαμέσου της οποίας οι εν λόγω οργανισμοί μετέφεραν επί της ουσίας τον κίνδυνο εκτός των ισολογισμών τους ήταν γνωστή, κάτι το οποίο ίσχυε και για την άμεση σχέση την οποία είχαν οι συγκεκριμένοι οργανισμοί με τους οίκους αξιολόγησης. Οι ενδείξεις της ύφεσης ήταν έντονα αρκετό καιρό πριν έρθει η ύφεση και αρκετοί ερευνητές με καθορισμένα δεδομένα είχαν προβλέψει την επιδείνωση της συγκεκριμένης κατάστασης. Οι αρχές αυτής της μορφής, παρόλα αυτά, όχι μόνο δεν παρεμπόδισαν τις επικίνδυνες ενέργειες των συγκεκριμένων οργανισμών, αλλά σε αρκετές περιπτώσεις έπαιξαν υποστηρικτικό ρόλο στο να αναπτύξουν τις καινοτόμες δράσεις και πρακτικές τους.¹³⁷

Από την άλλη μεριά, σε ό,τι έχει να κάνει με τα κεφάλαια που μελετάμε στη συγκεκριμένη εργασία και την εποπτεία τους, είναι σημαντικό να τονιστεί πως όπως δείχνει και η ονομασία τους, τα εν λόγω κεφάλαια πολλές φορές ενεργούν με στόχο να καταφέρουν να καταπολεμήσουν πιθανές ζημιές στις βασικές αγορές όπου επενδύουν μέσω αντιστάθμισης των επενδύσεών τους με αρκετές τακτικές, ως επί το πλείστον της μικρότερης πώλησης.

¹³⁴ S. Johnson, J. Kwak, (2011), *13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*, Vintage, Reprint edition.

¹³⁵ R. Caballero, A. Krishnamurthy, (2009), *Global imbalances and financial fragility*, American Economic Review Papers and Proceedings, May, pp. 571-588.

¹³⁶ K. Alexander, (2014), *International economic law and macro-prudential regulation, The rule of law in monetary affairs*, World Trade Forum, Cambridge University Press, pp. 519-544.

¹³⁷ Χ. Τριαντόπουλος, (2008), *Εποπτεία τραπεζικού συστήματος. Η ευρωπαϊκή εμπειρία και το νέο κανονιστικό πλαίσιο*, εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα.

Παρά το γεγονός αυτό, όμως, η συγκεκριμένη έννοια έχει έρθει να εφαρμοστεί σε αρκετά και διαφορετικά κεφάλαια, τα οποία απαιτούν αντιστάθμιση των επενδύσεων τους, και κυρίως σε ό,τι έχει να κάνει με τα κεφάλαια τα οποία χρησιμεύουν σε σύντομες πωλήσεις και άλλες τακτικές αυτής της μορφής με κυριότερο στόχο την ανοδική τάση, αντί της ελάττωσης του κινδύνου με την προσδοκία της ανοδικής τάσης επιστροφής.¹³⁸

Τα κεφάλαια αυτής της μορφής τις περισσότερες φορές είναι μονάχα για ένα καθορισμένο και περιορισμένο σύνολο επαγγελματικών είτε πλούσιων επενδυτών. Αυτό τους προσφέρει απαλλαγή σε αρκετές από τις δικαιοδοσίες των κανονισμών οι οποίοι διέπουν τις σύντομες πωλήσεις, τα παράγωγα συμβόλαια, τη μόχλευση καθώς επίσης και τη ρευστότητα συμφερόντων του εκάστοτε ταμείου. Ένα κεφάλαιο αυτής της μορφής τις περισσότερες φορές θα δεσμεύσει σε μια καθορισμένη επενδυτική τακτική, τις επενδύσεις και τα είδη των επιπέδων μόχλευσης διαμέσου δηλώσεων στην τεκμηρίωση την οποία παρέχουν, προσφέροντος με αυτόν τον τρόπο ένα δείγμα για τη φύση του εκάστοτε ταμείου.¹³⁹

Τέλος, στο σημείο αυτό, είναι σημαντικό να επισημανθεί πως η αξία του ενεργητικού ταμείου αντιστάθμισης κινδύνου είναι εφικτό να δράσει σε αρκετά δις δολάρια, και αυτό τις περισσότερες φορές θα επιφέρει σαν βασικότερη συνέπεια τον πολλαπλασιασμό της μόχλευσης. Τα αμοιβαία κεφάλαια αυτής της μορφής επικρατούν σε καθορισμένες αγορές, όπως είναι για παράδειγμα η ειδικότητα εμπορία παραγωγών με υψηλότερες αποδόσεις των ειδικοτήτων και αναξιοπαθούντων οφειλών.¹⁴⁰

3.4 Ο ρόλος των hedge funds στην οικονομική κρίση

Τα κεφάλαια αυτής της μορφής εκτός από τη σημερινή οικονομική ύφεση είχαν παίξει ρόλο και σε παλαιότερες κρίσεις. Για παράδειγμα, τα συγκεκριμένα κεφάλαια είχαν παίξει καθοριστικό ρόλο και για τις χρηματοοικονομικές υφέσεις της περιόδου του '97. Τα κεφάλαια αυτά αφορούσαν επενδυτικούς φορείς οι οποίοι είχαν την ευχέρεια να αποκτούν προσωρινά τον έλεγχο περιουσιακών στοιχείων τα οποία ξεπερνούσαν σε μεγάλο βαθμό τον πλούτο των ιδιοκτητών τους. Τα εν λόγω κεφάλαια έχουν την ευχέρεια να προσφέρουν στους επενδυτές τους ιδιαίτερα υψηλές αποδόσεις.¹⁴¹

Παρά το γεγονός αυτό, όμως, όσο εύκολα προσφέρουν χρήματα στους εκάστοτε επενδυτές, τόσο εύκολα αποδίδουν με συνέπεια και τα χρήματα της επενδυτικής αυτής κίνησης να χαθούν. Την περίοδο του '98 στις ΗΠΑ αρκετοί άνθρωποι επένδυσαν στα

¹³⁸ R.K. Mirabile, (2013), *Hedge Fund Investing: A Practical Approach to Understanding Investor Motivation, Manager Profits, and Fund Performance*, 1st Edition, Wiley.

¹³⁹ European Commission, (2009), *Economic crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses*, European Economy 7/2009.

¹⁴⁰ Χ. Τριαντόπουλος, (2008), *Εποπτεία τραπεζικού συστήματος. Η ευρωπαϊκή εμπειρία και το νέο κανονιστικό πλαίσιο*, εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα.

¹⁴¹ M. Stromqvist, (2010), *Hedge funds and financial crises*, Stockholm School of Economics, Sveriges Riksbank.

κεφάλαια αυτής της μορφής. Ο ανταγωνισμός εκείνη την περίοδο είχε παρουσιάσει σημαντική ανοδική τάση και η αποκόμιση του κέρδους είχε δυσκολέψει αρκετά.¹⁴²

Βάσει μελετών αυτό το οποίο δεν συνειδητοποίησε κανείς μέχρι να έρθει η καταστροφή ήταν ότι ο ανταγωνισμός των συγκεκριμένων κεφαλαίων, με στόχο ακόμη πιο στενές ευκαιρίες κέρδους, είχε αναπτύξει μια μορφή χρηματοπιστωτικής κατάρρευσης. Με τον τρόπο αυτόν, προς τα τέλη του '98 αναπτύχθηκε τεράστιος πανικός στην οικονομία των ΗΠΑ και η κυριότερη αιτία ήταν ο φόβος του ξεκινήματος μιας οικονομικής ύφεσης και αυτό προερχόταν από το γεγονός πως μέσα από μερικές χρηματοπιστωτικές συναλλαγές το κράτος, ελάττωσε ελάχιστα τα επιτόκια.¹⁴³

Πριν, όμως, αναπτυχθεί μια ύφεση ο υπουργός οικονομικών των ΗΠΑ εκείνης της περιόδου ελάττωσε ακόμη περισσότερο τα επιτόκια και πρόλαβε το ξέσπασμα μιας σημαντικής οικονομικής ύφεσης. Έρευνες αναφέρουν πως με στόχο να αποφευχθεί μια τέτοια κατάσταση είναι σημαντικό να ληφθούν τα κατάλληλα μέτρα προκειμένου να επαναληφθεί η ροή της πίστωσης και να υποστηριχθούν τα έξοδα.¹⁴⁴

Παρά το γεγονός αυτό, όμως, αρχικά είναι σημαντικό να υλοποιηθεί ανακεφαλαίωση ρευστών στους τραπεζικούς οργανισμούς καθώς επίσης και στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα προκειμένου να έχουν την ευχέρεια να προσφέρουν δανεισμούς αλλά και τις αποταμιεύσεις των κατοίκων μιας χώρας, με στόχο να τις χρησιμοποιήσουν για κατανάλωση. Παράλληλα, είναι ζωτικής σημασίας οι κυβερνήσεις των κρατών να πείσουν τους κατοίκους τους να αυξήσουν την κατανάλωσή τους, προκειμένου να υπάρξει ανοδική τάση της οικονομικής δράσης, με βασικότερη συνέπεια η οικονομία να επέλθει στη φάση της ανόδου και της οικονομικής μεγέθυνσης.¹⁴⁵

Γενικότερα, αρκετές φορές τα τελευταία 20 έτη τα συγκεκριμένα κεφάλαια έχουν κατηγορηθεί πως διαμέσου των πρακτικών τους έχουν αναπτύξει είτε τουλάχιστον έχουν παίξει σημαντικό ρόλο στην επιδείνωση χρηματοοικονομικών υφέσεων. Ένα από τα πιο διαδεδομένα σε διεθνές επίπεδο κεφάλαιο αυτής της μορφής είναι το Quantum Fund. Αυτό το οποίο κάνουν οι συγκεκριμένες εταιρίες επί της ουσίας είναι να δρουν σαν κερδοσκοπικοί οργανισμοί που ενεργούν με στόχο να αποκομίσουν το μεγαλύτερο εφικτό κέρδος από τις αλλαγές και τις εξελίξεις των αγορών.¹⁴⁶

¹⁴² K. Guesmi, S. Jebri, A. Jabri, F. Teulon, (2014), *Are hedge funds uncorrelated with financial markets? An empirical assessment*, Ipag Business School, Department of Research.

¹⁴³ P.J. Lopez, R.D. Cuellar, (2010), *Assessment and selection of hedge funds and funds of hedge funds*, Working Paper No 5, Cunef.

¹⁴⁴ J. Holler, (2012), *Hedge funds and financial markets: An asset management and corporate governance perspective*, Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH.

¹⁴⁵ N. Chan, M. Getmansky, M. Haas, L.W.A. Shane, (2007), *Systemic risk and hedge funds*, University of Chicago Press, Chicago.

¹⁴⁶ K. Alexander, (2014), *International economic law and macro-prudential regulation, The rule of law in monetary affairs*, World Trade Forum, Cambridge University Press, pp. 519-544.

Αυτό τις περισσότερες φορές το κατορθώνουν διαμέσου προθεσμιακών αγορών και πωλήσεων χρεογράφων. Με τον τρόπο αυτόν, προπωλούν χρεόγραφα (που εκείνη την περίοδο δεν έχουν στην κατοχή τους) με την υπόσχεση πως θα τα παραδώσουν σε μια καθορισμένη τιμή σε μια μελλοντική ημερομηνία (έχοντας την προσδοκία πως η τιμή τους θα πέσει έως τότε) και με τα συγκεκριμένα χρήματα αγοράζουν άλλα πάλι διαμέσου προθεσμιακής αγοράς, με την ελπίδα πως στο μέλλον θα υπάρξει ανατίμηση.¹⁴⁷

Ως επί το πλείστον το κέρδος τους αναπτύσσεται από την αισθητή ελάττωση των τιμών των πρώτων χρεογράφων είτε από την ανατίμηση των τιμών των δεύτερων είτε και από το συνδυασμό αυτών. Φυσικά, στην περίπτωση στην οποία οι προβλέψεις τους δεν επαλειφθούν, τότε είναι εφικτό να υποστούν τεράστιες απώλειες. Οι εν λόγω οργανισμοί, όμως, εμφανίζουν ένα ακόμη τεράστιο όφελος που είναι το γεγονός πως ο ιδιοκτήτης τους δεν είναι απαραίτητο να έχει τεράστιο αρχικό κεφάλαιο στη διάθεσή του, καθώς όπως προαναφέρθηκε οι συγκεκριμένοι οργανισμοί κάνουν χρήση χρημάτων από τις προθεσμιακές πωλήσεις για τις προθεσμιακές αγορές τους.

Επιπλέον, έως τη σύγχρονη εποχή κανείς δεν γνωρίζει το ακριβές σύνολό τους ούτε το μέγεθος τους, λόγω του ότι κατά κύριο λόγο δρουν με δανειακά κεφάλαια, ενώ και η εποπτεία τους από τις εκάστοτε εποπτικές αρχές είναι δύσκολη έως και μη εφικτή καθώς οι έδρες των συγκεκριμένων οργανισμών βρίσκονται σε νησιά φορολογικούς παράδεισους, γλυτώνοντας με αυτόν τον τρόπο από τους ενοχλητικούς ελέγχους των παραπάνω αρχών.¹⁴⁸

Ένα σημαντικό ερώτημα το οποίο αναπτύσσεται είναι το πώς οι εν λόγω οργανισμοί έχουν την ευχέρεια να δρουν σαν καταλύτες στην ανάπτυξη μιας παγκόσμιας χρηματοοικονομικής ύφεσης. Χαρακτηριστικό παράδειγμα μπορεί να αποτελέσει η περίπτωση του κεφαλαίου αυτής της μορφής του George Soros την περίοδο του '92 μέσω της αποχώρησης της Μεγάλης Βρετανίας από τα συμφωνηθέντα της συνθήκης του Μάαστριχτ.¹⁴⁹

Το συγκεκριμένο κράτος είχε εισέλθει από την περίοδο του '90 στον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών, ένα σύστημα σταθεροποιημένων συναλλαγματικών ισοτιμιών το οποίο αποτελούσε το ενδιάμεσο επίπεδο με στόχο την ανάπτυξη ενός ενιαίου Ευρωπαϊκού Νομίσματος. Το γεγονός αυτό, όμως, θα σήμαινε αδυναμία άσκησης επεκτατικής νομισματικής πολιτικής διαμέσου υποτίμησης του εγχώριου νομίσματος.

Η συγκεκριμένη χώρα εκείνη την περίοδο βρισκόταν σε βαθιά κρίση, ενώ έρευνες έδειχναν πως η ισοτιμία την οποία είχε οριοθετήσει ήταν υπερβολικά υψηλή, με κυριότερη συνέπεια να υφίσταται σημαντική ελάττωση της ανταγωνιστικότητας του συγκεκριμένου κράτους. Την εποχή αυτή κυκλοφορούσαν αρκετές αναφορές πως η κυβέρνησή της εν λόγω χώρας ήταν εξαιρετικά πιθανόν να προχωρήσει σε υποτίμηση της λίρας, με κυριότερο στόχο

¹⁴⁷ R.K. Mirabile, (2013), *Hedge Fund Investing: A Practical Approach to Understanding Investor Motivation, Manager Profits, and Fund Performance*, 1st Edition, Wiley.

