



University of Piraeus
M.Sc. in Banking and Finance for Executives

Exchange Traded Funds

Επιβλέπων καθηγητής : Νικόλαος Β. Τσαγκαράκης

Μέλη επιτροπής : Νικόλαος Δ. Φίλιππας & Εμμανουήλ Δ. Τσιριτάκης

Μεταπτυχιακή Φοιτήτρια

Μέγα Βίκη

Πειραιάς, Σεπτέμβριος 2006

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

| | | |
|-------|--|----|
| 1. | ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι..... | 1 |
| 1.1. | Η Επόμενη γενιά..... | 1 |
| 1.2. | Αμοιβαία Κεφάλαια πριν τη δεκαετία 1990..... | 2 |
| 1.3. | Μη ανταγωνιστή τιμή..... | 3 |
| 1.4. | Διαφήμιση..... | 4 |
| 1.5. | Αλλαγή στη συμπεριφορά των επενδυτών..... | 5 |
| 1.6. | Online Mutual Funds..... | 7 |
| 1.7. | Ανεπάρκεια της Αγοράς..... | 8 |
| 1.8. | Εναλλακτικές Επενδύσεις..... | 10 |
| 1.9. | Οι διαφορετικοί τύποι εταιρειών επενδύσεων..... | 12 |
| 1.10. | Η φύση των Χρηματιστηριακών Διαπραγματεύσιμων Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ETFs)..... | 13 |
| 2. | ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ..... | 13 |
| 2.1. | Exchange Traded Funds..... | 14 |
| 2.2. | Πλεονεκτήματα των ETFs..... | 15 |
| 2.3. | Μειονεκτήματα των ETFs..... | 16 |
| 2.4. | Warehouse Receipt Concept..... | 17 |
| 2.5. | Τι είναι και τι δεν είναι..... | 18 |
| 2.6. | Exchange Trading – Χρηματιστηριακή Διαπραγμάτευση..... | 20 |
| 2.7. | Η Δημιουργία ενός ETF στις ΗΠΑ..... | 21 |
| 2.8. | Μηχανισμός Απευθείας Διαπραγμάτευσης –(Direct Exchange Mechanism)..... | 22 |
| 2.9. | Συναλλαγές χωρίς Φορολογικές Επιβαρύνσεις..... | 23 |
| 2.10. | Arbitrage-Μορφές Κερδοσκοπικής Διαιτησίας..... | 24 |
| 2.11. | Σύγκριση με τους δείκτες της Αγοράς (Benchmarking Market Indices)..... | 25 |
| 2.12. | Αποδοτικότητα των Φόρων..... | 26 |
| 2.13. | Τύποι Κινδύνου..... | 27 |
| 2.14. | Κατηγορίες ETFs..... | 28 |
| 2.15. | Τα σημαντικότερα ETFs..... | 29 |
| 2.16. | Διανομή Μερισματος στους Μετόχους..... | 34 |

| | | |
|-------|---|----|
| 2.17. | Προμήθειες και Έξοδα..... | 35 |
| 2.18. | Διεθνές Περιβάλλον..... | 36 |
| 2.19. | Οι Μεγαλύτεροι Εκδότες ETFs | 41 |
| 2.20. | Τα δέκα μεγαλύτερα ETFs | 41 |
| 2.21. | Commodity ETFs..... | 42 |
| 3. | ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ | 42 |
| 3.1. | Σύγχρονη και Μελλοντική Ανάπτυξη | 42 |
| 3.2. | Εφαρμογές των Αμοιβαίων Κεφαλαίων | 44 |
| 4. | ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙV : ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ | 46 |
| 4.1. | Increasing after Tax Return with Exchange Traded Funds, | 46 |
| 4.2. | Performance Comparison Between Exchange Traded Funds and Closed – End Country Funds..... | 48 |
| 4.3. | Analysis of Intraday Herding Behavior Among the Sector ETFs, | 49 |
| 4.4. | Exchange Traded Funds Not for Everyone, | 50 |
| 4.5. | Exchange Traded Funds: A New Investment Option for Taxable Investors,..... | 51 |
| 4.6. | The Benchmark Index ETF Performance Problem | 52 |
| 5. | ΚΕΦΑΛΑΙΟ V | 53 |
| 5.1. | “Frequently Asked Questions” | 53 |
| 5.2. | Έξι Βασικές Αρχές για Έξυπνη Επένδυση στα ETFs..... | 56 |
| 5.3. | Σε τι διαφέρουν τα ETFs | 57 |
| | Α) Από τις μετοχές | 57 |
| | Β) Από τα Αμοιβαία Κεφάλαια | 58 |
| 5.4. | ETFs ή Αμοιβαία Κεφάλαια ;..... | 58 |
| 6. | ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ | 62 |
| 6.1. | Μερίδιο Αγοράς Προϊόντων ETFs στις ΗΠΑ | 62 |
| 6.2. | Assets of Exchange Traded Funds by Type – July 2006..... | 62 |
| 6.3. | Value of share Issued and Redemed by All Exchange Traded Funds – July 2006..... | 62 |
| 6.4. | Number of Exchange-Traded Funds by Type – July 2006..... | 62 |
| 6.5. | Net Assets of ETFs (1993-2005) | 62 |
| 6.6. | Number of ETFs (1993-2005) | 62 |
| 6.7. | Net Issuance of ETF Shares..... | 62 |

| | | |
|-------|--|----|
| 6.8. | Assets of ETFs and Index Mutual Funds Are Concentrated in Large-Blend..... | 62 |
| 6.9. | Οι Σημαντικότεροι Διαχειριστές Στον Κόσμο (31/7/2006)..... | 62 |
| 6.10. | Τα 10 Μεγαλύτερα ETF στον Κόσμο..... | 62 |
| 6.11. | ETF Growth since 1995..... | 62 |
| 6.12. | 2005 Facts at a Glance..... | 62 |
| 6.13. | AMEX 13/9/2006..... | 62 |
| 7. | ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ..... | 63 |

