



**ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ**

**PANTEION UNIVERSITY
OF SOCIAL AND POLITICAL SCIENCE**

**ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΕΦΗΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ & ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ
ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ: Εφαρμοσμένων Οικονομικών & Διοίκησης**

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ ΜΕ ΤΙΤΛΟ:

***«ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΕΘΝΩΝ ΚΙΝΗΣΕΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΜΕ ΣΥΓΧΡΟΝΑ
ΕΡΓΑΛΕΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΗΧΑΝΙΚΗΣ»***

Ονοματεπώνυμο: ΒΡΕΤΤΑΚΟΥ ΝΙΚΗ

Αρ. Μητρώου: 0814M014

Επιβλέπων Καθηγητής: Σιουρούνης Γρηγόριος, Επίκουρος Καθηγητής
Μέλη Επιτροπής: Ντεγιαννάκης Σταύρος, Επίκουρος Καθηγητής, Στοφόρος
Χρυσόστομος, Επίκουρος Καθηγητής

Αθήνα, 15/01/2016

Ἡ πνευματική ιδιοκτησία κατοχυρώνεται άνευ οποιασδήποτε διατυπώσεως.

Κατά τον Ν. 2121/1993 και τη Διεθνή Σύμβαση της Βέρνης — η όποια έχει κυρωθεί με τον Ν. 100/1975 — **απαγορεύεται ή αναδημοσίευση και ή εν γένει αναπαραγωγή του ανά χείρας έργου**, καθ' οποιονδήποτε τρόπο, τμηματικώς ή περιληπτικώς, εν πρωτοτυπώ ή εν μεταφράσει ή άλλη μορφή, άνευ της έγγραφου αδείας του συγγραφέως. Copyright © BPETTAKOY NIKH, IANOYAPIOS 2016. Με επιφύλαξη, παντός νομίμου δικαιώματος. All rights reserved.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στη διπλωματική εργασία αυτή θα μελετήσουμε και αναλύσουμε τα Hedge Funds και τις στρατηγικές τους. Στο πρώτο κεφάλαιο θα δούμε τι είναι ένα Hedge Fund, θα παρατηρήσουμε την εξέλιξη τους στο χρόνο, κάποια βασικά τους χαρακτηριστικά και μερικές γενικές πληροφορίες για αυτά. Θα εξηγήσουμε τον τρόπο με τον οποίο διακρίνονται από τα αμοιβαία κεφάλαια και θα αναφέρουμε και σε διάφορες τεχνικές επένδυσής τους. Στο δεύτερο κεφάλαιο θα ταξινομήσουμε τις στρατηγικές τους και εν συνεχεία θα αναλύσουμε τις σημαντικότερες από αυτές. Στο τρίτο κεφάλαιο θα αναλύσουμε τις αποδόσεις των Hedge Funds, με την χρήση μέτρων απόδοσης, μέτρων κινδύνου αλλά και διαφόρων εξειδικευμένων μέτρων απόδοσης και κινδύνου, τα οποία μας διευκολύνουν στη μελέτη της συμπεριφοράς των Hedge Funds. Τέλος, το τέταρτο και τελευταίο κεφάλαιο αποτελεί την εμπειρική εφαρμογή σε αυτά. Εδώ θα προσπαθήσουμε να δούμε στην πράξη πως συμπεριφέρονται κάποια συγκεκριμένα Hedge Funds καθώς και οι στρατηγικές τους, χρησιμοποιώντας πραγματικές μηνιαίες αποδόσεις για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Θα υπολογίσουμε διάφορα μέτρα απόδοσης και κινδύνου, ώστε να καταλάβουμε καλύτερα την συμπεριφορά τους, κάνοντας συγκρίσεις μεταξύ τους. Κλείνοντας, θα κατασκευάσουμε δύο ειδών γραφήματα για το κάθε Hedge Fund προκειμένου να παρατηρήσουμε και διαγραμματικά τα περιγραφικά μέτρα που υπολογίσαμε και την ανάπτυξή τους σε βάθος χρόνου.

ABSTRACT

In this thesis we study and analyze the investment type of Hedge Funds, and their strategies. In the first chapter we will see a definition for Hedge Funds, we will observe their progress over time, some basic features and general information about them. We will explain how they differ from mutual funds and we will refer in their various investment techniques. The second chapter will classify their strategies and then we will analyze the most important of them. The third chapter we will analyze the odds of Hedge Funds, with the use of performance measures, risk measures and various specialized performance and risk measures, which enables us to study their behavior. Finally, the fourth and last chapter is the empirical application to Hedge Funds. Here we will try to see in practice how certain Hedge Funds behave, using actual monthly returns over a specified period. We will calculate various measures of performance and risk in order to understand their behavior, making comparisons between them. In closing, we will construct two kinds of graphs for each Hedge Fund in order to graphically observe the already calculated descriptive measures and their development over time.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Η παρούσα Διπλωματική εργασία εκπονήθηκε από την φοιτήτρια Βρεττάκου Νίκη κατά το έτος 2016, υπό την επίβλεψη του καθηγητή κ. Σιουρούνη Γρηγόριου, τον οποίο και ευχαριστώ θερμά, αφενός για την επιστημονική του υποστήριξη, την απεριόριστη εμπιστοσύνη και προθυμία για πολύτιμη βοήθεια που έδειξε και αφετέρου για την γνώση που απέκτησα πάνω σε αυτό το τόσο ενδιαφέρον θέμα των επενδύσεων σε Hedge Funds. Θέλω να ευχαριστήσω επίσης τους καθηγητές κ. Ντεγιαννάκη και κ. Στοφόρο.

Τέλος, χρωστάω ένα πολύ μεγάλο ευχαριστώ στους φίλους μου, τους συμφοιτητές μου και φυσικά στην οικογένεια μου, για την υπομονή, την αμέριστη κατανόηση, την ηθική και οικονομική υποστήριξη που μου παρείχαν όλο αυτό το διάστημα χωρίς τα οποία δεν θα ήταν δυνατή η ολοκλήρωση της διπλωματικής μου εργασίας.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

Εισαγωγή στα Hedge Funds

1.1 Εισαγωγή - Ορισμός	9
1.2 Ιστορική αναδρομή	10
1.3 Διάκριση Hedge Funds και Mutual Funds	12
1.4 Γενικές πληροφορίες για τα Hedge Funds	14
1.5 Βασικά χαρακτηριστικά	16
1.6 Τεχνικές επένδυσης των Hedge Funds	17

ΚΑΦΑΛΑΙΟ 2^ο

Κατηγορίες / Στρατηγικές των Hedge Funds

2.1 Εισαγωγή	19
2.2 Directional Strategies	20
2.2.1 Long/Short Equity	20
2.2.2 Emerging Markets	21
2.2.3 Global Macro	21
2.3 Non - Directional Strategies	22
2.3.1 Convertible Bond Arbitrage	22
2.3.2 Fixed - Income Arbitrage	22
2.3.3 Equity Market Neutral	23
2.4 Event Driven Strategies	24
2.4.1 Distressed Securities	24
2.4.2 Merger Arbitrage	25
2.5 Άλλες στρατηγικές των Hedge Funds	26

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

Ανάλυση του Κινδύνου και των Αποδόσεων των Hedge Funds

3.1 Εισαγωγή	27
3.2 Εργαλεία Μέτρησης του Απόδοσης	28
3.3 Εργαλεία Μέτρησης του Επενδυτικού Κινδύνου	29
3.4 Downside και Drawdown Risk Measures	30
3.4.1 Μέτρα Κινδύνου Downside	30
3.4.2 Μέτρα Κινδύνου Drawdown	32
3.5 Προσαρμοσμένα Μέτρα Απόδοσης και Κινδύνου	32

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο

Αριθμητική Εφαρμογή στα Hedge Funds

4.1 Εισαγωγή	36
4.2 Δεδομένα και Επεξήγηση αυτών	36
4.3 Πίνακες και Γραφήματα	39

4.3.1 Πίνακες και Ανάλυση πινάκων	39
4.3.2 Γραφήματα των Hedge Funds	45
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	65
Βιογραφικό Σημείωμα	67

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΓΡΑΦΗΜΑΤΩΝ

Γράφημα 1.1: Συνολικός αριθμός Hedge Funds και Μέγεθος Διαχειριζόμενων Κεφαλαίων της περιόδου 2000-2014	14
Γράφημα 1.2: Σύνθεση των Στρατηγικών των Hedge Funds πρώτου εξαμήνου του 2007	15
Γράφημα 4.1: Μέση Απόδοση	45
Γράφημα 4.2: Μέσο Κέρδος	46
Γράφημα 4.3: Μέση Ζημία	46
Γράφημα 4.4: Standard Deviation	47
Γράφημα 4.5: Ασυμμετρία	47
Γράφημα 4.6: Κύρτωση	48
Γράφημα 4.7: VaR 95%	48
Γράφημα 4.8: Profit / Loss Ratio	49
Γράφημα 4.9: Downside Deviation 0%	49
Γράφημα 4.10: Sharpe Ratio 0%	50
Γράφημα 4.11: Sortino Ratio 0%	50
Γράφημα 4.12: Equity Market Neutral Strategy (Part 1)	51
Γράφημα 4.13: Equity Market Neutral Strategy (Part 2)	52
Γράφημα 4.14: Global Macro Strategy (Part 1)	53
Γράφημα 4.15: Global Macro Strategy (Part 2)	53
Γράφημα 4.16: Long / Short Equity Strategy (Part 1)	54
Γράφημα 4.17: Long / Short Equity Strategy (Part 2)	54
Γράφημα 4.18: Multi Strategy (Part 1)	55
Γράφημα 4.19: Multi Strategy (Part 2)	55
Γράφημα 4.20: Angle Capital Management LLC	56
Γράφημα 4.21: Purple Valley Capital, Inc	56
Γράφημα 4.22: Salus Alpha Capital Ltd	57
Γράφημα 4.23: Clarke Capital Management	57
Γράφημα 4.24: Mulvaney Capital Management	57
Γράφημα 4.25: Sandpiper Asset Management	58
Γράφημα 4.26: Three Rock Capital Management	58
Γράφημα 4.27: Red Rock Capital, LLC - Systematic Global Macro	58
Γράφημα 4.28: Briarwood Capital Management, Inc	59
Γράφημα 4.29: Red Rock Capital, LLC - Long / Short Equity	59
Γράφημα 4.30: Turk Capital LLC	59
Γράφημα 4.31: Quest Partners LLC - Equity Long Program	60
Γράφημα 4.32: Quest Partners LLC - Fixed Income Program	60
Γράφημα 4.33: Blackheath Fund Management Inc	60
Γράφημα 4.34: Diversified Capital Management	61
Γράφημα 4.35: Boston & Zechiel Management, LLC	61

Γράφημα 4.36: Covenant Capital Management	61
Γράφημα 4.37: Acuity Investment Management, LLC	62
Γράφημα 4.38: Seven Capital Management	62
Γράφημα 4.39: Goldenwise Capital Management Inc	62
Γράφημα 4.40: Quantmetrics Capital Management LLP	63
Γράφημα 4.41: Systematic Alpha Management	63

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 4.1: Hedge Funds και Στρατηγικές	40
Πίνακας 4.2: Μέτρα Απόδοσης και Κινδύνου (Μέρος 1)	43
Πίνακας 4.3: Μέτρα Απόδοσης και Κινδύνου (Μέρος 2)	44

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

Εισαγωγή στα Hedge Funds

1.1 Εισαγωγή - Ορισμός

Οι ραγδαίες εξελίξεις στον τομέα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών τις τελευταίες δεκαετίες, σε συνδυασμό με τις ολοένα αυξανόμενες επενδυτικές ανάγκες της αγοράς έχουν οδηγήσει στη δημιουργία σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Τα προϊόντα αυτά, προκύπτουν από το συνδυσμό απλών χρηματοοικονομικών εργαλείων όπως είναι οι μετοχές και τα ομόλογα και δεν είναι άλλα από τα Hedge Funds. Τα Hedge Funds πρωτοεμφανίστηκαν και αναπτύχθηκαν στην Αμερική πριν από περίπου εξηνταπέντε χρόνια χωρίς να υπάρχει ακριβής όρος ο οποίος να αποδίδει απόλυτα σωστά την σημασία αλλά και τον τρόπο λειτουργίας τους. Την εμφάνισή τους στην Ευρώπη έκαναν αργότερα, γύρω στο 1970. Η ανάπτυξή τους ταχύτατη και το ενδιαφέρον του κόσμου να τα γνωρίσει μεγάλο.

Το να δοθεί ένας απόλυτος ορισμός για τα Hedge Funds είναι αρκετά δύσκολο, καθώς χαρακτηρίζονται από ένα ευρύ και ανομοιογενές φάσμα δραστηριοποίησης. Έχουν δοθεί πολλοί διαφορετικοί ορισμοί κατά καιρούς, οι περισσότεροι εκ των οποίων συγκλίνουν στον παρακάτω.

Τα Hedge Funds είναι ιδιωτικά οργανωμένα συλλογικά επενδυτικά οχήματα τα οποία διέπονται από ένα σχετικά μη περιοριστικό νομοθετικό πλαίσιο, διαχειρίζονται από επαγγελματίες με μεγάλη εμπειρία στις διαφόρων ειδών επενδύσεις, ιδιαίτερες ικανότητες, γνώσεις και γνωριμίες και είναι διαθέσιμα κατά κύριο λόγο σε άτομα με μεγάλη οικονομική επιφάνεια, καθώς έχουν υψηλά ποσά ως ελάχιστο όριο συμμετοχής.¹ Εναλλακτικά, θα μπορούσαμε να πούμε πως αποτελούν επενδυτικές κοινοπραξίες οργανωμένες ως ιδιωτικοί συνεταιρισμοί, μέσω των οποίων επιτυγχάνονται διαφορετικές αποδόσεις και διαφορετικοί κίνδυνοι σε σύγκριση με τους παραδοσιακούς τρόπους επένδυσης σε μετοχές και ομόλογα.²

Είναι γεγονός πως ο όρος 'hedge fund' έχει διαφορετικές ερμηνείες ανά τον κόσμο. Στην Ευρώπη, ένα hedge fund υποδηλώνει ένα offshore επενδυτικό εργαλείο όπου οι στρατηγικές του διαφέρουν κατά πολύ έναντι των άλλων χρηματοοικονομικών τίτλων. Στόχος του συγκεκριμένου fund είναι η απόλυτη απόδοση (absolute return) με όσο το δυνατόν μικρότερο κίνδυνο. Στις Ηνωμένες Πολιτείες, αντίστοιχα, ένα hedge fund αποτελεί μία επενδυτική κοινοπραξία, η οποία δεν είναι εγγεγραμμένη στην ανεξάρτητη αρχή εποπτείας των χρηματοοικονομικών συναλλαγών και διατήρησης της ασφάλειας στις αγορές (U.S. Security and Exchange Commission)(SEC).

Η αξία μιας επένδυσης σε Hedge Fund υπολογίζεται ως ποσοστό της καθαρής αξίας του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου αντιστάθμισης κινδύνου, πράγμα που σημαίνει ότι αυξήσεις και μειώσεις στην αξία των περιουσιακών στοιχείων του fund αντικατοπτρίζονται άμεσα στο ποσό που ένας επενδυτής μπορεί αργότερα να αποσύρει.

¹ Lhabitant F.S. (2004), *Hedge Funds Quantitative Insights*, John Wiley & Sons Ltd

² F. Stefanini (2005), *Investment Strategies of Hedge Funds*, Wiley

Μεταξύ των εναλλακτικών μορφών επένδυσης, τα Hedge Funds κατέχουν ίσως τη σημαντικότερη θέση και περιλαμβάνουν ένα ευρύ φάσμα διαφορετικών στρατηγικών οι οποίες προσπαθούν να αποφέρουν θετικές αποδόσεις ανεξαρτήτως των συνθηκών που επικρατούν στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Στόχος τους είναι η διασπορά του κινδύνου και η μείωση του συνολικού ρίσκου που περιέχεται σε ένα χαρτοφυλάκιο.

Τα Hedge Funds έχουν δημιουργηθεί από επαγγελματίες διαχειριστές κεφαλαίων οι οποίοι διακρίνονται τόσο για την πειθαρχία και την οξυδέρκειά τους, όσο και για τις εξαιρετικές γνώσεις και ικανότητές τους σε συγκεκριμένες αγορές, πράγμα το οποίο αποτελεί και το ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα. Συνήθως, οι διαχειριστές κεφαλαίου είναι επιφανή πρόσωπα με τεράστια εμπειρία και διασυνδέσεις σε όλους τους χώρους άσκησης εξουσίας.

1.2 Ιστορική αναδρομή

Το πρώτο Hedge Fund δημιουργήθηκε στις ΗΠΑ από τον Alfred Winslow Jones, το 1949. Το αρχικό κεφάλαιο του fund ήταν \$100,000. Η κύρια ιδέα που ακολούθησε το fund αυτό, ήταν ο συνδυασμός δύο πολύ σημαντικών χρηματοοικονομικών εργαλείων, αυτού της μόχλευσης (leverage) και εκείνου της ανοιχτής πώλησης (short-selling). Ο παραπάνω συνδυασμός υπήρξε πρωτοποριακός για την εποχή λόγω του ότι μέχρι τότε τα χρηματοοικονομικά αυτά εργαλεία δεν είχαν χρησιμοποιηθεί ποτέ ξανά συνδυαστικά, παρά μόνο το καθένα ξεχωριστά. Ουσιαστικά, η στρατηγική του Jones ήταν να παίρνει τόσο θέσεις αγοράς (long positions), όσο και θέσεις πώλησης (short positions) στους τίτλους που διαχειριζόταν, κάνοντας χρήση, παράλληλα, της μόχλευσης. Σκοπός του ήταν η μείωση όσο το δυνατόν περισσότερο του συνολικού κινδύνου του χαρτοφυλακίου του, δημιουργώντας ένα συντηρητικό χαρτοφυλάκιο το οποίο είχε πολύ μικρή έκθεση στην αγορά.

Ο τύπος βάσει του οποίου υπολόγιζε την έκθεση του χαρτοφυλακίου στον κίνδυνο, είναι ο παρακάτω:

$$\text{Market Exposure} = (\text{Long Exposure} - \text{Short Exposure}) / \text{Capital}$$

Επίσης, ο Jones είχε την ιδέα να επενδύσει και δικά του κεφάλαια στο συγκεκριμένο fund (\$40,000), έτσι ώστε να ταυτίζονται τα συμφέροντα του διαχειριστή με αυτά των επενδυτών.

Τα Hedge Funds έμειναν σχεδόν άγνωστα στον κόσμο των επενδύσεων μέχρι και το 1966. Τη χρονιά αυτή, το περιοδικό Fortune δημοσιεύει ένα άρθρο το οποίο περιγράφει τις πραγματικές αποδόσεις του fund που δημιούργησε ο Jones, οι οποίες ήταν ακόμη υψηλότερες και από αυτές των αμοιβαίων κεφαλαίων της εποχής.³ Το άρθρο αυτό οδήγησε σε έντονο ενδιαφέρον του επενδυτικού κόσμου για τα Hedge Funds, αφού στα επόμενα δύο χρόνια δημιουργήθηκαν πολλά ακόμη κεφάλαια παρόμοιου τύπου. Σύμφωνα με έρευνα της SEC (U.S. Securities and Exchange Commission), στο τέλος του 1968 υπήρχαν 215 επενδυτικές κοινοπραξίες, εκ των οποίων οι 140 αποτελούσαν Hedge Funds.

Το 1969, ο George Soros δημιουργεί το “Double Eagle” Hedge Fund, το οποίο αποκομίζει τεράστια κέρδη. Την ίδια χρονιά, δημιουργείται το πρώτο Fund of Hedge

³ Fung W. and Hsieh D. (1999), *A primer on hedge funds*, Journal of Empirical Finance, 6, p. 309-331

Funds με όνομα Leveraged Capital Holdings από τον George Karlweis. Το συγκεκριμένο, αποτελεί το πρώτο ευρωπαϊκού τύπου Hedge Fund.

Μετά τη ραγδαία αυτή ανάπτυξη, η βιομηχανία των Hedge Funds γνώρισε αξιοσημείωτες απώλειες στις πτωτικές αγορές του 1969-1970 και 1973-1974, έχοντας ως αποτέλεσμα τη στασιμότητα της αγοράς. Το 1986, ένα παρόμοιο με το 1966 γεγονός έδωσε και πάλι ζωή στην αγορά.

Το 1980, οι Julian Robertson και Thorpe McKenzie δημιουργούν την Tiger Management Corporation με το Hedge Fund Tiger και αρχικό κεφάλαιο αυτού 8.8 εκατομύρια δολάρια. Το συγκεκριμένο fund επέφερε πολλά κέρδη στην επιχείρηση μέχρι και το 1999 όπου, τη χρονιά αυτή, η στρατηγική του δεν λειτούργησε όπως αναμενόταν στις αγορές προκαλώντας τεράστιες απώλειες στην εταιρία και τελικά το κλείσιμό της.

Το 1992, ο George Soros δημιουργεί ένα καινούριο fund, το Quantum Fund, το οποίο και αποκομίζει τεράστια κέρδη μέσω της προεξόφλησης της υποτίμησης της βρετανικής και της ιταλικής λίρας.⁴

Αξιοσημείωτη είναι η αναφορά σε μία από τις πρώτες ελληνίδες που ίδρυσε το δικό της Hedge Fund. Το 1993, η Έλενα Αμβροσιάδου δημιουργεί το IKOS το οποίο υπήρξε ένα από τα πρώτα Hedge Funds στο Λονδίνο. Το fund αυτό γνώρισε μεγάλη άνθηση και έφτασε το 1998 να διαχειρίζεται περισσότερα από 2 δις δολάρια.

Σήμερα, η Ευρωπαϊκή βιομηχανία Hedge Funds συνεχίζει να αυξάνεται με βραδύτερους, βέβαια, ρυθμούς από τις ΗΠΑ και την Ασία, πάρα τις νέες πιέσεις της Ευρωζώνης και την επιφυλακτική στάση των ΗΠΑ και των παγκόσμιων επενδυτών απέναντι στην Ευρώπη. Σύμφωνα με την τελευταία έρευνα της Hedge Fund Intelligence, τα περιουσιακά στοιχεία των ευρωπαϊκών αμοιβαίων κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνου (European Hedge Funds) αυξήθηκαν, ταχύτερα, κατά 5% το πρώτο εξάμηνο του 2015, απ'ότι το αντίστοιχο του 2014. Η τελευταία ανάλυση της EuroHedge δείχνει πως το σύνολο του ενεργητικού των offshore European Hedge Funds αυξήθηκε κατά περίπου 3,7% μέχρι και το τέλος του Ιουνίου του 2015, αντιστρέφοντας την πτώση του 2% κατά το δεύτερο εξάμηνο του προηγούμενου έτους.

Σε παλαιότερες αγορές, ο όρος “hedge fund” αναφερόταν σε μία κατηγορία περιουσιακών στοιχείων τα οποία χρησιμοποιούσαν τη στρατηγική της λήψης αντίθετης θέσης προκειμένου να αντισταθμίζουν την έκθεση στον κίνδυνο της αγοράς. Στην πραγματικότητα, τα συγκεκριμένα funds δημιουργήθηκαν για να εξυπηρετήσουν ακριβώς το σκοπό που ετοιμολογικά περιγράφει το όνομά τους, αυτόν δηλαδή της αντιστάθμισης του κινδύνου. Μία τέλεια αντιστάθμιση είναι αυτή που αντισταθμίζει πλήρως κέρδη και ζημιές, δημιουργώντας μία εντελώς ουδέτερη θέση. Στην πορεία όμως, λόγω της ραγδαίας ανάπτυξης και κερδοφορίας τους (όπως αναφέρθηκε παραπάνω), τα Hedge Funds μετατράπηκαν σε ακραία κερδοσκοπικά επενδυτικά οχήματα, τα οποία κάθε άλλο παρά αντισταθμιστικά θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν, ενέχοντας τελικά μεγαλύτερο βαθμό κινδύνου. Σήμερα, στόχος των περισσότερων κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνου είναι η μεγιστοποίηση της απόδοσης της επένδυσης.

⁴ Κεφαλληναίος Νικόλαος (2008), *Τα Hedge Funds και οι Στρατηγικές τους*, Εκδόσεις Κριτική

1.3 Διάκριση Hedge Funds και Mutual Funds

Πολύ συχνά, παρατηρείται να συγχέεται η έννοια του Hedge Fund, με αυτή του Αμοιβαίου Κεφαλαίου (Mutual Fund). Το παραπάνω συμβαίνει τόσο γιατί πολλές φορές χρησιμοποιούνται παρόμοια μέτρα εκτίμησης της απόδοσης και του κινδύνου τους, όσο και λόγω του ότι τα Hedge Funds αρκετά συχνά χρησιμοποιούν πληθώρα γνωστών μετοχών και ομολόγων στις διαφόρων ειδών στρατηγικές που ακολουθούν. Παρόλα αυτά, οι δύο έννοιες είναι πολύ διαφορετικές μεταξύ τους σε πολλά επίπεδα. Σύμφωνα με τον Stuart A. McCrory, οι διαφορές τους εντοπίζονται στην επενδυτική τους πολιτική, τη στρατηγική την οποία ακολουθούν, τη ρευστότητά τους, τη διαφήμιση τους στο επενδυτικό κοινό, τις αμοιβές των διαχειριστών, τον επενδυτικό σκοπό και τις σχέσεις των συναλλασσομένων.⁵

Η μοναδική ομοιότητα που υπάρχει μεταξύ των Hedge Funds και των Mutual Funds είναι πως αποτελούν δύο μορφές συλλογικής επένδυσης, οι οποίες αντλούν χρήματα από επενδυτές και τα επενδύουν σε διάφορα είδη χρεογράφων.

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, οι διαφορές μεταξύ των δύο αυτών μορφών συλλογικής επένδυσης είναι τεράστιες. Παρακάτω, παρουσιάζονται μερικές από αυτές.

- ✓ Τα Hedge Funds καθορίζονται από ένα όχι και τόσο περιοριστικό νομοθετικό πλαίσιο το οποίο, ουσιαστικά, αφήνει υπεύθυνο το διαχειριστή να επιλέξει τον τρόπο χρηματοδότησής τους, το ύψος της διαχείρισης αλλά και την οργανωτική και νομική τους μορφή. Αντίθετα, τα αμοιβαία κεφάλαια ελέγχονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς της χώρας όπου λειτουργούν, η οποία επιβάλλει στις εταιρίες διαχείρισης πολύ αυστηρούς περιορισμούς σχετικά με την κεφαλαιακή επάρκεια, τις επιχειρηματικές διαδικασίες και την οργάνωσή των αμοιβαίων κεφαλαίων.
- ✓ Η ρευστότητα που παρέχουν οι δύο αυτές μορφές συλλογικής επένδυσης είναι σημαντικό ζήτημα. Από τη μια, τα αμοιβαία κεφάλαια παρέχουν καθημερινή ρευστότητα στους επενδυτές τους όπως και καθημερινή δυνατότητα εξαγοράς, κι από την άλλη, στα Hedge Funds ο επένδυτής έχει δικαίωμα εισόδου ή εξόδου από το fund σε συγκεκριμένες ημερομηνίες, πράγμα το οποίο καθιστά τη συγκεκριμένη μορφή επένδυσης μη άμεσα ρευστοποιήσιμη. Επιπλέον, οι συμμετέχοντες σε ένα hedge fund πρέπει να δεσμεύουν τα κεφάλαιά τους τουλάχιστον για ένα χρόνο (lock-up period) και στη συνέχεια μπορούν να προβούν σε απόσυρση των τοποθετήσεών τους ανά τρίμηνο ή εξάμηνο, ανάλογα με τη φιλοσοφία του κάθε fund.
- ✓ Τα αμοιβαία κεφάλαια απαιτούν από τους επενδυτές πολύ μικρό ποσό ως ελάχιστη επένδυση. Αντιθέτως, στα Hedge Funds η πρόσβαση γίνεται μόνο από ιδιώτες με πολύ μεγάλη οικονομική επιφάνεια ή από θεσμικούς επενδυτές.
- ✓ Μία ακόμη διαφοροποίηση των Hedge Funds από τα Mutual Funds, είναι ότι στα πρώτα ο αριθμός των επενδυτών που μπορεί να συμμετάσχει σε αυτά είναι σχετικά μικρός, ενώ στα δεύτερα είναι πολύ μεγάλος. Στα Hedge Funds ο

⁵ McCrory S.A. (2004), *Hedge Fund Course*, John Wiley & Sons Ltd

διαχειριστής είναι εκείνος ο οποίος επιλέγει ποιούς και πόσους μπορούν να επενδύσουν στο συγκεκριμένο Fund που διαχειρίζεται, διότι σε περίπτωση που δεχθεί νέα κεφάλαια ενώ δεν υπάρχουν καινούριες επενδυτικές ευκαιρίες, μοιράει το ποσοστό των κερδών για τους επενδυτές θα αρχίσει να μειώνεται. Παρόμοιος προβληματισμός δεν υφίσταται στην επένδυση σε Mutual Funds.