¹⁴⁸ J. Holler, (2012), *Hedge funds and financial markets: An asset management and corporate governance perspective*, Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH.

¹⁴⁹ Bank of England, (2017), *Hedge funds and their prime brokers: developments since the financial crisis*, Quarterly Bulletin.

να καταφέρει να αποκτήσει μια ανταγωνιστική συναλλαγματική ισοτιμία και να ανασχέσει έτσι την κρίση που αντιμετώπιζε.¹⁵⁰

Ο Soros αντικρίζοντας μια ευκαιρία να καταφέρει να λάβει μεγάλο κέρδος, ξεκίνησε με δανειακά κεφάλαια να αγοράζει Αγγλικές Λίρες, με βασικότερο στόχο μετέπειτα να προβεί στη μαζική πώληση τους διαμέσου αγοράς δολαρίων, με σκοπό να εξαντλήσει τα συναλλαγματικά αποθεματικά της Κεντρικής Τράπεζας της συγκεκριμένης χώρας και να την εξαναγκάσει να προβεί σε υποτίμηση του νομίσματός της.¹⁵¹

Μετέπειτα, εκμεταλλευόμενος τη φήμη του σαν επενδυτής, αλλά και τις μη θετικές καταστάσεις οι οποίες προαναφέρθηκαν, προχώρησε σε δημόσιες δηλώσεις και συνεντεύξεις, όπου ανέφερε πως η λίρα δεν θα καταφέρει να αντέξει την πίεση η οποία αναπτύσσεται από την υπερεκτιμημένη ισοτιμία και την κρίση την οποία αντιμετωπίζει η χώρα και θα υποτιμηθεί. Γνώριζε πως από μόνος του δεν είχε την ευχέρεια να εξαντλήσει τα διαθέσιμα της Κεντρικής Τράπεζας. Για αυτό το λόγο προσπάθησε να πείσει και άλλους προκειμένου να προχωρήσουν σε μαζικές πωλήσεις των λιρών με στόχο την υποτίμηση του συγκεκριμένου νομίσματος.¹⁵²

Εν τέλει κατάφερε να παρασύρει πολλούς επενδυτές με συνέπεια να ξεκινήσουν να πουλούν το συνάλλαγμά τους. Στα μέσα της περιόδου του '92 άρχισε την κερδοσκοπική του επίθεση κατά του βρετανικού νομίσματος προχωρώντας σε διαδικασία πώλησης 15 δις λιρών Αγγλίας. Οι ξένοι επενδυτές βλέποντας τις μαζικές αυτές πωλήσεις και εστιάζοντας στις δηλώσεις του Soros και την χρηματοοικονομική δυσπραγία της εν λόγω χώρας ξεκίνησαν και εκείνοι να πουλούν τις λίρες τις οποίες είχαν στην κατοχή τους. Μέσα σε μικρό χρονικό διάστημα, τα συναλλαγματικά αποθέματα της Κεντρικής Τράπεζας της συγκεκριμένης χώρας είχαν εξαντληθεί, με κυριότερη επίπτωση την υποτίμηση της λίρας κατά 20% σχεδόν καθώς επίσης και την αποχώρηση της Αγγλίας από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό.¹⁵³

Από τα παραπάνω είναι εφικτό να ειπωθεί πως τα συγκεκριμένα κεφάλαια έχουν την ευχέρεια να διαδραματίσουν καθοριστικό ρόλο στις εξελίξεις που θα οδηγήσουν ένα κράτος σε μια χρηματοοικονομική ύφεση, και δεν είναι μονάχα το παράδειγμα της Αγγλίας. Τα κράτη της Ανατολικής Ασίας την περίοδο του '97 κατηγόρησαν τα εν λόγω κεφάλαια για την εμβάθυνση της Ασιατικής ύφεσης, ενώ είναι γεγονός πως ενέργησαν με στόχο να επιτεθούν κερδοσκοπικά εναντίον του Χονγκ Κονγκ την επόμενη χρονιά (υλοποιώντας παρόμοιες ενέργειες με εκείνες του '92), προκειμένου εκμεταλλευόμενοι τις διεθνείς άσχημες χρηματοοικονομικές συγκυρίες να εξαναγκάσουν την κυβέρνηση να προχωρήσει στην υποτίμηση του δολαρίου του Χονγκ Κονγκ. Στη συγκεκριμένη περίπτωση, όμως, δεν το

¹⁵⁰ N. Chan, M. Getmansky, M. Haas, L.W.A. Shane, (2007), *Systemic risk and hedge funds*, University of Chicago Press, Chicago.

¹⁵¹ P.J. Lopez, R.D. Cuellar, (2010), *Assessment and selection of hedge funds and funds of hedge funds*, Working Paper No 5, Cunef.

¹⁵² A. Aiken, C. Clifford, J. Ellis, (2013), *Out of the dark: Hedge fund reporting biases and commercial databases*, Review of Financial Studies, 26(1), pp. 207-242.

¹⁵³ Bank of England, (2017), *Hedge funds and their prime brokers: developments since the financial crisis*, Quarterly Bulletin.

πέτυχαν, με την κυβέρνηση να κατορθώνει να κρατήσει την ισοτιμία σε σταθεροποιημένα επίπεδα.

Παρόλο, όμως, που τα συγκεκριμένα κεφάλαια διαδραματίζουν καθοριστικό ρόλο στην ανάπτυξη χρηματοοικονομικών υφέσεων, δεν είναι εφικτό σε καμία περίπτωση να μπορούμε να πούμε πως έχουν τη δυνατότητα τα ίδια να αναπτύξουν από μόνα τους μια ύφεση από το μηδέν, δίχως να υφίστανται και άλλοι λόγοι. Στην περίπτωση της Αγγλίας, όπως αναφέρθηκε και παραπάνω στηρίχθηκαν σε προβλέψεις που είχαν ήδη διαδοθεί για την υποτίμηση του εν λόγω νομίσματος, ενώ είναι γεγονός πως η συγκεκριμένη χώρα ήταν σε κρίση την εποχή εκείνη, δεδομένο το οποίο την έκανε περισσότερο ευάλωτη και μεγαλύτερο θύμα κερδοσκοπικών επιθέσεων.¹⁵⁴

Τέλος, σε ό,τι έχει να κάνει με την Ανατολική Ασία, δεν ήταν αρμοδιότητα των συγκεκριμένων κεφαλαίων οι υπερτιμημένες ισοτιμίες των εν λόγω κρατών ούτε επίσης είχαν την άμεση ευθύνη για τις μη ελεγχόμενες εισροές και εκροές κεφαλαίων των συγκεκριμένων κρατών. Είναι σημαντικό σε αυτό το σημείο, όμως, να τονιστεί πως οι παρεμβάσεις τους έχουν σημαντικές συνέπειες σε ό,τι έχει να κάνει με το μέγεθος μιας ύφεσης, αφού οι επιθέσεις αυτής της μορφής είναι δυνατόν να επιδεινώσουν σε μεγάλο βαθμό την ήδη καταπονημένη οικονομία μιας χώρας που καλείται να αντιμετωπίσει μια οικονομική ύφεση.¹⁵⁵

Επίσης, είναι σημαντικό να επισημανθεί πως οι αγορές και οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί ενεργούν με στόχο το κέρδος. Και αυτό είναι κάτι που θα γίνεται πάντοτε με στόχο να επιτύχουν τα βέλτιστα εφικτά κέρδη, ακόμη και στην περίπτωση στην οποία οι ενέργειές τους είναι δυνατόν να δημιουργήσουν τεραστίου μεγέθους χρηματοοικονομική ύφεση, μια ύφεση δηλαδή όπως αυτή της περιόδου του 2008. Στο συγκεκριμένο σημείο ζωτικό ρόλο διαδραματίζει το ίδιο το κράτος το οποίο είναι ζωτικής σημασίας να παρέμβει άμεσα διαμέσου μηχανισμών ελέγχου, με κυριότερο στόχο να καταφέρει να εμποδίσει μια τέτοιου μεγέθους ύφεση.¹⁵⁶

Γενικότερα, τα συγκεκριμένα κεφάλαια αποτελούν ένα δυναμικό αμοιβαίο κεφάλαιο αφού είναι αποκλειστικά κερδοσκοπικό και επί της ουσίας αφορά μια δεξαμενή χρημάτων τα οποία έχουν προέλευση από αρκετούς και διαφορετικούς επενδυτές, διαθέτοντας τεράστια διασπορά κινδύνου. Τα κεφάλαια αυτής της μορφής είναι απελευθερωμένα από κυβερνητικά θεσμικά πλαίσια, παίζουν τεράστια παιχνίδια, αναλαμβάνουν τεράστιους κινδύνους ενώ παράλληλα έχουν την τάση και την ευχέρεια να προσελκύσουν τόσο τους θεσμικούς όσο και τους πιο μικρούς επενδυτές.¹⁵⁷

¹⁵⁴ N. Chan, M. Getmansky, M. Haas, L.W.A. Shane, (2007), *Systemic risk and hedge funds*, University of Chicago Press, Chicago.

¹⁵⁵ D. Capocci, (2013), *The complete guide to hedge funds and hedge fund strategies*, Global Financial Markets, Palgrave Macmillan, England.

¹⁵⁶ N. Schaub, M. Schmid, (2013), *Hedge fund liquidity and performance: Evidence from the financial crisis*, Journal of Banking and Finance, 37(3), pp. 670-690.

¹⁵⁷ R.K. Mirabile, (2013), *Hedge Fund Investing: A Practical Approach to Understanding Investor Motivation, Manager Profits, and Fund Performance*, 1st Edition, Wiley.

Τα εν λόγω κεφάλαια έχουν την ευχέρεια να επιφέρουν καθοριστικές επιρροές και επιδράσεις τόσο στην οικονομία ενός κράτους που έχουν αναπτυχθεί εξειδικευμένα νομικά πλαίσια με στόχο την εποπτεία είτε ακόμα και τον περιορισμό τους. σύμφωνα με το ποσό τους (πάνω των 25 εκατομμυρίων δολαρίων) μερικά εξ αυτών είναι σημαντικό να είναι εγγεγραμμένα στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ ενώ στην ΕΕ η μοναδική κυβέρνηση η οποία έχει λάβει τέτοια μέτρα είναι η Γαλλία μέσω της AMF. Μερικές εξίσου σημαντικές αρχές οι οποίες ελέγχουν τις τοποθετήσεις των συγκεκριμένων επενδύσεων στην ΕΕ είναι οι εξής :

- Οι Ιρλανδικές χρηματοοικονομικές υπηρεσίες αφού στη συγκεκριμένη χώρα εντοπίζεται ένα από τα βασικότερα κέντρα του τομέα της ΕΕ των εν λόγω κεφαλαίων
- Η Επιτροπή Τραπεζικής Εποπτείας της Βασιλείας
- Οικονομικές Υπηρεσίες Ηνωμένου Βασιλείου¹⁵⁸

Εστιάζοντας στην ανάπτυξη των συγκεκριμένων εποπτικών αρχών αντιλαμβανόμαστε τον καθοριστικό ρόλο τον οποίο διαδραματίζουν οι συγκεκριμένες κεφαλαιακές ροές στη σύγχρονη οικονομία. Στα κυριότερα γνωρίσματα των εν λόγω κεφαλαίων περιέχεται η δομή, το είδος κεφαλαίου, η απουσία διαφάνειας, οι αποδόσεις που είναι εστιασμένες στον κανονισμό αμοιβών, ο Γενικός Συνέταιρος και οι περιορισμένοι συνέταιροι, η ύπαρξη ελάχιστου ύψους συμμετοχής, η ευελιξία σε ό,τι έχει να κάνει με τις επιλογές επενδυτικών μέσων, η χαμηλή συσχέτιση με την κατεύθυνση της αγοράς, η ενεργή διαχείριση καθώς επίσης και οι διαχειριστές και οι νοοτροπίες τους.¹⁵⁹

Γενικότερα, τα συγκεκριμένα κεφάλαια αποτελούν επενδυτικές επιχειρήσεις που έχουν την ευχέρεια να συγκεντρώσουν χρήματα από επενδυτές και τα επενδύουν σε διαφοροποιημένα δεδομένα ενεργητικού. Ένα παράδειγμα κεφαλαίων αυτής της μορφής παρουσιάζεται παρακάτω. Για παράδειγμα υφίσταται ένα τέτοιο κεφάλαιο με ίδια κεφάλαια 5 εκατομμυρίων ευρώ. Μετέπειτα δέχεται 95 εκατομμύρια τοποθετήσεις από ιδιώτες επενδυτές οι οποίοι ψάχνουν πιο υψηλές αποδόσεις από εκείνες των ομολόγων. Έχοντας 100 εκατομμύρια, επομένως, δανείζεται από τους τραπεζικούς οργανισμούς άλλα τόσα εκατομμύρια και διαχειρίζεται συνολικά ένα ποσό της τάξης των 200 εκατομμυρίων ευρώ.

Τα συγκεκριμένα κεφάλαια χρεώνουν 2% προμήθεια διαχείρισης σε ετήσια βάση και λαμβάνουν αμοιβές της τάσης του 20% των κερδών. Στην περίπτωση στην οποία σε 3 χρόνια παρουσιάσει ανοδική τάση των κερδών κατά 100% (δηλαδή 200 εκατομμύρια ευρώ κέρδη), τα κεφάλαια αυτής της μορφής θα κερδίσουν 12 εκατομμύρια από προμήθειες διαχείρισης και 40 εκατομμύρια από λοιπά μόνους κερδών. Αυτός ήταν και ο βασικότερος λόγος που όλα αυτά τα χρόνια παρουσιάζουν τεράστια αύξηση (για παράδειγμα τα πρώτα χρόνια της

¹⁵⁸ Bank of England, (2017), *Hedge funds and their prime brokers: developments since the financial crisis*, Quarterly Bulletin.

¹⁵⁹ M. Stromqvist, (2010), *Hedge funds and financial crises*, Stockholm School of Economics, Sveriges Riksbank.