ΓΑΛΕΞΙΝΟ ΓΕΡΑΝΙ

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

1. ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

1.1. Η Επόμενη γενιά

Τα αμοιβαία κεφάλαια εδώ και πολλά χρόνια παρουσιάζουν το προνόμιο μεγάλης επιτυχίας και ανάπτυξης στην αγορά χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Δεν είναι λίγοι οι πολυεκατομμυριούχοι που δημιουργήθηκαν διαχειριζόμενοι Αμοιβαία Κεφάλαια δημιουργώντας τα δικά τους χαρτοφυλάκια συμβουλευόμενοι οι ίδιοι τα κεφάλαια τους. Η επιτυχία των επενδυτικών συμβούλων ήταν πλέον σημαντική βοήθεια για τους επενδυτές. Αλλά πέρα από αυτό οι επενδυτές παρά την συμβουλή των ειδικών άρχισαν να λειτουργούν σαν κάτοχοι μετοχών και να αποκομίζουν το πλεονέκτημα της ανταγωνιστικής τιμής στα αμοιβαία κεφάλαια.

Ο Κύριος στόχος της εργασίας αυτής είναι να εξετάσει την τρέχουσα κατάσταση της αγοράς των αμοιβαίων κεφαλαίων μετά από τη δεκαετία 1990. Η δεκαετία αυτή χαρακτηρίζεται από μια έλλειψη ανταγωνιστικής τιμής μεταξύ των αμοιβαίων κεφαλαίων, εστιάζει στην διαφήμιση αμοιβαίων κεφαλαίων, στην αλλαγή της συμπεριφοράς των επενδυτών, στην ανάπτυξη της μεθόδου διαπραγμάτευσης των αμοιβαίων, στην οικονομική ανεπάρκεια και στις εναλλακτικές επενδύσεις. Η ερώτηση κλειδί είναι κατά πόσο η αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων θα μπορέσει να προσαρμοστεί στην πραγματικότητα αλλά και στην απειλή των (ETF Exchange – traded funds) χρηματιστηριακά διαπραγματεύσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων ή θα αναγκαστεί να αποχωρήσει από την κυρίαρχη θέση.

Ο δεύτερος στόχος της εργασίας αυτής είναι να περιγράψει τη φύση των (ETF Exchange –traded funds) χρηματιστηριακά διαπραγματεύσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων. Η εξέταση τους γίνεται από διαφορετικές διαστάσεις σχετικά με την γενικότερη έννοια τους, τι ακριβώς είναι πως διαπραγματεύονται, τις συναλλαγές χωρίς φόρους, τις μορφές κερδοσκοπικής διαιτησίας (arbitrage), τη σύγκριση τους με χρηματιστηριακούς δείκτες της αγοράς, την αποδοτικότητα των φόρων καθώς και τις μορφές κινδύνου.

Ο τρίτος στόχος της εργασίας αυτής είναι να εξετάσει τα σημαντικότερα (ETFs) χρηματιστηριακά διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια. Σε αυτά συγκαταλέγονται

τα Spiders, Diamonds, Cubes, HOLDRs, iShares, and WEBS μαζί με τα οποία περιλαμβάνονται τα μερίσματα, προμήθειες και έξοδα.

Ο τέταρτος στόχος της συγκεκριμένης εργασίας είναι να παρουσιάσει τόσο την τρέχουσα όσο και την μελλοντική ανάπτυξη των E.T.F.s καθώς και την εφαρμογή των A.K. Το μείζον θέμα είναι κατά πόσο η ανάπτυξη των E.T.F.s θα προάγει την περαιτέρω βελτίωση των A.K. ή θα συντελέσει στην αποχώρηση των A.K. από την κυρίαρχη θέση. Η απάντηση κρύβεται στην αγορά των A.K. συμπεριλαμβανομένων και των εξόδων.

1.2. Αμοιβαία Κεφάλαια πριν τη δεκαετία 1990

Πριν την περαιτέρω ανάπτυξη του θέματος, θα ήταν χρήσιμο να εξετάσουμε το μερίδιο αγοράς των A.K. σε σχέση με την δυνατή πορεία και την αποτελεσματικότητα της αγοράς κατά τη δεκαετία του 1990. Όπως έχει παρατηρήσει και ο Damato « Η δεκαετία του 90 πέρασε, θα πρέπει να συμβιβαστούμε με αυτό». Πρώτον, η αγορά έχει ωριμάσει και τα αμοιβαία κεφάλαια αντιμετωπίζουν προβλήματα τόσο στο να αποκτήσουν όσο και στο να διατηρήσουν περιουσιακά στοιχεία. Δεύτερον, η ωρίμανση της αγοράς επίσης διαφαίνεται από το γεγονός ότι τα A.K. αποτελούν είδος πρώτης ανάγκης για τα περισσότερα νοικοκυριά, καθώς τα άτομα χρησιμοποιούν τα A.K. σαν πρόγραμμα για τη συνταξιοδότηση τους. Τρίτον, οι παραδοσιακοί τρόποι διανομής μετοχών διευρύνονται καθώς τα A.K. διαρκώς αναζητούν την ανάπτυξη περιουσιακών στοιχείων. Τέταρτον, το σχετικά χαμηλό κόστος καθώς και η υψηλή αποτελεσματικότητα των δεικτοποιημένων αμοιβαίων κεφαλαίων θα συντελέσει στο να συνεχίσουν να θεωρούνται εναλλακτικές μορφές διαχείρισης κεφαλαίων. Πέμπτον, η συνεχώς επιτυχημένη πορεία των δεικτοποιημένων αμοιβαίων κεφαλαίων θα οδηγήσει στην απομυθοποίηση των διαχειριστών χαρτοφυλακίων, των λεγόμενων star portfolio managers. Η καταπληκτική αποτελεσματικότητα της ανοδικής αγοράς ξεγέλασε κάποιους διαχειριστές A.K. οι οποίοι προσδοκούσαν υψηλές αποδόσεις. Έτσι, καθώς οι αποδόσεις κινούνται ολοένα και πιο κοντά σε κανονικά επίπεδα, οι επενδύσεις στα A.K. διαρκώς θα μειώνονται ενώ νέες μορφές επένδυσης θα αναζητούνται και θα ενθαρρύνονται.