- ✓ Τέλος, η απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων εξετάζεται σε σχέση με ένα δείκτη αναφοράς και όχι αυτόνομα, σε αντίθεση με τα Hedge Funds τα οποία προσπαθούν να εγγυηθούν μία απόλυτη απόδοση (absolute return) ανεξαρτήτως των συνθηκών που επικρατούν στην αγορά.

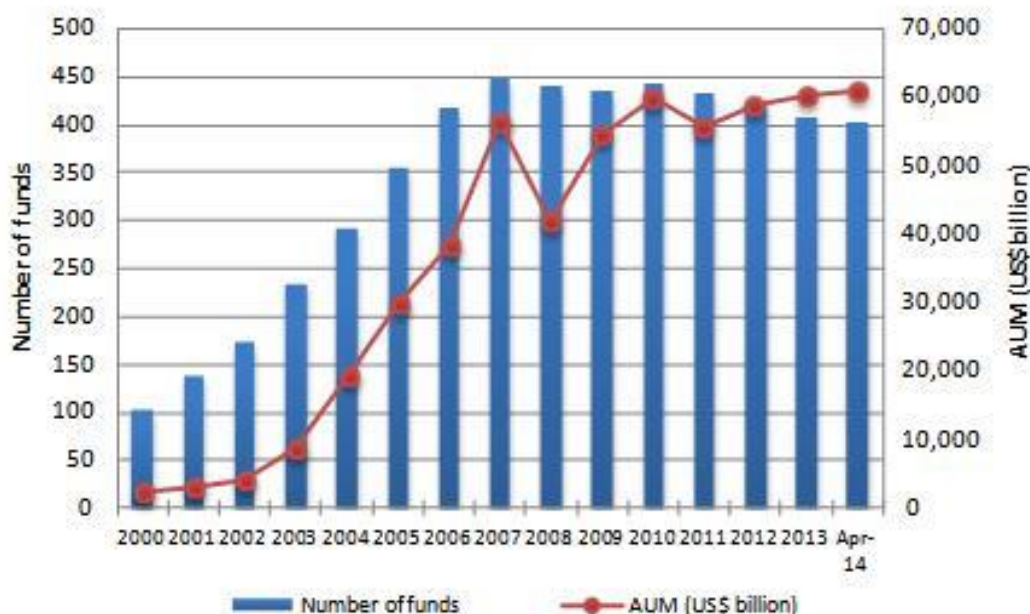
1.4 Γενικές πληροφορίες για τα Hedge Funds

Τα τελευταία χρόνια, η αγορά των Hedge Funds έχει αναπτυχθεί με ραγδαίους ρυθμούς και πλέον είναι ευρέως γνωστά. Ολοένα και περισσότεροι θεσμικοί αλλά και ιδιώτες επενδυτές επιλέγουν να επενδύσουν τα χρήματά τους σε αυτά αντί στα παραδοσιακά χρηματοοικονομικά προϊόντα, όπως είναι τα ομόλογα και οι μετοχές, εξαιτίας της μεγάλης χρηματοπιστωτικής κρίσης και της κρίσης των αγορών που κυριαρχεί σε Ευρώπη και Αμερική.

Σύμφωνα με έρευνα της Hedge Fund Research, υπολογίστηκε πως το 1990 υπήρχαν περίπου 610 Hedge Funds και πως ο αριθμός αυτός αυξήθηκε ραγδαία το 2004, όπου έφτασαν τα 7.436 Funds.⁶ Σήμερα, υπάρχουν πάνω από 10.000 Hedge Funds τα οποία διαχειρίζονται σχεδόν 3 τρισεκατομύρια δολάρια.

Παρακάτω, παραθέτουμε διάγραμμα σύμφωνα με τα στοιχεία της EurekaHedge Database για το μέγεθος της αγοράς των Hedge Funds κατά τα έτη 2000-2014. Στο διάγραμμα αυτό, παρουσιάζεται ο συνολικός αριθμός των Funds της περιόδου, καθώς επίσης και το μέγεθος των διαχειριζόμενων κεφαλαίων. Παρατηρείται πως τόσο ο συνολικός αριθμός των Hedge Funds, όσο και το μέγεθος των κεφαλαίων που διαχειρίζονταν τα συγκεκριμένα funds, γνώρισαν μεγάλη ανάπτυξη μέχρι και τα τέλη του 2007. Εν συνεχεία, λόγω της μεγάλης χρηματοπιστωτικής κρίσης στην Αμερική, σημειώνεται μία σημαντική μείωση κατά το έτος 2008, όμως στην πορεία ανακάμπτουν και πάλι. Το 2010 φαίνεται να αγγίζουν το μεγαλύτερο μέγεθος των κεφαλαίων που διαχειρίζονταν, περίπου τα 65,000 δις δολάρια.

Γράφημα 1.1: Συνολικός αριθμός Hedge Funds και Μέγεθος Διαχειριζόμενων Κεφαλαίων της περιόδου 2000-2014



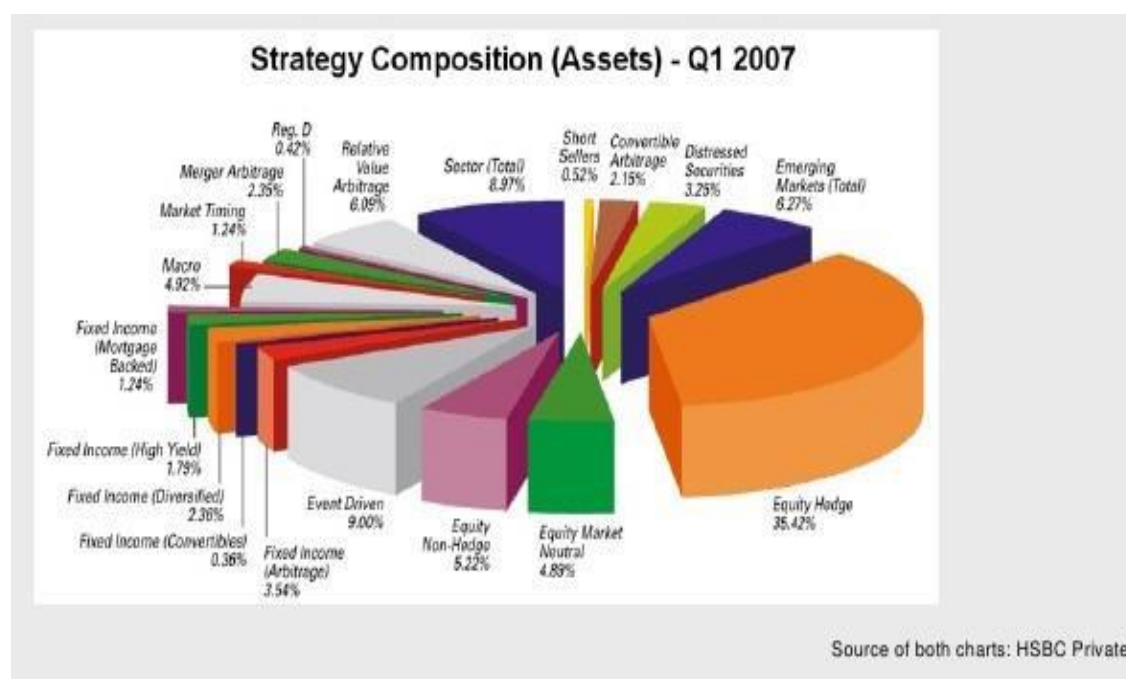
Source: EurekaHedge

⁶ Μερσινιάς Νικόλαος (2012), *Ανάλυση των Στρατηγικών των Hedge Funds*, p. 10

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, υπάρχουν πολλές διαφορετικές επενδυτικές στρατηγικές που μπορούν να ακολουθήσουν τα Hedge Funds, οι οποίες και θα αναλυθούν στο επόμενο κεφάλαιο. Οι περισσότερες από αυτές έχουν ως στόχο την επίτευξη θετικής απόδοσης, ανεξαρτήτως των συνθηκών που επικρατούν στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου.

Παρακάτω, παρουσιάζονται οι δημοφιλέστερες στρατηγικές της βιομηχανίας των Hedge Funds με βάση τις επενδυτικές στρατηγικές που χρησιμοποιούσαν οι διαχειριστές κατά το πρώτο εξάμηνο του 2007, ως ποσοστό των υπό διαχείριση περιουσιακών στοιχείων, σύμφωνα με τα στοιχεία της HSBC Private. Παρατηρείται πως η πιο γνωστή και ευρέως διαδεδομένη επενδυτική στρατηγική τη χρονιά εκείνη, ήταν η Long/Short Equity Hedge strategy με ποσοστό 35,42%. Στη συνέχεια, ακολουθούν η Event Driven στρατηγική με ποσοστό 9%, η Sector (Total) με 8,97%, η Emerging Markets (Total) με 6,27% και ακολουθούν οι υπόλοιπες στρατηγικές με χαμηλότερα ποσοστά, όπως φαίνεται στο Γράφημα 2.

Γράφημα 1.2: Σύνθεση των Στρατηγικών των Hedge Funds πρώτου εξαμήνου του 2007



1.5 Βασικά χαρακτηριστικά

Τα Hedge Funds διαθέτουν κάποια ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που τα διαφοροποιούν από τις εναλλακτικές μορφές επένδυσης. Ένα Hedge Fund αποτελείται από το διαχειριστή (general partner) και τους επενδυτές (limited partners). Όπως αναφέρθηκε και νωρίτερα, συχνά ο διαχειριστής είναι κι εκείνος limited partner στο fund, καθώς επιλέγει να συμμετέχει σε αυτό και με δικά του κεφάλαια. Με τον τρόπο αυτό, διαθέτει ένα πολύ ισχυρό κίνητρο ώστε να υπάρχει μία σωστή και προσεκτική διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων, τόσο των πελατών του όσο και των δικών του κεφαλαίων. Συνήθως, ο διαχειριστής είναι επιφανές άτομο της κοινωνίας, με πολλές γνώσεις, τεράστια εμπειρία στις επενδύσεις διαφόρων ειδών, ιδιαίτερες ικανότητες και πολλές διασυνδέσεις σε όλους της χώρους άσκησης εξουσίας. Οι διασυνδέσεις αυτές, κάποιες φορές, προσφέρουν προνόμια όπως φοροαπαλλαγές, χαμηλές προμήθειες συναλλαγών και πληροφόρηση εκ των έσω σε θέματα που αφορούν μακροοικονομικές εξελίξεις.

Ένας επιτυχημένος διαχειριστής επιδιώκει να βρίσκει τρόπους έτσι ώστε να συγκεντρώνει όσο το δυνατόν περισσότερα κεφάλαια προς επένδυση στο fund που διαχειρίζεται, γνωρίζοντας πως όσο μεγαλύτερο είναι το συνολικό κεφάλαιο του fund, τόσο υψηλότερη θα είναι και η αμοιβή του. Στις περισσότερες περιπτώσεις, οι αμοιβές που χρεώνει ο διαχειριστής στους επενδυτές είναι 2% επί του συνολικού ενεργητικού του fund ως ετήσια αποζημίωση διαχείρισης (management fee) και 20% επί των συνολικών κερδών κάθε έτους ως αμοιβή απόδοσης (incentive fee), στην περίπτωση όπου το fund παρουσιάζει κέρδη. Υπάρχουν, βέβαια, και ακραίες περιπτώσεις διαχειριστών που απαιτούν ως ετήσιο ποσοστό διαχείρισης κοντά στο 6-7% και ως ποσοστό θετικής απόδοσης περίπου 20%. Άλλοι, πάλι, δεν ζητούν αμοιβή διαχείρισης, όμως επιθυμούν το 50% των κερδών ως αμοιβή θετικής απόδοσης. Τέλος, κάποιοι διαχειριστές χρεώνουν 3% ως ετήσια αμοιβή διαχείρισης και 30%, αντίστοιχα, ως αμοιβή απόδοσης. Το κίνητρο, αυτό, το οποίο παρέχει η συγκεκριμένη μορφή επένδυσης κεφαλαίων για να προσελκύσει όσο το δυνατόν πιο καταρτισμένους διαχειριστές, αποτελεί βασικό χαρακτηριστικό των αμοιβαίων κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνου (Hedge Funds). Γενικότερα, οι διαχειριστές των Hedge Funds λαμβάνουν ένα μέρος από τα κέρδη (εφόσον υπάρχουν), σε καμία περίπτωση όμως δεν μοιράζονται τυχόν ζημιές που ενδέχεται να προκύψουν.

Ο διαχειριστής ενός Hedge Fund είναι εκείνος ο οποίος θέτει τους κανόνες και αποφασίζει για τη λειτουργία του, το επενδυτικό προφίλ, την οργάνωσή του, τον τρόπο διαχείρισης, την απόδοση, τον κίνδυνο, τη χωρητικότητα του fund και οτιδήποτε άλλο έχει να κάνει με αυτό, ακόμη και για το κλείσιμό του. Με τον όρο χωρητικότητα (capacity) εννοούμε ένα συγκεκριμένο χρηματικό όριο το οποίο θα πρέπει να μην ξεπερνούν οι συνολικές επενδύσεις ενός Hedge Fund προκειμένου να μην επηρεάσουν αρνητικά την απόδοσή του. Από εκείνο το σημείο και πέρα, όσο περισσότεροι γίνονται οι επενδυτές που συμμετέχουν στο συγκεκριμένο fund, τόσο περισσότερο συρρικνώνονται τα κέρδη για αυτούς, λόγω αδυναμίας εύρεσης νέων επενδυτικών ευκαιριών.

Ένα άλλο βασικό χαρακτηριστικό των Hedge Funds, αποτελεί το γεγονός ότι πολλές από τις επενδυτικές στρατηγικές που χρησιμοποιούν οι διαχειριστές επιδιώκουν τη μη συσχέτιση των χαρτοφυλακίων τους με την αγορά που δραστηριοποιούνται. Με αυτόν τον τρόπο τους δίνεται η δυνατότητα να σημειώνουν κέρδη τόσο σε ανοδικές, όσο και σε καθοδικές αγορές μετοχών και ομολόγων. Το

παραπάνω, αποτελεί ένα σημαντικό πλεονέκτημα των Hedge Funds έναντι των παραδοσιακών τρόπων επένδυσης κεφαλαίων.

Όπως αναφέραμε και παραπάνω, τα Hedge Funds είναι διαθέσιμα μόνο σε συγκεκριμένους επενδυτές όπως Ασφαλιστικά Ταμεία, Ιδρύματα, Πανεπιστημιακά κληροδοτήματα και ιδιώτες επενδυτές με πολύ υψηλά ποσά προς επένδυση. Ελάχιστο ποσό επένδυσης είναι συνήθως τα \$100,000, ενώ πολλές φορές αγγίζουν και τα \$250,000.

Λόγω του χαλαρού νομοθετικού πλαισίου που διέπει την ύπαρξη και λειτουργία των Hedge Funds, οι διαχειριστές τους δεν είναι υποχρεωμένοι να κοινοποιούν τις οικονομικές καταστάσεις, τους ισολογισμούς, τις αγοραπωλησίες και τις δραστηριότητες αυτών. Μπορούν αν θέλουν, μάλιστα, να μην γνωστοποιήσουν ούτε τις αποδόσεις του fund. Ωστόσο, απαγορεύεται η κάθε είδους διαφήμιση τόσο του fund, όσο και του εαυτού τους. Με άλλα λόγια, δεν τους επιτρέπεται να παρουσιάζονται ως “investment advisers” έτσι ώστε να προσελκύσουν ακόμη περισσότερους πελάτες.

Τέλος, είναι σημαντικό να αναφέρουμε πως οι επενδυτές σε Hedge Funds δεν μπορούν να εξαγοράσουν την επένδυσή τους οποιαδήποτε στιγμή το επιθυμούν. Από την ημερομηνία έναρξης της επένδυσης και ύστερα είναι υποχρεωμένοι να την διατηρήσουν για ένα τουλάχιστον έτος (η λεγόμενη και ως lock-up period). Μετά το πέρας της περιόδου αυτής, μπορούν ανά συγκεκριμένα χρονικά διαστήματα, τριών ή έξι μηνών αναλόγως την πολιτική του κάθε fund, να προβούν σε απόσυρση των τοποθετήσεών τους.

1.6 Τεχνικές επένδυσης των Hedge Funds

Βασικό χαρακτηριστικό της επενδυτικής φιλοσοφίας των Hedge Funds είναι η ευελιξία που αυτά διαθέτουν σε σχέση με τις θέσεις που αναλαμβάνουν στις παγκόσμιες αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Ο διαχειριστής είναι σε θέση να χρησιμοποιεί μία ποικιλία εργαλείων και τεχνικών ώστε να αυξήσει την απόδοση του χαρτοφυλακίου του προς την κατεύθυνση, φυσικά, που ορίζει η φιλοσοφία και ο χαρακτήρας του υπό διαχείριση fund.

Τέτοιου είδους τεχνικές είναι:

- *Direct Hedge:* Η τεχνική αυτή επιτυγχάνεται με την αντιστάθμιση ενός περιουσιακού στοιχείου, όπως απλές μετοχές, με ένα άλλο περιουσιακό στοιχείο με το οποίο μοιράζεται παρόμοιες κινήσεις τιμών και εμπορεύεται με παρόμοιο τρόπο.
- *Cross Hedge:* Πρόκειται για μία τεχνική η οποία συνεπάγεται την αντιστάθμιση κινδύνου ενός χρηματοοικονομικού εργαλείου με ένα άλλο.
- *Dynamic Hedge:* Η συγκεκριμένη τεχνική περιλαμβάνει την αλλαγή του ποσού των δικαιωμάτων πώλησης με την πάροδο του χρόνου, ανάλογα με το περιβάλλον της αγοράς.

- *Static Hedge*: Λαμβάνοντας υπόψη κάποια συγκεκριμένη επιλογή στόχου, η στατική αντιστάθμιση είναι κατασκευασμένη έτσι ώστε να μην απαιτείται καμία περαιτέρω αναπροσαρμογή και να αναπαράγεται η αξία του δικαιώματος-στόχου.
- *Short selling*: Η τεχνική της ανοιχτής πώλησης είναι η πώληση περιουσιακών στοιχείων, συνήθως χρεογράφων, τα οποία ο short-seller έχει δανειστεί από τρίτον με την πρόθεση να αγοράσει πανομοιότυπα χρεόγραφα αργότερα για να τα επιστρέψει στον δανειστή. Στόχος του short-seller είναι να επωφεληθεί από μία πιθανή πτώση της τιμής των χρεογράφων στο χρονικό διάστημα μεταξύ πώλησης και επαναγοράς. Εδώ, όπως είναι λογικό, ενέχεται και ο κίνδυνος της αύξησης της τιμής τους, όπου σε τέτοια περίπτωση ο short-seller υφίσταται ζημία.⁷
- *Arbitrage*: Είναι η τεχνική που χρησιμοποιούν οι επενδυτές προκειμένου να επιτύχουν κέρδη χωρίς κίνδυνο. Στην ουσία, αναζητούν ευκαιρίες αποτελεσματικής τιμολόγησης χρηματοοικονομικών προϊόντων χωρίς να ενέχεται το ενδεχόμενο κινδύνου.
- *Παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα (Derivatives)*: Μέσω της χρήσης δικαιωμάτων πώλησης (puts), δικαιωμάτων αγοράς (calls), συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης (futures) και άλλων, οι διαχειριστές των Hedge Funds επιδιώκουν να αποκομίσουν κέρδη.
- *Leverage*: Μόχλευση (leverage) είναι η τεχνική η οποία δίνει τη δυνατότητα στους διαχειριστές των Hedge Funds, να επενδύουν μεγαλύτερο ποσό από εκείνο που πραγματικά διαθέτουν στο ενεργητικό του fund που διαχειρίζονται έχοντας ως στόχο την επίτευξη κερδών.

⁷https://el.wikipedia.org/wiki/Ανοιχτή_πώληση

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

Κατηγορίες / Στρατηγικές των Hedge Funds

2.1 Εισαγωγή

Ένα από τα κυριότερα χαρακτηριστικά των Hedge Funds είναι οι διαφόρων ειδών στρατηγικές που χρησιμοποιούν. Αυτές αποτελούν και την ειδοποιό διαφορά ανάμεσά τους. Η στρατηγική που θα ακολουθήσει ένα fund καθορίζεται από τον διαχειριστή του. Οι αποδόσεις, οι διακυμάνσεις, οι κίνδυνοι σε κάθε Hedge Fund διαφέρουν σημαντικά.

Υπάρχουν πολλοί τρόποι κατηγοριοποίησης των στρατηγικών αυτών. Ένας από τους απλούστερους και πιο συνηθισμένους, είναι ο διαχωρισμός τους σε τρεις μεγάλες κατηγορίες :

a. Κατευθυνόμενες Στρατηγικές (*Directional Strategies*)

Οι κατευθυνόμενες επενδυτικές στρατηγικές χρησιμοποιούν τις κινήσεις της αγοράς, τις τάσεις ή τις ανακολουθίες, όταν επιλέγονται μετοχές σε διαφοροποιημένες αγορές, προκειμένου να αποκομίσουν σημαντικές αποδόσεις για το χαρτοφυλάκιό τους. Για την επίτευξη αυτού είτε χρησιμοποιούν υπολογιστικά μοντέλα, είτε οι διαχειριστές κεφαλαίων επιλέγουν τις σωστές επενδύσεις. Αυτοί οι τύποι στρατηγικής έχουν μεγαλύτερη έκθεση στις διακυμάνσεις της αγοράς, απ'ότι οι ουδέτερες προς την αγορά στρατηγικές. Στην κατηγορία αυτή των Hedge Funds γίνεται χρήση μακροοικονομικών στρατηγικών. Οι πιο γνωστές στρατηγικές που ανήκουν στην κατηγορία αυτή είναι η Long/Short Equity, η Emerging Markets και η Global Macro στρατηγική.

b. Μη Κατευθυνόμενες Στρατηγικές (*Non - Directional Strategies*)

Οι μη κατευθυνόμενες στρατηγικές δεν στηρίζονται στην κύρια τάση της αγοράς. Προσπαθούν να εξουδετερώσουν αποτελεσματικά της επιδράσεις της και να αποκομίσουν κέρδη από την διαφορά των τιμών μεταξύ δύο σχετικών τίτλων. Τα κέρδη αυτά είναι συνήθως μικρά σε αυτή την κατηγορία στρατηγικών. Εδώ, γίνεται σε μεγάλο βαθμό χρήση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Οι σημαντικότερες στρατηγικές της κατηγορίας αυτής είναι η Convertible Bond Arbitrage, η Fixed-Income Arbitrage και η Equity Market Neutral.

c. Event - Driven Strategies

Οι Event - Driven στρατηγικές επιδιώκουν να επωφεληθούν από ανισορροπίες και διακυμάνσεις των τιμών της αγοράς, όπου ωφείλονται σε κάποιο συγκεκριμένο γεγονός το οποίο συμβαίνει σε μία επιχείρηση κατά τη διάρκεια του κύκλου ζωής της. Με άλλα λόγια, αφορούν καταστάσεις στις οποίες η επενδυτική ευκαιρία και ο συσχετιζόμενος κίνδυνος συνδέονται με ένα σημαντικό για την επιχείρηση γεγονός.

Ένα τέτοιο γεγονός μπορεί να είναι μία συγχώνευση, πτώχευση, εξαγορά, συνένωση, εκκεθάριση ή και αναδιάρθρωση.⁸

Οι στρατηγικές αυτού του είδους έχουν ως βασικό στόχο την πρόβλεψη της έκβασης μιας συγκεκριμένης συναλλαγής, καθώς επίσης και την κατάλληλη χρονική στιγμή στην οποία μπορούν να επενδυθούν κεφάλαια σε αυτό το γεγονός. Σε αυτή την κατηγορία πιο δημοφιλείς στρατηγικές είναι η Merger Arbitrage και η Distressed Securities.

Βέβαια, υπάρχουν πολλές ακόμη στρατηγικές επένδυσης των Hedge Funds και καθημερινά ανακαλύπτονται καινούριες. Στις παρακάτω παραγράφους θα αναλύσουμε τις πιο γνωστές και ευρέως διαδεδομένες στρατηγικές.

2.2 Directional Strategies

2.2.1 Long/Short Equity

Η στρατηγική αυτή αποτελεί την πρώτη προσπάθεια διαχείρισης χαρτοφυλακίου. Είναι παρόμοια με τη στρατηγική που ακολουθήθηκε στο πρώτο Hedge Fund που δημιούργησε ο Jones, το 1949. Μέχρι και σήμερα αποτελεί την πιο διαδεδομένη στρατηγική που συναντά κανείς στον επενδυτικό κόσμο των Hedge Funds.

Οι διαχειριστές κεφαλαίων που ακολουθούν τη συγκεκριμένη στρατηγική προβαίνουν σε αγορά μετοχών, η τιμή των οποίων εκτιμούν ότι μελλοντικά θα αυξηθεί, ενώ ταυτόχρονα πωλούν τις μετοχές εκείνες, η τιμή των οποίων εκτιμούν πως μελλοντικά θα μειωθεί. Με άλλα λόγια, ο διαχειριστής ενός Long/Short Equity Hedge Fund, αγοράζει υποτιμημένες μετοχές σε διάφορες αγορές, με την ελπίδα πως η τιμή τους κατά το επόμενο χρονικό διάστημα θα αυξηθεί, με σκοπό να τις πουλήσει και να αποκομίσει κέρδη και ταυτόχρονα προβαίνει σε πώληση υπερτιμημένων μετοχών, με σκοπό να τις επαναγοράσει ύστερα από κάποιο συγκεκριμένο χρονικό διάστημα σε χαμηλότερη τιμή, προκειμένου να τις επιστρέψει στον κάτοχό τους.

Στόχος της στρατηγικής αυτής είναι ο περιορισμός της έκθεσης των Hedge Funds στον κίνδυνο της αγοράς (συστημικός κίνδυνος ή αλλιώς market risk). Συστημικός κίνδυνος (systematic / market risk) είναι ο αναπότρεπτος κίνδυνος ο οποίος μπορεί να επηρεάσει τις αξίες ενός μεγάλου εύρους χρεογράφων, χαρτοφυλακίων και επενδύσεων, ενώ η εμβέλεια του μπορεί να καλύπτει μια συγκεκριμένη αγορά, μια χώρα ή ένα ολόκληρο οικονομικό σύστημα.⁹

Οι διαχειριστές των Long/Short Equity Hedge Funds χρησιμοποιούν είτε κάποιο τεχνικό μοντέλο για να αποφασίσουν ποιες μετοχές θα πουλήσουν και ποιες θα αγοράσουν, είτε αποφασίζουν με βάση την προσωπική τους κρίση. Για το λόγο αυτό είναι απαραίτητη η ικανότητα επιλογής των σωστών μετοχών.