κρίσης αναπτύχθηκαν σχεδόν 9 χιλιάδες επιχειρήσεις αυτής της μορφής μονάχα στις ΗΠΑ).¹⁶⁰

Στην αρχή τα εν λόγω κεφάλαια δανειζόταν με μικρό επιτόκιο χρήματα (σχεδόν 2 έως 3% και κατά κύριο λόγο από την Ιαπωνία στην οποία τα επιτόκια ήταν εξαιρετικά χαμηλά) και αγόραζαν χρεόγραφα σταθεροποιημένων εισροών οι οποίες απέδιδαν 6 έως και 7% σε ετήσια βάση. Κάνοντας χρήση της οικονομικής μόχλευσης ακόμα και 10 φορές, κατόρθωσαν να έχουν ετήσιες αποδόσεις των ιδίων κεφαλαίων πάνω από 30 έως και 40%. Την περίοδο στην οποία όλα τα κεφάλαια αυτής της μορφής επένδυαν με παρόμοιες μεθόδους, οι αποδόσεις των ομολόγων ξεκίνησαν να ελαττώνονται αισθητά και αναζητήσαν καλύτερες αποδόσεις στα ομόλογα στεγαστικών δανείων.¹⁶¹

Τα συγκεκριμένα ομόλογα πλήρωναν μεγαλύτερο τόσο σε σχέση με τα κρατικά ομόλογα. Το πιο μεγάλο, όμως, τόκο πλήρωναν τα στεγαστικά ομόλογα υψηλού κινδύνου εξαιτίας των ελαττωμένων διασφαλίσεων που είχαν. Τα διαθέσιμα κεφάλαια τα οποία συγκέντρωναν τα εν λόγω κεφάλαια ανέβασαν τη ζήτηση για στεγαστικά ομόλογα σε τεράστια επίπεδα. Εξαιτίας της τεράστιας ζήτησης για στεγαστικά ομόλογα, εκτός από τις Fannie Mae και Freddie Mac, ολόένα και πιο πολλοί επενδυτικοί τραπεζικοί οργανισμοί ξεκίνησαν να αγοράζουν στεγαστικά δάνεια από τους εμπορικούς τραπεζικούς οργανισμούς που μετέπειτα τα πακετάρισαν σε Collateralized Mortgage Obligations και τα πουλούσαν σε όσους ενδιαφέρονταν (hedge funds, συνταξιοδοτικά ταμεία κλπ).¹⁶²

Η ανοδική τάση της ζήτησης των συγκεκριμένων δανεισμών από τη μεριά των επενδυτικών τραπεζικών οργανισμών, είχε σαν κυριότερη συνέπεια να πιέζουν τους εμπορικούς αλλά και τους στεγαστικούς τραπεζικούς οργανισμούς να τους πουλούν ότι δάνεια έχουν και σε οποιαδήποτε τιμή αφού είχαν έτοιμους τους αγοραστές ομολόγων αυτής της μορφής. Η επίπτωση όλων αυτών ήταν οι εμπορικοί και οι στεγαστικοί τραπεζικοί οργανισμοί, με στόχο να καταφέρουν να ανταποκριθούν στην τεράστια ζήτηση, να προσφέρουν δάνεια με προϋπόθεση την αξία της οικίας και όχι με παράγοντα την ευχέρεια των καταναλωτών να πληρώσουν το συγκεκριμένο δανεισμό.¹⁶³

Καθοριστικό ρόλο στην ανάπτυξη αυτών των κεφαλαίων έπαιξε η περίοδος του 2006 που αποτέλεσε την χρονιά με τη μεγαλύτερη ανάπτυξη αυτών των κεφαλαίων, αφού οι εισροές τους ξεπερνούσαν τα 110 δισεκατομμύρια δολάρια. Η ραγδαία ανάπτυξη αυτών των κεφαλαίων, παρόλα αυτά, δεν συνδυάστηκε και με σημαντικές αποδόσεις, αφού ο υπερδιπλασιασμός του μεγέθους τους τα προηγούμενα έτη συμβάδιζε με καθοριστική

¹⁶⁰ P.J. Lopez, R.D. Cuellar, (2010), *Assessment and selection of hedge funds and funds of hedge funds*, Working Paper No 5, Cunef.

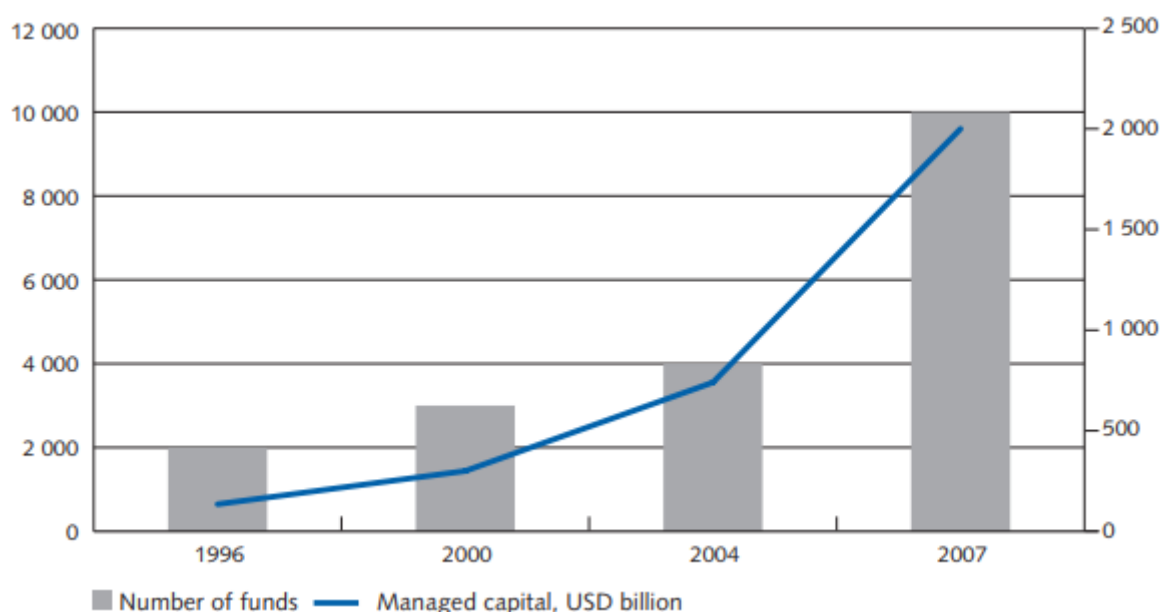
¹⁶¹ K. Guesmi, S. Jebri, A. Jabri, F. Teulon, (2014), *Are hedge funds uncorrelated with financial markets? An empirical assessment*, Ipag Business School, Department of Research.

¹⁶² M. Van Der Zwan, (2019), *Hedge Funds: Opportunities in shifting and volatile Markets*, Chief Investment Officer and Head of AIP Hedge Fund Team, Morgan Stanley Investment Management.

¹⁶³ Π. Φώτης, (2015), *Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επενδύσεων - Κοινωνικο-οικονομική αξιολόγηση επενδυτικών προγραμμάτων*, Εκδόσεις Προπομπός, Αθήνα.

ελάττωση των αποδόσεων. Τις πιο υψηλές αποδόσεις παρείχαν τα κεφάλαια αυτής της μορφής τα οποία αναλάμβαναν τεράστιο ποσοστό ρίσκου στις τοποθετήσεις τους.¹⁶⁴

Γενικότερα, εκείνη την περίοδο τα συγκεκριμένα κεφάλαια και πιο συγκεκριμένα οι ρευστοποιήσεις των κεφαλαίων αυτής της μορφής έπαιξαν καθοριστικό ρόλο καθώς αποτελούσαν έναν από τους κυριότερους λόγους που οι αγορές δεχόταν σημαντικές πιέσεις. Τα εν λόγω κεφάλαια σε αντίθεση με τα κλασικά αμοιβαία κεφάλαια έχουν σαν κυριότερο σκοπό τις αποδόσεις χωρίς να υφίσταται καμία απολύτως εξάρτηση του εάν η αγορά ανεβαίνει είτε πέφτει και χρησιμοποιούν διαφοροποιημένες πολιτικές και οικονομικά αγαθά και μέσα.¹⁶⁵



Εικόνα 3.1 : Ανάπτυξη της αγοράς hedge funds πριν την κρίση¹⁶⁶

Τα τελευταία έτη πριν την κρίση, τα εν λόγω κεφάλαια παρουσίαζαν ραγδαία ανάπτυξη σε παγκόσμιο επίπεδο και τα κεφάλαια υπό διαχείριση είχαν φτάσει στα 1,9 τρισεκατομμύρια δολάρια. Δεδομένου δε πως είναι και μοχλευμένα, το μέγεθος των επενδύσεων αυτής της μορφής ήταν εξαιρετικά τεράστιο. Τα κεφάλαια αυτά χρέωναν τους επενδυτές τους με ένα ποσοστό επί των αποδόσεών τους και οι αμοιβές των στελεχών των εν λόγω κεφαλαίων ήταν πολλαπλάσιες από εκείνες που προσέφεραν τα αντίστοιχα τραπεζικά στελέχη. Για παράδειγμα ένας από τους πιο επιτυχημένους διαχειριστές αυτών των

¹⁶⁴ [<https://www.in.gr/2007/03/06/economy/o-rolos-twn-hedge-funds-stin-ptwsi-twn-diethnwn-agorwn/>]

¹⁶⁵ Κ. Παπαδόπουλος, (2008), *Άποψη: Ο ρόλος των hedge funds στη χρηματιστηριακή κρίση*, Η Καθημερινή, 19 Οκτωβρίου, Αθήνα.

¹⁶⁶ M. Stromqvist, (2010), *Hedge funds and financial crises*, Stockholm School of Economics, Sveriges Riksbank.

κεφαλαίων ο John Paulson παρουσίαζε, σύμφωνα με τα επίσημα δεδομένα του Forbes, αποδοχές οι οποίες έφταναν τα 1,5 δισεκατομμύρια δολάρια την περίοδο του 2007.¹⁶⁷

Με αυτά τα επίπεδα αποδοχών, η φιλοδοξία για τον εκάστοτε νεοπροσλαμβανόμενο στους τραπεζικούς οργανισμούς ήταν να αποκτήσει λίγη πείρα και ύστερα να μεταπηδήσει στα συγκεκριμένα κεφάλαια. Με τον τρόπο αυτόν, υπήρξε τεράστια ανοδική τάση των νεαρών ανθρώπων δίχως πείρα που επέλεξαν να εστιάσουν σε αυτόν τον τομέα, διαχειρίζοντας εκατομμύρια δολάρια.

Βασικό παράδειγμα αποτελεί ότι έγινε εκείνη την περίοδο με το πετρέλαιο στο 1^ο εξάμηνο του 2007. Όλα τα κεφάλαια αυτής της μορφής αγόραζαν ενέργεια και εμπορεύματα και πουλούσαν τράπεζες. Η κυριότερη επίπτωση όλων αυτών ήταν η εκτόξευση των τιμών του πετρελαίου, η τιμή του οποίου ξεπέρασε τα 145 δολάρια. Λόγω του ότι τα συγκεκριμένα κεφάλαια αμειβόταν με ποσοστά επί των κερδών όταν κάποιο κεφάλαιο αυτής της μορφής δεν είχε καλές αποδόσεις και οι διαχειριστές του έκριναν πως δεν θα επανέλθει σε κερδοφορία σε μικρό χρονικό διάστημα, η πιο διαδεδομένη αντίδραση ήταν να το κλείσουν, ζητώντας συγγνώμη από τους επενδυτές και τους επέστρεφαν ό,τι είχε απομείνει από το εν λόγω κεφάλαιο.

Στα τέλη εκείνης της χρονιάς τα πιο πολλά κεφάλαια αυτής της μορφής παρουσίαζαν καθοριστικές απώλειες και οι περισσότεροι επενδυτές ήταν φοβισμένοι και από την οικονομική ύφεση που είχε αρχίσει να κάνει αισθητή την παρουσία της. Αυτός ήταν και ο βασικότερος λόγος που απαίτησαν συλλογικά να ρευστοποιήσουν τις επενδύσεις που είχαν κάνει. Η μέθοδος ρευστοποίησης για τα πιο πολλά κεφάλαια αυτής της μορφής ήταν τριμηνιαία.¹⁶⁸

Αυτό σημαίνει, πως ο επενδυτής ζητούσε τα λεφτά του στα τέλη του μήνα και τα λάμβανε μετά από 3 μήνες. Στην περίοδο η οποία μεσολαβούσε ρευστοποιούσαν τα αντίστοιχα επενδεδυμένα κεφάλαια, με κυριότερο στόχο να τα επιστρέψουν. Με τον τρόπο αυτόν, στα τέλη εκείνης της περιόδου υπήρχαν πολλές ρευστοποιήσεις με στόχο την αποπληρωμή των επενδυτών τους και γιατί είχαν λάβει την απόφαση πως θα κλείσουν ή γιατί οι τραπεζικοί οργανισμοί οι οποίοι τους είχαν προσφέρει πιστώσεις τους ανάγκαζαν να κλείσουν τις θέσεις τους.¹⁶⁹

Σε μια αγορά η οποία παρουσίαζε σημαντικά προβλήματα από την παγκόσμια χρηματοοικονομική ύφεση, οι ρευστοποιήσεις των συγκεκριμένων κεφαλαίων την αποτελείωσαν καθώς δεν την επέτρεψαν να ανασάνει, αναπτύσσοντας καθοριστικές αλλοιώσεις. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η τιμή της μετοχής της Volkswagen. Εκείνη την περίοδο ένα από τα πιο διαδεδομένα trades των εν λόγω κεφαλαίων ήταν να πουλάνε Volkswagen και να αγοράζουν τη μετοχή της Porsche. Όταν ένα κεφάλαιο αυτής της

¹⁶⁷ D. Capocci, (2013), *The complete guide to hedge funds and hedge fund strategies*, Global Financial Markets, Palgrave Macmillan, England.

¹⁶⁸ Κ. Παπαδόπουλος, (2008), *Άποψη: Ο ρόλος των hedge funds στη χρηματιστηριακή κρίση*, Η Καθημερινή, 19 Οκτωβρίου, Αθήνα.

¹⁶⁹ J. Holler, (2012), *Hedge funds and financial markets an asset management and corporate governance perspective*, Springer Fachmedien Wiesbaden GmdH.

μορφής στα τέλη του 2007 χρειάστηκε να ρευστοποιήσει, η εν λόγω μετοχή ανέβηκε κατά 1/2 σαν να ήταν μια από τις μικρότερες μετοχές του χρηματιστηρίου της χώρας μας. Από εκείνη την περίοδο και άλλα τέτοια κεφάλαια εξαναγκάστηκαν να κλείσουν τη συγκεκριμένη θέση, με βασικότερη συνέπεια η εν λόγω μετοχή να έχει διπλασιαστεί μέσα σε μικρό χρονικό διάστημα.¹⁷⁰

Στο σημείο αυτό, είναι σημαντικό να τονιστεί πως όλα τα παραπάνω είχαν δημιουργήσει έναν σημαντικό φαύλο κύκλο. Η ρευστότητα η οποία αναπτύχθηκε από τις πωλήσεις των συγκεκριμένων κεφαλαίων δεν διοχετευόταν στην αγορά άμεσα, καθώς οι περισσότερες επιστροφές των χρημάτων στους επενδυτές ήταν σχεδιασμένες για 3 μήνες μετά. Με τον τρόπο αυτόν, ένα σημαντικό ποσοστό της ρευστότητας της αγοράς που θα της παρείχε την ευχέρεια να αντιδράσει σε καθοριστικές αποτιμήσεις και να αξιοποιήσει ευκαιρίες, βρέθηκε στο κενό.