1.3. Μη ανταγωνιστή τιμή

Δυστυχώς η αγορά των Α.Κ. χαρακτηρίζεται από την μη ανταγωνιστική τιμή. Μια αγορά με περισσότερο ανταγωνιστική τιμή θα σήμαινε μείωση του κόστους επένδυσης ανά αμοιβαίο κεφάλαιο και ταυτόχρονη αύξηση των καθαρών αποδόσεων καθώς νέα αμοιβαία κεφάλαια θα εισέρχονταν. Επίσης το να χρηματοδοτεί κανείς υπολογιστές και μικρές ομάδες διαχείρισης Α.Κ. δεν είναι το ίδιο με το να χρηματοδοτεί Robot και αυτοματοποιημένες γραμμές παραγωγής. Θα υπήρχε σημαντική μείωση στις επιβαρύνσεις, στις προμήθειες στα έξοδα δεδομένου ότι η προμήθεια των broker θα γινόταν ανταγωνιστική περισσότερο ανταγωνιστική στην τιμή.

Ο John Bogle πρώην Διευθυντής της Vanguard είχε επισημάνει την έλλειψη ανταγωνιστικής τιμής στην αγορά των Α.Κ. Συγκεκριμένα είχε πει « Κανείς δεν ανταγωνίζεται στην τιμή». Για να το δούμε αυτό χρειάζεται να εξετάσουμε το μέγεθος και τις τάσεις στα έξοδα των Α.Κ. αλλά επίσης να εξετάσουμε τα έξοδα αναλογικά με τα συνολικό ποσό εισοδήματος από την επένδυση.

Πολλές φορές παρατηρούμε ότι οι επενδυτές Α.Κ. πληρώνουν έξοδα πολύ παραπάνω από το μέσο όρο για αποδόσεις που είναι κατώτερες του μέσου όρου.

Πώς όμως συμβαίνει όλο αυτό; Το πιθανότερο είναι αυτό να οφείλεται στους επενδυτές. Η αλήθεια είναι ότι ολοι οι κάτοχοι Α.Κ. δεν είναι εξειδικευμένοι ή κατάλληλα ενημερωμένοι επενδυτές. Άλλωστε αυτό συμβαίνει σε όλες τις αγορές όχι μόνο στα Α.Κ. Πόσοι οδηγοί πραγματικά γνωρίζουν πως δουλεύουν τα αυτοκίνητα και πόσο ανταγωνιστικές είναι οι τιμές τους; Οι επενδυτές των Α.Κ. άργησαν πάρα πολύ να προσαρμόσουν τις τιμές των Α.Κ. μειώνοντας και το σχετικό κόστος τους. Αυτό αλλάζει λόγω της αποδοτικότητας των δεικτοποιημένων αμοιβαίων κεφαλαίων. Στο παρελθόν οι επενδυτές δίσταζαν να εμπιστευτούν τα περιουσιακά τους στοιχεία στην αγορά και στους διαχειριστές χαρτοφυλακίων. Σήμερα αυτή η νοοτροπία έχει πλέον αλλάξει.

Η περισσότερο ανταγωνιστική τιμή στα Α.Κ. θα μπορούσε να βοηθήσει σημαντικά την ανάπτυξη της αγοράς, θα μπορούσε να προάγει περισσότερο καταρτισμένους διαχειριστές και ενημερωμένους μεριδιούχους. Η διαχείριση των Α.Κ. θα γινόταν με περισσότερο εξειδικευμένη γνώση, θα μειώνονταν τα κόστη και θα βελτιωνόταν η

απόδοση τους. Στην πραγματικότητα αν η αγορά ήταν περισσότερο ανταγωνιστική στην τιμή οι διαχειριστές θα μπορούσαν να επιλέξουν διευθυντές οι οποίοι θα ήταν χρήσιμοι και ικανοί να τους συμβουλέψουν όχι απλά να τους ακολουθούν και να αυξάνουν τις προμήθειες επενδυτικών συμβουλών.

1.4. Διαφήμιση

Όπως παρατηρήσαμε, ο συνολικός στόχος της διαφήμισης των προηγούμενων αμοιβαίων κεφαλαίων, στόχευε στην ανάπτυξη των περιουσιακών στοιχείων.

Ο συγκεκριμένος τρόπος διαφήμισης των κεφαλαίων αποδείχτηκε πολύ επιτυχημένος στο να προσελκύσει νέα περιουσιακά στοιχεία. Η διαφήμιση αποτέλεσε το μέσο, η απόδοση αποτέλεσε το μήνυμα ενώ τα έξοδα και ο κίνδυνος αποδείχτηκαν τόσο μηδαμικά που τελικά αποκλείστηκαν. Τι σημασία έχουν τα μικρά έξοδα όταν οι αποδόσεις είναι διψήφιες; Οι ερωτήσεις και οι απαντήσεις αλλάζουν όταν οι αποδόσεις προσγειώνονται.

Όσον αφορά τον τρόπο επίτευξης της ανάπτυξης των περιουσιακών στοιχείων τελευταία, όλο και περισσότερο παρατηρείται μία μεταβολή του συνολικού στόχου διαφήμισης των αμοιβαίων σε αμυντική στάση, εστιάζοντας στην διατήρηση των περιουσιακών στοιχείων. Ο κύριος λόγος αυτής της μεταβολής, οφείλεται στην χαμηλή απόδοση των ενεργών διαχειριζόμενων κεφαλαίων και στους star portfolio διαχειριστές τους, εναντίον της υψηλότερης αλλά παθητικής απόδοσης των παθητικών διαχειριζόμενων δεικτοποιημένων κεφαλαίων. Το αποτέλεσμα αυτής της διαφορικής απόδοσης ήταν η αυξανόμενη τάση ώστε τα κεφαλαία να επενδυθούν σε ονομαστές οικογένειες αμοιβαίων κεφαλαίων (brand name), σε δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια και σε κεφάλαια υψηλών αποδόσεων.