Σε ένα χαρτοφυλάκιο το οποίο ακολουθεί τη συγκεκριμένη στρατηγική, ο διαχειριστής μπορεί να πάρει τις εξής τέσσερις κύριες θέσεις:

⁸ J. Hedges IV (2005), *Hedges on Hedge Funds: how to successfully analyze and select an investment*, Wiley

⁹ <http://www.euretirio.com/systimikos-kindynos>

- i. straight long, όπου παίρνει θέσεις long στους τίτλους μιας εταιρίας που πιστεύεται πως η τιμή της θα αυξηθεί
- ii. straight short, όπου παίρνει θέσεις short στους τίτλους μιας εταιρίας που πιστεύεται πως η τιμή της θα μειωθεί
- iii. relative value (θα αναλυθεί παρακάτω) και
- iv. pair trades, όπου ο διαχειριστής παίρνει μία θέση στη σχετική αξία δύο τίτλων.¹⁰

2.2.2 Emerging Markets

Οι Emerging Markets στρατηγικές αφορούν κατά κύριο λόγο, επενδύσεις σε μετοχές, ομόλογα και αξιόγραφα σε χώρες με αναδυόμενες αγορές οι οποίες έχουν υψηλό ρυθμό πληθωρισμού και ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης με διακυμάνσεις, και λιγότερο επενδύσεις που βρίσκονται σε ώριμες ανεπτυγμένες αγορές.

Πιο συγκεκριμένα, ένα αμοιβαίο κεφάλαιο αντιστάθμισης κινδύνου (hedge fund) επενδύει την πλειοψηφία των κεφαλαίων του ενεργητικού του στις χρηματοπιστωτικές αγορές αναπτυσσόμενων χωρών, καθώς επίσης και σε μικρές αγορές με σύντομο ιστορικό λειτουργίας. Οι αγορές αυτές, τείνουν να είναι αρκετά ευμετάβλητες και επηρεάζονται από οικονομικούς και πολιτικούς παράγοντες σε πολύ μεγάλο βαθμό. Στις συγκεκριμένες αγορές δεν προβλέπεται χρήση παραγώγων για την κάλυψη του κινδύνου, για το λόγο αυτό η έκθεση του χαρτοφυλακίου σε ρίσκο είναι πολύ μεγαλύτερη.

Οι διαχειριστές κεφαλαίων χρησιμοποιούν κυρίως εξειδικευμένη γνώση και συνεχή παρουσία στις αγορές αυτές όπου οι πληροφορίες είναι λιγοστές. Με τον τρόπο αυτό, αποκτούν συγκριτικό πλεονέκτημα όσον αφορά την πληροφόρηση για μεταβολές στις τιμές των χρεογράφων των αναπτυσσόμενων αυτών οικονομιών. Οι διαχειριστές δημιουργούν κέρδη στις αγορές αυτές, αγοράζοντας υποτιμημένα αξιόγραφα πριν η αγορά προλάβει να 'διορθώσει' τις τιμές τους.

Τέτοιου είδους αγορές είναι κυρίως αυτές της Ανατολικής Ευρώπης, της Λατινικής Αμερικής, των λιγότερο ανεπτυγμένων χωρών της Ασίας, καθώς επίσης και χώρες της πρώην Σοβιετικής Ένωσης ή της Αφρικής.

2.2.3 Global Macro

Η Global Macro επενδυτική στρατηγική αποτελεί μία από τις πιο γνωστές και ευρέως διαδεδομένες κατευθυνόμενες στρατηγικές στον κόσμο των Hedge Funds. Τα Global Macro Hedge Funds είναι κεφάλαια τα οποία επενδύουν με βάση τα μακροοικονομικά στοιχεία και την μακροοικονομική ανάλυση, σε μετοχές, συναλλαγματικές ισοτιμίες, spreads επιτοκίων και προϊόντων τα οποία διαπραγματεύονται σε χρηματιστηριακές αγορές.

Η στρατηγική αυτή στοχεύει σε κέρδη από μακροοικονομικές αλλαγές σε διάφορα κράτη του κόσμου. Σκοπός των συγκεκριμένων Hedge Funds είναι η πρόβλεψη διαφόρων διεθνών οικονομικών αλλαγών, όπως είναι ο πληθωρισμός, οι

¹⁰ S. Lofthouse (1994), *Equity Investment Management: How to Select Stocks and Markets*, Wiley

ισοτιμίες, τα επιτόκια και άλλα μακροοικονομικά στοιχεία. Οι αποδόσεις που δημιουργούν τα Hedge Funds της στρατηγικής αυτής είναι οι μεγαλύτερες, συγκριτικά με όλες τις άλλες επενδυτικές στρατηγικές. Παρουσιάζουν ωστόσο, και τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα από όλες.

Σε αυτό το είδος στρατηγικής γίνεται χρήση παραγώγων προϊόντων έτσι ώστε οι μικρές μεταβολές επιτοκίων, ισοτιμιών και άλλων προϊόντων, να μετατρέπονται σε αξιόλογα κέρδη για τους επενδυτές.

Το πιο γνωστό Global Macro Hedge Fund είναι το Quantum Fund του George Soros το οποίο αναφέρθηκε νωρίτερα και κατάφερε να αποκομίσει 1 δις \$. Το fund αυτό επένδυσε στην προσδοκία πως το εθνικό νόμισμα της Βρετανίας, η βρετανική λίρα, θα διαγραφόταν από τον Μηχανισμό Ευρωπαϊκών Νομισμάτων (European Rate Mechanism - ERM), το Σεπτέμβριο του 1992.

2.3 Non - Directional Strategies

2.3.1 Convertible Bond Arbitrage

Τα μετατρέψιμα ομόλογα (convertible bonds) είναι ομόλογα που δίνουν στους κατόχους τους το δικαίωμα περιοδικών πληρωμών και σε σταθερή ημερομηνία, το δικαίωμα μετατροπής των ομολόγων σε έναν προκαθορισμένο, εκ των προτέρων, αριθμό μετοχών.¹¹ Στην περίπτωση όπου ο κάτοχος αποφασίσει να ασκήσει το δικαίωμα μετατροπής, τότε σε συγκεκριμένη ημερομηνία τα ομόλογα αυτά μετατρέπονται σε μετοχές, διαφορετικά μετά την ημερομηνία λήξης του ομολόγου επιστρέφονται στον κάτοχο τα χρήματά του.

Τα Hedge Funds αυτής της κατηγορίας λαμβάνουν θέσεις αγοράς (long positions) στα συγκεκριμένα μετατρέψιμα ομόλογα και αντισταθμίζουν τον κίνδυνο της αγοράς, λαμβάνοντας αντίστοιχες θέσεις πώλησης (short positions) στις μετοχές των εταιριών που τα εκδίδουν. Ο διαχειριστής μπορεί, επίσης, να αντισταθμίσει τόσο τον επιτοκιακό κίνδυνο, όσο και τον πιστωτικό. Για να το επιτύχει αυτό θα πρέπει, παράλληλα με την παραπάνω μέθοδο, να χρησιμοποιήσει προθεσμιακές συναλλαγές ή παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα και δικαιώματα.

Οι διαχειριστές κεφαλαίων που ακολουθούν τη στρατηγική αυτή έχουν ως στόχο να εκμεταλλευτούν λανθασμένες τιμολογήσεις μεταξύ μετατρέψιμων ομολογιών, τίτλων επιλογής και των υποκείμενων μετοχών προκειμένου να αποκομίσουν κέρδη.

2.3.2 Fixed - Income Arbitrage

Τα Hedge Funds της κατηγορίας αυτής προσπαθούν να αποκομίσουν κέρδη εκμεταλλευόμενα τις αυξομειώσεις των τιμών ή των αποδόσεων των εταιρικών και κρατικών ομολόγων στην καμπύλη αποδόσεων (yield curve).¹² Η καμπύλη αποδόσεων είναι η καμπύλη που δημιουργείται από τις αποδόσεις των τίτλων

¹¹ Μερσινιάς Νικόλαος (2012), *Ανάλυση των Στρατηγικών των Hedge Funds*, p. 44

¹² Κεφαλληνάιος Νικόλαος (2008), *Τα Hedge Funds και οι Στρατηγικές τους*, Εκδόσεις Κριτική

σταθερού εισοδήματος (fixed income) οι οποίοι εκδίδονται από μία συγκεκριμένη χώρα, με διαφορετικές ημερομηνίες λήξης για τον καθένα απ' αυτούς.

Στην πραγματικότητα, οι στρατηγικές Fixed-Income περιλαμβάνουν το να επενδύσει κανείς σε έναν τίτλο σταθερού εισοδήματος ή απόδοσης (για παράδειγμα σε ένα κρατικό ομόλογο) και ταυτόχρονα να αντισταθμίζει τον κίνδυνο της αγοράς, επενδύοντας σε έναν άλλο τίτλο σταθερής απόδοσης.

Οι διαχειριστές που ακολουθούν τη συγκεκριμένη στρατηγική παίρνουν τόσο θέσεις αγοράς, όσο και θέσεις πώλησης, προσπαθώντας να εκμεταλλευτούν προσωρινές αναντιστοιχίες μεταξύ παρόμοιων τίτλων. Συνήθως, οι αναντιστοιχίες αυτές είναι μικρές, οπότε και τα περιθώρια κέρδους είναι μικρά. Για το λόγο αυτό οι διαχειριστές της συγκεκριμένης κατηγορίας Hedge Funds χρησιμοποιούν σε μεγάλο βαθμό τη μόχλευση, προκειμένου να αυξήσουν τα περιθώρια κέρδους για τους επενδυτές. Με άλλα λόγια, με βάση τη στρατηγική αυτή γίνεται προσπάθεια εκμετάλλευσης λανθασμένων τιμολογήσεων σε χρεόγραφα σταθερού εισοδήματος, εξουδετερώνοντας ταυτόχρονα τον κίνδυνο επιτοκίου, καθώς και τον συστηματικό κίνδυνο.

Τα Fixed-Income Hedge Funds διατηρούν, κατά κύριο λόγο, προφίλ χαμηλού ρίσκου. Οι διαχειριστές αυτών, χρησιμοποιούν πολύπλοκα μοντέλα για να εντοπίσουν ευκαιρίες arbitrage και κερδοσκοπίας.

Το yield curve arbitrage αποτελεί ευκαιρία για κερδοσκοπία χωρίς κίνδυνο. Παίρνοντας θέσεις αγοράς και πώλησης πάνω σε διαφορετικά σημεία της καμπύλης αποδόσεων των τίτλων, ο διαχειριστής, αναμένει να αποκομίσει κέρδος από τις μικρές μεταβολές στις τιμές ανάμεσα στα διαφορετικά σημεία της καμπύλης. Το yield curve arbitrage διακρίνεται σε δύο είδη :

- > το intra-curve, όπου ο διαχειριστής έχει τη δυνατότητα να εμπορεύεται τίτλους μίας χώρας, δηλαδή χρησιμοποιεί μία μόνο καμπύλη αποδόσεων, και
- > το inter-curve, όπου ο διαχειριστής μπορεί να εμπορεύεται τίτλους διαφορετικών χωρών, χρησιμοποιεί δηλαδή δύο ή και περισσότερες καμπύλες αποδόσεων.

2.3.3 Equity Market Neutral

Η Equity Market Neutral στρατηγική χρησιμοποιεί μία ευρεία γκάμα γνωστών τεχνικών, εργαλείων και στρατηγικών. Τα Hedge Funds της κατηγορίας αυτής ακολουθούν τη φιλοσοφία των Long/Short Equity Hedge Funds.

Η συγκεκριμένη στρατηγική προσπαθεί να δημιουργήσει σταθερές αποδόσεις τόσο σε αναπτυσσόμενες, όσο και σε φθίνουσες οικονομίες, επιλέγοντας τις κατάλληλες θέσεις προκειμένου η καθαρή έκθεση του χαρτοφυλακίου στον κίνδυνο να είναι σχεδόν μηδενική (δηλαδή, οι αποδόσεις τους να είναι ασυσχέτιστες με τις γενικότερες εξελίξεις της αγοράς). Επίσης, προσπαθεί να εκμεταλλευτεί ευκαιρίες που ανακύπτουν από τις διαφορές των τιμών διαφόρων, παρόμοιων μεταξύ τους, τίτλων.

Πιο συγκεκριμένα, η στρατηγική αυτή προσπαθεί να εντοπίσει υπερτιμημένες και υποτιμημένες μετοχές, συνδυάζοντας θέσεις αγοράς (long positions) και πώλησης (short positions) για να εξουδετερώσει την έκθεση του χαρτοφυλακίου στον κίνδυνο

της αγοράς. Συνιστά την αγορά τίτλων και την εκμετάλλευση λανθασμένων τιμολογήσεων, καθιστώντας ουδέτερη την έκθεση του χαρτοφυλακίου σε κίνδυνο.

Οι διαχειριστές επιδιώκουν την κατοχή ενός αριθμού θέσεων πώλησης, ίσο ή σχεδόν ίσο με τον αριθμό των θέσεων αγοράς, έτσι ώστε η καθαρή συνολική έκθεση σε κίνδυνο να είναι περίπου ίση με το μηδέν. Επιπλέον, οι διαχειριστές προτιμούν τις περιόδους με μεγαλύτερη μεταβλητότητα, καθώς τότε υπάρχουν μεγαλύτερες ευκαιρίες κέρδους.

Σε όλα τα χαρτοφυλάκια Equity Market Neutral διατηρούνται long οι μετοχές που αναμένεται να αποδόσουν καλύτερα και πωλούνται short εκείνες που αναμένεται να μην έχουν καλή απόδοση. Οι αποδόσεις καθορίζονται από το πόσο περισσότερο αποδίδουν οι θέσεις long, από τις θέσεις short. Συνήθως, οι αποδόσεις της στρατηγικής αυτής είναι σχετικά μικρές, το ίδιο όμως είναι και ο κίνδυνος.

2.4 Event Driven Strategies

2.4.1 Merger Arbitrage

Η στρατηγική Merger Arbitrage αναζητά να αξιοποιήσει ευκαιρίες οι οποίες προκύπτουν από έκτακτα εταιρικά γεγονότα σε επιχειρήσεις κατά τη διάρκεια του κύκλου ζωής τους, όπως συγχωνεύσεις (mergers) και εξαγορές (acquisitions). Περιλαμβάνει, ουσιαστικά, την επένδυση σε μετοχές και τίτλους εταιριών που βρίσκονται στο επίκεντρο κάποιας σημαντικής συλλογικής συναλλαγής.

Η στρατηγική αυτή αναπτύχθηκε πριν από περίπου εβδομήντα χρόνια, στα μέσα του 1940, από τον Gustane Levy. Η Merger Arbitrage στρατηγική ονομάζεται και Risk Arbitrage, λόγω της εξάρτησης του αποτελέσματός της από τον κίνδυνο που συνδέεται με την έκβαση της συμφωνίας / συναλλαγής.

Οι διαχειριστές των Hedge Funds που χρησιμοποιούν μία τέτοιου είδους στρατηγική, αξιοποιούν ασυνέπειες στην αποτίμηση της αγοράς πριν ή μετά από σημαντικά εταιρικά γεγονότα. Μπορούν είτε να προσπαθήσουν να προβλέψουν τη συναλλαγή και να πάρουν θέση πριν ακόμη ανακοινωθεί, είτε να πάρουν θέση αφού έχει ήδη ανακοινωθεί η εν λόγω συναλλαγή. Παίρνουν θέση αναλόγως την προβλεπόμενη κίνηση των εν λόγω τίτλων. Εάν το γεγονός αφορά την εξαγορά μιας επιχείρησης από μία άλλη και ο διαχειριστής πιστεύει στην επιτυχία της συναλλαγής αυτής, τότε συνήθως παίρνει θέση αγοράς στην επιχείρηση που εξαγοράζεται και θέση πώλησης σε αυτήν που κάνει την εξαγορά. Αντιθέτως, εάν ο διαχειριστής δεν πιστεύει στην επιτυχία της εξαγοράς, τότε λαμβάνει αντίθετες θέσεις με τις παραπάνω.

Με μια πρώτη ματιά, η στρατηγική αυτή φαίνεται απλή και αποτελεί ένα γεγονός το οποίο είτε θα γίνει, είτε όχι. Στην πραγματικότητα όμως, είναι αρκετά πολύπλοκη και στηρίζεται στην ανάλυση πολλών διαφορετικών στοιχείων των εταιριών που πρόκειται να συμμετάσχουν στη συναλλαγή. Για τη σωστή εξαγωγή συμπερασμάτων όσον αφορά το αποτέλεσμα της συναλλαγής αυτής, ο διαχειριστής θα πρέπει να διαθέτει τις απαραίτητες γνώσεις, την ικανότητα και την εμπειρία πάνω σε χρηματοοικονομικές τεχνικές και σε τεχνικές διαχείρισης κινδύνου.

Ένας διαχειριστής ο οποίος ασχολείται με τη Merger Arbitrage στρατηγική αποκομίζει κέρδη (ή αντίστοιχα έχει ζημιές), με το να καταφέρει να αντιληφθεί τη

διαφορά ανάμεσα στις τιμές των εγγυήσεων που αγοράστηκαν και της τελικής αξίας των τιμών αυτών. Στις περισσότερες των περιπτώσεων, η επιτυχία της συγκεκριμένης στρατηγικής εξαρτάται από την ολοκλήρωση της προταθείσας εξαγοράς ή συγχώνευσης. Τέλος, είναι σημαντικό να αναφερθεί πως τη συγκεκριμένη στρατηγική την ακολουθούν, συνήθως, οι μεγάλοι θεσμικοί επενδυτές διότι εκείνοι είναι που διαθέτουν την απαραίτητη τεχνογνωσία και τους πόρους για να αναλύσουν εταιρικά γεγονότα συναλλαγών για επενδυτικές ευκαιρίες.¹³

2.4.2 *Distressed Securities*

Αυτού του είδους οι στρατηγικές αφορούν επενδύσεις σε αξιόγραφα εταιριών οι οποίες βρίσκονται σε μια επικίνδυνη κατάσταση. Εστιάζει στα χρέη και τις μετοχές επιχειρήσεων οι οποίες παρουσιάζουν, ή αναμένεται να παρουσιάσουν, οικονομικές ή λειτουργικές δυσκολίες. Τέτοιου είδους επιχειρήσεις μπορεί να είναι επιχειρήσεις οι οποίες υπόκεινται στις διατάξεις των νόμων περί χρεοκοπίας, επιχειρήσεις που πραγματοποιούν αναδιάρθρωση των χρεών τους ή αναδιάρθρωση των κεφαλαίων τους λόγω χρεών, αλλά ακόμη δεν έχουν εμπλακεί στους νόμους περί χρεοκοπίας, επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν εταιρικές ή χρηματοοικονομικές δυσκολίες, ή επιχειρήσεις οι οποίες δεν έχουν τα αναμενόμενα κερδοφόρα αποτελέσματα χρήσης λόγω δυσμενών λειτουργικών καταστάσεων.¹⁴

Ο διαχειριστής ενός Distressed Security Hedge Fund αναζητά ευκαιρίες κέρδους, οι οποίες αναδύονται στην αγορά από την υποτίμηση της αξίας των μετοχών των επιχειρήσεων που βρίσκονται σε δύσκολη κατάσταση. Αν ο διαχειριστής θεωρήσει πως υπάρχει αστάθεια στην αγορά και πως τα αξιόγραφα της επιχείρησης όπου βρίσκεται σε δυσχερή θέση, είναι υποτιμημένα σε σχέση με την πραγματική τους αξία, τότε λαμβάνει θέση αγοράς στα συγκεκριμένα αξιόγραφα. Ο λόγος είναι πως αγοράζει τα αξιόγραφα αυτά πολύ φθηνά και επιδιώκει να τα πουλήσει πολύ πιο ακριβά, όταν μετά από κάποιο χρονικό διάστημα επανεκτιμηθεί η αξία τους.

Οι ευκαιρίες κέρδους σε τέτοιου είδους καταστάσεις προκύπτουν από την έλλειψη γνώσης της αγοράς για την πραγματική αξία των υποτιμημένων αυτών μετοχών, καθώς επίσης και από την λανθασμένη τιμολόγηση των περιουσιακών στοιχείων και του κεφαλαίου μιας επιχείρησης που αντιμετωπίζει οικονομικά προβλήματα.

¹³ https://el.wikipedia.org/wiki/Αντισταθμιστικό_κεφάλαιο

¹⁴ Γερογιάννης Ι. Ευάγγελος (2011), *Τα Hedge Funds ως Επενδυτική Κλάση για την Από Κοινού Διαχείριση Περιουσιακών Στοιχείων και Υποχρεώσεων Συνταξιοδοτικών Ταμείων*, p. 16

2.5 Άλλες στρατηγικές των Hedge Funds

Όπως αναφέρθηκε και νωρίτερα, η βιομηχανία των Hedge Funds αναπτύσσεται καθημερινά δημιουργώντας ολοένα και περισσότερες στρατηγικές επένδυσης αυτών. Στη συνέχεια, γίνεται αναφορά σε μερικές ακόμη στρατηγικές που χρησιμοποιούνται συχνά από τους διαχειριστές κεφαλαίων.

Η στρατηγική Σχετικής Αξίας (Relative Value strategy) αποτελεί μία στρατηγική την οποία χρησιμοποιούν οι διαχειριστές κεφαλαίων σε αρκετά μεγάλο βαθμό. Αυτού του είδους η στρατηγική επωφελείται από τις σχετικές διαφορές στην τιμή μεταξύ των τίτλων. Η διαφορά στην τιμή μπορεί να προκληθεί από κακή εκτίμηση του τίτλου σε σχέση με άλλους παρόμοιους τίτλους ή σε σχέση με τη συνολική αγορά. Ο διαχειριστής έχει τη δυνατότητα να χρησιμοποιήσει διάφορες μεθόδους ανάλυσης προκειμένου να εντοπίσει τυχόν αποκλίσεις των τιμών σε τίτλους, συμπεριλαμβανόμενων μαθηματικών ή άλλων θεμελιωδών τεχνικών. Ίσως θα μπορούσαμε να κατατάξουμε τη συγκεκριμένη στρατηγική στην κατηγορία των Directional στρατηγικών λόγω της μικρής έκθεσής της στην αγορά.

Πόλλες φορές είναι πιο ελκυστικό το να επιλέξει κανείς να επενδύσει σε διάφορα Hedge Funds εντός ενός χαρτοφυλακίου, αντί του να ακολουθήσει μία συγκεκριμένη στρατηγική. Μία τέτοια κατηγορία αποτελούν τα Funds of Hedge Funds. Τα κεφάλαια αυτά, ουσιαστικά λειτουργούν σαν «επενδυτικές ομπρέλες» αποκτώντας μερίδια σε άλλα Hedge Funds. Τα funds επιλέγονται με βάση τη βελτιστοποίηση της διασποράς του κινδύνου, καθιστώντας το χαρτοφυλάκιο περισσότερο αποδοτικό. Θεωρούνται ιδανική επιλογή για επενδυτές με χαμηλές ανοχές στο ρίσκο (όπως συνταξιοδοτικά ταμεία και ασφαλιστικές εταιρίες) λόγω του ότι εμπεριέχουν χαμηλότερο ρίσκο και εμφανίζουν πιο ισορροπημένη κατανομή αποδόσεων μέσα στο χρόνο. Ο διαχειριστής ενός Fund of Hedge Funds μπορεί είτε να τοποθετήσει τα κεφάλαιά του σε πολλά funds τα οποία ακολουθούν παρόμοια στρατηγική, είτε να επιλέξει να εμπιστευτεί διαχειριστές οι οποίοι ακολουθούν διαφορετικές στρατηγικές.

Τέλος, μία ακόμη στρατηγική επένδυσης των Hedge Funds αποτελεί η Aggressive Growth strategy. Η συγκεκριμένη στρατηγική επενδύει σε κεφάλαια με υψηλές προσδοκίες αλλά και υψηλό ρίσκο. Με άλλα λόγια, επενδύει σε μετοχές που στο παρελθόν έχουν δείξει αύξηση στα κέρδη ανά μετοχή και ενέχουν υψηλό επίπεδο κινδύνου. Εδώ, γίνεται υψηλή μόχλευση κεφαλαίου και κάλυψη κινδύνου με χρήση παραγώγων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

Ανάλυση του Κινδύνου και των Αποδόσεων των Hedge Funds

3.1 Εισαγωγή

Οι επενδυτές, σε όλα τα είδη επενδύσεων που πραγματοποιούν ενδιαφέρονται για τις αποδόσεις που λαμβάνουν. Επιλέγουν εκείνες τις επενδύσεις οι οποίες θα τους αποφέρουν τις μεγαλύτερες δυνατές αποδόσεις, με τον μικρότερο δυνατό κίνδυνο. Το ίδιο ακριβώς συμβαίνει και με τις επενδύσεις σε Hedge Funds. Τόσο οι επενδυτές, όσο και οι διαχειριστές των Hedge Funds επιθυμούν να λαμβάνουν υψηλές αποδόσεις με όσο το δυνατόν χαμηλότερο επίπεδο κινδύνου. Το παραπάνω καθιστά απαραίτητη τη μέτρηση της απόδοσης μιας επένδυσης, αλλά και του ρίσκου αυτής.

Στο σημείο αυτό είναι σημαντικό να αναφερθεί ο τρόπος μέτρησης της απόδοσης μιας επένδυσης (performance measurement) ο οποίος είναι απαραίτητος για τον υπολογισμό της απόδοσης και του κινδύνου της επένδυσης, καθώς και για συγκρίσεις μεταξύ τους.

Τον απλούστερο τρόπο υπολογισμού της απόδοσης αποτελεί η ονομαστική αξία. Η ονομαστική αξία υπολογίζεται ως ο λόγος του κέρδους (η διαφορά της τελικής από την αρχική επένδυση) προς την αρχική αξία της επένδυσης και δίνεται από τον τύπο

$$R_t = \frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}},$$

όπου R_t είναι η ονομαστική αξία, S_t η τελική αξία της επένδυσης και S_{t-1} η αρχική της αξία. Ωστόσο, είναι δύσκολο να συγκρίνουμε ονομαστικές αποδόσεις διαφορετικών επενδύσεων λόγω του ότι είναι υπολογισμένες σε διαφορετική χρονική στιγμή. Για το λόγο αυτό χρησιμοποιούμε την ετήσια απόδοση, όπου είναι ο λόγος της ονομαστικής απόδοσης προς το χρόνο.

Συχνά, στον κόσμο των Hedge Funds συναντάμε τις σύνθετες αποδόσεις σε συνεχή χρόνο οι οποίες πληρώνουν τους επενδυτές σε τυχαία χρονικά διαστήματα. Οι επενδυτές προτιμούν τις αποδόσεις αυτές διότι τους δίνεται η δυνατότητα να επανεπενδύσουν τα κεφάλαιά τους. Οι αποδόσεις αυτής της μορφής έχουν ως βασικό τους πλεονέκτημα το γεγονός ότι μπορεί να γίνει άμεση σύγκριση των αποδόσεων διαφορετικών επενδυτικών επιλογών. Ο τύπος βάσει του οποίου υπολογίζεται η σύνθετη απόδοση σε συνεχή χρόνο είναι

$$R_t = \ln\left(\frac{S_t}{S_{t-1}}\right),$$

όπου R_t είναι η συνεχής σύνθετη απόδοση, S_{t-1} η αρχική αξία της επένδυσης και S_t η τελική αξία αυτής.

Στην περίπτωση που επιθυμούμε να υπολογίσουμε τη μελλοντική αξία μιας επένδυσης που αφορά συνεχή χρόνο, χρησιμοποιούμε τον τύπο $MA = e^{RT}$, όπου MA είναι η μελλοντική αξία και T ο χρόνος που πρόκειται να γίνει η επένδυση.¹⁵

¹⁵ N. Amenc and V. le Sound (2003), *Portfolio Theory and Performance Analysis*, Wiley

Στη συνέχεια παρουσιάζονται και αναλύονται ορισμένα μέτρα απόδοσης και κινδύνου, όπως επίσης και προσαρμοσμένα μέτρα απόδοσης και κινδύνου, κάποια εκ των οποίων είναι γνωστά και κάποια άλλα όχι.