Φυσικά, για όλα αυτά δεν ευθύνονται μονάχα τα κεφάλαια αυτής της μορφής. Η καθοδική τάση των αγορών ανέπτυξε ένα φαύλο κύκλο αρνητικής ψυχολογίας, πιο μικρής κατανάλωσης, μείωσης της οικονομίας κλπ, καταστάσεις δηλαδή οι οποίες έπαιξαν καθοριστικό ρόλο στο διάστημα που έχει μεσολαβήσει μέχρι σήμερα σε παγκόσμιο επίπεδο για να καταφέρουν να ξεφύγουν όλες οι χώρες από τη δίνη της συγκεκριμένης ύφεσης. Γίνεται εύκολα αντιληπτό, επομένως, πως παρά το γεγονός πως δεν είναι εφικτό να δημιουργήσουν μόνα τους τα συγκεκριμένα κεφάλαια μια οικονομική κρίση, έχουν την ευχέρεια να παίζουν καθοριστικό ρόλο στην ανάπτυξή της.¹⁷¹

Στην περίπτωση της ύφεσης των δανεισμών χαμηλής εξασφάλισης, εξαιτίας του γεγονότος πως οι επενδυτικοί τραπεζικοί οργανισμοί διακρατούσαν τα επικίνδυνα κεφάλαια αυτής της μορφής στις οικονομικές τους καταστάσεις και εξαιτίας του ότι τμήμα των δομημένων αγαθών βασιζόταν στην αγορά ακινήτων των ΗΠΑ, με το σκάσιμο της φούσκας των ακινήτων στα μέσα της περιόδου του 2007 πολύ μεγάλο ποσοστό των συγκεκριμένων κεφαλαίων υπέστη καθοριστικές ζημιές. Αυτό ως επί το πλείστον οφείλεται στο γεγονός πως τα εν λόγω κεφάλαια είχαν την πιο μεγάλη έκθεση σε μηδενική αξιολόγηση ενώ οι τραπεζικοί οργανισμοί και οι ασφαλιστικές εταιρίες είχαν την πιο μεγάλη έκθεση σε equity tranches (AA και πάνω).¹⁷²

Καθοριστικό ρόλο στην αποτυχία των περισσότερων κεφαλαίων αυτής της μορφής διαδραμάτισε η έλλειψη διαφάνειας και ελέγχου. Το ρυθμιστικό πλαίσιο, συνεπώς, προσέφερε στους τραπεζικούς οργανισμούς μια μέθοδο να διαχειρίζονται κατά την ύφεση τους τα κεφάλαιά τους, δίχως όμως να υπολογίζουν το μέγεθος το οποίο θα μπορούσε να λάβει η

¹⁷⁰ S. Titman, (2011), *Do the best hedge funds hedge?*, Review of Financial Studies, 24(1), pp. 122-160.

¹⁷¹ Κ. Παπαδόπουλος, (2008), *Άποψη: Ο ρόλος των hedge funds στη χρηματιστηριακή κρίση*, Η Καθημερινή, 19 Οκτωβρίου, Αθήνα.

¹⁷² V. Agarwal, N. Boyson, N. Naik, (2009), *Hedge funds for retail investors? An examination of hedged mutual funds*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 44(2), pp. 272-304.

συγκεκριμένη χρηματοοικονομική ύφεση, η οποία εν τέλει είχε τρομερές συνέπειες σε παγκόσμιο επίπεδο.¹⁷³

3.5 Ο ρόλος τους στην Ελληνική οικονομία

Παρά τη μεγάλη ανάπτυξη την οποία έχει γνωρίσει ο συγκεκριμένος θεσμός σε διεθνές επίπεδο και τη ραγδαία ανάπτυξη και εισχώρησή του στην ΕΕ, στην Ελλάδα δεν είχαμε γνωρίσει πριν την περίοδο του 2007 σε μεγάλο βαθμό τα συγκεκριμένα κεφάλαια. Είναι σημαντικό να τονιστεί πως στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών πριν την ύφεση υπολογιζόταν πως το 30% σχεδόν της συμμετοχής των διεθνών θεσμικών επενδυτών είχαν προέλευση από τα κεφάλαια αυτής της μορφής.¹⁷⁴

Σε ό,τι έχει να κάνει με την ανάπτυξη των κεφαλαίων αυτής της μορφής στη χώρα μας, θα πρέπει να τονιστεί πως πριν την κρίση βρισκόμασταν σε καθεστώς διαβουλεύσεων και συσκέψεων μεταξύ των υπεύθυνων φορέων. Κύριο δεδομένο ήταν η επίδειξη ωριμότητας του επενδυτικού κοινού στη χώρα μας προς το καινούριο για τη χώρα μας θεσμό. Χρήσιμο κριτήριο για την εισχώρησή του ήταν η υπαγωγή του σε καθεστώς θεσμικής ρύθμισης.¹⁷⁵

Προς τη συγκεκριμένη κατεύθυνση είχε κινηθεί κατά την περίοδο 2006-2007 η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, που από τη μια είχε αναλάβει την ενημέρωση της αγοράς για την σημασία και τις πιθανές επιπτώσεις της εισχώρησης του συγκεκριμένου θεσμού και από την άλλη είχε ζητήσει τη σύσταση αυτών των κεφαλαίων, την προώθηση φορολογικών κινήτρων με στόχο να αποφευχθεί η φυγή εγχώριων κεφαλαίων στο εξωτερικό καθώς επίσης και την ευχέρεια για τις επιχειρήσεις αυτής της μορφής να επενδύουν στα συγκεκριμένα κεφάλαια.¹⁷⁶

Σημαντικό είναι να τονιστεί πως την περίοδο του '98 αναπτύχθηκε το Capital Management Advisors, μια επιχείρηση διαχείρισης των συγκεκριμένων κεφαλαίων από Έλληνες με αρχικά διαχειριζόμενα κεφάλαια 12 εκατομμύρια δολάρια. Στα τέλη εκείνης της περιόδου τα εν λόγω κεφάλαια είχαν ανέλθει στο 1,6 δισεκατομμύρια δολάρια. Οι αποδόσεις τις οποίες είχε κατορθώσει από τη σύστασή της έφταναν μέχρι την περίοδο του 2006 σε 7,5% σε ετήσια βάση, δίχως να υφίσταται ούτε ένα έτος με αρνητική απόδοση. Συνέπεια της συγκεκριμένης εξέλιξης ήταν η εξαγορά της την περίοδο του 2006 από μια έναν ελβετικό τραπεζικό οργανισμό.

¹⁷³ Ε.Ι. Ρουμπής, (2015), *Αξιολόγηση επενδυτικών στρατηγικών για την διαμόρφωση δυναμικών χαρτοφυλακίων Hedge Funds*, Διδακτορική διατριβή, Πανεπιστήμιο Αιγαίου, Σχολή Επιστημών της Διοίκησης, Τμήμα Ναυτιλίας και Επιχειρηματικών Υπηρεσιών.

¹⁷⁴ Χ. Τριαντόπουλος, (2008), *Εποπτεία τραπεζικού συστήματος. Η ευρωπαϊκή εμπειρία και το νέο κανονιστικό πλαίσιο*, εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα.

¹⁷⁵ Α. Χριστόπουλος, Ι. Ντόκας, (2012), *Θέματα τραπεζικής και χρηματοοικονομικής θεωρίας*, Εκδόσεις Κριτική, Αθήνα.

¹⁷⁶ Ε. Avgouleas, C. Goodhart, (2015), *Critical Reflection on Bank Bail-ins*, Journal of Financial Regulation 1, pp. 1-27.

Παρά το γεγονός πως πριν την κρίση τα συγκεκριμένα κεφάλαια δεν είχαν κάνει αισθητή την παρουσία τους στη χώρα μας, εξαιτίας της αναδιάρθρωσης χρέους που υλοποιήθηκε την περίοδο του 2012 στη χώρα μας με τη μορφή του PSI, δηλαδή διαμέσου κουρέματος χρέους που έγινε αποδεκτό από τους ιδιώτες πιστωτές, τα συγκεκριμένα κεφάλαια έκαναν ακόμα πιο αισθητή την παρουσία τους στη χώρα μας.¹⁷⁷

Εκείνη την περίοδο ποσοστό μεγαλύτερο του 90% τω ιδιωτών πιστωτών της χώρας μας συμμετείχαν στο κούρεμα χρέους ενώ οι εναπομείναντες δέχτηκαν πολιτικές πιέσεις και δεν είχαν ενεργό ρόλο στην εθελοντική αναδιάρθρωση ομολόγων. Ειδικότερα, μερικά hedge funds δεν συμμετείχαν στην ανταλλαγή των δικών τους ομολόγων και αυτό είχε σαν συνέπεια την αναδιάρθρωση που συνοδευόταν από τη διακήρυξη της χώρας μας πως όλα τα εναπομείναντα παλιά ομόλογα δεν θα πληρωνόντουσαν ποτέ. Με τον τρόπο αυτόν, όσοι ιδιώτες πιστωτές απέμειναν, που δεν είχαν συμφωνήσει στις συγκεκριμένες ανταλλαγές, θα έχαναν τα πάντα ή θα αναγκαζόταν σε συμμετοχή διαμέσου των ρητρών συλλογικής δράσης.¹⁷⁸

Βάσει ερευνών στα τέλη της περιόδου του 2013 ήταν η 2^η καλύτερη επίδοση μέσα στην ίδια χρονιά όπου τα ξένα κεφάλαια παρείχαν τριπλή αριθμό σε εκατομμύρια ευρώ στο ΧΑ. Ειδικότερα, εκείνη την περίοδο διοχετεύθηκαν από το εξωτερικό κεφάλαια που ξεπερνούσαν τα 186 εκατομμύρια ευρώ ενώ στα μέσα της ίδιας χρονιάς είχαν εισρεύσει σχεδόν 325 εκατομμύρια ευρώ. Όπως μαζικά τα κεφάλαια αυτής της μορφής εγκατέλειψαν το ΧΑ στα τέλη της περιόδου του 2009 διαβλέποντας την πολύχρονη κρίση και κατέγραψαν άμεσες αποδόσεις, έτσι και εκείνη την περίοδο υπό τη μορφή αγέλης, εισέρχονταν στο ΧΑ.¹⁷⁹

Ειδικότερα, στα τέλη της περιόδου του 2009 που άρχισε η μαζική αποχώρηση των συγκεκριμένων κεφαλαίων από τη χώρα μας είχαν ρευστοποιηθεί ελληνικές μετοχές αξίας μεγαλύτερης από 106 εκατομμύρια ευρώ, με στόχο να τριπλασιαστεί η αξία των ρευστοποιήσεων στα τέλη του ίδιου έτους (360 εκατομμύρια ευρώ), στην περίπτωση στην οποία άρχιζε και ο αποκλεισμός της χώρας μας από τις διεθνείς αγορές εξαιτίας ελλείμματος, το οποίο ανέπτυξε την εκτόξευση των spreads του δεκαετούς ομολόγου της χώρας μας σε απαγορευτικά επίπεδα, με αποκορύφωση τις περισσότερες από 3,7 χιλιάδες μονάδες βάσης στα μέσα της περιόδου του 2012.

Η απόβαση των συγκεκριμένων κεφαλαίων στην αγορά της χώρας μας για 1^η φορά ύστερα από τη μαζική έξοδο στα τέλη της περιόδου του 2009 έδρασε σαν προπομπός των επερχόμενων αλλαγών. Είναι σημαντικό να υπενθυμίσουμε πως εκείνοι οι οποίοι πρώτοι αποχώρησαν από τη χώρα μας την περίοδο που άρχισε η τεράστια ύφεση ήταν και οι πρώτοι

¹⁷⁷ Κ. Γιάντσος, (2018), *Μέσα και μηχανισμοί αντιμετώπισης της οικονομικής κρίσης στην Ελλάδα από το 2009 και έπειτα (PSI, CACs, CDS, EFSM-EFSF-ESM, IOUs)*, Διπλωματική εργασία, Αριστοτέλειο Πανεπιστήμιο Θεσσαλονίκης, Τμήμα Νομικής, Τομέας Εμπορικού και Οικονομικού Δικαίου, Θεσσαλονίκη.

¹⁷⁸ Π. Φώτης, (2015), *Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επενδύσεων - Κοινωνικο-οικονομική αξιολόγηση επενδυτικών προγραμμάτων*, Εκδόσεις Προπομπός, Αθήνα.

¹⁷⁹ Ε.Ι. Ρουμπής, (2015), *Αξιολόγηση επενδυτικών στρατηγικών για την διαμόρφωση δυναμικών χαρτοφυλακίων Hedge Funds*, Διδακτορική διατριβή, Πανεπιστήμιο Αιγαίου, Σχολή Επιστημών της Διοίκησης, Τμήμα Ναυτιλίας και Επιχειρηματικών Υπηρεσιών.

που επανατοποθετήθηκαν όταν φάνηκαν ενδείξεις σταθεροποίησης στην οικονομία και ανέπτυξαν πλαίσια ακραίας κερδοσκοπίας με τα warrants των αυξήσεων κεφαλαίου.¹⁸⁰

Οι τραπεζικοί οργανισμοί οι οποίοι παρουσιάστηκαν εκείνη την περίοδο σαν αγοραστές ήταν η Citigroup στην Πειραιώς, η Goldman Sachs στην Πειραιώς και στην Alpha καθώς επίσης και η KBW και η Societe Generale στην Εθνική, που ήταν διεκπεραιώτριες εντολών hedge funds, όχι μονάχα του FaralloCapital, York Capital Management, QVT Financial, Dromeus αλλά και ενός μεγάλου συνόλου επιθετικών κεφαλαίων αυτής της μορφής που δρούσαν σε μετοχές και ομόλογα.¹⁸¹

Το κερδοσκοπικό ενδιαφέρον δεν επικεντρωνόταν μονάχα στις μετοχές των τραπεζικών οργανισμών (εκείνη την περίοδο σε 19 συνεδριάσεις είχαν διακινηθεί περισσότερα από 1,3 δισεκατομμύρια μετοχές) αλλά και στα ομόλογα εκτοξεύοντας με αυτόν τον τρόπο τις τιμές στις 66 μονάδες βάσης στη δεκαετία. Τα ξένα κεφάλαια αυτής της μορφής έδρασαν τη διπλή ευκαιρία να τοποθετηθούν στο ΧΑ εστιάζοντας στους τραπεζικούς οργανισμούς για δυο σημαντικές αιτίες.