Όμως ο νέος αυτός τρόπος διαφήμισης έχει εξοργίσει τους επενδυτές, για παράδειγμα τον εκδότη επενδυτή Doug Fabian, ο οποίος επικαλέστηκε το εξής: « Πιστεύω πως τα αμοιβαία κεφάλαια κάνουν καλύτερα τη δουλειά του marketing παρά τη διαχείριση των χρημάτων». Η κίνηση του στο χρηματιστήριο περιορίστηκε στην μοναδική αγορά των δεικτοποιημένων κεφαλαίων και των unit investments trusts. Ο αυξημένος ανταγωνισμός στην τιμή σίγουρα θα δημιουργούσε μία νέα μεταβολή στην επικέντρωση της διαφήμισης των αμοιβαίων κεφαλαίων.

1.5. Αλλαγή στη συμπεριφορά των επενδυτών

Η ανάγκη για υψηλότερες αποδόσεις σε δείκτες υψηλής κεφαλαιοποίησης έκανε πλέον τους κατόχους των Α.Κ. περισσότερο ευαίσθητους στο να υπολογίζουν την αξία του Α.Κ. τα έξοδα, τις προμήθειες, καθώς και τις καθαρές αποδόσεις μετά από φόρους. Καθώς η συμπεριφορά των επενδυτών εστιαζόταν όλο και περισσότερο στους παραπάνω παράγοντες η αγορά γινόταν περισσότερο ανταγωνιστική στην τιμή. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα οι επενδυτικές αποφάσεις να κατευθύνονται όλο και περισσότερο προς τα δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια. Οι επενδυτές αρχίζουν να βλέπουν τα αμοιβαία κεφάλαια σαν προϊόντα και σαν καταστήματα με star portfolio managers. Ωστόσο ακόμη και η κυριαρχία των δεικτοποιημένων αμοιβαίων κεφαλαίων δεν είναι σε θέση να αλλάξει τη φύση και τη σημασία της συγκεκριμένης αγοράς. Στην πραγματικότητα, η κυριαρχία των δεικτοποιημένων αμοιβαίων κεφαλαίων και ο ανταγωνισμός στην τιμή θα αυξήσει την ανάγκη για στροφή προς άλλες μορφές και μέσα επένδυσης.

Η αλλαγή στη φύση του ανταγωνισμού στην αγορά των Α.Κ. αλλά και ο κίνδυνος για τη στροφή προς άλλες μορφές επένδυσης άλλαξε τη συμπεριφορά των επενδυτών προς τα Α.Κ. Πολλοί επενδυτές εγκαταλείπουν την αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων εξαιτίας των μειονεκτημάτων τους.

Όπως σημειώνεται στη SANTOLI, η αλλαγή στη συμπεριφορά των επενδυτών φαίνεται από την σημαντική μείωση των ποσών που επενδύονται σε αμοιβαία κεφάλαια. Οι καθαρές χρηματικές ροές ήταν 171 δις δολάρια το 1999 ενώ και το 1997 και το 1998 ήταν 300 δις δολάρια. Επιπλέον παρατηρείται αύξηση στην αγορά των μεμονωμένων μετοχών καθώς και στα unit investment trusts. Για τους μεγάλους λογαριασμούς οι περισσότεροι επενδυτές έχουν κάποιο προσωπικό διαχειριστή χαρτοφυλακίου ενώ άλλοι προτιμούν τα μεγάλα ονόματα διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων και αμοιβαίων αντιστάθμισης κινδύνου (hedge funds).

Η μείωση των καθαρών χρηματοροών στα αμοιβαία κεφάλαια είχε το αναμενόμενο αποτέλεσμα όλο λιγότερα αμοιβαία κεφάλαια δημιουργούνται. Το 1999 δημιουργήθηκαν μόνο 206 νέα αμοιβαία. Η δυνητική αγορά των Α.Κ. μειώθηκε αισθητά, το 50% των νοικοκυριών είναι πλέον κάτοχοι Α.Κ. Η επιρροή είναι πλέον εμφανής στην εξαγορά των αμοιβαίων. Το 1999, σχεδόν το 50% των αμοιβαίων

κεφαλαίων υπέφερε από χρηματικές εκροές. Σχεδόν τα δύο τρίτα των καθαρών εισροών πήγαν σε μεγάλες επιχειρήσεις Vanguard, Janus, Fidelity, Alliance και PIMCO.

Μεγάλες οικογένειες αμοιβαίων κεφαλαίων άρχισαν ενεργά να διευρύνουν τη γραμμή παραγωγής τους προκειμένου να κερδίσουν μερίδιο αγοράς. Έχει εκτιμηθεί ότι για να είναι βιώσιμα τα αμοιβαία κεφάλαια πρέπει να έχουν αξία τουλάχιστον 100 δις δολάρια. Για αυτό το σκοπό διευρύνθηκαν οι στρατηγικές διανομής αμοιβαίων κεφαλαίων. Έτσι δημιουργήθηκαν αμοιβαία κεφάλαια ανοιχτού τύπου και Α.Κ. κλειστού τύπου, τα οποία διαφοροποιούνται ως προς την επιβάρυνση, την προμήθεια και τα έξοδα. Τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια μη επιβάρυνσης και τα αμοιβαία κεφάλαια χαμηλής επιβάρυνσης προσφέρονται μέσω μεγάλων εταιρειών διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, μέσω ολοκληρωμένων υπηρεσιών, πρακτόρων σε καλύτερες τιμές (discount) και επενδυτικών συμβούλων.