3.2 Εργαλεία Μέτρησης της Απόδοσης

Με τη συνεχή ανάπτυξη και ταχεία εξέλιξη των επενδύσεων σε Hedge Funds, καθημερινά δημιουργούνται νέες αποδόσεις, αλλά και αντίστοιχοι κίνδυνοι. Εφόσον παρατηρούνται τόσες πολλές και διαφορετικές αποδόσεις στον κόσμο των Hedge Funds, δεν είναι εύκολο να εξάγουμε ασφαλή συμπεράσματα, ούτε να κάνουμε αξιόπιστες συγκρίσεις. Έτσι λοιπόν, γίνεται αναγκαία η ομαδοποίηση των αποδόσεων αυτών προκειμένου να γίνεται πιο σωστή εξαγωγή συμπερασμάτων.

Ένας απλός τρόπος ομαδοποίησης των αποδόσεων των Hedge Funds είναι η χρήση διαφόρων γραφημάτων. Στα γραφήματα αυτά παρατηρείται η εικόνα της συμπεριφοράς τους, μέσω των καθημερινών, μηνιαίων ή και ετήσιων αποδόσεών τους. Τα συγκεκριμένα γραφήματα αποτελούν βασικά εργαλεία για τη μελέτη της συμπεριφοράς των αποδόσεων των Hedge Funds, όμως δεν επαρκούν για την εξαγωγή τελικών συμπερασμάτων. Είναι απαραίτητη η χρήση της στατιστικής προκειμένου να γίνουν σωστότεροι υπολογισμοί, καλύτερη ανάλυση, αλλά και σύγκριση των αποδόσεων.

Ο μέσος όρος (average) αποτελεί ένα απλό μέτρο υπολογισμού της απόδοσης. Η μέση απόδοση υπολογίζεται ως το άθροισμα των διαφόρων αποδόσεων που προκύπτουν στις αντίστοιχες υποπεριόδους του χρόνου προς το σύνολο των υποπεριόδων αυτών. Ο τύπος υπολογισμού είναι

$$\bar{R}(a) = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T R_{t-1,t},$$

όπου R είναι οι αποδόσεις στις διάφορες υποπεριόδους του χρόνου και T ο αριθμός των υποπεριόδων. Η συγκεκριμένη μέθοδος ονομάζεται αριθμητική μέση απόδοση (arithmetic average return) και αποτελεί το απλούστερο και πιο διαδεδομένο μέτρο απόδοσης.

Ένα άλλο μέτρο απόδοσης αποτελεί η γεωμετρική μέση απόδοση (geometric average return), η οποία είναι πολύπλοκη στον υπολογισμό της, όμως προσφέρει πιο ακριβείς υπολογισμούς από την αριθμητική μέση απόδοση και περισσότερο λεπτομερείς αναλύσεις για μεγαλύτερα χρονικά διαστήματα. Η γεωμετρική μέση απόδοση δίνεται από τον τύπο

$$\bar{R}(g) = \left[\prod_{t=0}^{T-1} (1 + R_{t,t+1}) \right]^{\frac{1}{T}} - 1.$$

Συνήθως, οι διαχειριστές των Hedge Funds προτιμούν την αριθμητική μέση απόδοση διότι είναι πιο εύκολη στον υπολογισμό της και δείχνει μεγαλύτερες αποδόσεις, πράγμα το οποίο είναι ελκυστικότερο στους επενδυτές.

Πολλοί διαχειριστές των Hedge Funds προτιμούν να κάνουν συγκρίσεις μεταξύ του μέσου κέρδους και της μέσης ζημιάς ή υπολογίζουν το λόγο κέρδους προς ζημία (gain to loss ratio) για να αξιολογήσουν την απόδοση μιας επένδυσης. Το μέσο κέρδος είναι, ουσιαστικά, η μέση απόδοση των περιόδων που υπάρχει κέρδος και

υπολογίζεται ως το άθροισμα των θετικών αποδόσεων προς τον αριθμό των περιόδων αυτών. Αντίστοιχα, η μέση ζημιά είναι η μέση απόδοση των περιόδων που υπάρχει ζημιά και υπολογίζεται ως ο λόγος του αθροίσματος των αρνητικών αποδόσεων προς το σύνολο του αριθμού των αντίστοιχων περιόδων.

3.3 Εργαλεία Μέτρησης του Επενδυτικού Κινδύνου

Πολλές φορές οι διαχειριστές κεφαλαίων συναντούν Hedge Funds τα οποία μπορεί να έχουν την ίδια μέση απόδοση, αλλά να συμπεριφέρονται με πολύ διαφορετικό τρόπο. Ένα Hedge Fund μπορεί να παρουσιάζει μεγάλες διακυμάνσεις από τη μία μέρα στην άλλη, ενώ κάποιο άλλο μικρότερες, όμως στο τέλος της περιόδου να έχουν και τα δύο την ίδια μέση απόδοση. Στην περίπτωση αυτή, είναι πολύ δύσκολο να γίνει σύγκριση των συγκεκριμένων Hedge Funds και επιλογή του προτιμότερου για επένδυση. Για το λόγο αυτό, οι διαχειριστές κεφαλαίων χρησιμοποιούν ευρέως και το μέτρο του κινδύνου.

Ο κίνδυνος μιας επένδυσης ορίζεται ως η πιθανότητα απώλειας χρημάτων κάποια συγκεκριμένη χρονική στιγμή. Ο καθένας, ωστόσο, βλέπει διαφορετικά τον κίνδυνο. Για έναν επενδυτή κίνδυνος είναι η απώλεια των χρημάτων του ή κάποιου μέρους αυτών, για έναν διαχειριστή κεφαλαίων είναι η απόκλιση από το στόχο που έχει θέσει, ενώ στη στατιστική ως κίνδυνο εννοούμε την απόκλιση από τη μέση τιμή. Έτσι, όλοι όσοι ασχολούνται με επενδύσεις επιλέγουν ένα συνδυασμό απόδοσης και κινδύνου τον οποίο είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν επενδύοντας τα κεφάλαιά τους. Ανάμεσα σε επενδύσεις με ίδιες αποδόσεις, οι διαχειριστές των Hedge Funds επιλέγουν τις επενδύσεις εκείνες με τον μικρότερο κίνδυνο. Αντίστοιχα, ανάμεσα σε επενδύσεις με ίδιο επίπεδο κινδύνου, επιλέγουν εκείνες που τους αποφέρουν τη μέγιστη απόδοση.

Είναι γνωστό πως ο κίνδυνος συνδέεται άμεσα με τη διασπορά (deviation) των αποδόσεων από τη μέση τιμή. Όσο μεγαλύτερη είναι η διασπορά των αποδόσεων, τόσο πιο μεγάλη γίνεται η πιθανότητα του κινδύνου. Το βασικό στατιστικό μέτρο υπολογισμού της διασποράς είναι η διακύμανση (variance). Η διακύμανση υπολογίζει τα τετράγωνα των αποκλίσεων των αποδόσεων μιας επένδυσης, από τη μέση τιμή. Ωστόσο, χρήσιμη για τον υπολογισμό του κινδύνου είναι η τυπική απόκλιση (standard deviation) η οποία αποτελεί την τετραγωνική ρίζα της διακύμανσης. Ο τύπος βάσει του οποίου υπολογίζεται η τυπική απόκλιση είναι

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^T (R_t - \bar{R})^2}{T-1}},$$

όπου με σ συμβολίζεται η τυπική απόκλιση, R_t είναι οι αποδόσεις των διαφόρων υποπεριόδων, $\bar{R}$ η μέση απόδοση και T ο αριθμός των υποπεριόδων.

Στα χρηματοοικονομικά, η τυπική απόκλιση ονομάζεται μεταβλητότητα (volatility). Η μεταβλητότητα αποτελεί το πιο διαδεδομένο μέτρο υπολογισμού του κινδύνου, το οποίο είναι εύκολα υπολογίσιμο και έχει να κάνει με τον τρόπο βάση του οποίου συμπεριφέρονται οι αποδόσεις των επενδύσεων στη διάρκεια του χρόνου, από το παρελθόν μέχρι και σήμερα. Στηρίζεται στο ότι οι αποδόσεις του παρελθόντος θα εμφανιστούν και πάλι στο παρόν και το μέλλον.

Δύο σημαντικά μέτρα, τα οποία επίσης βοηθούν στην ανάλυση της συμπεριφοράς των Hedge Funds για την εξαγωγή ασφαλέστερων συμπερασμάτων, είναι η ασυμμετρία και η κύρτωση.

Η ασυμμετρία μετράει την συμμετρία της κατανομής των αποδόσεων από την μέση απόδοση και υπολογίζεται με τον τύπο

$$S = \frac{T}{(T-1)(T-2)} \sum_{t=1}^T \left(\frac{R_t - \bar{R}}{\sigma} \right)^3,$$

όπου R_t είναι οι αποδόσεις των διαφόρων υποπεριόδων, $\bar{R}$ η μέση απόδοση, T ο αριθμός των υποπεριόδων και σ η τυπική απόκλιση. Στην περίπτωση που η ασυμμετρία είναι μηδενική, η κατανομή των αποδόσεων είναι συμμετρική. Όταν η ασυμμετρία είναι θετική, τότε φαίνεται πως υπάρχουν πολλές μικρές ζημιές και λιγότερα αλλά μεγάλα κέρδη, ενώ όταν είναι αρνητική συμβαίνει το ακριβώς αντίθετο.

Η κύρτωση αφορά τη βαρύτητα των ουρών της κατανομής και την οξύτητα της κατανομής των αποδόσεων γύρω από τη μέση απόδοση. Ο τύπος βάσει του οποίου υπολογίζεται είναι

$$K = \frac{T(T+1)}{(T-1)(T-2)(T-3)} \sum_{t=1}^T \left(\frac{R_t - \bar{R}}{\sigma} \right)^4 - \frac{3(T-1)^2}{(T-2)(T-3)},$$

με R_t συμβολίζονται οι αποδόσεις των διαφόρων υποπεριόδων, $\bar{R}$ η μέση απόδοση, T ο αριθμός των υποπεριόδων και σ η τυπική απόκλιση. Όταν η κύρτωση είναι θετική με σχετικά υψηλή τιμή, η κατανομή ονομάζεται λεπτόκυρτη, ενώ όταν έχει αρνητική τιμή ονομάζεται πλατύκυρτη. Τέλος, όταν η κύρτωση παίρνει την τιμή μηδέν, η κατανομή ονομάζεται μεσόκυρτη. Η ιδανική τιμή που θα πρέπει να έχει η κύρτωση είναι κοντά στο τρία, όπου σε τέτοια περίπτωση λέμε πως η κατανομή έχει σχετικά μικρό βαθμό κύρτωσης.

3.4 Downside και Drawdown Risk Measures

Ορισμένοι επενδυτές βλέπουν τον κίνδυνο ως μία τεράστια ευκαιρία αποκόμισης κερδών. Άλλοι πάλι, το μοναδικό πράγμα που επιθυμούν είναι να εξαλείψουν τον κίνδυνο για αρνητικές αποδόσεις προκειμένου να μην χάνουν τα χρήματά τους. Για το λόγο αυτό, δημιουργήθηκαν νέα εναλλακτικά μέτρα υπολογισμού του κινδύνου, τα λεγόμενα downside και drawdown risk measures.

3.4.1 Μέτρα Κινδύνου Downside

Τα downside μέτρα κινδύνου προσπαθούν να καθορίσουν τον κίνδυνο με βάση την αντίληψη του κάθε επενδυτή ή διαχειριστή κεφαλαίων. Θέτουν μία τιμή-στόχο και θεωρούν πως αποδόσεις πάνω από την προκαθορισμένη αυτή τιμή αποτελούν ευκαιρίες επένδυσης και όχι χρηματοοικονομικό κίνδυνο, άρα δεν υπάρχει κανένας λόγος να μετρηθούν. Αντίθετα, αποδόσεις με τιμή χαμηλότερη της τιμής-στόχου αυτής, αποτελούν κίνδυνο ο οποίος πρέπει να μετρηθεί και να αξιολογηθεί.

Σημειώνεται πως η τιμή της απόδοσης-στόχου αποφασίζεται εντελώς τυχαία, αναλόγως με το τι επιθυμεί ο κάθε ενδιαφερόμενος.

Ένα μέτρο κινδύνου downside είναι η downside απόκλιση (downside deviation) η οποία είναι παρόμοια με την τυπική απόκλιση, με τη διαφορά ότι εδώ χρησιμοποιείται η απόδοση-στόχος αντί της μέσης απόδοσης. Αν η απόδοση της επένδυσης στις διάφορες υποπεριόδους του χρόνου είναι μικρότερη από την απόδοση-στόχο, θεωρείται κίνδυνος και υπολογίζεται, ενώ αν είναι μεγαλύτερη λογίζεται ως επενδυτική ευκαιρία. Ουσιαστικά, ως κίνδυνος υπολογίζεται μόνο ο downside κίνδυνος και όχι η μεταβλητότητα της απόδοσης, δηλαδή, μόνο οι αποδόσεις εκείνες που είναι μικρότερες της απόδοσης-στόχου. Ο τύπος υπολογισμού της downside deviation είναι

$$\text{Downside Deviation (DD)} = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^T (R_t - R^*, 0)^2}{T-1}},$$

όπου R_t είναι η απόδοση στις διάφορες υποπεριόδους του χρόνου, R^* η τιμή της απόδοσης-στόχου που έχει τεθεί και T ο αριθμός των υποπεριόδων. Όταν ισχύει $R_t < R^*$, η απόκλιση συμπεριλαμβάνεται στον τύπο υπολογισμού και λογίζεται ως κίνδυνος. Όταν όμως ισχύει $R_t > R^*$, τότε η απόκλιση παίρνει την τιμή 0 και θεωρείται πως δεν υπάρχει κίνδυνος στη συγκεκριμένη επένδυση.

Μερικά ακόμη μέτρα κινδύνου downside, είναι το downside frequency το οποίο πληροφορεί πόσες φορές η απόδοση μιας επένδυσης είναι μικρότερη από την ελάχιστη απόδοση-στόχο που έχει τεθεί, το gain standard deviation το οποίο μετράει τη μεταβλητότητα μόνο την περίοδο που υπάρχουν κέρδη και το loss standard deviation, αντίστοιχα, το οποίο μετράει τη μεταβλητότητα μόνο την περίοδο όπου υπάρχει ζημιά.¹⁶

Επιπλέον, στην κατηγορία αυτή ανήκουν και τα shortfall risk measures τα οποία αφορούν περιπτώσεις όπου οι αποδόσεις των επενδύσεων δεν μπορούν να φτάσουν την απόδοση-στόχο, μετρώντας το μέγεθος της πιθανής απώλειας που μπορεί να υποστεί ο ενδιαφερόμενος.

Ένα από τα σημαντικότερα shortfall risk measures, το οποίο χρησιμοποιείται ευρέως τα τελευταία χρόνια, είναι το Value at Risk (VaR)(Αξία σε Κίνδυνο). Η αξία σε κίνδυνο είναι το μέγιστο ποσό κεφαλαίου που αναμένεται να χάσει κάποιος σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, με συγκεκριμένη πιθανότητα. Με άλλα λόγια, η αξία σε κίνδυνο είναι η 95% ή 99% πιθανότητα, αναλόγως με το διάστημα εμπιστοσύνης, να μην έχει κάποιος απώλεια πάνω από την τιμή της αξίας σε κίνδυνο, ή διαφορετικά είναι η 5% ή 1% πιθανότητα να χάσει το πολύ όσο είναι η τιμή αυτής. Ο υπολογισμός της προκύπτει από την επίλυση της εξίσωσης

$$1 - c = \int_{-\infty}^{VaR(x)} f_r(u) du,$$

με $c = 95\%$ ή 99% και $f_r(u)$ να είναι η συνάρτηση πυκνότητας πιθανότητας των αποδόσεων. Συχνά, η αξία σε κίνδυνο υπολογίζεται και διαγραμματικά παίρνοντας το διάγραμμα κατανομής των αποδόσεων και των αντίστοιχων πιθανοτήτων, τοποθετώντας τις τιμές σε αύξουσα σειρά.

Πολλές φορές, μαζί με την αξία σε κίνδυνο υπολογίζουμε και την υπό συνθήκη αξία σε κίνδυνο (expected shortfall)(CvaR), η οποία μετράει την αναμενόμενη ζημιά

¹⁶ Μερσινιάς Νικόλαος (2012), *Ανάλυση των Στρατηγικών των Hedge Funds*, p. 64

του χαρτοφυλακίου υπό τον όρο πως η ζημιά υπερβαίνει την αξία σε κίνδυνο και μας δίνει επιπλέον πληροφορίες για το μέγεθος της αναμενόμενης ζημιάς. Η υπό συνθήκη αξία σε κίνδυνο δίνεται από τον τύπο

$$CVaR(x) = E(R \mid R \leq VaR(x)).$$

3.4.2 Μέτρα Κινδύνου Drawdown

Εκτός από τα παραπάνω μέτρα κινδύνου, υπάρχουν και άλλα μέτρα τα οποία χρησιμοποιούνται ευρέως στον κόσμο των Hedge Funds. Τα μέτρα αυτά είναι τα drawdown risk measures. Ως μείωση drawdown ορίζεται η απώλεια του διαχειριστή ή επενδυτή να μην πουλήσει στην υψηλότερη τιμή του ένα επενδυτικό προϊόν. Ένα τέτοιο μέτρο κινδύνου δείχνει την πτώση της αξίας ενός χαρτοφυλακίου από ένα προηγούμενο υψηλό σημείο, κατά τη διάρκεια μιας περιόδου.

Ένα drawdown risk measure είναι το uninterrupted drawdown, το οποίο υπολογίζει το διάστημα κατά τη διάρκεια του οποίου η αξία του χαρτοφυλακίου μειώνεται συνεχώς. Το peak to valley drawdown παρουσιάζει τη συνολική πτώση της αξίας του χαρτοφυλακίου από τη μέγιστη στην ελάχιστη τιμή, ενώ το recovery time αφορά το χρόνο τον οποίο χρειάζεται το χαρτοφυλάκιο προκειμένου να επανέλθει η αξία του στην αρχική της τιμή, δηλαδή στην τιμή πριν της πτώσης.

Τέλος, αξίζει να αναφερθεί ο συντελεστής beta ο οποίος αποτελεί ένα από τα γνωστότερα μέτρα κινδύνου, τόσο για επενδυτές, όσο και για οικονομικούς αναλυτές. Ο συντελεστής beta αποτελεί ένα μέτρο ευαισθησίας των μεταβολών μιας μετοχής ή ενός χαρτοφυλακίου ως προς τις μεταβολές της αγοράς. Μας πληροφορεί για το πως συμπεριφέρεται ένα Hedge Fund σε σχέση με τον δείκτη της αγοράς μετοχών (συνήθως χρησιμοποιείται ο Standard and Poor's 500). Ο τύπος βάση του οποίου υπολογίζεται είναι

$$b_i = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2},$$

όπου σ_{im} είναι η συνδιακύμανση των αποδόσεων της μετοχής με αυτές της αγοράς και σ_m^2 η διακύμανση των αποδόσεων της αγοράς. Όταν ο συντελεστής beta είναι ίσος με τη μονάδα, το Hedge Fund τείνει να κινείται ανάλογα με την αγορά μετοχών. Όταν είναι μεγαλύτερος της μονάδας τότε το fund είναι πιο επικίνδυνο από την αγορά μετοχών, ενώ όταν είναι μικρότερος αυτής έχει μικρότερο βαθμό κινδύνου από την αγορά.

3.5 Προσαρμοσμένα Μέτρα Απόδοσης και Κινδύνου

Το βασικότερο δίπολο για την αξιολόγηση κάθε επένδυσης, επομένως και για τα Hedge Funds, είναι η απόδοση και ο κίνδυνος. Αυτά αποτελούν τα βασικότερα μέτρα τα οποία υπολογίζει και αναλύει κάθε ενδιαφερόμενος για επενδύσεις, πρώτου πάρει τις τελικές του αποφάσεις. Όπως είναι γνωστό, τόσο οι επενδυτές, όσο και οι διαχειριστές κεφαλαίων επιδιώκουν όσο γίνεται μεγαλύτερες αποδόσεις με τον μικρότερο δυνατό κίνδυνο. Για να αποκομίσει όμως κάποιος μεγαλύτερη απόδοση, είναι σίγουρο πως πρέπει να αναλάβει και μεγαλύτερο βαθμό κινδύνου. Το γεγονός

αυτό θέτει ένα τεράστιο δίλημμα στους επενδυτές ή διαχειριστές κεφαλαίων ως προς τις επολογές των χρηματοοικονομικών προϊόντων που θα κάνουν, διότι θα πρέπει να επιλέξουν τον συνδυασμό απόδοσης-κινδύνου εκείνον, τον οποίο μπορούν να διαχειριστούν.

Πολλές φορές, ο υπολογισμός της απόδοσης και του κινδύνου μιας επένδυσης δεν επαρκεί προκειμένου να γίνουν συγκρίσεις μεταξύ διαφόρων Hedge Funds. Για το λόγο αυτό έχουν δημιουργηθεί κάποια νέα μέτρα τα οποία συνδυάζουν στους υπολογισμούς τους τόσο την απόδοση, όσο και τον κίνδυνο. Τα μέτρα αυτά είναι τα προσαρμοσμένα μέτρα απόδοσης και κινδύνου (risk-adjusted performance measures) τα οποία δίνουν αξιόπιστα αποτελέσματα, όπως επίσης και τη δυνατότητα εύκολης σύγκρισης δύο ή περισσότερων επενδύσεων, προκειμένου κάθε ενδιαφερόμενος να είναι σε θέση να επιλέξει εκείνη την επένδυση που βρίσκει καταλληλότερη για τον ίδιο.

Το σημαντικότερο και περισσότερο ευρέως διαδεδομένο μέτρο αυτής της κατηγορίας είναι ο λόγος του Sharpe (Sharpe Ratio, 1966). Ο λόγος αυτός υπολογίζει την πρόσθετη απόδοση για κάθε επιπλέον μονάδα κινδύνου και αποτελεί καθαρό αριθμό, απαλλαγμένο από μονάδες μέτρησης. Υπολογίζεται διαιρώντας την πρόσθετη απόδοση (όπου είναι η διαφορά της απόδοσης του χαρτοφυλακίου από την απόδοση του περιουσιακού στοιχείου χωρίς κίνδυνο) με την τυπική απόκλιση (μεταβλητότητα) του χαρτοφυλακίου. Ο τύπος υπολογισμού είναι

$$\text{Sharpe Ratio} = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p},$$

όπου R_p είναι η απόδοση του χαρτοφυλακίου ή του Hedge Fund, R_f η απόδοση του περιουσιακού στοιχείου χωρίς κίνδυνο και σ_p η μεταβλητότητα του χαρτοφυλακίου ή του Hedge Fund. Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του Sharpe Ratio, τόσο καλύτερη είναι η επένδυση ή αντίστοιχα, το Hedge Fund που εξετάζεται. Υψηλή τιμή του λόγου Sharpe, σημαίνει πως η επένδυση έχει υψηλή απόδοση για το επίπεδο κινδύνου που έχει αναλάβει. Ο λόγος του Sharpe δίνει εικόνα στον επενδυτή συγκρίνοντας το λόγο μιας επένδυσης, με αυτόν μιας άλλης.

Ένα άλλο μέτρο, παρόμοιο με το παραπάνω, αποτελεί ο λόγος του Sortino (Sortino Ratio, 1981). Ο λόγος του Sortino υπολογίζει την πρόσθετη απόδοση για κάθε επιπλέον μονάδα κινδύνου, όπως και ο λόγος του Sharpe, όμως είναι βασισμένος στην downside deviation αντί της τυπικής απόκλισης. Δηλαδή, ασχολείται και υπολογίζει το αρνητικό μέρος της μεταβλητότητας του fund. Οι κινήσεις που γίνονται προς τα πάνω θεωρούνται επιθυμητές και δεν υπολογίζονται. Ο τύπος υπολογισμού είναι

$$\text{Sortino Ratio} = \frac{R_p - R_f}{DD_p},$$

με DD_p να είναι η Downside Deviation του χαρτοφυλακίου. Υψηλή τιμή του Sortino Ratio, σημαίνει πως η πιθανότητα να πραγματοποιηθούν υψηλές ζημιές στην επένδυση που εξετάζεται, είναι μικρή. Άρα λοιπόν, όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του Sortino Ratio, τόσο το καλύτερο. Ο δείκτης αυτός είναι ιδιαίτερα χρήσιμος για αποδόσεις χαρτοφυλακίων που δεν είναι κανονικά κατανομημένες.

Ο Omega Ratio αποτελεί με τη σειρά του ένα από τα πιο σημαντικά και χρήσιμα προσαρμοσμένα μέτρα απόδοσης και κινδύνου ενός περιουσιακού στοιχείου, χαρτοφυλακίου ή στρατηγικής μιας επένδυσης. Μπορούμε να πούμε πως μοιάζει σε

μεγάλο βαθμό με το λόγο του Sharpe, με τη μόνη διαφορά πως ο Omega Ratio δίνει τη δυνατότητα να λαμβάνονται υπόψη όλες οι χρονικές στιγμές της κατανομής των αποδόσεων. Ο λόγος αυτός δημιουργήθηκε από τους Keating και Shadwick το 2002 και ορίζεται ως ο σταθμισμένος λόγος των πιθανοτήτων των κερδών έναντι των ζημιών μιας επένδυσης, για κάποια προκαθορισμένη απόδοση-στόχο. Αποτελεί ένα σχετικό μέτρο της πιθανότητας επίτευξης μιας δεδομένης απόδοσης, όπως μία ελάχιστη αποδεκτή απόδοση ή μία απόδοση-στόχος και δεν υποθέτει κανονική κατανομή των αποδόσεων. Ο Omega Ratio δίνεται από τον τύπο

$$\Omega(r) = \frac{\int_r^{\infty} (1-F(x))dx}{\int_{-\infty}^r F(x)dx},$$

όπου $F(x)$ είναι η αθροιστική συνάρτηση κατανομής των αποδόσεων (δηλαδή η πιθανότητα πως η απόδοση θα είναι μικρότερη του x) και r η ελάχιστη αποδεκτή απόδοση που επιλέγεται από τον επενδυτή. Όσο υψηλότερη είναι η τιμή του Omega Ratio, τόσο περισσότερα είναι τα κέρδη σε σχέση με τις ζημιές για κάποιο συγκεκριμένο όριο απόδοσης r . Συνεπώς, οι μεγαλύτερες τιμές του λόγου Omega προτιμώνται από τους επενδυτές.

Κάποια σημαντικά χαρακτηριστικά του Omega Ratio είναι τα παρακάτω.

- > Ανάμεσα σε χαρτοφυλάκια με ίδιες προβλεπόμενες αποδόσεις, οι επενδυτές θα πρέπει να προτιμούν αυτό με τη μεγαλύτερη τιμή Omega Ratio. Το παραπάνω μεγιστοποιεί τη δυνατότητα για πραγματοποίηση του επιθυμητού επιπέδου απόδοσης και ελαχιστοποιεί την πιθανότητα ακραίων απωλειών.
- > Στον υπολογισμό του λόγου, λαμβάνεται υπόψη ολόκληρη η κατανομή των αποδόσεων, συμπεριλαμβανομένων όλων των υψηλών τιμών.
- > Όταν η τιμή της ελάχιστης αποδεκτής απόδοσης είναι ίση με τη μέση απόδοση, ο λόγος ισούται με τη μονάδα.
- > Ο λόγος Omega μειώνεται καθώς αυξάνεται η απόδοση όριο.
- > Δεν ελαχιστοποιεί τη μεταβλητότητα, όμως μειώνει την πιθανότητα για ακραίες απώλειες.