Αρχικά, λόγω του ότι οι παλαιότεροι μέτοχοι των συγκεκριμένων οργανισμών με στόχο να έχουν ενεργό ρόλο στις ανοδικές τάσεις του μετοχικού κεφαλαίου έσπευδαν να πουλήσουν τις μετοχές που είχαν στη διάθεσή τους, προκειμένου με τη ρευστότητα που θα αποκτούσαν να την τοποθετούσαν στις ανοδικές τάσεις κεφαλαίου. Με τον τρόπο αυτόν οι πωλήσεις των συγκεκριμένων μετόχων ανέπτυξαν μεγάλη προσφορά μετοχών, προσφέροντας την ευχέρεια στους ξένους να τοποθετηθούν. Ο δεύτερος λόγος ήταν τα warrants που ήταν και ο μεγαλύτερος σκοπός, αφού θα δινόταν δωρεάν στους μετόχους μαζί με τις καινούριες μετοχές οι οποίες θα αποκτιόνταν εκείνη την περίοδο.¹⁸²

Επομένως, εκείνη την περίοδο εντοπιζόταν τεράστιο επενδυτικό ενδιαφέρον για τις μετοχές των εγχώριων τραπεζικών οργανισμών όπως παρόμοια τόνιζαν αρκετά δημοσιεύματα της εφημερίδας Financial Times. Βάσει δημοσιευμάτων εκείνης της περιόδου ο ιδρυτής της Paulson & Co ηγούταν μιας επενδυτικής επέλασης που βασικότερο σκοπό είχε μετοχές των τραπεζικών οργανισμών της χώρας μας.

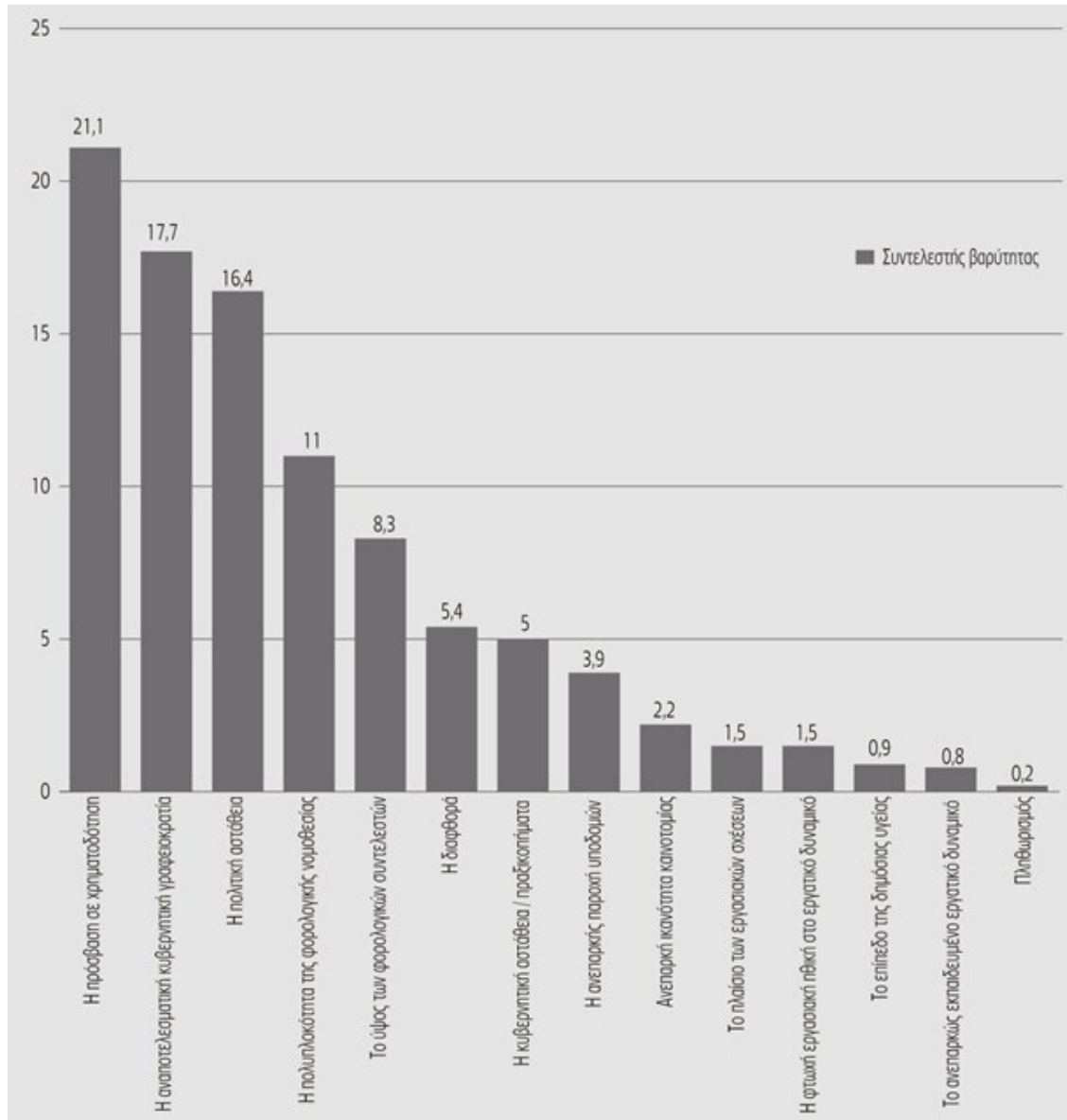
Σε ό,τι έχει να κάνει με τη σημερινή κατάσταση των συγκεκριμένων κεφαλαίων στη χώρα μας είναι σημαντικό να τονιστεί πως όλα αυτά τα χρόνια έχουν κυριαρχήσει το ενδιαφέρον καθώς υφίστανται ελάχιστες επενδύσεις προς τη χώρα μας. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελούν τα κεφάλαια της Amber Capital που έχουν ποντάρει στη χώρα μας μετά την ύφεση. Γενικότερα, όσο η χώρα μας όλα αυτά τα χρόνια παρέμενε εκτός διεθνούς επενδυτικού χάρτη, αφού δεν είχε την ευχέρεια να δανεισθεί με μακροχρόνιους τίτλους από τον ιδιωτικό κλάδο και ως επί το πλείστον εστίαζε στη χρηματοδότηση από τους πιστωτές του επίσημου τομέα (ΕΚΤ, ΔΝΤ κλπ) στις αγορές ομολόγων και μετοχών ήταν πλήρης η

¹⁸⁰ C. Calomiris, S. Haber, (2014), *Fragile by Design: The political origin of Banking Crises and Scarce Credit*, Princeton University Press.

¹⁸¹ Α. Χριστόπουλος, Ι. Ντόκας, (2012), *Θέματα τραπεζικής και χρηματοοικονομικής θεωρίας*, Εκδόσεις Κριτική, Αθήνα.

¹⁸² Ν. Φλώρος, (2012), *Η ευθύνη των χρηματοπιστωτικών αρχών στον χρηματοπιστωτικό τομέα*, Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα.

επικράτηση των συγκεκριμένων κεφαλαίων. Τα εν λόγω χαρτοφυλάκια δεν δεσμεύουν πραγματικά κεφάλαια σε επενδυτικές τακτικές με μακρινό ορίζοντα αλλά ενεργούν εντελώς κερδοσκοπικά, αξιοποιώντας σημαντικές αλλαγές τιμών.¹⁸³



Εικόνα 3.2: Οι βασικοί λόγοι που αποθαρρύνουν τις επενδύσεις στην Ελλάδα¹⁸⁴

¹⁸³ Κ. Γιάντσος, (2018), *Μέσα και μηχανισμοί αντιμετώπισης της οικονομικής κρίσης στην Ελλάδα από το 2009 και έπειτα (PSI, CACs, CDS, EFSM-EFSF-ESM, IOUs)*, Διπλωματική εργασία, Αριστοτέλειο Πανεπιστήμιο Θεσσαλονίκης, Τμήμα Νομικής, Τομέας Εμπορικού και Οικονομικού Δικαίου, Θεσσαλονίκη.

¹⁸⁴ [<https://www.naftemporiki.gr/finance/story/1082347/xreos-kai-ependuseis-muthoi-kai-pragmatikotita>]

Η ενέργεια απομάκρυνσης των συγκεκριμένων κεφαλαίων και προσέλκυσης πραγματικών επενδύσεων δεν έχει ολοκληρωθεί μέχρι και σήμερα, αφού αρχικά είναι σημαντικό η χώρα μας να περάσει στην κατηγορία του investment grade, με στόχο να εισέλθουν κεφάλαια από τους πιο συντηρητικούς οργανισμούς. Για τη χρηματιστηριακή αγορά καθοριστικό δεδομένο αποτελεί η επάνοδος στην κατηγορία των ανεπτυγμένων, status το οποίο είχε χαθεί όλα αυτά τα χρόνια, με κυριότερη συνέπεια η χώρα μας να αποτελεί τη μοναδική αναπτυσσόμενη αγορά μεταξύ των κρατών μελών της ΕΕ.¹⁸⁵

Παρά το γεγονός αυτό, όμως, η έκδοση των 10ετών ομολόγων αποτελεί ένα σημαντικό βήμα ιστορικών διαστάσεων στη συγκεκριμένη δράση μετάβασης, που εν τέλει θα καταφέρει να ανοίξει τις κάνουλες των σημαντικών επενδυτικών οργανισμών της διεθνούς αγοράς για τη χώρα μας, αφού για πρώτη φορά μια έκδοση του δημοσίου της χώρας μας προσέλκυσε πραγματικές επενδύσεις, ως επί το πλείστον από την Αγγλία και συγκεκριμένα το Λονδίνο, σε ποσοστό σχεδόν 90%, ενώ τα κεφαλαία που μελετάμε στη συγκεκριμένη εργασία για την περίοδο του 2019 περιορίστηκαν στο 11% της έκδοσης.¹⁸⁶

Κατά κύριο λόγο αυτό οφείλεται και στην στρατηγική η οποία ακολουθήθηκε τα τελευταία χρόνια από τον Οργανισμό Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους και το σχηματισμό αναδόχων τραπεζικών οργανισμών, επιτρέποντας με αυτόν τον τρόπο να οριοθετηθεί η απόδοση του καινούριου ομολόγου λίγο πιο ψηλά από όσο είναι εφικτό να την κατεβάσουν, με κυριότερο στόχο να καταφέρουν να προσελκύσουν μακροχρόνιους επενδυτές (συντηρητικά απενδυτικά χαρτοφυλάκια).

Πιο συγκεκριμένα, ενώ οι προσφορές των συγκεκριμένων κεφαλαίων κυμαίνονταν σε αρκετά χαμηλότερες αποδόσεις, κάτω και από το 3,7%, ο παραπάνω οργανισμός προτίμησε να βοηθήσει στην ανοδική τάση του προς άντληση ποσού από 2 σε 2,5 δισεκατομμύρια ευρώ και να κάνουν δεκτές πιο ακριβές προσφορές από πραγματικούς επενδυτές, με βασικότερο στόχο να κατορθώσουν να φτάσουν στο επιθυμητό τελικό αποτέλεσμα, δηλαδή την πώληση μόλις 1/10 ομολόγων της έκδοσης σε κερδοσκοπικά ιδρύματα.¹⁸⁷

Βάσει ερευνών, από το ξεκίνημα του 2019 η αγορά μετοχών της χώρας μας παρουσίασε ανοδική τάση κατά 17% και οδηγείται σταδιακά στην καλύτερη χρονιά της, τα τελευταία 20 χρόνια, υπερβαίνοντας την ανοδική τάση του 12% που υπήρξε στα χρηματιστήρια της ΕΕ. Την περίοδο του 2018, η χώρα μας εμφάνισε την πιο μεγάλη χρηματοοικονομική ανάπτυξη μετά από την περίοδο του 2007. Η Amber αγόρασε μετοχές

¹⁸⁵ Π. Φώτης, (2015), *Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επενδύσεων - Κοινωνικο-οικονομική αξιολόγηση επενδυτικών προγραμμάτων*, Εκδόσεις Προπομπός, Αθήνα.

¹⁸⁶ J. Mourmouras, (2019), *Recent developments in tackling the Greek nonperforming loans problem*, Senior Deputy Governor Bank of Greece Former Deputy Finance Minister, 9 February, Athens.

¹⁸⁷ Μ.Σ.Α. Ανδρουτσοπούλου, (2018), *Αμοιβές διαχείρισης και απόδοσης στα Hedge Funds*, Διπλωματική εργασία, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής, Πειραιάς.

της τηλεπικοινωνιακής επιχείρησης ΟΤΕ, του μικρού ομίλου Ellaktor καθώς επίσης και του Χρηματιστηρίου Αθηνών.¹⁸⁸

Το ΔΝΤ τα τελευταία χρόνια προειδοποιεί πως οι τραπεζικοί οργανισμοί της χώρας μας έχουν ανάγκη από μεγαλύτερα κεφάλαια και ότι έχει παρουσιάσει αύξηση ο κίνδυνος καθοδικής τάσης. Ύστερα από το καθοριστικό στάδιο της πραγματικής εξόδου του δημοσίου στην αγορά, με δεκαετείς τίτλους αναφοράς και με επενδυτικό ενδιαφέρον, όμως, από σοβαρούς επενδυτές, η σκυτάλη των καινούριων εκδόσεων περνά στους τραπεζικούς οργανισμούς της χώρας μας, που πλέον έχουν ακολουθήσει το δημόσιο σε πιο υψηλή βαθμίδα πιστοληπτικής αξιολόγησης του οίκου Moody's.¹⁸⁹

Όπως τονίζουν τραπεζικά στελέχη, η επιρροή της επιτυχίας με το δεκαετές δεν περιορίζεται στις καινούριες ευκαιρίες οι οποίες ανοίγονται για τους εν λόγω οργανισμούς, με πρώτη την περίπτωση της Τράπεζας Πειραιώς, να αντλήσουν κεφάλαια από την αγορά ομολόγων, με κυριότερο στόχο να ενισχύσουν την κεφαλαιακή τους βάση (δευτεροβάθμια κεφάλαια). Εξίσου σημαντικό είναι το γεγονός πως διευκολύνονται με 2 τακτικές οι επικείμενες μεγάλες τιτλοποιήσεις. Οι συγκεκριμένες τακτικές είναι οι εξής :

1. Από τη μια το δημόσιο έχει ξανά επαφή με την αγορά, προκειμένου να δράσει σαν αξιόπιστος εγγυητής στις τιτλοποιήσεις, εστιάζοντας στο Asset Protection Scheme το οποίο έχει επεξεργασθεί το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας και ήδη διερευνάται από τη Γ ενική Διεύθυνση Ανταγωνισμού της Κομισιόν
2. Από την άλλη το γεγονός πως ανοίγει ένας καινούριος κύκλος για τη χώρα μας, όπου τα σημαντικά ξένα κεφάλαια ξεκινούν ξανά να αναζητούν επενδυτικές ευκαιρίες, προσφέρει την ευχέρεια μεγαλύτερης αισιοδοξίας με στόχο την απορρόφηση των τραπεζικών τίτλων που θα εστιάζουν σε προβληματικά ανοίγματα με καλύτερους όρους¹⁹⁰

3.6 Ο ρόλος τους στη διεθνή οικονομία

Τα συγκεκριμένα κεφάλαια κατέγραψαν τη χειρότερη χρονιά των τελευταίων χρόνων, αφού η αναταραχή στις αγορές στο τελευταίο τρίμηνο της περιόδου του 2018 έπιασε αρκετούς εξαπίνης. Παρόλα αυτά δεν ήταν όλα αρνητικά για τη συγκεκριμένη βιομηχανία καθώς κατάφερε να ξεπεράσει τον S&P500 για πρώτη φορά τα τελευταία 10 χρόνια. Ο βασικός δείκτης των συγκεκριμένων κεφαλαίων, που ελέγχει τα κεφάλαια τα οποία

¹⁸⁸ [<https://www.newmoney.gr/palmos-oikonomias/394963-aistriakos-tipos-giati-hedge-funds-pontaroun-stin-ellada>]

¹⁸⁹ Κ. Γιάντσος, (2018), *Μέσα και μηχανισμοί αντιμετώπισης της οικονομικής κρίσης στην Ελλάδα από το 2009 και έπειτα (PSI, CACs, CDS, EFSM-EFSF-ESM, IOUs)*, Διπλωματική εργασία, Αριστοτέλειο Πανεπιστήμιο Θεσσαλονίκης, Τμήμα Νομικής, Τομέας Εμπορικού και Οικονομικού Δικαίου, Θεσσαλονίκη.