Οι αλλαγές στην συμπεριφορά των επενδυτών έχουν επίσης ως αποτέλεσμα τη μεγάλη επιτυχία των επενδυτών σε αμοιβαία κεφάλαια. Ένας μεγάλος αριθμός επενδυτών εμφανίζεται επηρεασμένος από τις ασυγκράτητες αποδόσεις του παρελθόντος, δυσαρεστημένος από τις μέσες αποδόσεις και γενικότερα αδιάφορος για τα Α.Κ. Από την άλλη πλευρά παρατηρούμε επενδυτές με μεγάλο πλούτο να δημιουργούν χαρτοφυλάκια μεγάλης αξίας. Εκείνοι επιζητούν μεγάλη προσοχή και μεταχείριση από τους ειδικούς χρηματοοικονομικούς συμβούλους.

Ο πρόεδρος της ICI, John Brennan επισημαίνει έξι στάδια για συνεχή επιτυχία στην αγορά των Α.Κ. :

- Υποστήριξη από νόμιμα θεσμοθετημένους θεματοφύλακες
- Αντιμέτωπιση των αλλαγών και προτάσεις για θεσμοθέτηση νόμων, κανονισμών
- Επιβολή αυστηρών κανονισμών από τον SEC
- Προστασία από αβάσιμους ισχυρισμούς των επενδυτών ειδικά όταν επικρατεί πανικός λόγω πτώσης των τιμών
- Εργασία με τέτοιο τρόπο ώστε οι επενδυτές να αποφασίζουν αξιοποιώντας όλες τις πληροφορίες που τους αποκαλύπτονται
- Βελτίωση της εκπαίδευσης των επενδυτών ειδικά όσο αφορά τη σχέση απόδοσης – κινδύνου, τον καταμερισμό των περιουσιακών στοιχείων, τη διαφοροποίηση και την μακροχρόνια επένδυση.

1.6. Online Mutual Funds

Η δυσaréσκεια των επενδυτών από τα αμοιβαία κεφάλαια οδήγησε στη δημιουργία ηλεκτρονικών διευθύνσεων (online sites) οι οποίες παρέχουν τη δυνατότητα στους επενδυτές να σχεδιάσουν αλλά και να διαχειριστούν οι ίδιοι το δικό τους χαρτοφυλάκιο σε πραγματικό χρόνο. Οι διάφορες ιστοσελίδες παρέχουν διάφορες εναλλακτικές μορφές επενδύσεων αλλά αυτό δεν είναι απόλυτα καλό. Οι ιστοσελίδες αυτές έχουν σχεδιαστεί με σκοπό να προσελκύσουν και να ενθαρρύνουν εκείνους τους επενδυτές οι οποίοι είναι ενεργοί traders.

Ποιές λοιπόν είναι οι παραδοχές για ένα τέτοιο μοντέλο online αμοιβαίων κεφαλαίων; Πρώτον, είναι περισσότερο επωφελές διότι παρέχει στους επενδυτές χαρτοφυλάκια που έχουν τον δικό τους προσωπικό χαρακτήρα αντί εκείνων των επενδυτικών συμβούλων ή διαχειριστών. Είναι όμως αρκετή η ικανότητα των επενδυτών να διαχειριστούν από μόνοι τους τα δικά τους χαρτοφυλάκια αποτελεσματικά; Σε κάθε περίπτωση θα ήταν μια δικαίωση για τους επενδυτές να αποδείξουν ότι μπορούν να διαχειριστούν αποτελεσματικά τα χαρτοφυλάκια τους και καλύτερα από τις εταιρείες.

Από την άλλη πλευρά Santoli και Taggart περιγράφουν αυτά τα sites με σημαντικά πλεονεκτήματα, χαμηλότερα κόστη, προσαρμογή των χαρτοφυλακίων ανάλογα με τις ανάγκες του κάθε επενδυτή, έλεγχος των φόρων, υποστήριξη των διαφορετικών μορφών χαρτοφυλακίων ανάλογα με τις επιλογές των επενδυτών. Τα on line mutual funds είναι βασισμένα στο προσωπικό προφίλ του επενδυτή, περιλαμβάνουν μετρήσεις και όρια κινδύνων, προτείνουν κατανομή των περιουσιακών στοιχείων (asset allocation) χρησιμοποιώντας από μια έως ενενήντα στρατηγικές ώστε να κατασκευαστεί ένα χαρτοφυλάκιο με άριστα χαρακτηριστικά. Οι στρατηγικές αυτές μπορούν να ελεγχθούν με παρελθοντικά στοιχεία και με ποσοτικές αναλύσεις.

Έτσι οι επενδυτές καταφέρνουν να φτιάξουν το δικό τους χαρτοφυλάκιο κομμένο και ραμμένο στα μέτρα τους, με τις δικές τους μετοχές οι οποίες διακρατούνται ασφαλώς. Τα χαρτοφυλάκια αυτά αναπροσαρμόζονται και αναβαθμίζονται ετησίως. Οι επενδυτές μπορούν να πουλήσουν αν θέλουν τις μετοχές τους και να αξιολογήσουν τα κέρδη ή τις ζημιές τους. Η εμφάνιση αυτών των online mutual funds θα περιορίσει

πλέον εκείνους τους επενδυτές που διαχειρίζονται από μόνοι τους τα δικά τους χαρτοφυλάκια ή που επιθυμούσαν να λειτουργούν έτσι.

1.7. Ανεπάρκεια της Αγοράς

Παρόλα αυτά όπως αναφέρεται από τους Clements, ο John Bogle συνεχίζει να έχει λιγότερο γενναιόδωρη άποψη για την αγορά. Αυτό φαίνεται από την κριτική του στον κύκλο εργασιών των αμοιβαίων κεφαλαίων. Οι παράμετροι έχουν αλλάξει οι επενδύσεις δεν γίνονται παθητικά αλλά βραχυπρόθεσμα και αστραπιαία. Μετά το 1980 ο τζίρος των Α.Κ. ανερχόταν στο 15% του χαρτοφυλακίου ετησίως αλλά τώρα ανέρχεται περίπου στο 90% ετησίως, το γεγονός αυτό οφείλεται στους διαχειριστές χαρτοφυλακίων οι οποίοι πέτυχαν υψηλά κόστη διαπραγμάτευσης και υψηλούς φόρους κεφαλαίων. Οι επενδυτές ακολούθησαν αυτή την ευμετάβολη μέθοδο. Μέχρι το 1960, ο τζίρος των επενδυτών άρχισε να μειώνεται διαρκώς. Αυτή η μείωση οφείλεται κατά ένα μέρος στο κυνήγι της αποτελεσματικότητας και στην διαφήμιση της βραχυπρόθεσμης αποτελεσματικότητας.