Δύο ακόμη μέτρα τα οποία αξίζει να αναφερθούν είναι ο δείκτης Jensen's Alpha (Jensen's Alpha Ratio, 1968) και ο δείκτης του Treynor (Treynor Ratio). Οι συγκεκριμένοι δείκτες αναπτύχθηκαν στο μοντέλο αποτίμησης κεφαλαιουχικών αγαθών (Capital Asset Pricing Model, CAMP) το οποίο στην ουσία χωρίζει τον κίνδυνο σε δύο μέρη, στον συστηματικό και τον ειδικό ή μη συστηματικό κίνδυνο. Σύμφωνα με το μοντέλο αυτό, ο κίνδυνος που υπάρχει είναι μόνο ο συστηματικός κίνδυνος διότι υποθέτει πως έχουμε να κάνουμε με ένα τέλεια διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο.

Ο δείκτης Jensen's Alpha χρησιμοποιείται σπάνια στον κόσμο των Hedge Funds και μας πληροφορεί για τη διαφορά που προκύπτει μεταξύ της πραγματικής απόδοσης του χαρτοφυλακίου και της αναμενόμενης που υπολογίζει το μοντέλο CAMP. Με άλλα λόγια, υπολογίζει την υπεραπόδοση που μπορεί να προκύψει σε σχέση με την αναμενόμενη απόδοση που έχει υπολογιστεί από τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου που αναλαμβάνει κάποιος.

Ο τύπος υπολογισμού του δείκτη είναι

$$\text{Jensen's Alpha Ratio} = R_p - E(R_p),$$

όπου R_p είναι η πραγματική απόδοση του χαρτοφυλακίου και $E(R_p)$ η αναμενόμενη απόδοση. Η αναμενόμενη απόδοση υπολογίζεται από τον

$$E(R_p) = R_f + b_i[E(R_m) - R_f],$$

με R_f να είναι η απόδοση χωρίς κίνδυνο, b_i ο συντελεστής συστημικού κινδύνου και $E(R_m)$ η αναμενόμενη απόδοση της αγοράς.

Τέλος, έχουμε το λόγο του Treynor ο οποίος είναι παρόμοιος με το λόγο του Sharpe, με τη διαφορά ότι στον παρονομαστή υπολογίζει μόνο το συστημικό κίνδυνο και όχι τον συνολικό. Υπολογίζεται βάσει του τύπου

$$\text{Treynor Ratio} = \frac{R_p - R_f}{b_i},$$

όπου R_p είναι η πραγματική απόδοση του χαρτοφυλακίου, R_f η απόδοση χωρίς κίνδυνο και b_i ο συντελεστής συστημικού κινδύνου. Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του δείκτη, τόσο καλύτερα συμπεριφέρεται το χαρτοφυλάκιο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο

Αριθμητική Εφαρμογή στα Hedge Funds

4.1 Εισαγωγή

Στο τέταρτο και τελευταίο κεφάλαιο της εργασίας γίνεται αριθμητική εφαρμογή στα Hedge Funds, προσαρμοσμένη σε πραγματικά γεγονότα, μέσω της οποίας θα γίνει προσπάθεια να αναλύσουμε και να κατανοήσουμε καλύτερα όλα αυτά για τα οποία μιλήσαμε και αναπτύξαμε στα προηγούμενα κεφάλαια. Μέσω διαφόρων υπολογισμών, πινάκων και διαγραμμάτων θα προσπαθήσουμε ουσιαστικά, περιεκτικά και με όσο το δυνατόν πιο κατανοητό τρόπο, να αντιληφθούμε και να κατανοήσουμε τη συμπεριφορά των Hedge Funds μέσω των διαφόρων μεταβολών στις μηνιαίες αποδόσεις τους.

Με λίγα λόγια, θα μπορούσαμε να πούμε πως το τελευταίο αυτό κομμάτι της εργασίας αφορά την ανάλυση ορισμένων επιλεγμένων Hedge Funds, από τις παραπάνω αναφερόμενες στρατηγικές, τον υπολογισμό της απόδοσής τους και του κινδύνου αυτών. Για την εμπειρική εφαρμογή επιλέχθηκαν 2 - 4 Hedge Funds, ανάλογα με την κατηγορία τους, από κάθε μία στρατηγική που έχει αναλυθεί στο δεύτερο κεφάλαιο της εργασίας. Τα ιστορικά στοιχεία των επιλεγμένων Hedge Funds, αντλήθηκαν από τις βάσεις δεδομένων της IASG (www.iasg.com) και της Hedge Fund Research, Inc (www.hedgefundresearch.com), για ένα αρκετά μεγάλο χρονικό διάστημα. Οι αποδόσεις που πήραμε από τις δύο αυτές βάσεις δεδομένων ήταν μηνιαίες και επί τοις 100 (%) και το διάστημα ήταν ικανοποιητικό προκειμένου να δούμε τη συμπεριφορά των δεικτών των Hedge Funds σε βάθος χρόνου υπολογίζοντας την μέση απόδοση, την μεταβλητότητα και διάφορα άλλα περιγραφικά μέτρα. Εν συνεχεία, δημιουργήθηκαν διάφορα γραφήματα για τα Hedge Funds της κάθε στρατηγικής προκειμένου να δούμε τη συμπεριφορά τους σε βάθος χρόνου και τις αυξομειώσεις που υπάρχουν στις αποδόσεις τους, αλλά και γραφήματα σύγκρισης μέσων αποδόσεων, μεταβλητότητας κτλ για όλα τα Funds της κάθε στρατηγικής μαζί, έτσι ώστε να παρατηρήσουμε τις διαφορές που παρουσιάζουν μεταξύ τους και το ποια από αυτά συμπεριφέρονται καλύτερα.

4.2 Δεδομένα και Επεξήγηση αυτών

Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν, συλλέχθηκαν από τις βάσεις δεδομένων των IASG και Hedge Fund Research, Inc. Αφορούν τους IASG και HFRI δείκτες, όπου ο κάθε δείκτης αντιπροσωπεύει μια ή και περισσότερες στρατηγικές των Hedge Funds. Οι δείκτες αυτοί, είναι σταθμισμένοι και ανανεώνονται τρεις φορές τον μήνα. Ο κάθε δείκτης αντιπροσωπεύει μία στρατηγική των Hedge Fund ή και περισσότερες (μπορεί να αντιπροσωπεύει και περισσότερες στην περίπτωση των Fund of Hedge Funds) και η αναφορά γίνεται σε μηνιαίες αποδόσεις.

Από τις βάσεις δεδομένων (databases) αντλήσαμε στοιχεία μηνιαίων αποδόσεων Hedge Funds των διαφόρων στρατηγικών, για ένα σχετικά μεγάλο (ικανοποιητικό για την πρακτική εφαρμογή) χρονικό διάστημα, από τον Ιανουάριο του 2000 έως και το

Νοέμβριο του 2015 (σε ορισμένα έως και τι Δεκέμβριο του 2015), δηλαδή για 14 χρόνια και 11 μήνες (221 μηνιαίες αποδόσεις συνολικά για κάθε Hedge Fund). Από όλα αυτά τα Funds επιλέχθηκαν τα 22 (δείκτες IASG και HFRI) που κρίθηκαν καταλληλότερα, με βάση το να είναι αρκετά γνωστά Hedge Funds, αλλά και να έχουμε αναλύσει στα προηγούμενα κεφάλαια τη στρατηγική που ακολουθεί το καθένα από αυτά. Οι δείκτες που επιλέχθηκαν αντιπροσωπεύουν τόσο μεμονωμένες στρατηγικές, τόσο συνολικές στρατηγικές μιας συγκεκριμένης κατηγορίας (δηλαδή διάφορες στρατηγικές που ανήκουν όμως στην ίδια κατηγορία Hedge Funds) αλλά και στρατηγικές Fund of Hedge Funds (δηλαδή διάφορες στρατηγικές από διάφορες κατηγορίες Hedge Funds που συνδυάζονται και αποτελούν ένα δείκτη).

Παρακάτω, θα επεξηγήσουμε λίγο καλύτερα τις στρατηγικές που ακολουθούν τα επιλεγμένα Funds, ώστε να γίνουν ακόμη πιο κατανοητές. Η πρώτη στρατηγική είναι η Long / Short Equity η οποία ανήκει στην κατηγορία των Directional Strategies (Κατευθυντικών Στρατηγικών). Η στρατηγική αυτή διατηρεί τόσο θέσεις long, όσο και short σε μετοχές και σε παράγωγα προϊόντα (derivatives) διαφόρων τίτλων. Περιλαμβάνει ένα μεγάλος εύρος επενδυτικών διαδικασιών, χρησιμοποιώντας τόσο θεμελιώδης, όσο και ποσοτικές τεχνικές για να καταλήξει στην τελική επενδυτική της απόφαση. Η συγκεκριμένη στρατηγική αναλόγως με το πια θα είναι η τελική επενδυτική της απόφαση και σε ποιους κλάδους θα επενδύσει, κάθε φορά αλλάζει το επίπεδο έκθεσής της στην αγορά (εξαρτάται από το ποσοστό long και short που κατέχει), το ποσοστό μόχλευσης που χρησιμοποιεί, το χρόνο κράτησης (holding period) και τις συγκεντρώσεις κεφαλαίου της αγοράς. Γενικά, η στρατηγική Long / Short Equity διατηρεί τουλάχιστον το 50% (μερικές φορές επενδύει εξ' ολοκλήρου) σε θέσεις τόσο long, όσο και short.

Μία άλλη στρατηγική είναι η Emerging Markets Strategy, η οποία ανήκει στην ίδια κατηγορία στρατηγικών με την προηγούμενη. Η στρατηγική αυτή αφορά τις αναδυόμενες οικονομίες / αγορές ή εκείνες που διαθέτουν μικρό ιστορικό λειτουργίας. Στον δείκτη της στρατηγικής αυτής περιλαμβάνονται σύνθετα σταθμισμένες, όλες οι στρατηγικές που ανήκουν σε αυτή την κατηγορία οι οποίες είναι οι Emerging Markets Asia, Emerging Markets Global, Emerging Markets Russian / Eastern Europe και Emerging Markets Latin America. Η στρατηγική αυτή μπορεί να αφορά οποιαδήποτε συναλλαγή και αγοροπωλησία μετοχών, προϊόντων, υλικών, πετρελαίου, φυσικού αερίου κτλ που συμβαίνει αποκλειστικά σε αυτές τις αναδυόμενες οικονομίες / αγορές.

Στη συνέχεια έχουμε την Global Macro Strategy, η οποία αποτελεί μία από τις πιο γνωστές και ευρέως διαδεδομένες στρατηγικές επένδυσης στον κόσμο των Hedge Funds. Η Global Macro στρατηγική ανήκει κι εκείνη με τη σειρά της στην ευρύτερη κατηγορία των κατευθυντικών στρατηγικών (Directional Strategies). Η στρατηγική αυτή περιλαμβάνει μια μεγάλη γκάμα στρατηγικών και η επενδυτική της διαδικασία στηρίζεται στις μεταβολές βασικών οικονομικών μεταβλητών και στις επιπτώσεις που αυτές έχουν στις μετοχές, σε τίτλους σταθερού εισοδήματος, σε σκληρά νομίσματα και στις αγορές εμπορευμάτων. Οι διαχειριστές χρησιμοποιούν μια ευρεία γκάμα τεχνικών όπως, διακριτή και συστηματική ανάλυση, συνδυασμό top down και bottom up θέσεων, θεμελιώδεις και ποσοτικές προσεγγίσεις, αλλά παίρνουν και θέσεις long, είτε short. Η επενδυτική θέση της στρατηγικής αυτής στηρίζεται από την μία στις προβλεπόμενες ή μελλοντικές μεταβολές των τιμών των τίτλων και από την άλλη στις μεταβολές των βασικών μακροοικονομικών μεταβλητών που επηρεάζουν τις τιμές των τίτλων.

Μία ακόμη στρατηγική επένδυσης είναι η Convertible Bond Arbitrage, η οποία ανήκει στις Non-Directional Strategies (μη-κατευθυντικές στρατηγικές). Η επενδυτική διαδικασία της στρατηγικής αυτής στηρίζεται στην πραγματοποίηση spread μεταξύ σχετικών τίτλων, όπου τουλάχιστον το ένα στοιχείο spread γίνεται σε έναν τίτλο μετατρέψιμου σταθερού εισοδήματος (συνήθως μετατρέψιμο ομόλογο). Η στρατηγική αυτή χρησιμοποιεί μια επενδυτική διαδικασία που σκοπεύει να απομονώσει ελκυστικές ευκαιρίες μεταξύ της τιμής ενός μετατρέψιμου τίτλου και ενός μη μετατρέψιμου τίτλου, όπου συνήθως εκδίδονται από τον ίδιο εκδότη. Οι θέσεις που δημιουργούνται στην στρατηγική αυτή διατηρούν χαρακτηριστικές ευαισθησίες με την πιστωτική ικανότητα του εκδότη, την μεταβλητότητα του υποκείμενου τίτλου (συνήθως τις μετοχές που συνδέονται με το μετατρέψιμο ομόλογο), το επίπεδο των επιτοκίων, την αποτίμηση των μετοχών του εκδότη και με άλλες ευαισθησίες της αγοράς.

Η πέμπτη στη σειρά στρατηγική, η οποία χρησιμοποιήθηκε στην εμπειρική μελέτη παρακάτω, είναι η Fixed - Income Arbitrage Strategy. Η επενδυτική διαδικασία της στρατηγικής αυτής στηρίζεται στην πραγματοποίηση spread μεταξύ σχετικών τίτλων, όπου τουλάχιστον το ένα στοιχείο spread γίνεται σε έναν εταιρικό τίτλο σταθερού εισοδήματος. Η στρατηγική αυτή χρησιμοποιεί μια επενδυτική διαδικασία που σκοπεύει να απομονώσει ελκυστικές ευκαιρίες μεταξύ μιας ποικιλίας τίτλων σταθερού εισοδήματος, συνήθως όμως το spread πραγματοποιείται μεταξύ εταιρικών ομολόγων ή μεταξύ ενός εταιρικού ομολόγου και ενός κρατικού χωρίς - κίνδυνο ομολόγου. Η στρατηγική αυτή κατά κύριο λόγο διαθέτει θέσεις arbitrage και η έκθεση της στην αγορά είναι ελάχιστη έως ανύπαρκτη.

Συνεχίζοντας, έχουμε την Equity Market Neutral στρατηγική η οποία αποτελεί επίσης μία μη-κατευθυντική στρατηγική. Η στρατηγική αυτή χρησιμοποιεί εξελιγμένες ποσοτικές τεχνικές ανάλυσης των τιμών ώστε να εξάγει πληροφορίες για τις μελλοντικές κινήσεις αυτών και των σχέσεων μεταξύ διαφόρων τίτλων, διαλέγοντας τίτλους για αγορά και πώληση. Οι τεχνικές αυτές είναι είτε Factor-Based και ή Statistical Arbitrage/Trading Strategies. Σύμφωνα με την Factor-Based η επενδυτική θέση στηρίζεται στην συστηματική ανάλυση των σχέσεων μεταξύ των τίτλων. Τις περισσότερες φορές κατασκευάζονται χαρτοφυλάκια που είναι ουδέτερα (neutral) ως προς ένα ή περισσότερους συντελεστές και χρησιμοποιείται αρκετά η μόχλευση ώστε να ενισχύσει περισσότερο τις θέσεις του χαρτοφυλακίου, αυξάνοντας αρκετά και την απόδοση. Σύμφωνα με την Statistical Arbitrage/Trading Strategies η επενδυτική θέση στηρίζεται στην εκμετάλλευση των ανωμαλιών της τιμολόγησης που μπορεί να συμβούν σε συνάρτηση με τον υπολογισμό της αναμενόμενης μέσης απόδοσης των τίτλων. Πολλοί διαχειριστές που δεν είναι απόλυτα σίγουροι για το κατά πόσο μια τιμή ενός τίτλου είναι σε χαμηλότερη τιμή από την κανονική, χρησιμοποιούν επιπλέον τεχνικές όπως οι Trading Strategies για να πάρουν νέες πληροφορίες για τις τιμές των τίτλων. Το βασικό χαρακτηριστικό της στρατηγικής Equity Market Neutral είναι ότι η καθαρή έκθεση της στην αγορά μετοχών δεν ξεπερνάει το 10%, είτε σε θέσεις long, είτε σε short.

Η επόμενη στρατηγική είναι η Merger Arbitrage Strategy, η οποία ανήκει στην ευρύτερη κατηγορία των Event Driven στρατηγικών. Η επενδυτική διαδικασία της στρατηγικής αυτής επικεντρώνεται σε ευκαιρίες που προκύπτουν σε μετοχές και τίτλους εταιριών που βρίσκονται σε διαδικασίες επιχειρηματικών συναλλαγών, κυρίως συγχωνεύσεων ή εξαγορών. Οι διαχειριστές παίρνουν θέσεις αφού ανακοινωθούν επίσημα οι συγχωνεύσεις, είτε οι εξαγορές αντίστοιχα, και αποφεύγουν να έχουν έκθεση σε αυτές τις καταστάσεις των συναλλαγών αν δεν

ανακοινωθούν επίσημα οι παραπάνω επιχειρηματικές συναλλαγές. Η στρατηγική αυτή έχει πάνω από το 75% των θέσεων της στις εταιρίες, αφού ανακοινώσουν επίσημα τις συναλλαγές τους.

Επιπρόσθετα, έχουμε την Distressed Securities Strategy η οποία επίσης ανήκει στις Event Driven στρατηγικές. Η επενδυτική διαδικασία της στρατηγικής αυτής επικεντρώνεται σε μεθόδους fixe income (αναλύθηκε στο κεφάλαιο 2) για εταιρίες, κυρίως ασχολείται με εταιρίες που έχουν πιστωτικά προβλήματα και διαπραγματεύονται σε χαμηλότερες τιμές από τις κανονικές, είτε γιατί βρίσκονται σε τυπική διαδικασία χρεοκοπίας είτε γιατί η αγορά αντιλαμβάνεται άμεσες εξελίξεις για αυτές τις εταιρίες. Οι διαχειριστές έρχονται σε επαφή με την διοίκηση των εταιριών αυτών και συχνά μπαίνουν σε διαδικασίες διαπραγμάτευσης των τίτλων αυτών μέσω αγοράς μετοχών ή swaps. Η στρατηγική αυτή των αναδιαρθρωμένων τίτλων (Distressed Securities) ασχολείται κυρίως (πάνω από 60%) με τίτλους εταιριών που αντιμετωπίζουν διάφορα πιστωτικά προβλήματα, αλλά διατηρεί και ένα μέρος μετοχών από κανονικές εταιρίες χωρίς προβλήματα.

Ολοκληρώνοντας, έχουμε τη Relative Value Strategy. Οι διαχειριστές Hedge Funds της συγκεκριμένης στρατηγικής ακολουθούν θεμελιώδεις και ποσοτικές τεχνικές για να δημιουργήσουν τις επενδυτικές θέσεις, χρησιμοποιώντας διάφορους τύπους τίτλων όπως μετοχές, τίτλους σταθερού εισοδήματος, παράγωγα προϊόντα και άλλους. Η στρατηγική αυτή ακολουθεί και στρατηγικές fixed income, οι οποίες σε συνδυασμό με ποσοτικές μεθόδους προσπαθούν να υπολογίσουν τις σχέσεις που υπάρχουν μεταξύ των τίτλων ή να εντοπίσουν επενδυτικές ευκαιρίες που προκύπτουν σε θέσεις, λόγω της διαφοράς της τιμής (spread) μεταξύ δύο τίτλων.

4.3 Πίνακες και Γραφήματα

Στην ενότητα αυτή, αρχικά παρουσιάζονται σε έναν συγκεντρωτικό πίνακα τα Hedge Funds τα οποία χρησιμοποιήθηκαν στην εμπειρική εφαρμογή, για κάθε μία από τις στρατηγικές που αναλύσαμε παραπάνω. Στη συνέχεια, θα δούμε κάποια περιγραφικά μέτρα τα οποία υπολογίστηκαν για καθένα από τα Funds αυτά, καθώς επίσης και διάφορα γραφήματα τα οποία θα μας βοηθήσουν να παρατηρήσουμε τη συμπεριφορά των Hedge Funds και τις μεταβολές που παρουσιάζουν σε βάθος χρόνου.

4.3.1 Πίνακες και Ανάλυση πινάκων

Παρακάτω, στον Πίνακα 1 μπορούμε να δούμε σε αλφαβητική σειρά όλα τα Hedge Funds τα οποία επιλέχθηκαν προς μελέτη και ανάλυση, τη στρατηγική που ακολουθεί το καθένα, καθώς επίσης και το χρονικό διάστημα από το οποίο αντλήσαμε τις μηνιαίες αποδόσεις τους και υπολογίσαμε τα διάφορα περιγραφικά μέτρα.

Πίνακας 4.1: *Hedge Funds και Στρατηγικές*

AA	Hedge Fund	Investment Strategy	Start Date	Expiration Date
1	Acuity Investment Manafement, LLC	Emerging Markets	Ιαν-00	Νοε-15
2	Angle Capital Management LLC	Equity Market Neutral	Ιαν-00	Νοε-15
3	Blackheath Fund Management Inc	Fixed - Income Arbitrage	Ιαν-00	Νοε-15
4	Briarwood Capital Management, Inc	Long / Short Equity	Ιαν-00	Νοε-15
5	Boston & Zechiel Management, LLC	Aggressive Growth	Ιαν-00	Νοε-15
6	Clarke Capital Management	Global Macro	Φεβ-96	Δεκ-15
7	Covenant Capital Management	Aggressive Growth Program	Ιαν-00	Νοε-15
8	Diversified Capital Management	Convertible Bond Arbitrage	Ιαν-00	Νοε-15
9	Goldenwise Capital Management Inc	Multi Strategy: Relative Value, Long / Short Equity, Arbitrage, Global Macro	Ιαν-00	Δεκ-15
10	Mulvaney Capital Management	Global Macro	Μαϊ-99	Νοε-15
11	Purple Valley Capital, Inc.	Equity Market Neutral	Ιαν-00	Δεκ-15
12	Quantmetrics Capital Management LLP	Multi Strategy: Equity Market Neutral, Emerging Markets	Ιαν-00	Νοε-15
13	Quest Partners LLC	Equity Long Program	Ιαν-00	Δεκ-15
14	Quest Partners LLC	Fixed - Income Hedge Program	Ιαν-00	Δεκ-15
15	Red Rock Capital, LLC	Long / Short Equity	Ιαν-00	Δεκ-15
16	Red Rock Capital, LLC	Systematic Global Macro	Ιαν-00	Δεκ-15
17	Salus Alpha Capital Ltd	Equity Market Neutral	Ιαν-00	Νοε-15
18	Sandpiper Asset Management	Global Macro	Ιαν-00	Δεκ-15
19	Seven Capital Management	Absolute Return Program	Ιαν-00	Νοε-15
20	Systematic Alpha Management	Multi Strategy: Emerging Markets, Equity Market Neutral	Ιαν-00	Δεκ-15
21	Three Rock Capital Management	Global Macro Program	Ιαν-00	Δεκ-15
22	Turk Capital LLC	Equity Long / Short	Ιαν-00	Δεκ-15

Στη συνέχεια, παρουσιάζονται οι Πίνακας 2 και Πίνακας 3, οι οποίοι περιέχουν διάφορα περιγραφικά μέτρα των Hedge Funds (μέτρα απόδοσης, μέτρα κινδύνου και προσαρμοσμένα μέτρα κινδύνου/απόδοσης) όπου υπολογίσαμε για να κατανοήσουμε καλύτερα την αποτελεσματικότητα και κερδοφορία του καθενός αμοιβαίου κεφαλαίου αντιστάθμισης κινδύνου. Τα μέτρα τα οποία θα δούμε παρακάτω είναι η μέση απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου, το μέσο κέρδος, η μέση ζημία, η μεταβλητότητα (τυπική απόκλιση), η κύρτωση, η ασυμμετρία, η Αξία-σε-Κίνδυνο για διάστημα εμπιστοσύνης 95%, ο λόγος κέρδους προς ζημία, η Downside Deviation 0% (DD), ο Sharpe Ratio 0% και τέλος, ο Sortino Ratio 0%. Επισημαίνεται πως τα στοιχεία είναι εκφρασμένα σε μηνιαία βάση και επί τοις 100%. Επίσης, αυτή τη φορά τα Hedge Funds παρουσιάζονται ομαδοποιημένα ανά στρατηγική επένδυσης και όχι με αλφαβητική σειρά όπως προηγουμένως, με έντονη γραφή παρουσιάζονται τα στοιχεία με τη μεγαλύτερη τιμή, ενώ με πλάγια έντονη γραφή εκείνα με τη μικρότερη τιμή.

Παρατηρώντας τους παρακάτω Πίνακα 2 και Πίνακα 3, βλέπουμε πως το Hedge Fund με τη μεγαλύτερη μέση απόδοση είναι το Goldenwise Capital Management Inc (Multi Strategy), με ποσοστό 3,37%. Επίπλέον, παρατηρούμε πως διαθέτει τη μεγαλύτερη τιμή στον Gain to Loss Ratio η οποία είναι 6,19%, όπως επίσης και στους Sharpe και Sortino Ratio με τιμές 0,59% και 1,67%, αντίστοιχα. Ορισμένες πρόσθετες πληροφορίες για το Fund αυτό είναι πως τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή διαθέτει στο ενεργητικό του \$55 εκατομμύρια δολάρια, το ελάχιστο ποσό επένδυσης σε αυτό ανέρχεται στις \$220 χιλιάδες δολάρια, η αμοιβή του διαχειριστή του είναι 2% επί του συνολικού ενεργητικού του Fund και η αμοιβή απόδοσής του, αγγίζει το 20%.

Συνεχίζοντας, παρατηρούμε πως το Purple Valley Carital, Inc Fund (Equity Market Neutral Stratedy) κατέχει το μεγαλύτερο ποσοστό μέσου κέρδους (10,89%) από όλα τα υπόλοιπα Funds, καθώς επίσης και τα μεγαλύτερα ποσοστά σε Volatility με 12,65%, σε 95%VaR με 18.68% και στην Downside Deviation με 6.34%. Επιπρόσθετα, βλέπουμε πως εδώ έχουμε και το μεγαλύτερο αρνητικό ποσοστό μέσης ζημίας, το -7,24% (το αρνητικό πρόσημο ωφείλεται στο ότι έχουμε ζημία), το οποίο θα πρέπει να μας προβληματίσει για τις απώλειες που σημειώνει το αμοιβαίο αυτό κεφάλαιο. Το συγκεκριμένο Hedge Fund διαθέτει \$4.7M στο ενεργητικό του, με ελάχιστο ποσό επένδυσης τις \$100 χιλιάδες, management fee 2% και perfection/incentive fee 20%.

Το Acuity Investment Management, LLC (Emerging Markets Strategy) φαίνεται να κατέχει το μικρότερο ποσοστό μέσης απόδοσης με -0,84%, πράγμα το οποίο σημαίνει πως δεν διαθέτει ιδιαίτερα καλές μηνιαίες αποδόσεις και ίσως να μην αποτελεί μία ορθή επιλογή επένδυσης. Επιπλέον, παρατηρείται να έχει τα μικρότερα ποσοστά στον λόγο Κέρδους προς Ζημία με 0,78%, στον Sharpe Ratio με -0,11% και στο Sortino Ratio με -0,13%. Ένα, επίσης, αρνητικό στοιχείο του συγκεκριμένου Fund είναι πως κατέχει το μεγαλύτερο ποσοστό στην Downside Deviation με 6,34% που σημαίνει πως αποτελεί ίσως το πιο ακατάλληλο Fund προς επένδυση μεταξύ των επιλεγμένων της εργασίας αυτής. Αυτό είναι φανερό και από το γεγονός ότι διαθέτει στο ενεργητικό του μόλις \$199 χιλιάδες δολάρια, συγκριτικά με τα υπόλοιπα που διαθέτουν πολύ περισσότερα.