¹⁹⁰ J. Mourmouras, (2019), *Recent developments in tackling the Greek nonperforming loans problem*, Senior Deputy Governor Bank of Greece Former Deputy Finance Minister, 9 February, Athens.

ακολουθούν διαφοροποιημένες επενδυτικές τακτικές, υποχώρησε κατά 4,07% την περίοδο του 2018.¹⁹¹

Η τελευταία φορά που έγινε κάτι αντίστοιχο ήταν την περίοδο του 2008 όπου αναπτύχθηκε και η οικονομική ύφεση. Εκείνη την περίοδο τα συγκεκριμένα κεφάλαια είχαν πέσει στο 19,3%. Αυτό ήταν ένα φωτεινό σημείο σε μια εξαιρετικά δύσκολη εποχή για αρκετά κεφάλαια, αλλά είναι κάτι το οποίο είναι εφικτό να παίξει καθοριστικό ρόλο στην ενίσχυση του επιχειρήματος αυτών των κεφαλαίων καθώς θα έχουν την ευχέρεια να παρέχουν υπεραποδόσεις στην περίπτωση που εντοπιστούν αγορές που είναι ευμετάβλητες.¹⁹²

Παρόλα αυτά, ήταν η 3^η χειρότερη χρονιά στην ιστορία της συγκεκριμένης βιομηχανίας από την περίοδο που άρχισε τη δράση της. Τα μοναδικά έτη τα οποία ήταν χειρότερα ήταν ην περίοδος του 2011, όταν ο εν λόγω δείκτης είχε κλείσει με 5,25% κάτω και την περίοδο του 2008 που αναφέρθηκε και παραπάνω. Στη σημερινή εποχή, οι επενδυτές σε διεθνές επίπεδο έχουν ξεκινήσει ήδη να αποσύρουν χρήματα από τα εν λόγω κεφάλαια καθώς γίνονται ολοένα και πιο ανήσυχοι, αλλά οι εκροές μέχρι και σήμερα είναι ελάχιστες.¹⁹³

Κατά την περίοδο του Νοεμβρίου του 2018 επενδυτές απόσυραν περισσότερα από 6,4 δισεκατομμύρια δολάρια από αυτά τα κεφάλαια. Ήταν ο 3^{ος} συνεχόμενος μήνας εκροών της συγκεκριμένης βιομηχανίας. Οι κυριότερες κατηγορίες επενδυτικών τακτικών που ελέγχει ο παραπάνω δείκτης μετοχών καθοδηγούμενων από καθορισμένες καταστάσεις, ήταν στο κόκκινο το τελευταίο τρίμηνο του 2018. Η μοναδική υπό-κατηγορία η οποία εντοπιζόταν σε θετικά επίπεδα ήταν τα μακροοικονομικά κεφάλαια τα οποία επενδύουν σε νομίσματα, που είχαν κινηθεί 2,23% πιο υψηλά την εν λόγω περίοδο.¹⁹⁴

Παρόλα αυτά, όμως, μερικά από τα πιο μεγάλα ονόματα της συγκεκριμένης βιομηχανίας κατόρθωσαν να ευδοκιμήσουν. Κάποια διάσημα επενδυτικά οχήματα από τα συγκεκριμένα κεφάλαια όπως για παράδειγμα οι Renaissance Technologies, Two Sigma κλπ απέφεραν καθοριστικά κέρδη και την περίοδο του 2018. Για παράδειγμα το Point 72 ενισχύθηκε κατά 0,7% ενώ το Exodus Point παρουσίασε αύξηση κατά 0,6%. Τα ακτιβιστικά κεφάλαια και τα μετοχικά κεφάλαια που έχουν άμεση σχέση με τους βασικότερους δείκτες της αγοράς, δεν είχαν καλή επιλογή. Ο δείκτης equity hedge έκλεισε με απώλειες σχεδόν 7% για το συγκεκριμένο χρόνο ύστερα από την καθοδική τάση 8,26% που είχε στα τέλη του 2018, καθιστώντας την μια από τις χειρότερες επενδυτικές τακτικές αυτής της μορφής.¹⁹⁵

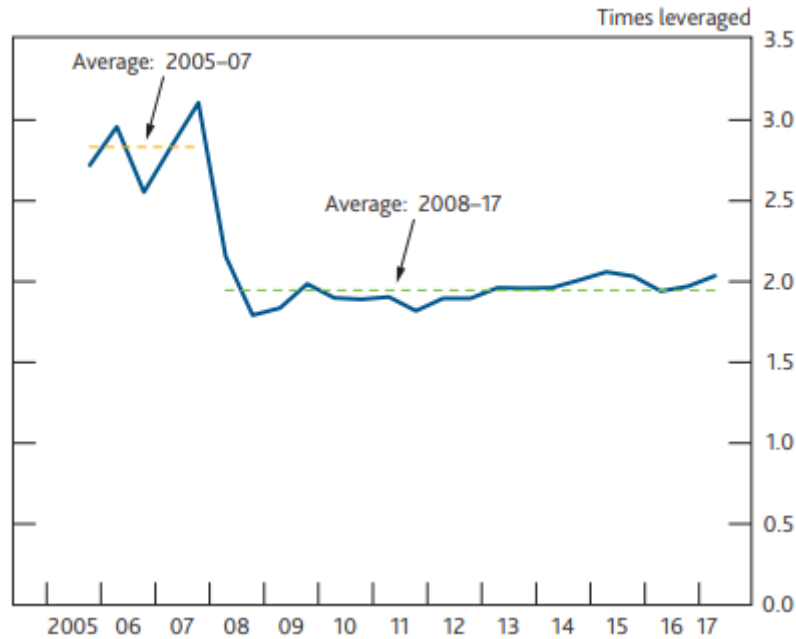
¹⁹¹ D.R. Chambers, K.H. Black, N.J. Lacey, (2018), *Alternative investments: A primer for investment professionals*, CFA Institute Research Foundation.

¹⁹² K. Alexander, (2014), *International economic law and macro-prudential regulation, The rule of law in monetary affairs*, World Trade Forum, Cambridge University Press, pp. 519-544.

¹⁹³ D. Capocci, (2013), *The complete guide to hedge funds and hedge fund strategies*, Global Financial Markets, Palgrave Macmillan, England.

¹⁹⁴ J. McGuane, (2019), *2019 Market preview: Hedge funds*, Marquette Associates, Senior Research Analyst, Alternatives.

¹⁹⁵ WLTW, (2019), *Hedge funds: A new way - For professional clients only*, Willies Towers Watson.



Εικόνα 3.3 : Η ακαθάριστη οικονομική μόχλευση που έχει αναληφθεί από τα Hedge Funds (2005-2017)¹⁹⁶

Τα μακροοικονομικά κεφάλαια που έχουν παρουσιάσει καθοδική τάση 3,21% την περίοδο του 2018, έκλεισαν τη χρονιά με πιο θετικό τόνο καθώς ενισχύθηκαν κατά σχεδόν 1% τον τελευταίο μήνα του συγκεκριμένου έτους. Αφού διαμαρτύρονται εδώ και αρκετά έτη για το πώς η ποσοτική χαλάρωση έχει περιορίσει τη μεταβλητότητα στις σύγχρονες αγορές και έχει δυσκολέψει σε τεράστιο επίπεδο τις δράσεις τους, οι διαχειριστές των συγκεκριμένων κεφαλαίων βρήκαν έδαφος τη συγκεκριμένη χρονιά.¹⁹⁷

Το πιο ισχυρό δολάριο σε συνδυασμό με την αύξηση των αποδόσεων των ομολόγων των ΗΠΑ δικαίωσαν σε σημαντικό επίπεδα τα εν λόγω κεφάλαια τα οποία εδώ και αρκετά έτη στοιχημάτιζαν στην επιστροφή του πληθωρισμού, ένα στοίχημα πως μια πιο ισχυρή οικονομία των ΗΠΑ θα καταφέρει να ενισχύσει τον πληθωρισμό και θα οδηγήσει σε πιο υψηλά επιτόκια. Σε αυτούς που επωφελήθηκαν περιέχεται και η Tudor Investment Corporation, το Global Fund της οποίας έχει παρουσιάσει κέρδη που ξεπερνούν το 10% για τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο.¹⁹⁸

Καθοριστικό ρόλο σε όλα αυτά έχουν παίξει και οι πολιτικές εξελίξεις. Για παράδειγμα το Brevan Howard περιέχονταν στα λίγα κεφάλαια αυτής της μορφής τα οποία

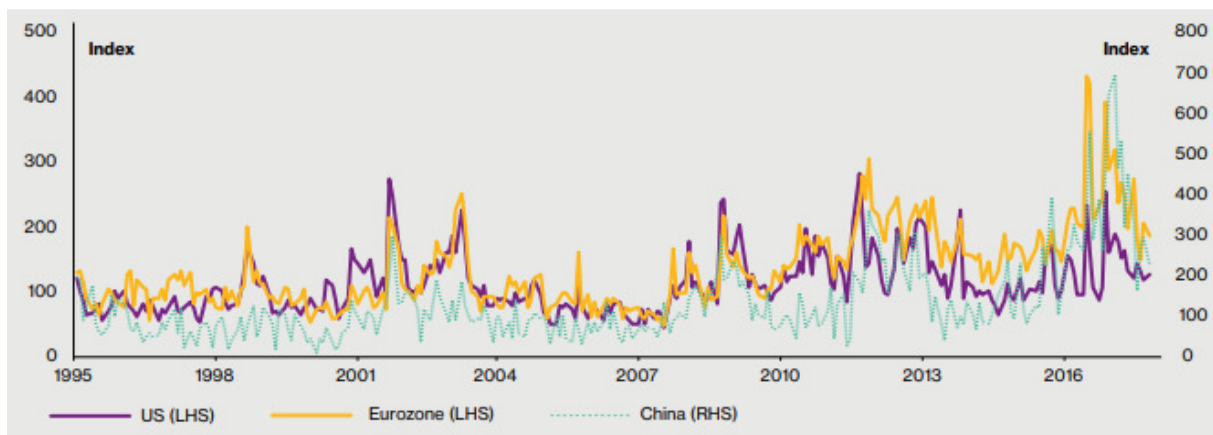
¹⁹⁶ Bank of England, (2017), *Hedge funds and their prime brokers: developments since the financial crisis*, Quarterly Bulletin.

¹⁹⁷ M. McCubbin, (2019), *Hedge Funds - Risk reduction in uncertain markets*, Fidante.

¹⁹⁸ M. Van Der Zwan, (2019), *Hedge Funds: Opportunities in shifting and volatile Markets*, Chief Investment Officer and Head of AIP Hedge Fund Team, Morgan Stanley Investment Management.

βρήκαν μια ευκαιρία στο χαμηλό spread των ιταλικών ομολόγων σε σχέση με τα γερμανικά, αφού παρουσίαζαν σημαντική ανοδική τάση των ανησυχιών πως η χώρα θα έρθει σε ρήξη με την ΕΕ και θα παρουσιάσει καθοριστική ανοδική τάση του όγκου των οφειλών της. Το συγκεκριμένο στοίχημα έπαιξε καθοριστικό ρόλο για το Breven καθώς κατάφερε να κερδίσει πάνω από 12%.¹⁹⁹

Παρά το γεγονός πως αρκετά κεφάλαια αυτής της μορφής βρίσκονταν στο πράσινο, οι τελευταίοι 2 μήνες του 2018 ήταν εξαιρετικά δύσκολοι. Για παράδειγμα, το Global Fund της Rubicon Fund Management που εδρεύει στην Αγγλία ήταν 8% πιο υψηλό στα τέλη αυτής της περιόδου. Το συγκεκριμένο κεφάλαιο έχει επωφεληθεί σε μεγάλο βαθμό από τη θέση short στα ομόλογα καθώς επίσης και από την αρνητική θέση στις μετοχές. Παρόλα αυτά, η καθοδική τάση των αποδόσεων στα τέλη του 2018 ήταν επώδυνη. Η απόδοση του Αμερικανικού 10ετούς, για παράδειγμα έχει πέσει στο 2,7% από 3,2% που ήταν το μήνα Νοέμβριο. Η Rubicon διέγραψε κομμάτι των κερδών της και βρισκόταν μόλις στο 2,5% πιο υψηλά για το μήνα Δεκέμβριο.²⁰⁰



Εικόνα 3.4 : Διακυμάνσεις των Hedge funds σύμφωνα με την πολιτική αβεβαιότητα²⁰¹

Σε ό,τι έχει να κάνει με τη χρηματοοικονομική απόδοση, την περίοδο του 2016 ήταν πραγματικά αρκετά καλή για τα συγκεκριμένα κεφάλαια, τουλάχιστον συγκριτικά με τις δυο περιόδους που είχαν προηγηθεί. Παρόλα αυτά, αρκετά από τα τεράστια ονόματα του εν λόγω τομέα υπέστησαν σημαντικές ζημιές. Μεταξύ άλλων, ήταν η Platinum Partners, όπου στο

¹⁹⁹ J. McGuane, (2019), *2019 Market preview: Hedge funds*, Marquette Associates, Senior Research Analyst, Alternatives.

²⁰⁰ M. Van Der Zwan, (2019), *Hedge Funds: Opportunities in shifting and volatile Markets*, Chief Investment Officer and Head of AIP Hedge Fund Team, Morgan Stanley Investment Management.

²⁰¹ WLTW, (2019), *Hedge funds: A new way - For professional clients only*, Willies Towers Watson.