Μετά το 1980 και 1990 η αναλογία των κλειστών και συγχωνευμένων αμοιβαίων κεφαλαίων αυξήθηκε από 2% στα 5% ετησίως κατέχοντας τους φτωχούς managers και τις φτωχές φιλοσοφίες. Τα έξοδα των Α.Κ. διπλασιάστηκαν τα τελευταία 40 χρόνια, αυξήθηκαν σε 65% τα τελευταία 20 χρόνια και τελικά έφτασαν το 1,59% το 1999. Τα έξοδα των τελευταίων ακριβών Α.Κ. αυξήθηκαν κατά 27% μέχρι το 1980. Τα έξοδα με τον καιρό άρχισαν να μειώνονται. Τα Α.Κ. μεγάλης κεφαλαιοποίησης άρχισαν να έχουν αποδόσεις 12,2% τα τελευταία 15 χρόνια, συγκρινόμενα με αποδόσεις 16,7 % για ένα δεικτοποιημένο αμοιβαίο της S&P 500.

Η αλλαγή στη συμπεριφορά των ΑΚ αποκαλύπτεται και στα καυστικά σχόλια του Nocera.

Εγκατέλειψε τα αμοιβαία κεφάλαια και τα πούλησε όλα όταν ο κεντρικός διαχειριστής του χαρτοφυλακίου αλλάχτηκε για τέταρτη φορά μέσα σε λίγους μήνες. Σαν αποτέλεσμα πρόβαλε μια λίστα με διάφορα μειονεκτήματα των ΑΚ.

- Πάρα πολλά αμοιβαία κεφάλαια
- Πολύ μεγάλα αμοιβαία κεφάλαια

- Η αποτελεσματικότητα δεν επηρεάζει τον τρόπο με τον οποίο χρησιμοποιούνται
- Άρνηση να μειωθούν τα κόστη
- Οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων έχουν την τάση να οδηγούν τα αμοιβαία σαν σε αγέλη με αποτέλεσμα τα «κακά» αμοιβαία να εντάσσονται μαζί με τα «καλά».

Τέλος ο NOCERA σχολίασε ότι η αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι άπληστη.

Μετά το χτύπημα των αμοιβαίων κεφαλαίων από το NOCERA, το 1998 ήρθε η άποψη του ZWEING πιο ψύχραιμη. Και εκείνος πρόβαλε μια σειρά από επισημάνσεις για τα αμοιβαία κεφάλαια. Κάποια πράγματα θα πρέπει να διορθωθούν για να γίνουν τα αμοιβαία περισσότερο αποτελεσματικά.

- Τα αμοιβαία κεφάλαια κοστίζουν πολύ
- Τα αμοιβαία κεφάλαια είναι πολύ μεγάλα
- Τα αμοιβαία κεφάλαια φορολογούνται πολύ
- Οι διαχειριστές αγαπούν το ρίσκο
- οι διαχειριστές κινούνται σε πάρα πολλές μεριές
- Πάρα πολύ διαχειριστές ενεργούν σαν «πρόβατα»
- Πολλοί διαχειριστές στερούνται δύναμης χαρακτήρα
- Τα αμοιβαία κεφάλαια μερικές φορές φαίνονται ακαταλαβίστικα
- Υπάρχουν πάρα πολλά αμοιβαία κεφάλαια
- Τα αμοιβαία κεφάλαια είναι πολύ πολύπλοκα

Με τη σειρά του ο BURTON, το 1997 έδωσε και αυτός σημασία στα διάφορα μειονεκτήματα των διαχειριστών των αμοιβαίων κεφαλαίων που θα έπρεπε να διορθωθούν προκειμένου τα αμοιβαία να γίνουν περισσότερο ανταγωνιστικά και αποτελεσματικά.

Δεικτοποίηση των αμοιβαίων κεφαλαίων, με αυτό τον τρόπο τα αμοιβαία κινούνται παράλληλα με τον δείκτη και αποκτούν μεγαλύτερη ασφάλεια.

Κίνηση με υπερβολική ταχύτητα ώστε να διατηρηθεί η αποτελεσματικότητα των αμοιβαίων και να αποταμιευτούν bonus μέσα από στρατηγικές υψηλού ρίσκου

Κινήσεις που να ξεκαθαρίζουν τα χαρτοφυλάκια, να μειωθεί το κόστος τους να διασφαλιστεί η αποτελεσματικότητα τους και τα bonus

Αναζήτηση της αποτελεσματικότητας, υψηλός τζίρος του χαρτοφυλακίου αλλά όχι τυφλή προσκόλληση στο ρεύμα της αγοράς

Αναζήτηση της απόδοσης – εστίαση στις υψηλές αποδόσεις των ομολόγων

Δελεάζοντας και μετατρέποντας τα ονόματα των αμοιβαίων κεφαλαίων ή των διαφόρων αντικειμένων επένδυσης τα οποία συσχετίζονται φτωχά με τα ενεργά χαρτοφυλάκια.

Διακράτηση επιπλέον μετρητών όταν η αγορά κινείται νευρικά και σε αβέβαια επίπεδα παρά διαχείριση ολόκληρου του χαρτοφυλακίου

Αυτοί οι τρεις παρατηρητές των αμοιβαίων κεφαλαίων παράθεσαν μια εμπειριστατωμένη λίστα από βελτιώσεις που έπρεπε να γίνουν τόσο στα αμοιβαία όσο και στους συμβούλους επενδύσεων. Αλλαγές στη φύση των αμοιβαίων κεφαλαίων, αλλαγές στη συμπεριφορά των επενδυτών και γενικότερα στην αγορά των αμοιβαίων.