Ένα άλλο Fund με πολύ χαμηλά ποσοστά στις αποδόσεις και τα κέρδη του είναι το Diversified Capital Management (Convertible Bond Arbitrage). Το Fund αυτό κατέχει τη μικρότερη τιμή μέσου κέρδους με 0,28%, τη μικρότερη τιμή στην τυπική

απόκλιση με 0,45%, καθώς και τα μικρότερα ποσοστά στο 95%VaR με 0,69% και στη DD με 0,32%. Ως θετικό στοιχείο θα μπορούσαμε να αναφέρουμε το γεγονός ότι εμφανίζει το μικρότερο αρνητικό ποσοστό μέσης ζημίας σε σχέση με τα υπόλοιπα Hedge Fund. Το συγκεκριμένο, διαθέτει μόλις \$228 χιλιάδες δολάρια στο ενεργητικό του σήμερα, με ελάχιστο ποσό επένδυσης τις \$225 χιλιάδες δολάρια.

Συνεχίζοντας, παρατηρούμε ότι το Boston & Zechiel Management, LLC Fund (Aggressive Growth) παρουσιάζει το μεγαλύτερο ποσοστό κύρτωσης μεταξύ όλων, με 16,57%, πράγμα το οποίο σημαίνει πως η κατανομή των μηνιαίων αποδόσεων του συγκεκριμένου Hedge Fund είναι λεπτόκυρτη με αρκετά μεγάλο βαθμό κύρτωσης. Επιπλέον, για το εξεταζόμενο χρονικό διάστημα, διαθέτει αρνητικό ποσοστό ασυμμετρίας (-1,96%) και μάλιστα τη μικρότερη τιμή από όλα τα επιλεγμένα Funds. Αρνητική ασυμμετρία σημαίνει πως το Boston & Zechiel Management Fund παρουσιάζει πολλά μικρά κέρδη και λιγότερες αλλά πολύ σημαντικές ζημιές. Η μέση απόδοση του Fund αυτού είναι πολύ μικρή με ποσοστό 0,45% και η Αξία-σε-Κίνδυνο για διάστημα εμπιστοσύνης 95% είναι ιδιαίτερα υψηλή με 11,95%.

Το Sandpiper Asset Management Fund θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως ένα μέτριο προς επένδυση Fund τόσο λόγω των αποδόσεών του, όσο και λόγω της ασυμμετρίας που παρουσιάζει. Παρατηρείται πως η μέση απόδοσή του βρίσκεται σε ένα μέτριο επίπεδο, στο 1,24%, συγκριτικά με τα υπολοίπα Hedge Funds, το ποσοστό του μέσου κέρδους του είναι ικανοποιητικό στο 4,59% και η ασυμμετρία του υπολογίζεται στο 1,45%, πράγμα το οποίο σημαίνει πως το συγκεκριμένο αμοιβαίο κεφάλαιο αντιστάθμισης κινδύνου παρουσιάζει πολλές μικρές ζημιές και λιγότερα αλλά μεγάλα κέρδη. Είναι αξιοσημείωτο να αναφερθεί πως τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή τα κεφάλαια που διαθέτει στο ενεργητικό του το Sandpiper Asset Management Fund αγγίζουν τα \$19.1 εκατομμύρια δολάρια, με ελάχιστο ποσό επένδυσης σε αυτό το \$1 εκατομμύριο δολάρια. Επίσης, δεν δίνεται αμοιβή διαχείρισης για το Fund αυτό, όμως η αμοιβή θετικής απόδοσής του φτάνει το 30% του ενεργητικού του.

Ένα αρκετά αποδοτικό Fund αποδεικνύεται πως είναι το Red Rock Capital, LLC. Η μέση απόδοσή του βρίσκεται στο 2,53% και αποτελεί τη δεύτερη καλύτερη μέση απόδοση μεταξύ των επιλεγμένων προς μελέτη Funds. Ο λόγος Κέρδους προς Ζημία είναι κι εκείνος ιδιαίτερα καλός με ποσοστό 4,29%, καθώς επίσης και οι Sharpe και Sortino Ratios με ποσοστά 0,48% και 1,44%, αντίστοιχα. Υψηλή τιμή του λόγου του Sharpe, σημαίνει πως η επένδυση έχει υψηλή απόδοση για το επίπεδο κινδύνου που αναλαμβάνει, ενώ υψηλή τιμή στον λόγο του Sortino, σημαίνει πως η πιθανότητα να πραγματοποιηθούν υψηλές ζημιές στην επένδυση που εξετάζεται, είναι μικρή. Στο Red Rock Capital, LLC παρατηρείται πως τα ποσοστά στους Sharpe και Sortino Ratios είναι τα δεύτερα υψηλότερα μεταξύ όλων των επιλεγμένων Funds, πράγμα το οποίο μας πληροφορεί πως το συγκεκριμένο είναι ένα πολύ καλό και αποδοτικό Fund προς επένδυση. Παρακάτω βλέπουμε τους Πίνακα 2 και Πίνακα 3, αναλυτικά:

Πίνακας 4.2: Μέτρα Απόδοσης και Κινδύνου (Μέρος 1)

Strategy	Hedge Fund	Μέση Απόδοση	Μέσο Κέρδος	Μέση Ζημιά	Standard Deviation	Ασυμμετρία	Κύρτωση
Equity Market Neutral	Angle Capital Management LLC	1,27	6,43	-5,4	7,45	-0,38	0,09
	Purple Valley Capital, Inc.	2,13	10,89	-7,24	12,65	1,06	1,73
	Salus Alpha Capital Ltd	0,41	0,97	-1,08	1,41	-0,34	4,04
Global Macro	Clarke Capital Management	1,82	9,03	-4,44	10,68	2,52	11,33
	Mulvaney Capital Management	1,56	7,66	-6	8,85	0,74	2,74
	Sandpiper Asset Management	1,24	4,59	-3,48	5,64	1,45	4,78
	Three Rock Capital Management	0,69	2,32	-2,09	2,8	-0,28	0,7
Systematic Global Macro	Red Rock Capital, LLC	0,87	2,98	-2,32	3,76	1,29	4,44
Long / Short Equity	Briarwood Capital Management, Inc	0,58	2,81	-1,83	3,24	0,97	2,66
	Red Rock Capital, LLC	2,53	4,41	-3,08	5,13	1,05	1,89
	Turk Capital LLC	0,7	5,29	-3,82	5,97	0,59	1,55
Equity Long Program	Quest Partners LLC	0,76	2,41	-2,4	2,74	-0,34	-0,19
Fixed - Income Hedge Program	Quest Partners LLC	-0,02	0,71	-1,1	1,1	0,05	0,1
	Blackheath Fund Management Inc	-0,03	2,58	-2,56	3,33	-0,21	0,12
Convertible Bond Arbitrage	Diversified Capital Management	0,05	0,28	-0,48	0,45	-0,74	2,53
Aggressive Growth	Boston & Zechiel Management, LLC	0,45	5,58	-2,47	7,54	-1,96	16,57
	Covenant Capital Management	1,38	4,62	-3,73	5,74	0,89	1,86
Emerging Markets	Acuity Investment Manafement, LLC	-0,84	7,86	-6,06	8,69	0,21	0,85
Absolute Return Program	Seven Capital Management	0,18	1,55	-1,59	2,03	-0,5	0,53
Multi Strategy: Relative Value, Long / Short Equity, Arbitrage, Global Macro	Goldenwise Capital Management Inc	3,37	5,27	-2,75	5,55	0,69	2,02
Multi Strategy: Equity Market Neutral, Emerging Markets	Quantmetrics Capital Management LLP	1,02	2,31	-1,82	2,71	0,11	2,99
Multi Strategy: Emerging Markets, Equity Market Neutral	Systematic Alpha Management	0,32	1,68	-1,51	2,12	0,67	0,91

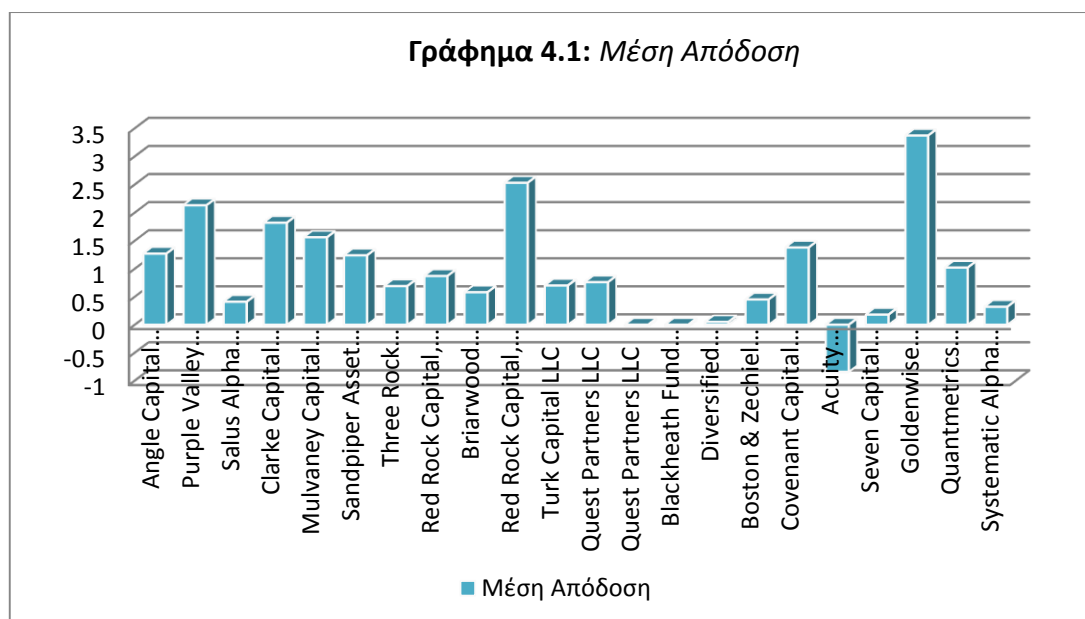
Πίνακας 4.3: Μέτρα Απόδοσης και Κινδύνου (Μέρος 2)

Strategy	Hedge Fund	VaR 95%	Profit / Loss Ratio	Downside Deviation 0%	Sharpe Ratio 0%	Sortino Ratio 0%
Equity Market Neutral	Angle Capital Management LLC	10,98	1,54	4,82	0,16	0,26
	Purple Valley Capital, Inc.	18,68	1,61	6,34	0,16	0,34
	Salus Alpha Capital Ltd	1,91	2,36	0,85	0,23	0,48
Global Macro	Clarke Capital Management	15,75	1,76	4,36	0,16	0,42
	Mulvaney Capital Management	13	1,61	4,95	0,17	0,31
	Sandpiper Asset Management	8,04	1,86	2,66	0,21	0,47
	Three Rock Capital Management	3,91	1,89	1,69	0,22	0,41
Systematic Global Macro	Red Rock Capital, LLC	5,32	1,94	1,82	0,21	0,48
Long / Short Equity	Briarwood Capital Management, Inc	4,75	1,66	1,69	0,15	0,34
	Red Rock Capital, LLC	5,91	4,29	1,76	0,48	1,44
	Turk Capital LLC	9,12	1,38	3,42	0,1	0,2
Equity Long Program	Quest Partners LLC	3,75	1,91	1,65	0,25	0,46
Fixed - Income Hedge Program	Quest Partners LLC	1,83	0,96	0,79	-0,09	-0,02
	Blackheath Fund Management Inc	5,44	0,97	2,42	-0,03	-0,01
Convertible Bond Arbitrage	Diversified Capital Management	0,69	1,36	0,32	-0,07	0,16
Aggressive Growth	Boston & Zechiel Management, LLC	11,95	1,28	5,78	0,05	0,08
	Covenant Capital Management	8,06	1,96	2,86	0,23	0,48
Emerging Markets	Acuity Investment Manafement, LLC	15,13	0,78	6,34	-0,11	-0,13
Absolute Return Program	Seven Capital Management	3,16	1,26	1,43	0,05	0,13
Multi Strategy: Relative Value, Long / Short Equity, Arbitrage, Global Macro	Goldenwise Capital Management Inc	5,76	6,19	2,02	0,59	1,67
Multi Strategy: Equity Market Neutral, Emerging Markets	Quantmetrics Capital Management LLP	3,44	2,78	1,45	0,34	0,7
Multi Strategy: Emerging Markets, Equity Market Neutral	Systematic Alpha Management	3,17	1,5	1,18	0,11	0,27

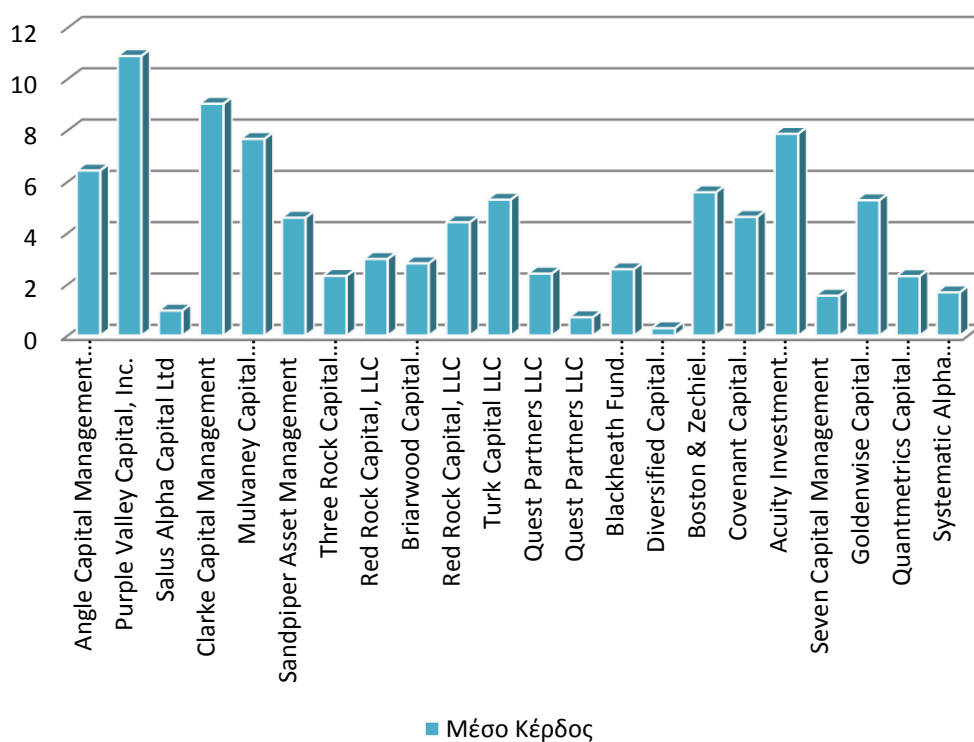
Βγάζοντας κάποια συμπεράσματα για τις στρατηγικές, θα μπορούσαμε να πούμε πως αρκετά καλή επιλογή για κάποιον επενδυτή στον οποίο αρέσει το ρίσκο και το αναζητά, θα ήταν το Purple Valley Capital, LLC Fund το οποίο ανήκει στην Equity Market Neutral Strategy. Το συγκεκριμένο, προσφέρει αρκετά μεγάλη μέση απόδοση (2,13%) συγκριτικά με τα επιλεγμένα προς ανάλυση Funds, το μεγαλύτερο ποσοστό μέσου κέρδους (10,89%) αλλά και μέσης ζημίας (-7,24%) και φυσικά παρουσιάζει μεγάλο βαθμό μεταβλητότητας (12,65%). Για έναν λιγότερο ρισκοκίνδυνο επενδυτή που όμως δεν αποστρέφεται τον κίνδυνο, θα προτείναμε το Goldenwise Capital Management Inc Fund το οποίο είναι ένα Multi Strategy Fund και παρουσιάζει αρκετά μεγάλα ποσοστά μέσης απόδοσης (3,37%) και μέσου κέρδους (5,27%), με χαμηλότερο όμως βαθμό κινδύνου λόγω του μικρότερου ποσοστού μέσης ζημίας (-2,75%), την κατά πολύ μειωμένη μεταβλητότητα (5,55%) και του χαμηλότερου επιπέδου 95%VaR (5,76%). Επιπρόσθετα, τα ποσοστά των δεικτών του Sharpe και Sortino Ratio (0,59% και 1,67%, αντίστοιχα) μας πληροφορούν πως η επένδυση αυτή παρέχει υψηλή απόδοση για το επίπεδο κινδύνου που έχει αναλάβει και επιπλέον, πως η πιθανότητα να πραγματοποιηθούν υψηλές ζημιές στην επένδυση που εξετάζεται, είναι μικρή. Τέλος, για έναν επενδυτή ο οποίος αποστρέφεται τον κίνδυνο (risk averse) η καλύτερη επιλογή θα ήταν το Diversified Capital Management Fund το οποίο ανήκει στην Convertible Bond Arbitrage Strategy και παρουσιάζει τόσο χαμηλά επίπεδα κινδύνου, όσο και χαμηλά ποσοστά κέρδους, όπως φαίνεται και στους παραπάνω πίνακες.

4.3.2 Γραφήματα των Hedge Funds

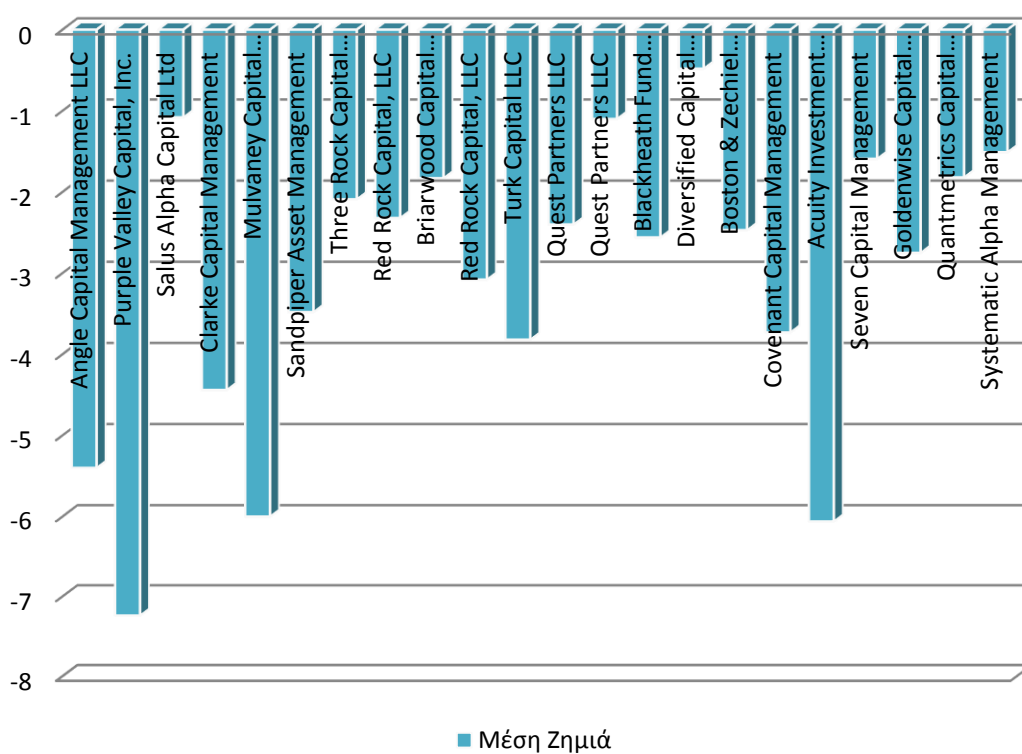
Εν συνέχεια, παρουσιάζουμε τους Πίνακα 2 και Πίνακα 3 σε 11 διαφορετικά γραφήματα, όπου το κάθε γράφημα αντιπροσωπεύει κι από ένα περιγραφικό μέτρο συγκεντρωτικά για όλα τα Hedge Funds. Με αυτόν τον τρόπο είναι εύκολο να γίνουν συγκρίσεις μεταξύ των Funds για κάθε περιγραφικό μέτρο ξεχωριστά.