ξεκίνημα εκείνης της περιόδου, ολοένα και πιο πολλοί ξεκινούσαν να αναρωτιούνται εάν οι αποδόσεις του κεφαλαίου τους καλύτερες από το αναμενόμενο.²⁰²

Με 17% ετήσια απόδοση από την περίοδο του 2003, παρά τις αρκετές πτωχεύσεις των επιχειρήσεις στις οποίες είχε ενεργό ρόλο ο ιδρυτής Νορντλιχτ φαινόταν ως μια περιεργη κατάσταση. Στα τέλη εκείνης της περιόδου, ο συγκεκριμένος ιδρυτής συνελήφθη μαζί με ακόμα 5 ανθρώπους με κατηγορίες για απάτη τύπου πυραμίδας ύψους 1 δισεκατομμυρίου δολαρίων. Η κυβέρνηση εκείνη την περίοδο ισχυρίστηκε πως το αμοιβαίο κεφάλαιο χειραγωγούσε τα νούμερά του, αναπτύσσοντας με αυτόν τον τρόπο τεχνητή διόγκωση της αξίας καθορισμένων επενδυτικών κινήσεων που επί της ουσίας δεν είχαν καμία απολύτως αξία.²⁰³

Μετάπειτα, η Visium, στα μέσα εκείνης της περιόδου, ύστερα από τις κατηγορίες τις οποίες δέχτηκε για εκμετάλλευση εμπιστευτικών δεδομένων, ο διαχειριστής των συγκεκριμένων κεφαλαίων αυτοκτόνησε στο σπίτι του. Οι ομοσπονδιακοί εισαγγελείς τον είχαν κατηγορήσει για απάτη 32 εκατομμυρίων δολαρίων από μη νόμιμα κέρδη από συναλλαγές σε μετοχές φαρμακευτικών επιχειρήσεων με χρησιμοποίηση εμπιστευτικών δεδομένων.²⁰⁴

Όπως και η Valeant, μετά από τη χειρότερη επίδοση στην ιστορία της κατά την περίοδο του 2015, η Square Pershing υποχώρησε κατά 20,5%, περιέχοντας διαφοροποιημένες αμοιβές. Τους πρώτους 10 μήνες εκείνης της περιόδου, η συγκεκριμένη εταιρία υποχωρούσε κατά 22,5%, ύστερα από την καταστροφική απόφαση Άκμαν να διπλασιάσει τις τοποθετήσεις του στην ταραγμένη φαρμακοβιομηχανία Valeant. Συνολικά, η συγκεκριμένη επενδυτική κίνηση κόστισε περισσότερα από 3 δις δολάρια σε ζημιές, αφού η μετοχή της παραπάνω βιομηχανίας είχε πέσει κατά 95% από το υψηλό της περιόδου του 2015.²⁰⁵

Στα τέλη εκείνης της περιόδου, ο διευθύνων σύμβουλος της Omega Advisors, κατηγορήθηκε για εκμετάλλευση εμπιστευτικών δεδομένων. Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς το κατηγορήσε για κέρδη 4 εκατομμυρίων δολαρίων από μη νόμιμες συναλλαγές των μετοχών μιας επιχείρησης ενέργειας, κάνοντας χρήση δεδομένων τα οποία φέρεται να είχε διασφαλίσει από ένα στέλεχός της, με την υπόσχεση πως δεν θα τα αξιοποιούσε επενδυτικά.

Στα μέσα της ίδιας περιόδου, δηλαδή την περίοδο του 2015, το αμοιβαίο κεφάλαιο της Paulson & Co, διαδεδομένο για τα κέρδη αρκετών δις από το ποντάρισμα εναντίον των στεγαστικών δανεισμών υψηλού κινδύνου που οδήγησαν στην παγκόσμια χρηματοοικονομική ύφεση του 2007, είχε αξία 21,8 δις δολαρίων σε κεφάλαια αυτής της μορφής. Στη σημερινή εποχή, το χαρτοφυλάκιο μετοχών αυτής της εταιρίας αξίζει μονάχα 9

²⁰² L. Lepetit, N. Emmanuelle, Philip pe Rous, T. Amine, (2008), *Bank Income Structure and Risk: An Empirical Analysis of European Banks*, Journal of Banking and Finance 32, pp. 1452–1467.

²⁰³ N. Chan, M. Getmansky, M. Haas, L.W.A. Shane, (2007), *Systemic risk and hedge funds*, University of Chicago Press, Chicago.

²⁰⁴ R.K. Mirabile, (2013), *Hedge Fund Investing: A Practical Approach to Understanding Investor Motivation, Manager Profits, and Fund Performance*, 1st Edition, Wiley.

²⁰⁵ E. Avgouleas, C. Goodhart, (2015), *Critical Reflection on Bank Bail-ins*, Journal of Financial Regulation 1, pp. 1-27.

δισ δολάρια. Ο διαχειριστής έκανε εσφαλμένες επιλογές όταν τοποθέτησε 2 δισ στην Valeant, πριν η μετοχή της πάρει ξαφνική καθοδική τάση, και έκανε τοποθετήσεις αρκετών δισ δολαρίων και σε άλλες φαρμακευτικές επιχειρήσεις, όπως ήταν για παράδειγμα η Mylan, η Teva κλπ.²⁰⁶

Όσο καταστροφική σαν επενδυτική κίνηση ήταν η Valeant, που αναφέρθηκε παραπάνω, για αρκετούς διαχειριστές αυτών των κεφαλαίων, τόσο σχεδόν τεράστια ζημιά έκανε και η SunEdison σε όσους είχαν επενδύσει, όταν η επιχείρηση ανανεώσιμων πηγών ενέργειας χρεοκόπησε στα μέσα εκείνης της περιόδου. Η μοίρα της εταιρίας αυτής ήταν εξαιρετικά επώδυνη για τον διαχειριστή της, παρά το γεγονός πως κατόρθωσε να ξεφορτωθεί τις πιο πολλές από τις συγκεκριμένες μετοχές πριν η εταιρία καταθέσει επίσημα αίτημα για κήρυξη πτώχευσης, συγκρατώντας με αυτόν τον τρόπο την απόδοση των συγκεκριμένων κεφαλαίων (η εταιρία είχε πλήξει την απόδοση του συγκεκριμένου διαχειριστή σε μεγάλο βαθμό εκείνη την περίοδο, καθώς το αμοιβαίο κεφάλαιο έχανε περισσότερο από 20%, μια από τις χειρότερες χρονιές του).²⁰⁷

3.7 Νέες τάσεις και η εποπτεία τους

Παρά το γεγονός πως έως την ύφεση είχαν εντοπιστεί και χρησιμεύσει πολλά σχήματα αυτό-ελέγχου των οίκων αξιολόγησης, τα πιο πολλά εξ αυτών αποδείχτηκαν ασταθή και ιδιαίτερα αξιόπιστα με στόχο να προσφέρουν αρκετές και διαφορετικές επιλογές σε σημαντικά οικονομικά ζητήματα και με στόχο να ξαναχτίσουν την εμπιστοσύνη της αγοράς. Ο αυτό-έλεγχος, εστίαζε στην εθελοντική συμμόρφωση των παραπάνω οίκων, απλά έδινε κατευθύνσεις συμπεριφοράς και ζητούσε από τους εν λόγω οίκους να εξηγήσουν τους λόγους σε περίπτωση μη συμμόρφωσης. Το σχήμα αυτής της μορφής, όπως αποδείχτηκε από τη σημερινή οικονομική ύφεση, δεν λειτούργησε όπως έπρεπε.²⁰⁸

Στα πλαίσια της ανασυγκρότησης της δράσης του σύγχρονου οικονομικού συστήματος καθώς επίσης και της επανάκτησης της εμπιστοσύνης, οι κυβερνήσεις της ΕΕ και των ΗΠΑ οριοθέτησαν κανονισμούς συμμόρφωσης και επίβλεψης των συγκεκριμένων οίκων. Οι παραπάνω κανονισμοί είναι εξαιρετικά λεπτομερειακοί και ιδιαίτερα αυστηροί. Οι οίκοι αυτής της μορφής είναι εφικτό να φανούν εξαιρετικά σημαντικοί καθώς η δράση που ακολουθούν είναι διαφανής.

Σε διαφορετική περίπτωση, η ίδια η αξιολόγηση καθίσταται ένας καθοριστικός κίνδυνος, ο οποίος έχει την ευχέρεια να εκτιμηθεί και να αναλυθεί. Η απειλή, παρόλα αυτά, πιο αυστηρών κανονισμών, έχει βρει τα πιο πολλά μέλη των μεγαλύτερων οίκων αυτής της μορφής αντίθετα. Όπως τονίζουν το καινούριο αυτό καθεστώς αποτελεί βασική τροποποίηση

²⁰⁶ D.R. Chambers, K.H. Black, N.J. Lacey, (2018), *Alternative investments: A primer for investment professionals*, CFA Institute Research Foundation.

²⁰⁷ M. Van Der Zwan, (2019), *Hedge Funds: Opportunities in shifting and volatile Markets*, Chief Investment Officer and Head of AIP Hedge Fund Team, Morgan Stanley Investment Management.

²⁰⁸ A. Aiken, C. Clifford, J. Ellis, (2013), *Out of the dark: Hedge fund reporting biases and commercial databases*, Review of Financial Studies, 26(1), pp. 207-242.

για αυτούς, διευκρινίζοντας πως στη σημερινή εποχή όχι μονάχα θα είναι συνεχώς κάτω από σημαντικό έλεγχο, αλλά και πως θα υφίστανται σημαντικές ποινές σε περίπτωση παράβασης των συγκεκριμένων κανονισμών.²⁰⁹

Λόγω του ότι όπως φάνηκε οι συγκεκριμένοι οίκοι δεν κατάφεραν σε πολλές περιπτώσεις να προβλέψουν οικονομικές υφέσεις είτε επιχειρηματικές χρεοκοπίες και κυρίως την ισχύουσα χρηματοοικονομική κατάσταση, έχει τεθεί το ερώτημα κατά πόσο είναι σημαντικό να οριοθετούν αυστηρούς κανονισμούς συμμόρφωσης και ελέγχου των οίκων αυτών από τις χώρες μέλη, με κυριότερο στόχο την εποπτεία και τη μείωση του πιστωτικού κινδύνου.²¹⁰

Οι δυο πιο μεγάλοι οίκοι αυτής της μορφής σε διεθνές επίπεδο, S&P και Moody's, παρουσιάζουν διαφοροποιημένες αντιλήψεις για το συγκεκριμένο θέμα. Ο πρώτος εξ αυτών, που κατακρίθηκε σε μεγάλο βαθμό ύστερα από την Ασιατική οικονομική ύφεση για εσφαλμένες εκτιμήσεις, υπεραμύνεται της συντήρησης των εν λόγω κανονισμών, πιθανότατα με στόχο να μην βλάψει περισσότερο την ήδη πληγωμένη εικόνα του. Από την άλλη πλευρά ο οίκος Moody's δεν διακρίνεται να συμμερίζεται τη συγκεκριμένη οπτική, παραβλέποντας πιθανά οφέλη τα οποία είναι δυνατόν να επιφέρει μια παρόμοια προοπτική, πιο μεγάλη δηλαδή ζήτηση για αξιολογήσεις, σαν συνέπεια του εξονυχιστικού ελέγχου, εξαιτίας των καινούριων κανονισμών από τις χώρες.²¹¹

Η χρυσή τομή ανάμεσα στην κρατική εποπτεία και τον αυτό-έλεγχο στην περίπτωση των συγκεκριμένων οίκων είναι δύσκολο να εντοπιστεί. Παρόλα αυτά οι συνθήκες της διεθνούς οικονομίας και κοινωνίας, είναι εξαιρετικά πιθανόν να αφορά τους καλύτερους ρυθμιστές των ισορροπιών που χρειάζεται σε κάθε περίπτωση να τηρούνται, με την υποστήριξη ενέσεων κρατικού παρεμβατισμού. Με τη σύγχρονη οικονομική ύφεση έχουν πληγεί αρκετές κυβερνήσεις. Για αυτό το λόγο προτεραιότητα της ΕΕ είναι να παρουσιάσει ανοδική τάση της προστασίας των επενδυτών και να επανέλθει η εμπιστοσύνη στις αγορές. Στο συγκεκριμένο πλαίσιο, όλοι οι οίκοι αυτής της μορφής οι οποίοι επιθυμούν οι αξιολογήσεις τις οποίες εκδίδουν να χρησιμεύουν εντός της ΕΕ χρειάζεται να τηρούν μια αναγκαστική δράση εγγραφής.²¹²

Όλοι οι οίκοι που εγγράφονται είναι σημαντικό να ακολουθούν αυστηρούς κανονισμούς συμμόρφωσης και να είναι υποκείμενα σε συνεχόμενη παρακολούθηση με στόχο την αποφυγή συγκρούσεων συμφερόντων. Η καινούρια αυτή πρόταση απαγορεύει πλέον στους εν λόγω οίκους να προσφέρουν συμβουλευτικές υπηρεσίες, ενώ παράλληλα τους αναγκάζει να κάνουν χρήση κατάλληλων τακτικών αξιολόγησης και επαρκών δεδομένων αλλά και να δημοσιεύουν σε ετήσια βάση αναλυτική έκθεση διαφάνειας.

²⁰⁹ D.R. Chambers, K.H. Black, N.J. Lacey, (2018), *Alternative investments: A primer for investment professionals*, CFA Institute Research Foundation.

²¹⁰ M. McCubbin, (2019), *Hedge Funds - Risk reduction in uncertain markets*, Fidante.

²¹¹ M. Van Der Zwan, (2019), *Hedge Funds: Opportunities in shifting and volatile Markets*, Chief Investment Officer and Head of AIP Hedge Fund Team, Morgan Stanley Investment Management.

²¹² J. McGuane, (2019), *2019 Market preview: Hedge funds*, Marquette Associates, Senior Research Analyst, Alternatives.

Οι συγκεκριμένες ρυθμιστικές μεταβολές έχουν διασφαλίσει αποδοτικά πως οι οίκοι αυτής της μορφής θα καταστούν εποπτευόμενες οντότητες με την πιθανότητα να χάσουν την άδειά τους στην περίπτωση που εντοπιστεί πιθανή παρεκτροπή. Συγκεντρωτικά, οι διεθνείς ρυθμιστικές αρχές οι οποίες διερεύνησαν τα κυριότερα αίτια και ελέγχουν πλέον τη δράση αυτών των οίκων είναι η Διεθνής Οργάνωση Επιτροπών Χρηματιστηριακής Εποπτείας, η Αμερικάνικη Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς καθώς επίσης και η Επιτροπή Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Κεφαλαιαγοράς.²¹³

²¹³ D.R. Chambers, K.H. Black, N.J. Lacey, (2018), *Alternative investments: A primer for investment professionals*, CFA Institute Research Foundation.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στη σύγχρονη εποχή τα Hedge Funds για έμπειρους πλέον επενδυτές, δεν αποτελούν μια διαφοροποιημένη μορφή εξωτικού κερδοσκοπικού οχήματος, αλλά ένα σημαντικό οικονομικό μέσο, το οποίο παρέχεται για επιπλέον διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου. Καθοριστική είναι η επιπλέον μελέτη των συγκεκριμένων κεφαλαίων και κυρίως των πραγματικών τους πλεονεκτημάτων αλλά ως επί το πλείστον των κινδύνων που περιέχουν, προκειμένου να συμβαδίζουν ικανοποιητικά με τα συμφέροντα όλων των εμπλεκόμενων μερών.