1.8. Εναλλακτικές Επενδύσεις

Η δυσaréσκεια των επενδυτών από τα αμοιβαία κεφάλαια γίνεται σαφώς αντιληπτή αν παρατηρήσουμε την έντονη τάση των επενδυτών να διαχειρίζονται οι ίδιοι από μόνοι τους λογαριασμούς τους ατομικά. Αυτοί οι λογαριασμοί παρέχουν μεγάλα χαρτοφυλάκια με πραγματικούς επενδυτικούς συμβούλους και χαρτοφυλάκια προσαρμοσμένα στις ανάγκες του κάθε επενδυτή, και όχι κομμάτια αυστηρά και ισόποσα μοιρασμένα έτοιμα προς πώληση. Το 2000 αναφέρεται ότι τα περιουσιακά στοιχεία αυτών των λογαριασμών τριπλασιάστηκαν και ανήλθαν στα 425 δις δολάρια. Το χαμηλό κόστος στις προμήθειες ενίσχυσε το μέγεθος των περιουσιακών τους στοιχείων. Οι παλιές προμήθειες μπορούσαν να είναι στο 3% των περιουσιακών στοιχείων αλλά τώρα ο μέσος όρος τους ανέρχεται στο 1,9% και η διαχείριση σε πραγματικό χρόνο ανέρχεται σε 1% έως 1,75%. Αυτά τα νούμερα δεν θεωρούνται ανταγωνιστικά των ETFs (Χρηματιστηριακός διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια).

Αλλά στην πραγματικότητα η αποτελεσματικότητα των εναλλακτικών μορφών επενδύσεων είναι επίσης προβληματική λόγω ύπαρξης του ίδιου βαθμού κινδύνου, της επιβολής φόρων όπως στα αμοιβαία κεφάλαια χαμηλού κόστους και στα ETFs χαμηλού κόστους. Για παράδειγμα ο Ralph Wanger έλεγε ότι δεν πρέπει ποτέ να έχεις ένα αμοιβαίο για το οποίο κάποιος έχει πληρώσει ώστε το συγκεκριμένο

αμοιβαίο να είναι αμοιβαίο αντιστάθμισης κινδύνου (hedge fund). Τότε είναι βέβαιο ότι θα υπάρχουν πολύ υψηλές προμήθειες, τυπικά 2% των περιουσιακών στοιχείων και 20% των αποδόσεων τους. Επίσης θα υπάρχουν πολλά δανειακά χαρτοφυλάκια μετοχών, δηλαδή θέση πώλησης σε μετοχές και σε παράγωγα προϊόντα. Η Ibboston ξαναείδε το θέμα της απόδοσης των hedge funds και κατέληξε ότι ενώ μερικά αμοιβαία έχουν πολύ ικανοποιητικά αποτελέσματα, το μέλλον τους δεν φαίνεται να είναι τόσο φωτεινό καθώς μεγαλώνει διαρκώς ο ανταγωνισμός. Εξαιτίας των πολύ υψηλών προμηθειών οι επενδυτές θα αποφύγουν τα hedge funds εκτός και αν έχουν απόλυτη εμπιστοσύνη στην ικανότητα των διαχειριστών.

Εκτός από τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης σε πραγματικό χρόνο, τα Αμοιβαία που διαχειρίζονται ατομικά και τα Αμοιβαία αντιστάθμισης κινδύνου υπάρχουν και άλλοι τύποι επένδυσης. Αυτές οι μορφές επένδυσης περιλαμβάνουν:

- Μερίσματα χωρίς επιβάρυνση που επανεπενδύονται σε μεμονωμένες μετοχές (DRIPs)
- Απευθείας αγορά μετοχών χωρίς προμήθεια (DSPs)
- Ατομικά κεφάλαια με προμήθεια μέσω πρακτόρων
- Αρχική δημόσια εγγραφή (IPOs)
- Μετοχές και δείκτες σε παράγωγα προϊόντα

Όλες αυτές οι μορφές επένδυσης έχουν συζητηθεί και αναλυθεί αρκετά αλλά καμία δεν παρουσιάζει τα πλεονεκτήματα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Παρά τη δυσарέσκεια των επενδυτών σε αμοιβαία κεφάλαια αλλά και την αύξηση των εναλλακτικών επιλογών επένδυσης οι CLEMENTS συμπεραίνουν « Αν δεν υπάρχει κάποια εξαιρετική συμβουλή, τα χαμηλού κόστους και χωρίς επιβάρυνση αμοιβαία κεφάλαια συμπεριλαμβανομένων και των ETFs φαίνεται να είναι πολύ ελκυστικά». Επίσης οι CLEMENTS επισημαίνουν ότι οι επενδυτές μικρών αμοιβαίων, παθητικοί και μη, έχουν τη δυνατότητα να συναγωνιστούν μεγάλα αμοιβαία επενδύοντας σε ένα δεικτοποιημένο αμοιβαίο. Ο καθηγητής Statman αναφέρει χαρακτηριστικά: « Η Disney και τα Mc Donald's είναι για τα παιδιά. Τα Αμοιβαία κεφάλαια συνδεδεμένα με τον δείκτη της Vanguard είναι για τους ενήλικες. Όπως τα παιδιά απολαμβάνουν τα πάρκα της Disney και βλέπουν το χιόνι έτσι και οι μεγάλοι αισθάνονται ασφαλείς και υπεύθυνοι κατέχοντας ένα αμοιβαίο αυτής της μορφής». Παρόλα αυτά ποτέ δεν θα πούμε ότι τα αμοιβαία κεφάλαια δεν χρειάζονται σημαντικές βελτιώσεις.

1.9. Οι διαφορετικοί τύποι εταιρειών επενδύσεων

Μια εταιρεία επενδύσεων είναι μετοχική ανώνυμη εταιρεία ή ένα trust ή μία σύμπραξη εταιρειών που επενδύει συγκεντρωμένα χρήματα μεριδιούχων σε μετοχές κατάλληλες για συγκεκριμένους επενδυτικούς σκοπούς.