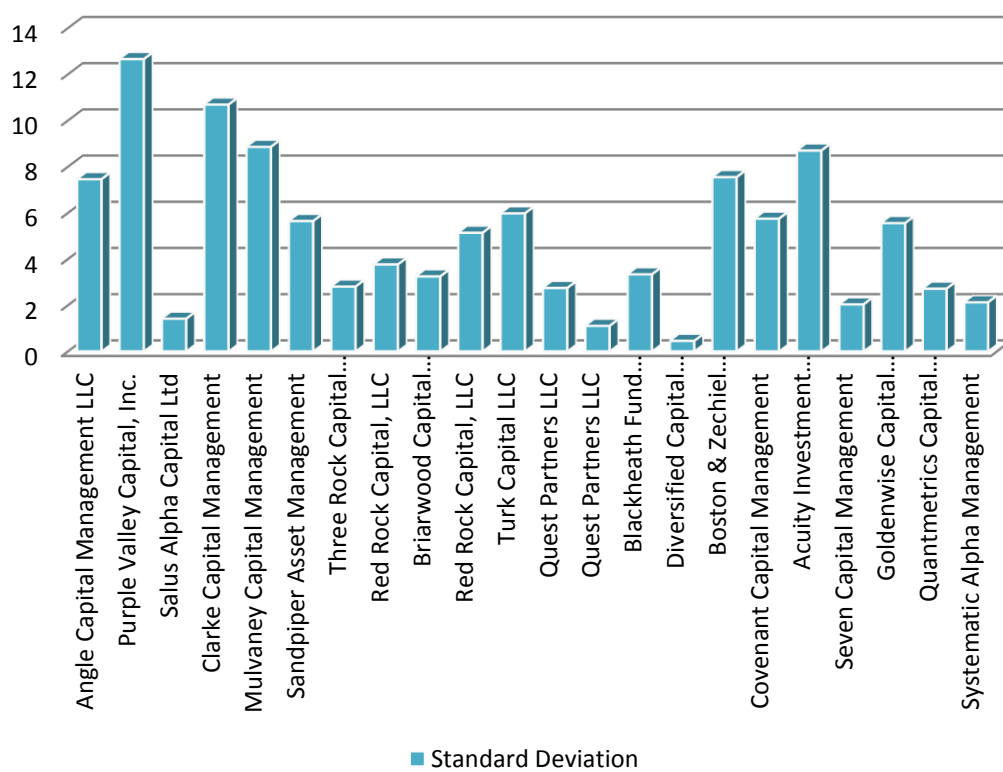
Γράφημα 4.2: Μέσο Κέρδος



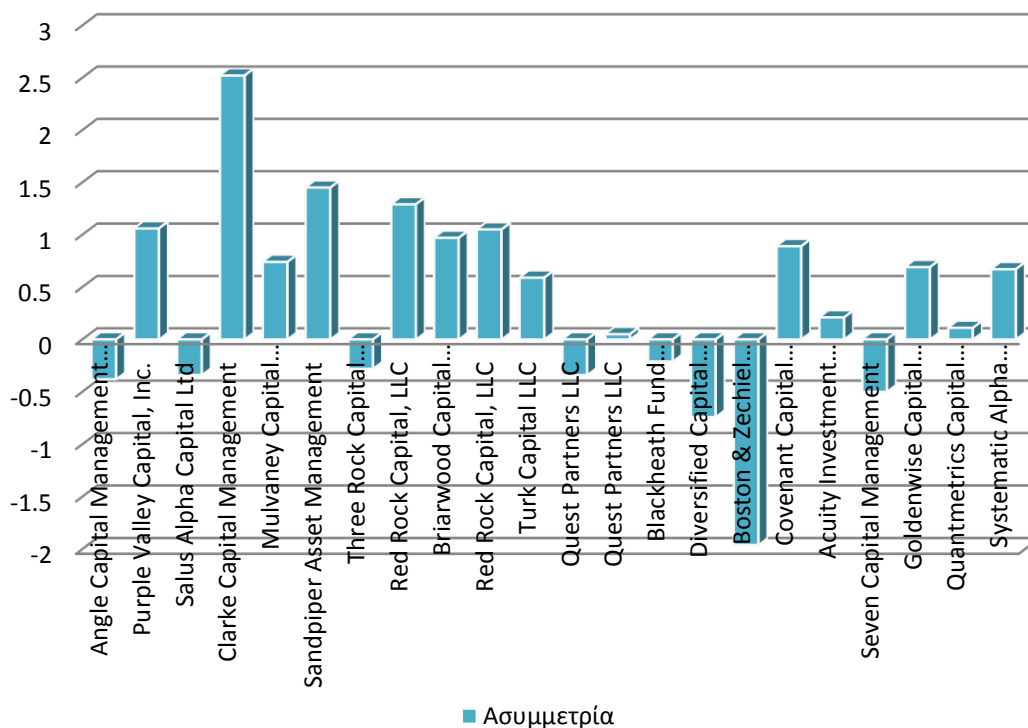
Γράφημα 4.3: Μέση Ζημιά



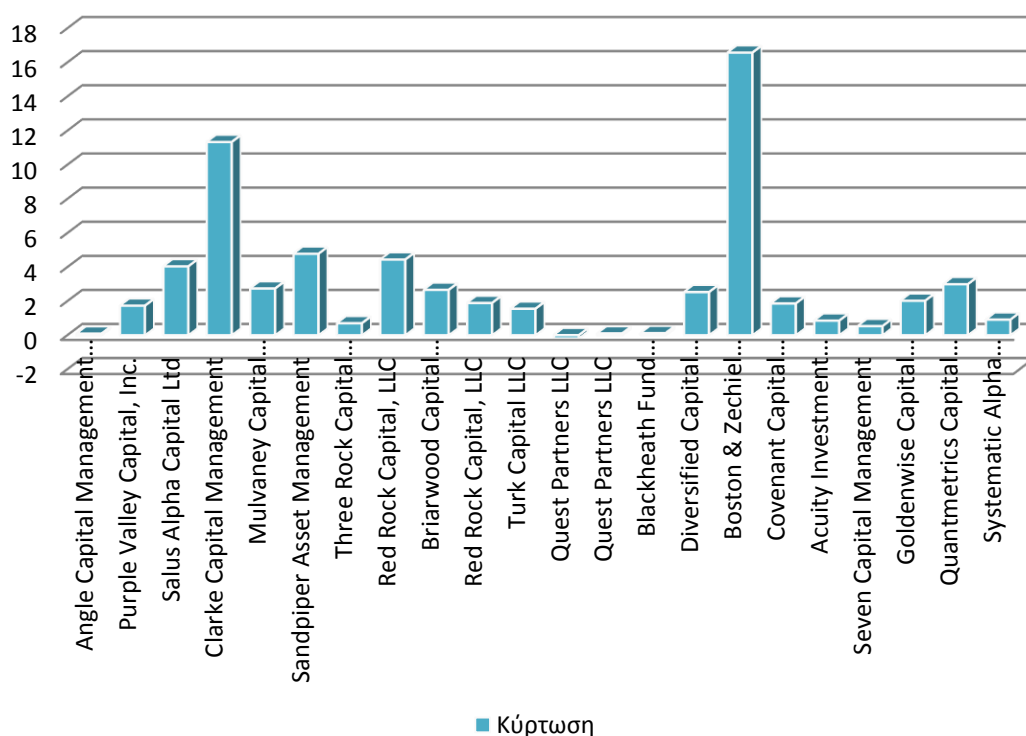
Γράφημα 4.4: Standard Deviation



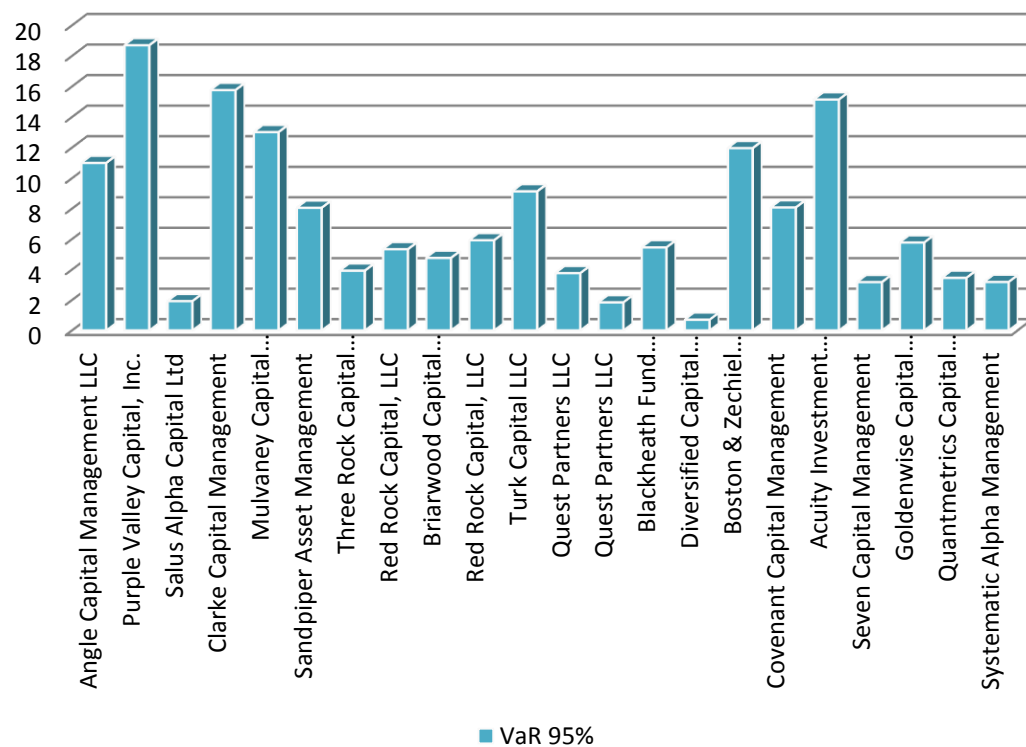
Γράφημα 4.5: Ασυμμετρία



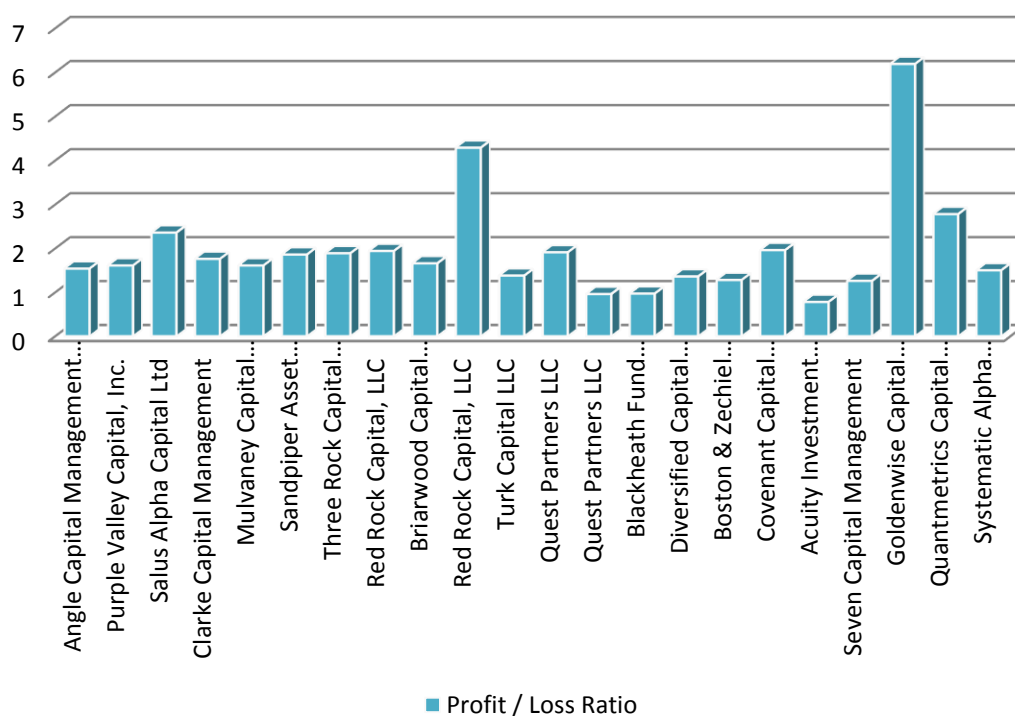
Γράφημα 4.6: Κύρτωση



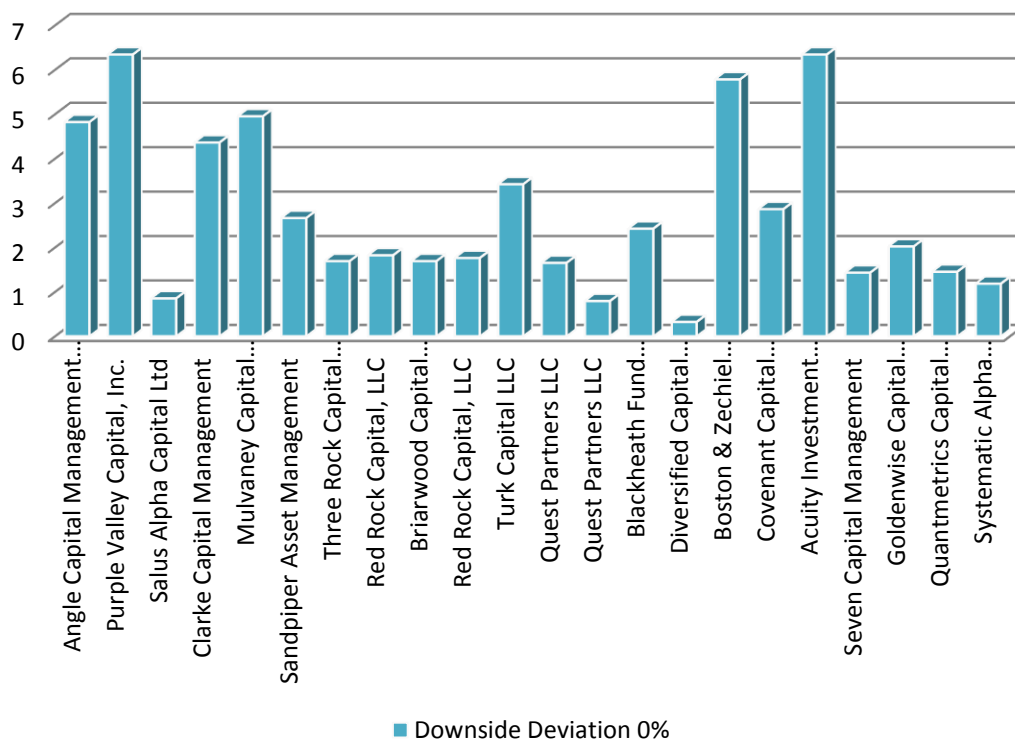
Γράφημα 4.7: VaR 95%



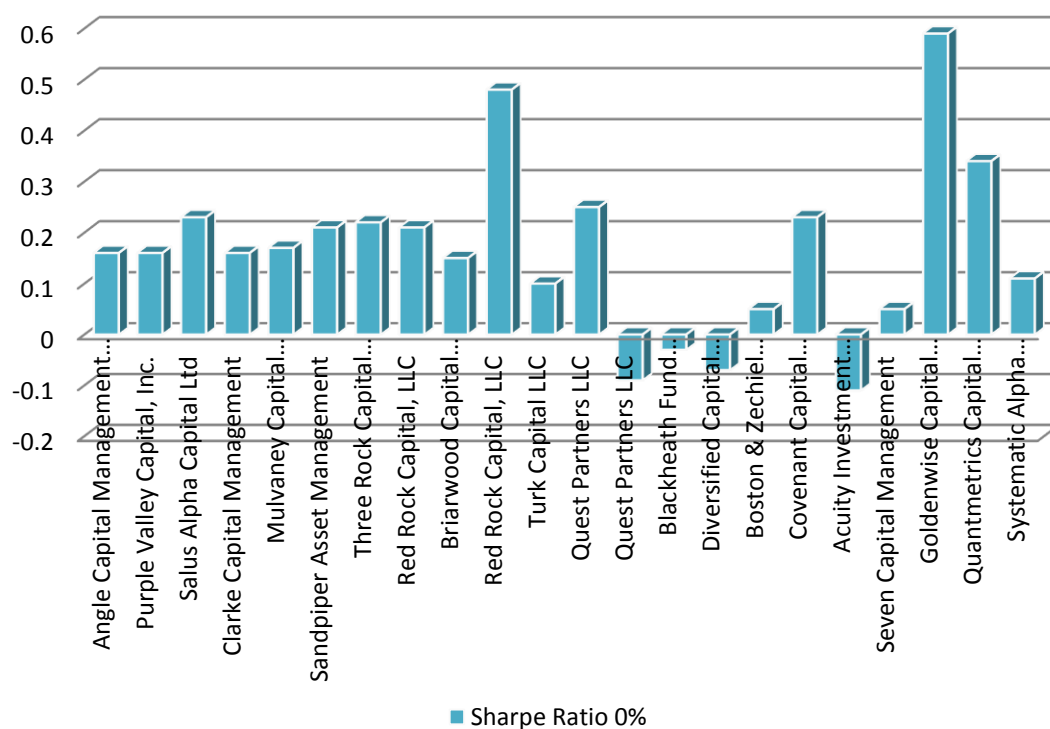
Γράφημα 4.8: Profit / Loss Ratio



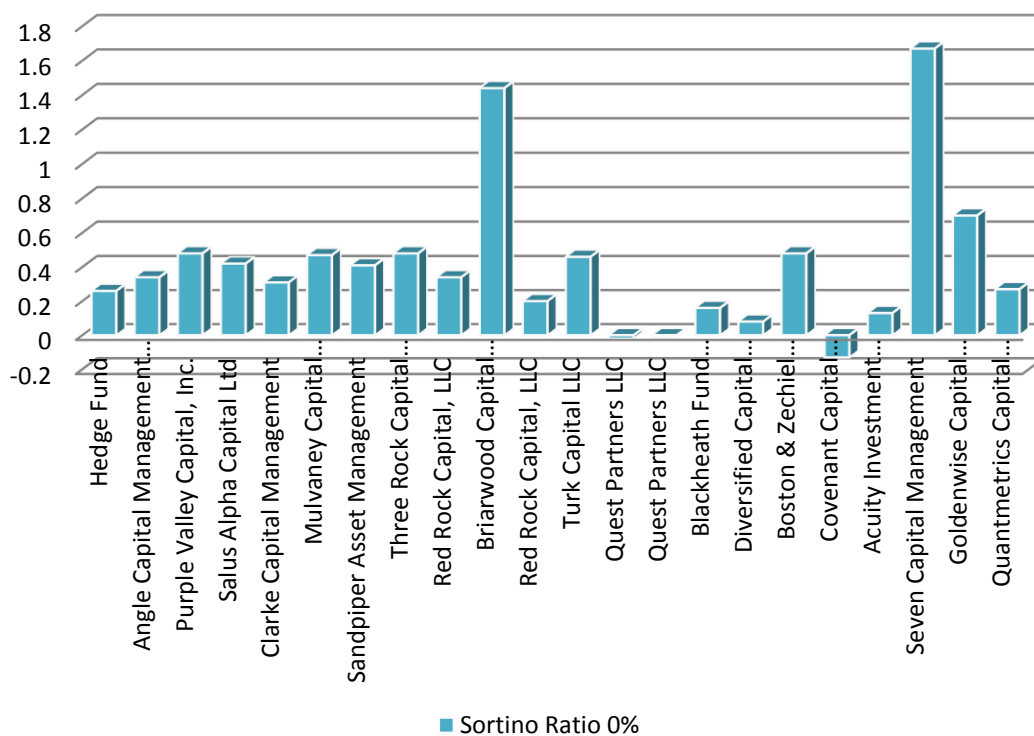
Γράφημα 4.9: Downside Deviation 0%



Γράφημα 4.10: Sharpe Ratio 0%



Γράφημα 4.11: Sortino Ratio 0%



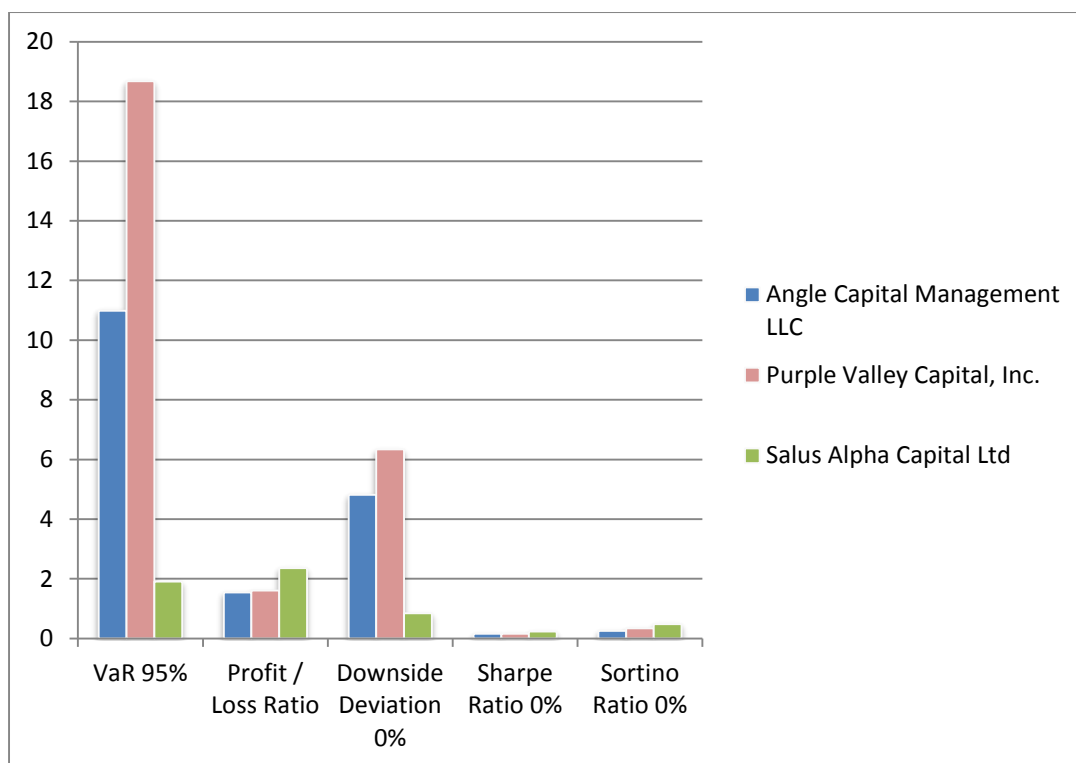
Παρακάτω, θα δούμε μία διαφορετική κατηγοριοποίηση γραφημάτων τα οποία παρουσιάζουν ομαδοποιημένα τα Hedge Funds των τεσσάρων μεγαλύτερων σε δεδομένα στρατηγικών, προκειμένου να έχουμε μία πλήρη εικόνα για τις αποδόσεις και τον κίνδυνο της κάθε κατηγορίας, εξ' αυτών.

Η πρώτη ομάδα γραφημάτων, η οποία παρουσιάζεται αμέσως παρακάτω, αναφέρεται στην Equity Market Neutral Strategy. Εδώ, μπορούμε να δούμε τα σημαντικότερα περιγραφικά μέτρα τα οποία εκφράζουν την απόδοση και τον κίνδυνο του καθενός Hedge Fund της κατηγορίας αυτής. Είναι φανερό πως το Purple Valley Capital Fund είναι εκείνο που αναλαμβάνει το μεγαλύτερο ρίσκο, αφού τόσο η μεταβλητότητα και η μέση ζημία του, όσο και η Αξία-σε-Κίνδυνο για διάστημα εμπιστοσύνης 95% εμφανίζουν ιδιαίτερα αυξημένες τιμές. Το Salus Alpha Capital Ltd Fund είναι ένα πολύ συντηρητικό Hedge Fund, αφού όπως φαίνεται τόσο η μέση απόδοσή του, όσο και το μέσο κέρδος του βρίσκονται σε χαμηλό επίπεδο. Όμως, παρόλη την συντηρητική του στάση βλέπουμε ότι η επένδυση αυτή παρέχει υψηλή απόδοση για το επίπεδο κινδύνου που έχει αναλάβει και επιπλέον, πως η πιθανότητα να πραγματοποιηθούν υψηλές ζημιές στην επένδυση που εξετάζεται, είναι μικρή. Το παραπάνω είναι φανερό από την λόγο Κέρδους προς Ζημία, αλλά και από τους Sharpe και Sortino Ratios. Ένα μέσο σε ρίσκο και απόδοση Fund φαίνεται να είναι το Angle Capital Management LLC. Παρακάτω, βλέπουμε τα γραφήματα.

Γράφημα 4.12: *Equity Market Neutral Strategy (Part 1)*

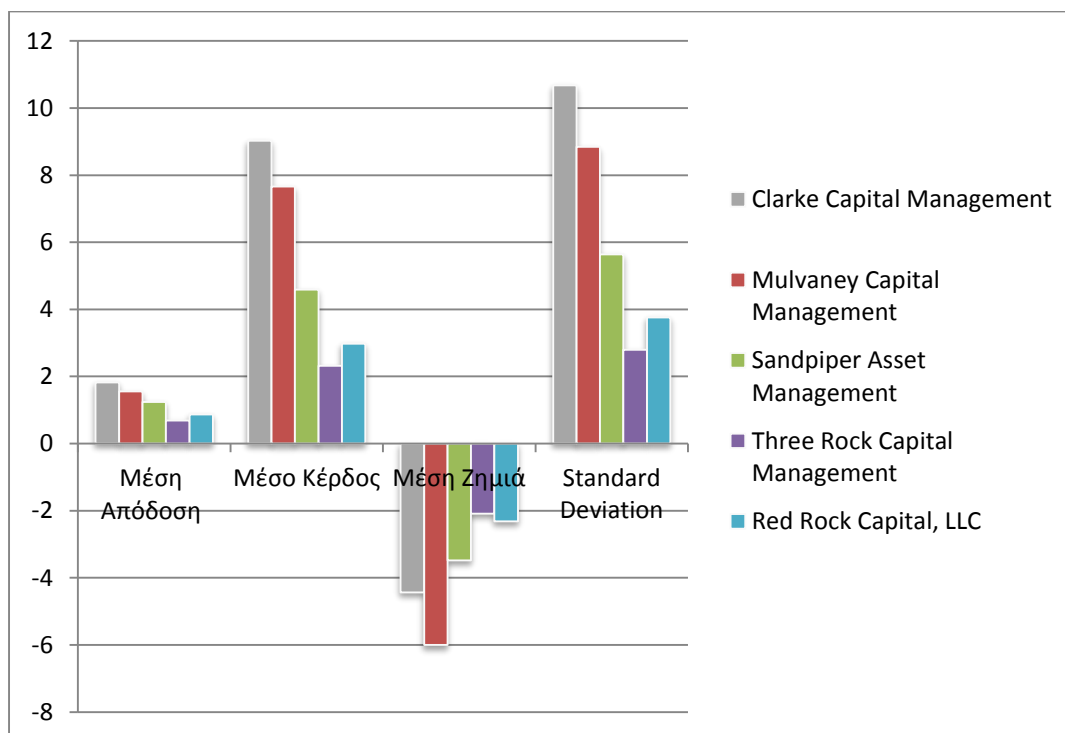


Γράφημα 4.13: Equity Market Neutral Strategy (Part 2)

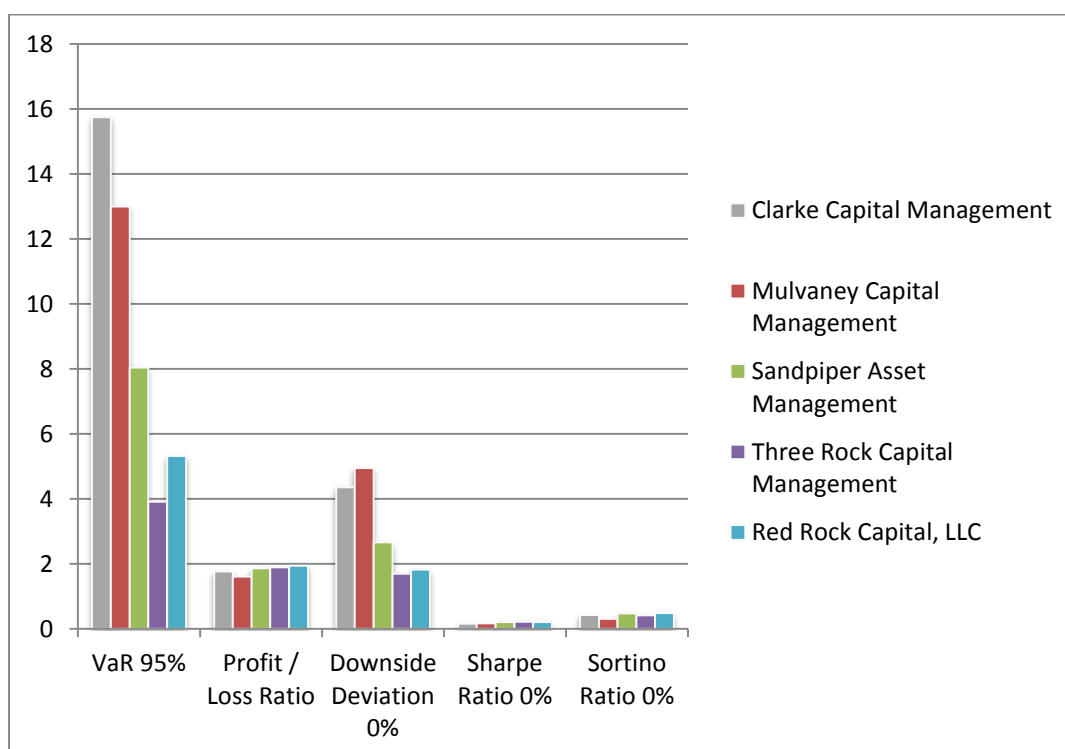


Η δεύτερη ομάδα αφορά την στρατηγική επένδυσης Global Macro. Σε αυτή την κατηγορία, περισσότερο ριψοκίνδυνο παρουσιάζεται το Clarke Capital Management Fund το οποίο εμφανίζει υψηλά ποσοστά στην Αξία-σε-Κίνδυνο και στη μεταβλητότητα, καθώς επίσης και στην Downside Deviation και τη μέση ζημία. Τελευταίο στην κατάταξη των τεσσάρων φαίνεται να είναι το Mulvaney Capital Management. Παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μέση ζημία, το μικρότερο ποσοστό στο λόγο Κέρδους προς Ζημία και τα χαμηλότερα ποσοστά στους Sharpe και Sortino Ratios. Βλέπουμε παρακάτω τα γραφήματα της στρατηγικής.

Γράφημα 4.14: Global Macro Strategy (Part 1)

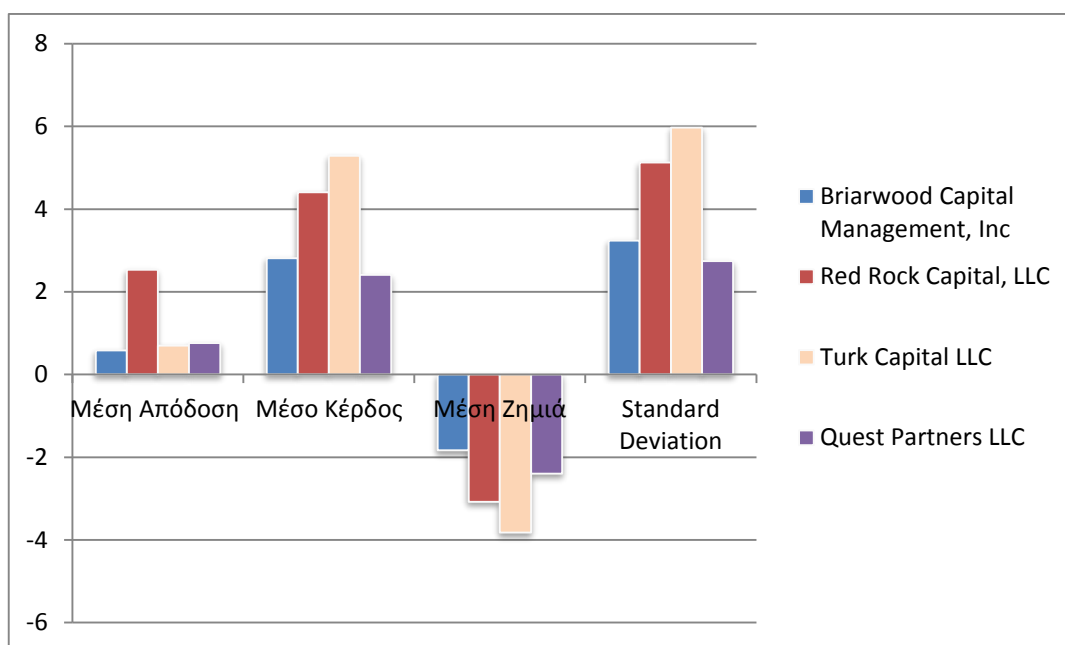


Γράφημα 4.15: Global Macro Strategy (Part 2)

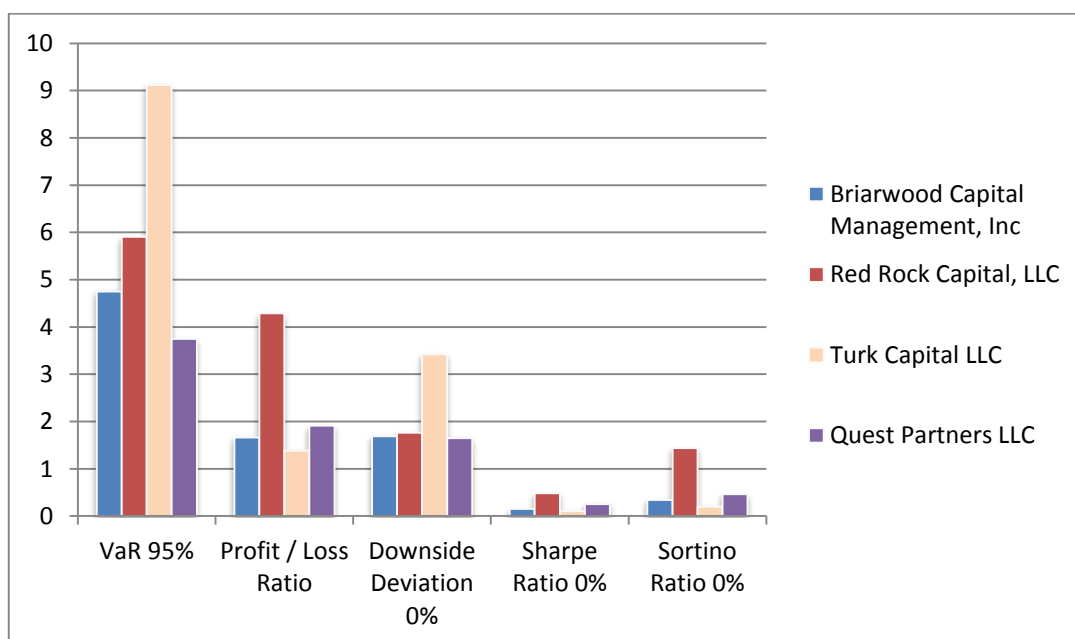


Συνεχίζοντας στην τρίτη ομάδα γραφημάτων, έχουμε τη Long / Short Equity Strategy. Εδώ παρατηρούμε πως το Fund με το μεγαλύτερο ρίσκο είναι το Turk Capital LLC. Τόσο η μέση ζημία του και η τυπική απόκλιση, όσο και το 95% VaR παρουσιάζονται ιδιαίτερα αυξημένα. Το Red Rock Capital Fund φαίνεται να είναι εκείνο το οποίο προσφέρει στους επενδυτές του τις μεγαλύτερες αποδόσεις με τον μικρότερο δυνατό κίνδυνο. Αποτελεί, δηλαδή, τη βέλτιστη επιλογή προς επένδυση.