Ακόμα, είναι σημαντικό να μην παραβλεφθούν οι ευθύνες των εκάστοτε διαχειριστών των εν λόγω κεφαλαίων, εξαιτίας των υψηλών κινδύνων που αναλαμβάνουν. Είναι σημαντικό να αποτελεί καθοριστικό μέρος της επενδυτικής δράσης, η ορθή και μεθοδευμένη διαχείριση πιθανών κινδύνων, προκειμένου να προστατεύονται τα συμφέροντα των ενδιαφερόμενων μερών, δίχως σε καμία περίπτωση να υφίσταται κάποιο ζήτημα στρέβλωσης κινήτρων, από την πλευρά των διαχειριστών, εξαιτίας των υψηλών αμοιβών απόδοσης που τους προσφέρονται.

Όπως είδαμε στη συγκεκριμένη εργασία τα κεφάλαια αυτής της μορφής δεν έχουν την ευχέρεια να δημιουργήσουν μια χρηματοοικονομική ύφεση από το μηδέν αλλά έχουν τη δυνατότητα να παίξουν σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη και τη διόγκωση αυτών των υφέσεων καθώς επίσης και των συνεπειών που αυτή μπορεί να επιφέρει σε μια χώρα. Καθοριστικής σημασίας ήταν και ο ρόλος που έπαιξαν τα συγκεκριμένα κεφάλαια στην οικονομική κρίση που βιώνει η χώρα μας τα τελευταία σχεδόν 10 χρόνια, μια κρίση η οποία ξεκίνησε την περίοδο του 2007-2008 από τις ΗΠΑ και επέφερε καθοριστικές συνέπειες σε παγκόσμιο επίπεδο.

Η ύφεση αυτή αποτελεί την πιο μεγάλη κερδοσκοπική φούσκα και οικονομική ύφεση η οποία έχει πλήξει την παγκόσμια οικονομία μεταπολεμικά, όπου καθοριστικό ρόλο μεταξύ άλλων έχουν παίξει η τεράστια ανάπτυξη των χρηματοπιστωτικών οργανισμών αλλά και η ραγδαία ανοδική τάση και η πολυπλοκότητα των διαθέσιμων χρηματοπιστωτικών μέσων. Αναπτύχθηκε σαν ύφεση εμπιστοσύνης μεταξύ των πιστωτικών οργανισμών, που άμεσα μεταδόθηκε στις διατραπεζικές αγορές αναπτύσσοντας καθοριστικά ζητήματα ρευστότητας, στα οποία σημαντικό ρόλο έπαιξαν και τα hedge funds. Τα εν λόγω κεφάλαια μαζί με τη μόχλευση αποτελούν μερικές από τις κυριότερες αιτίες αυτής της ύφεσης που έχει επιφέρει σημαντικές συνέπειες και στη χώρα μας.

Σε αντίθεση με παλαιότερες υφέσεις οι οποίες παρουσιάστηκαν σε μεμονωμένα κράτη και επέφεραν καθοριστικές επιρροές και επιδράσεις σε περιορισμένο σύνολο κρατών, η συγκεκριμένη ύφεση άρχισε από τις αναπτυγμένες οικονομίες και με τεράστια ταχύτητα μεταδόθηκε και στον υπόλοιπο πλανήτη διαμέσου των διεθνών αλληλεξαρτήσεων των χρηματοπιστωτικών αγορών, που αναπτύχθηκαν μέσω της διεθνοποίησης των αγορών.

Ειδικότερα, είναι σημαντικό να επισημανθεί πως η εν λόγω ύφεση άρχισε από το χρηματοπιστωτικό κλάδο των ΗΠΑ μέσω της κατάρρευσης της αγοράς στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου και μετέπειτα επεκτάθηκε και στις αγορές ομολόγων καθώς επίσης και στις διατραπεζικές αγορές και εξελίχθηκε εν τέλει σε βαθιά ύφεση εμπιστοσύνης και σε καθοριστική διατάραξη της ομαλής δράσης του διεθνούς αλλά και του εθνικού μας

χρηματοπιστωτικού συστήματος. Σε όλα αυτά, όμως, καθοριστικό ρόλο έχει παίξει και το γεγονός της έλλειψης εποπτικών αρχών καθώς επίσης και η αλλαγή του νομοθετικού πλαισίου που αφορούσε τις εμπορικές και τις επενδυτικές τράπεζες.

Τέλος, σε ό,τι έχει να κάνει με το επίπεδο εξάρτησης των διαφοροποιημένων κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων, είναι σημαντικό να τονιστεί πως τα αποτελέσματα που έχουν προκύψει από διάφορες έρευνες έχουν δείξει πως στη σημερινή εποχή στη χώρα μας υφίσταται χαμηλή αλληλεπίδραση στρατηγικών των συγκεκριμένων κεφαλαίων με τις μετοχές και τα ομόλογα και κυρίως κατά την περίοδο πριν και μετά την παγκόσμια χρηματοοικονομική ύφεση.

Παρόλα αυτά, όμως, κατά την περίοδο των πρώτων 5 ετών της ύφεσης, η συσχέτιση με τον δείκτη των μετοχών ήταν αρκετά ισχυρή. Ακόμα, εντοπίστηκε πως η προσθήκη των κεφαλαίων αυτής της μορφής στη διάρθρωση ενός χαρτοφυλακίου είναι εφικτό να παίξει καθοριστικό ρόλο στη βέλτιστη διαφοροποίησή του. Αυτό δεν γίνεται, όμως, κατά τη διάρκεια μιας χρηματοοικονομικής ύφεσης στην οποία η προσθήκη τους δεν προσθέτει αξία σε ένα βέλτιστο χαρτοφυλάκιο. Συμπερασματικά, είναι εφικτό να ειπωθεί πως πριν και μετά την ύφεση τα εν λόγω κεφάλαια αποδίδουν καλύτερα σε σχέση με τις μετοχές και τα ομόλογα αλλά παρουσιάζουν πιο μικρή τυπική απόκλιση. Επίσης, θα πρέπει να τονιστεί πως είναι εξαιρετικά επικίνδυνα καθώς έχουν την ευχέρεια να επηρεάσουν την οικονομία μιας χώρας και να αυξήσουν τους κινδύνους και τις συνέπειες μιας οικονομικής ύφεσης.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική βιβλιογραφία

- Ανδρουτσοπούλου Μ.Σ.Α., (2018), *Αμοιβές διαχείρισης και απόδοσης στα Hedge Funds*, Διπλωματική εργασία, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής, Πειραιάς.
- Γιάντσος Κ., (2018), *Μέσα και μηχανισμοί αντιμετώπισης της οικονομικής κρίσης στην Ελλάδα από το 2009 και έπειτα (PSI, CACs, CDS, EFSM-EFSF-ESM, IOUs)*, Διπλωματική εργασία, Αριστοτέλειο Πανεπιστήμιο Θεσσαλονίκης, Τμήμα Νομικής, Τομέας Εμπορικού και Οικονομικού Δικαίου, Θεσσαλονίκη.
- Μπάουμαν Ζ., (2008), *Ρευστοί καιροί, η ζωή την εποχή της αβεβαιότητας*, εκδόσεις Μεταίχμιο, Αθήνα.
- Παπαδόπουλος Κ., (2008), *Άποψη: Ο ρόλος των hedge funds στη χρηματιστηριακή κρίση*, Η Καθημερινή, 19 Οκτωβρίου, Αθήνα.
- Πετράκης Π.Ε., (2011), *Η Ελληνική Οικονομία και η Κρίση: Προκλήσεις και Προοπτικές*, Εκδόσεις Quaestor, Αθήνα.
- Ρουμπής Ε.Ι., (2015), *Αξιολόγηση επενδυτικών στρατηγικών για την διαμόρφωση δυναμικών χαρτοφυλακίων Hedge Funds*, Διδακτορική διατριβή, Πανεπιστήμιο Αιγαίου, Σχολή Επιστημών της Διοίκησης, Τμήμα Ναυτιλίας και Επιχειρηματικών Υπηρεσιών.
- Σπαρτιώτης Δ., Στουρνάρας Γ., (2010), *Τα θεμελιώδη αίτια της κατάρρευσης των τραπεζών και των χρηματοπιστωτικών αγορών, Η εμπειρία 2007-2008*, εκδόσεις Gutenberg, Αθήνα.
- Σχοινιωτάκης Ν., Συλλιγάρδος Γ., (2010), *Διαχείριση τραπεζικών και χρηματοοικονομικών κινδύνων, Θεωρία και εφαρμογές*, εκδόσεις Δισίγμα, Αθήνα.
- Τριαντόπουλος Χ., (2008), *Εποπτεία τραπεζικού συστήματος. Η ευρωπαϊκή εμπειρία και το νέο κανονιστικό πλαίσιο*, εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα.
- Φλώρος Ν., (2012), *Η ευθύνη των χρηματοπιστωτικών αρχών στον χρηματοπιστωτικό τομέα*, Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα.
- Φώτης Π., (2015), *Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επενδύσεων - Κοινωνικο-οικονομική αξιολόγηση επενδυτικών προγραμμάτων*, Εκδόσεις Προπομπός, Αθήνα.
- Χριστόπουλος Α., Ντόκας Ι., (2012), *Θέματα τραπεζικής και χρηματοοικονομικής θεωρίας*, Εκδόσεις Κριτική, Αθήνα.

Διεθνή βιβλιογραφία

- Agarwal V., Boyson N., Naik N., (2009), *Hedge funds for retail investors? An examination of hedged mutual funds*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 44(2), pp. 272-304.

- Aiken A., Clifford C., Ellis J., (2013), *Out of the dark: Hedge fund reporting biases and commercial databases*, Review of Financial Studies, 26(1), pp. 207-242.
- Alexander K., (2014), *International economic law and macro-prudential regulation, The rule of law in monetary affairs*, World Trade Forum, Cambridge University Press, pp. 519-544.
- Anson M.J.P., (2006), *The Handbook of Alternative Assets*, John Wiley & Sons.
- Armitstead L., (2010), *Hedge funds do not pose systemic risk, concludes FSA*, The Telegraph, 23 February.
- Askenazy P., Cohen D., (2010), *Οικονομική κρίση: αίτια και προοπτικές*, Εκδόσεις Πόλις, Αθήνα.
- Avgouleas E., Goodhart C., (2015), *Critical Reflection on Bank Bail-ins*, Journal of Financial Regulation 1, pp. 1-27.
- Baker M., Pan X., Wirgler J., (2012), *The effect of reference point prices on mergers and acquisitions*, Journal of Financial Economics, 106(1), pp. 48-70.
- Bank of England, (2017), *Hedge funds and their prime brokers: developments since the financial crisis*, Quarterly Bulletin.
- Caballero R., Krishnamurthy A., (2009), *Global imbalances and financial fragility*, American Economic Review Papers and Proceedings, May, pp. 571-588.
- Calomiris C., Haber, S., (2014), *Fragile by Design: The political origin of Banking Crises and Scarce Credit*, Princeton University Press.
- Capocci D., (2013), *The complete guide to hedge funds and hedge fund strategies*, Global Financial Markets, Palgrave Macmillan, England.
- Chambers D.R., Black K.H., Lacey N.J., (2018), *Alternative investments: A primer for investment professionals*, CFA Institute Research Foundation.
- Chan N., Getmansky M., Haas M., Shane L.W.A., (2007), *Systemic risk and hedge funds*, University of Chicago Press, Chicago.
- Cheffins B., Armour J., (2011), *The past, present and future of shareholder activism by hedge funds*, Journal of Corporate Law, 37(2), pp. 50-88.
- Dixon L., Noreen C., Krishna B.K., (2012), *Hedge funds and systemic risk*, RAND Corporation.
- European Commission, (2009), *Economic crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses*, European Economy 7/2009.
- Guesmi K., Jebri S., Jabri A., Teulon, F. (2014), *Are hedge funds uncorrelated with financial markets? An empirical assessment*, Ipag Business School, Department of Research.
- Holler J., (2012), *Hedge funds and financial markets an asset management and corporate governance perspective*, Springer Fachmedien Wiesbaden GmdH.

- Johnson S., Kwak J., (2011), *13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*, Vintage, Reprint edition.
- Lepetit L., Emmanuelle N., Philip pe Rous, Amine T., (2008), *Bank Income Structure and Risk: An Empirical Analysis of European Banks*, Journal of Banking and Finance 32, pp. 1452–1467.
- Lopez P.J., Cuellar R.D., (2010), *Assessment and selection of hedge funds and funds of hedge funds*, Working Paper No 5, Cunef.
- McCrary S., (2005), *Hedge fund course*, Wiley.
- McCubbin M., (2019), *Hedge Funds - Risk reduction in uncertain markets*, Fidante.
- McGuane J., (2019), *2019 Market preview: Hedge funds*, Marquette Associates, Senior Research Analyst, Alternatives.
- Mirabile R.K., (2013), *Hedge Fund Investing: A Practical Approach to Understanding Investor Motivation, Manager Profits, and Fund Performance*, 1st Edition, Wiley.
- Mourmouras J., (2019), *Recent developments in tackling the Greek nonperforming loans problem*, Senior Deputy Governor Bank of Greece Former Deputy Finance Minister, 9 February, Athens.
- Schaub N., Schmid M., (2013), *Hedge fund liquidity and performance: Evidence from the financial crisis*, Journal of Banking and Finance, 37(3), pp. 670-690.
- Soros G., (2008), *Η οικονομική κρίση του 2008 και η σημασία της*, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα.
- Stromqvist M., (2010), *Hedge funds and financial crises*, Stockholm School of Economics, Sveriges Riksbank.
- Titman S., (2011), *Do the best hedge funds hedge?*, Review of Financial Studies, 24(1), pp. 122-160.
- Van Der Zwan M., (2019), *Hedge Funds: Opportunities in shifting and volatile Markets*, Chief Investment Officer and Head of AIP Hedge Fund Team, Morgan Stanley Investment Management.
- WLTW, (2019), *Hedge funds: A new way - For professional clients only*, Willies Towers Watson.

Διαδικτυακή βιβλιογραφία

- <https://www.in.gr/2007/03/06/economy/o-rolos-twn-hedge-funds-stin-ptwsi-twn-diethnwn-agorwn/>
- <https://www.newmoney.gr/palmos-oikonomias/394963-aistriakos-tipos-giati-hedge-funds-pontaroun-stin-ellada>
- <https://www.naftemporiki.gr/finance/story/1082347/xreos-kai-ependuseis-muthoi-kai-pragmatikotita>

- <https://www.newmoney.gr/palmos-oikonomias/bloomberg/370205-mporoume-na-anteksoume-tin-epomeni-oikonomiki-krisi>
- <https://www.naftemporiki.gr/finance/story/184241/ta-hedge-funds-kai-i-theoria-tis-ekseliksis>
- <https://businessrev.gr/2018/09/21/%CE%BF-%CE%BA%CF%8C%CF%83%CE%BC%CE%BF%CF%82-10-%CF%87%CF%81%CF%8C%CE%BD%CE%B9%CE%B1-%CE%BC%CE%B5%CF%84%CE%AC-%CF%84%CE%B7%CE%BD-%CE%BF%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AE-%CE%BA/>