Γράφημα 4.16: Long / Short Equity Strategy (Part 1)

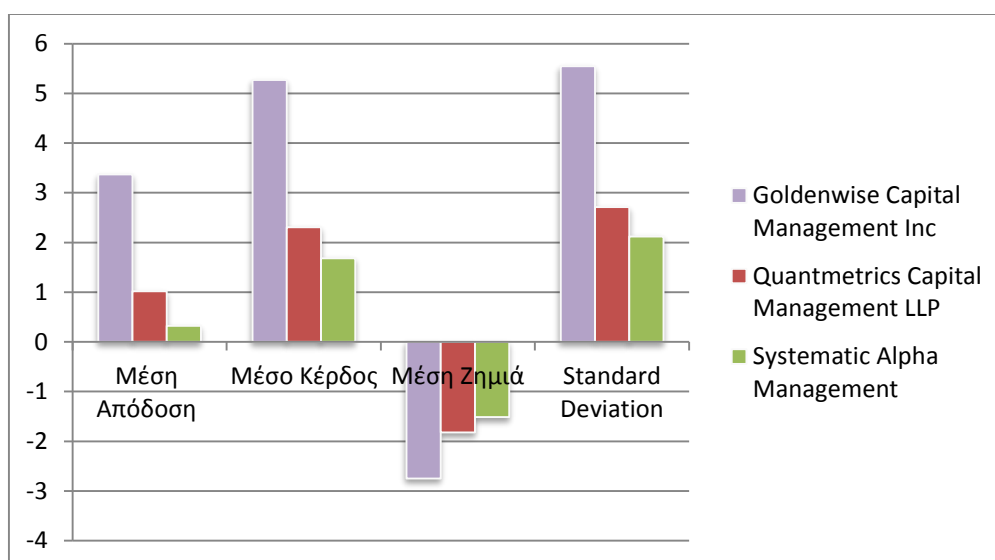


Γράφημα 4.17: Long / Short Equity Strategy (Part 2)

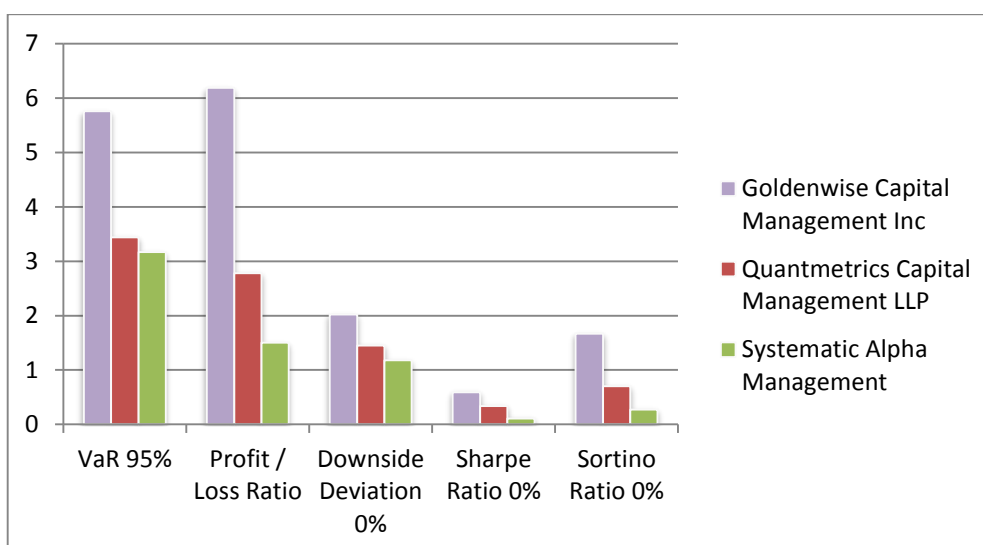


Τελευταία ομάδα που θα παρουσιάσουμε είναι τα Multi Strategies Funds. Το σημαντικότερο Fund της κατηγορίας αυτής, το οποίο αξίζει να επεξηγηθεί, φαίνεται πως είναι το Goldenwise Capital Management Inc. Το αμοιβαίο, αυτό, κεφάλαιο αντιστάθμισης κινδύνου παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον λόγω του ρίσκου που αναλαμβάνει και της εξαιρετικά καλής του απόδοσης, για το συγκεκριμένο επίπεδο κινδύνου. Παρότι παρουσιάζει ιδιαίτερα υψηλές τιμές στην Αξία-σε-Κίνδυνο, στη μεταβλητότητα των αποδόσεών του και στην Downside Deviation (όπως βλέπουμε και στο διάγραμμα), η επένδυση αυτή παρέχει υψηλή απόδοση για το επίπεδο κινδύνου που έχει αναλάβει και επιπλέον, η πιθανότητα της για πραγματοποίηση υψηλών ζημιών, είναι μικρή. Τα παραπάνω καθιστούν το Goldenwise Capital Management Fund μία πολύ καλή επιλογή για επενδυτές Hedge Funds.

Γράφημα 4.18: Multi Strategy (Part 1)



Γράφημα 4.19: Multi Strategy (Part 2)

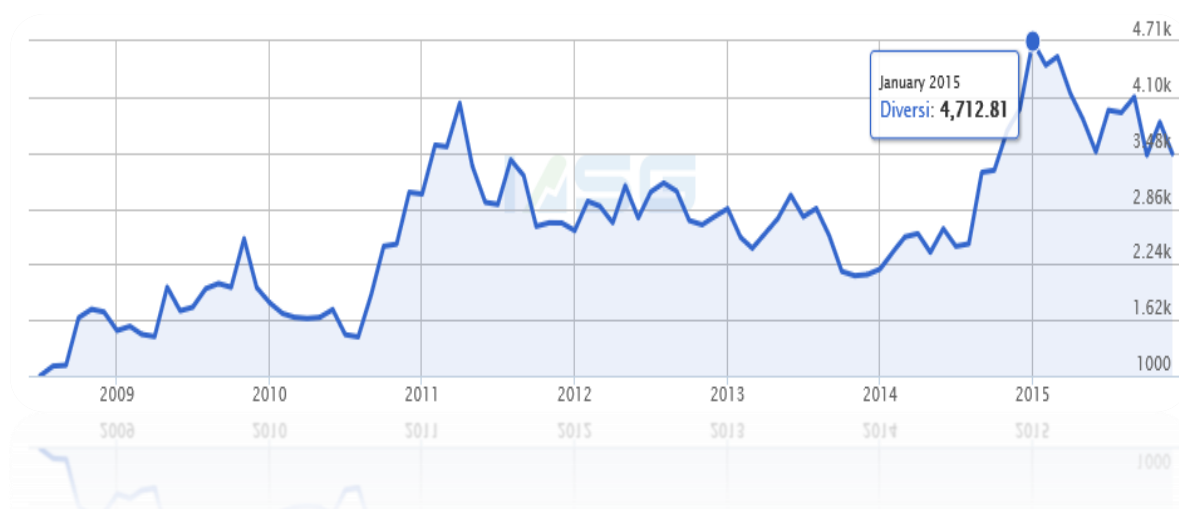


Κλείνοντας την εργασία, θα παρουσιάσουμε γραφήματα των μηνιαίων αποδόσεων (ή αλλιώς της ανάπτυξης που παρουσιάζουν σε βάθος χρόνου) των 22 Hedge Funds που αναλύσαμε στις προηγούμενες ενότητες, προκειμένου να παρατηρήσουμε και διαγραμματικά την πορεία του κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου σε βάθος χρόνου. Το κάθε γράφημα παρουσιάζει τη συμπεριφορά του καθενός Hedge Fund ξεχωριστά, μέσω των μηνιαίων αποδόσεών του. Επίσης, το κάθε γράφημα αφορά αποκλειστικά το καθένα αμοιβαίο κεφάλαιο αντιστάθμισης κινδύνου, όπου στον οριζόντιο άξονα βλέπουμε το χρόνο εκφρασμένο σε μήνες και στον κάθετο τις μηνιαίες αποδόσεις εκφρασμένες σε χιλιάδες δολάρια.

Γράφημα 4.20: Angle Capital Management LLC



Γράφημα 4.21: Purple Valley Capital, Inc



Γράφημα 4.22: Salus Alpha Capital Ltd



Γράφημα 4.23: Clarke Capital Management



Γράφημα 4.24: Mulvaney Capital Management



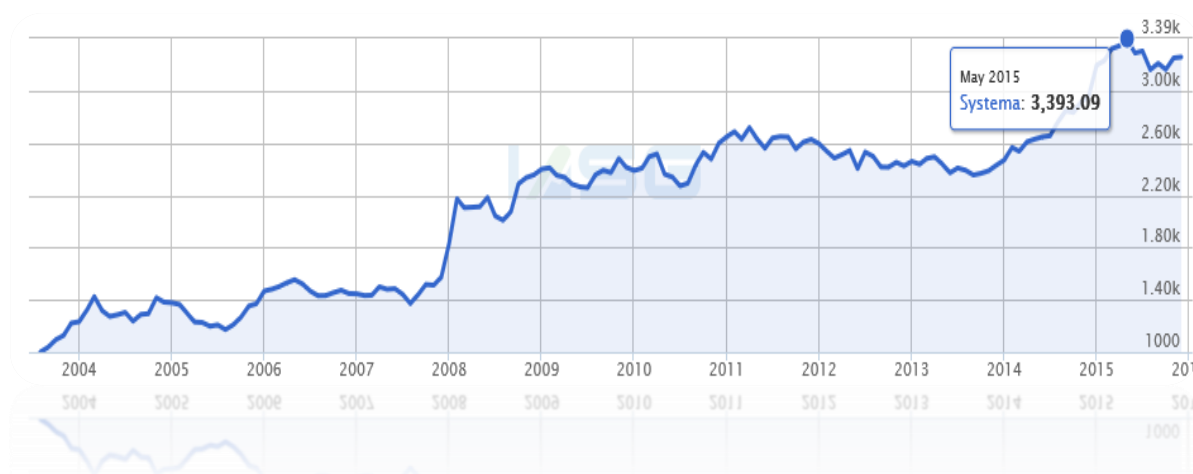
Γράφημα 4.25: Sandpiper Asset Management



Γράφημα 4.26: Three Rock Capital Management



Γράφημα 4.27: Red Rock Capital, LLC – Systematic Global Macro



Γράφημα 4.28: Briarwood Capital Management, Inc**Γράφημα 4.29: Red Rock Capital, LLC – Long/Short Equity****Γράφημα 4.30: Turk Capital LLC**

Γράφημα 4.31: *Quest Partners LLC – Equity Long Program***Γράφημα 4.32:** *Quest Partners LLC – Fixed Income Program***Γράφημα 4.33:** *Blackheath Fund Management Inc*

Γράφημα 4.34: *Diversified Capital Management*Γράφημα 4.35: *Boston & Zechiel Management, LLC*Γράφημα 4.36: *Covenant Capital Management*

Γράφημα 4.37: Acuity Investment Management, LLC



Γράφημα 4.38: Seven Capital Management



Γράφημα 4.39: Goldenwise Capital Management Inc



Γράφημα 4.40: Quantmetrics Capital Management LLP**Γράφημα 4.41 Systematic Alpha Management**

Αν παρατηρήσει κανείς τα παραπάνω γραφήματα στο σύνολό τους, θα διαπιστώσει πως το 2015 αναδεικνύεται μία πολύ καλή χρονιά για τα περισσότερα Hedge Funds. Τα δεκατέσσερα εκ των είκοσι δύο Funds φαίνεται να επιτυγχάνουν, τη χρονιά αυτή, την μεγαλύτερη τους απόδοση από την έναρξη της λειτουργίας τους κι έπειτα. Ωστόσο, την προηγούμενη χρονιά διαπιστώνουμε πως τα Angle Capital Management, Purple Valley Capital, Clarke Capital Management, Mulvaney Capital Management, Blackheath Fund Management, Seven Capital Management και Systematic Alpha Management Funds παρουσιάζουν μία αρκετά μεγάλη κοιλιά στην ανάπτυξή τους, πράγμα το οποίο είναι πολύ πιθανό να οφείλεται στην χρηματοπιστωτική κρίση που δοκιμάζει την Ευρώπη τα τελευταία έξι περίπου χρόνια. Σημειώνεται πως το παράθυρο το οποίο εμφανίζεται σε κάθε γράφημα αναφέρεται

στην μέγιστη ανάπτυξη του κάθε Fund, η οποία είναι εκφρασμένη σε χιλιάδες δολάρια. Επιπλέον, γίνεται γνωστό ότι τα γραφήματα των μηνιαίων αποδόσεων των Hedge Funds, προέρχονται από τη βάση δεδομένων της IASG (www.iasg.com).

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. F. Stefanini (2005), *Investment Strategies of Hedge Funds*, Wiley.
2. Fung W. and Hsieh D. (1999), *A primer on hedge funds*, Journal of Empirical Finance, 6, p. 309-331.
3. Lhabitant F.S. (2004), *Hedge Funds Quantitative Insights*, John Wiley & Sons Ltd.
4. Κεφαλληνάιος Νικόλαος (2008), *Τα Hedge Funds και οι Στρατηγικές τους*, Εκδόσεις Κριτική.
5. McCrary S.A. (2004), *Hedge Fund Course*, John Wiley & Sons Ltd.
6. Μερσινιάς Νικόλαος (2012), *Ανάλυση των Στρατηγικών των Hedge Funds*.
7. J. Hedges IV (2005), *Hedges on Hedge Funds: how to successfully analyze and select an investment*, Wiley.
8. S. Lofthouse (1994), *Equity Investment Management: How to Select Stocks and Markets*, Wiley.
9. Γερογιάννης Ι. Ευάγγελος (2011), *Τα Hedge Funds ως Επενδυτική Κλάση για την Από Κοινού Διαχείριση Περιουσιακών Στοιχείων και Υποχρεώσεων Συνταξιοδοτικών Ταμείων*.
10. N. Amenc and V. le Sound (2003), *Portfolio Theory and Performance Analysis*, Wiley.
11. A. Ineichen (2003), *Absolute Returns: The Risk and Opportunities of Hedge Fund Investing*, Wiley.
12. P. Cottier (2000), *Hedge Funds and Managed Futures: Performance, Risks, Strategies and use in Investment Portfolio*, Haupt.
13. K. Moore (1999), *Risk Arbitrage: An Investor's Guide*, Wiley.
14. <http://www.euretirio.com/systemikos-kindynos>
15. https://el.wikipedia.org/wiki/Ανοιχτή_πώληση
16. https://el.wikipedia.org/wiki/Αντισταθμιστικό_κεφάλαιο
17. http://www.capitalinvest.gr/info.php?category_id=42&product_id=252
18. https://en.wikipedia.org/wiki/Hedge_fund
19. <http://www.investopedia.com/terms/h/hedgerefund.asp>

20. <http://www.newedge.com/>
21. https://www.hedgefundresearch.com/hfrx_reg/index.php?fuse=login_bd
22. <http://www.hedgefundintelligence.com/>
23. http://www.capitalinvest.gr/info.php?category_id=33&product_id=114
24. <http://www.reporter.gr/Eidhseis/Epicheirhseis/212578-To-prwto-hedge-fund-poy-ependyei-sthn-Ellada-einai-gegonos>
25. http://www.eurekahedge.com/NewsAndEvents/News/1051/Karsten_Jones_and_the_Origin_of_Hedge_Funds
26. http://www.dailyfx.gr/fx/view_list/analisi%20/2015-05-04/65293
27. http://www.interbooks.gr/product_info.php?products_id=464
28. <http://www.investopedia.com/university/hedge-fund/risks.asp>
29. <http://www.ft.com/home/uk>
30. <http://www.barclayhedge.com/research/educational-articles/hedge-fund-strategy-definition/hedge-fund-strategy-emerging-markets.html>
31. <http://www.hedgefundintelligence.com/Article/3500701/EuroHedge-News/European-hedge-fund-assets-grow-by-5-in-first-half.html>
32. http://www.capitalinvest.gr/info.php?product_id=272
33. http://www.capitalinvest.gr/info.php?category_id=42&product_id=274
34. <http://www.hedgeco.net/hedgeducation/hedge-fund-articles/hedge-fund-risk/>
35. <http://www.hedgeco.net/hedgeducation/hedge-fund-articles/types-of-hedge-funds/>
36. https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%A7%CF%81%CE%B7%CE%BC%CE%B1%CF%84%CE%BF%CE%BF%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AE_%CE%BC%CF%8C%CF%87%CE%BB%CE%B5%CF%85%CF%83%CE%B7
37. <https://www.evestment.com/resources/investment-statistics-guide/omega-ratio>
38. <http://investexcel.net/calculate-the-omega-ratio-with-excel/>
39. https://en.wikipedia.org/wiki/Omega_ratio
40. <http://www.barrons.com/articles/best-100-hedge-funds-for-2015-1431743869>

ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΒΙΟΓΡΑΦΙΚΟ ΣΗΜΕΙΩΜΑ



ΠΡΟΣΩΠΙΚΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ

Όνοματεπώνυμο
Διεύθυνση
Τηλέφωνο (Σταθερό)
Κινητό
Ηλεκτρονικό ταχυδρομείο
Υπηκοότητα
Ημερομηνία γέννησης

ΒΡΕΤΤΑΚΟΥ, ΝΙΚΗ
ΠΥΘΙΑΣ 4, GR - 142 33 ΠΕΡΙΣΣΟΣ , ΕΛΛΑΔΑ
+30 2102795634
+30 6986740432
niki_vrett@outlook.com.gr , niki.vrettakou@gmail.com

Ελληνική
18 ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΥ 1990

ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΚΗ ΕΜΠΕΙΡΙΑ

- Ημερομηνίες (από – έως)
- Επωνυμία και διεύθυνση του εργοδότη
- Είδος της επιχείρησης ή του κλάδου
- Απασχόληση ή θέση που κατείχατε
 - Κύριες δραστηριότητες και αρμοδιότητες
- Ημερομηνίες (από – έως)
- Επωνυμία και διεύθυνση του εργοδότη
- Είδος της επιχείρησης ή του κλάδου
- Απασχόληση ή θέση που κατείχατε
 - Κύριες δραστηριότητες και αρμοδιότητες

Από Δεκέμβριο 2015 έως Σήμερα

Davaris Textiles SA, Ερμού 62, Μεταμόρφωση Αττικής GR - 144 52
Τηλ.: 210 2849301, fax : 210 2834001, e-mail: info@davaris.gr

Ανώνυμη Εταιρία Υφασμάτων & Ειδών Ενδυσης

Βοηθός Λογιστηρίου & Γραμματειακή Υποστήριξη

Εξυπηρέτηση πελατών, Παραγγελίες, Χειρισμός συστήματος Ultimo ERP, Έκδοση Reports προς την οικονομική διεύθυνση, Έκδοση Reports Παραγγελιοληψίας & Παραγγελιοδωσίας, Δημιουργία Καρτελών Δειγμάτισμού, Αρχαιοθέτηση.

Από Ιανουάριο 2015 έως Σεπτέμβριο 2015

Π.Ε.Δ.Υ. Μονάδα Υγείας Αθήνας, Πολυϊατρεία Αττικής (τέως ΤΑΞΥ), Ακαδημίας 58, Αθήνα GR - 106 79

Τηλ.: 210 3663735, fax : 210 3663709, e-mail : pedyttaxy1@gmail.com

Πολυϊατρείο

Οικονομολόγος - Διοικητικός

Ενημέρωση συστήματος Esynet, Ενημέρωση συστήματος 1^{ης} Υ.Π.Ε., Παρουσιολογία ιατρών, Αιτήματα και Επικοινωνία με 1^η Δ.Υ.Π.Ε., Απογραφή πάγιου εξοπλισμού & ιατρικού - οδοντιατρικού υλικού, Πρωτόκολλο, Αρχαιοθέτηση.

- Ημερομηνίες (από – έως)
- Επωνυμία και διεύθυνση του εργοδότη
- Είδος της επιχείρησης ή του κλάδου
- Απασχόληση ή θέση που κατείχατε
 - Κύριες δραστηριότητες και αρμοδιότητες

Από Σεπτέμβριο 2013 έως Ιανουάριο 2014

Financial Factor Consulting, Λ. Κηφισίας 166, Μαρούσι GR - 151 26
Τηλ.: 210 8056856, fax : 210 8056859, e-mail : info@cff.gr

Οικονομικοί Σύμβουλοι Επιχειρήσεων

Βοηθός Οικονομικού Αναλυτή

Χρηματοοικονομική ανάλυση Ισοζυγίου & Ισολογισμού, Χειρισμός taxisnet πελατών, ΙΚΑ, Χειρισμός λογιστικού προγράμματος Softone, Έκδοση Ισοζυγίου, Έκδοση κατάστασης προσωπικού, Καταχώρηση παραστατικών στην εμπορική διαχείριση & στη γενική λογιστική στο Softone.

- Ημερομηνίες (από – έως)
- Επωνυμία και διεύθυνση του εργοδότη
- Είδος της επιχείρησης ή του κλάδου
- Απασχόληση ή θέση που κατείχατε
 - Κύριες δραστηριότητες και αρμοδιότητες

Από Σεπτέμβριο 2013 έως Ιανουάριο 2014

Π. Ζερβουλάκος Α.Β.Ε.Ε., Κοραή 23 & Ναρκίσσων, Χαλάνδρι GR - 152 33
Τηλ. & fax : 210 6800856, e-mail : xrated@xrated.gr

Υπηρεσίες Δημιουργικού / Εταιρία Παραγωγής Κινηματογραφικών & Τηλεοπτικών Ταινιών

Βοηθός Λογιστηρίου

Συμφωνία ΚΕ.ΠΥ.Ο., Καταχώρηση παραστατικών στο λογιστικό πρόγραμμα Softone (Εμπορική διαχείριση & Γενική λογιστική), Έκδοση παραστατικών, Δημιουργία συμφωνητικών συνεργατών & πελατών, Καταστάσεις συμφωνητικών για εφορία, Συμφωνία τραπεζών, Έκδοση Ισοζυγίου & Ισολογισμού, Αρχαιοθέτηση.

ΕΚΠΑΙΔΕΥΣΗ ΚΑΙ ΚΑΤΑΡΤΙΣΗ

- Ημερομηνίες (από – έως)
- Επωνυμία και είδος του οργανισμού που παρείχε την εκπαίδευση ή κατάρτιση
- Κύρια θέματα/επαγγελματικές δεξιότητες

Από Οκτώβριο 2014 έως Σήμερα

Πάντειον Πανεπιστήμιο Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών
Λεωφόρος Συγγρού 136, GR - Αθήνα 176 71

Γενικός τομέας

- Οικονομικές επιστήμες, Διοίκηση, Management
- Επαγγελματικός τομέας
 - Οικονομετρική Ανάλυση, Χρηματοοικονομικά, Μικροοικονομική για manager
 - Διοίκηση και Management Επιχειρήσεων και Οργανισμών, Μακροοικονομικό Περιβάλλον και Λήψη Αποφάσεων
 - Διοικητική Λογιστική
 - Έλεγχος Ποιότητας, Έρευνα για Στελέχη

Εφηρμοσμένων Οικονομικών και Διοίκησης - Τμήμα Οικονομικής και Περιφερειακής Ανάπτυξης

- Τίτλος σπουδών

Από Οκτώβριο 2008 έως Ιούλιο 2013

Ανώτατο Εκπαιδευτικό Ίδρυμα (ΑΕΙ) Πειραιώς - Πανεπιστήμιο Πειραιώς
Μ. Καραολή & Α. Δημητρίου 80
GR - Πειραιάς 185 34

- Ημερομηνίες (από – έως)
- Επωνυμία και είδος του οργανισμού που παρείχε την εκπαίδευση ή κατάρτιση

- Κύρια θέματα/επαγγελματικές δεξιότητες

- Τίτλος σπουδών
- Βαθμός πτυχίου

ΑΤΟΜΙΚΕΣ ΔΕΞΙΟΤΗΤΕΣ ΚΑΙ ΙΚΑΝΟΤΗΤΕΣ

ΜΗΤΡΙΚΗ ΓΛΩΣΣΑ

ΆΛΛΕΣ ΓΛΩΣΣΕΣ

- Ικανότητα ανάγνωσης
- Ικανότητα γραφής
- Ικανότητα ομιλίας

- Δίπλωμα / Πιστοποίηση

ΆΛΛΕΣ ΓΝΩΣΕΙΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ

ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΔΕΞΙΟΤΗΤΕΣ ΚΑΙ ΙΚΑΝΟΤΗΤΕΣ / ΔΕΞΙΟΤΗΤΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ

ΟΡΓΑΝΩΤΙΚΕΣ ΔΕΞΙΟΤΗΤΕΣ ΚΑΙ ΙΚΑΝΟΤΗΤΕΣ

ΆΔΕΙΑ(ΕΣ) ΟΔΗΓΗΣΗΣ

Γενικός τομέας

- Οικονομικές επιστήμες, Λογιστική, Χρηματοοικονομικά
- Ασφαλιστικές επιστήμες

Επαγγελματικός τομέας

- Στατιστική εκτιμητική, Έλεγχος υποθέσεων, Χρηματοοικονομικά μαθηματικά, Λογιστική
- Ασφαλίσεις Ζωής & Υγείας, Κατανομές απώλειας
- SPSS, Word, Excel

Στατιστικής & Ασφαλιστικής Επιστήμης - Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Στατιστικής
7,09

ΕΛΛΗΝΙΚΑ

ΑΓΓΛΙΚΑ

ΕΞΑΙΡΕΤΙΚΟ ΕΠΙΠΕΔΟ

ΕΞΑΙΡΕΤΙΚΟ ΕΠΙΠΕΔΟ

ΕΞΑΙΡΕΤΙΚΟ ΕΠΙΠΕΔΟ

Certificate of Proficiency in English - University of Michigan

Πιστοποίηση Γνώσεων Χρήσης Η/Υ INFOCERT BASIC

- επεξεργασία κειμένου
- υπολογιστικά φύλλα
- παρουσιάσεις
- υπηρεσίες διαδικτύου

- πολύ καλή χρήση στατιστικού πακέτου SPSS
- γνώσεις προγραμματισμού σε γλώσσα C++
- βασικές γνώσεις γραφιστικών εφαρμογών όπως Adobe Illustration και Photoshop
- πολύ καλή χρήση του Διαδικτύου (Internet Explorer, Microsoft Outlook, Firefox, Google Chrome)
- γρήγορη πληκτρολόγηση

- πολύ καλές επικοινωνιακές ικανότητες - λόγω πολλαπλών συμμετοχών σε ομάδες έρευνας αγοράς
- αποτελεσματικότητα & καλή αντίληψη της οργάνωσης - εμπειρία σε θέση υπεύθυνης ταμείου
- συντονισμός & διαχείριση μιας ομάδας

B κατηγορίας - επιβατηγό

ΠΡΟΣΘΕΤΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ

Σεμινάρια / Συνέδρια

Παρακολούθηση των παρακάτω σεμιναρίων / συνεδρίου :

- «26ο Πανελλήνιο Συνέδριο Στατιστικής», Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Πειραιάς, Μάιος 2013
- «Η διαμόρφωση του σύγχρονου τραπεζικού περιβάλλοντος και η συνεισφορά των τραπεζών στην οικονομική ανάκαμψη της χώρας», Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Πειραιάς, Νοέμβριος 2012
- «Τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα και το επάγγελμα του ορκωτού λογιστή», Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Πειραιάς, Νοέμβριος 2009
- «Οι παγκόσμιες εξελίξεις στο τραπεζικό σύστημα και ο αντίκτυπός τους στην Ελλάδα», Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Πειραιάς, Νοέμβριος 2008

Τιμητικές διακρίσεις / Βραβεία

Certificate of Merit, Greek Animal Welfare Fund 2002 Writing Competition

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Συστάσεις παρέχονται κατόπιν αιτήσεως.