Οι βασικοί τύποι επενδυτικών εταιρειών είναι : Αμοιβαία Κεφάλαια ή ανοιχτού τύπου κεφάλαια, κλειστού τύπου κεφάλαια, unit investment trust και χρηματιστηριακώς διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια.

Ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο (**mutual fund**) είναι μια εταιρεία επενδύσεων η οποία αγοράζει ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών, το οποίο έχει επιλεγεί από επαγγελματίες χρηματοοικονομικούς συμβούλους προκειμένου να επιτευχθεί συγκεκριμένος επενδυτικός στόχος. Οι επενδυτές αγοράζουν μερίδια του αμοιβαίου τα οποία αντιπροσωπεύουν αναλογία του συνόλου της ιδιοκτησίας του αμοιβαίου. Ένα αμοιβαίο κεφάλαιο αναφέρεται σαν ανοιχτού τύπου για δύο βασικούς λόγους: πρώτον διότι απαιτείται να πουλήσει ή να αγοράσει τα συγκεκριμένα μερίδια οποιαδήποτε στιγμή, στην τρέχουσα καθαρή παρούσα αξία η οποία ισούται με την συνολική αξία του αμοιβαίου μείον τις υποχρεώσεις διαιρεμένο με τον αριθμό των μεριδίων του και δεύτερον ουσιαστικά όλα τα αμοιβαία κεφάλαια προσφέρουν συνεχώς μερίδια στο κοινό.

Ένα κεφάλαιο κλειστού τύπου (**closed-end fund**) είναι μια εταιρεία επενδύσεων η οποία εκδίδει ένα συγκεκριμένο αριθμό μεριδίων τα οποία διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο ή στην over the counter αγορά. Η μεγαλύτερη πλειοψηφία των κεφαλαίων κλειστού τύπου διαχειρίζονται εξωτερικά όπως και τα αμοιβαία κεφάλαια. Τα κεφάλαια στα closed end funds έχουν επαγγελματική διαχείριση, είναι σε αντιστοιχία με την πολιτική και τους επενδυτικούς στόχους, μπορούν να είναι μετοχές, ομόλογα και άλλοι τίτλοι. Όπως και σε άλλους διαπραγματεύσιμους τίτλους η τιμή των closed end funds αυξομειώνεται και καθορίζεται ανάλογα με την προσφορά και τη ζήτηση στην αγορά.

Ένα **Unit investment trust** είναι μια εταιρεία επενδύσεων η οποία αγοράζει και κρατάει ένα συγκεκριμένο χαρτοφυλάκιο από μετοχές, ομόλογα και άλλους τίτλους. Και τα Unit investment trust διαχειρίζονται εξωτερικά. Τα units πωλούνται στους επενδυτές οι οποίοι κατά τη διάρκεια ζωής του trust εισπράτουν μερίσματα και

τόκους. Αντίθετα με τις υπόλοιπες μορφές εταιρειών επενδύσεων τα Unit investment trust έχουν ημερομηνία λήξης, η οποία ποικίλει ανάλογα με τις επενδύσεις του χαρτοφυλακίου. Στη λήξη οι επενδυτές λαμβάνουν τα αναλογούντα μερίδια των κεφαλαίων του Unit investment trust.

Ένα χρηματιστηριακά διαπραγματεύσιμο αμοιβαίο κεφάλαιο (**Exchange traded fund**) είναι μια εταιρεία επενδύσεων, είτε ανοιχτού τύπου είτε unit investment trust, της οποίας οι μετοχές διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο σε τιμές που καθορίζονται από την αγορά. Έτσι ένα ETF έχει τα χαρακτηριστικά μιας εταιρείας επενδύσεων (διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, επαγγελματική διαχείριση) αλλά τα μερίδια του διαπραγματεύονται στην πρωτογενή αγορά όπως οι μετοχές. Αντίθετα με τα αμοιβαία κεφάλαια τα μερίδια των ETFs αγοράζονται ή πωλούνται μέσω πρακτόρων όπως ακριβώς διαπραγματεύονται οι μετοχές.

1.10. Η φύση των Χρηματιστηριακών Διαπραγματεύσιμων Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ETFs)

Με όλες τις προηγούμενες αναφορές στις εναλλακτικές μορφές επένδυσης μπορούμε να αντιληφθούμε ότι τα χρηματιστηριακά διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια (ETFs) ή εν συντομία δεικτοποιημένες μετοχές (index shares) αποτελούν μια πραγματική απειλή για τα απλά αμοιβαία κεφάλαια. Wiandt και Mc Clatchy ανέφεραν το 2002 ότι μέχρι τα μέσα του 2001 υπήρχαν 169 ETFs που διαπραγματεύονταν παγκοσμίως, εκ των οποίων 103 διαπραγματεύονταν στις ΗΠΑ, τα περιουσιακά τους στοιχεία ανέρχονταν σε 95 δις δολάρια. Ενώ το 2000 τα περιουσιακά τους στοιχεία είχαν αξία 65,6 δις δολάρια. Αυτή η νέα τάξη τίτλων παρουσιάζεται σαν η μεγαλύτερη απειλή χαμηλού κόστους για τα απλά αμοιβαία κεφάλαια και για τα αμοιβαία κλειστού τύπου.

Η συνεχώς αυξανόμενη τάση για επένδυση στα ETFs συνεχίζεται λόγω των πολλών πλεονεκτημάτων που παρουσιάζουν, παρόλα αυτά υπάρχουν και αρκετά μειονεκτήματα ειδικά αν τα συγκρίνουμε με τα αμοιβαία κεφάλαια χωρίς καθόλου επιβάρυνση.

2. ΚΕΦΑΛΑΙΟ II

2.1. Exchange Traded Funds

Τα Exchange Traded Funds (ETFs) ή Trackers είναι χαρτοφυλάκια μετοχών σχεδιασμένα έτσι ώστε να παρακολουθούν την πορεία ενός συγκεκριμένου δείκτη ή μιας συγκεκριμένης ομάδας μετοχών (καλάθι μετοχών). Τα ETFs δίνουν τη δυνατότητα με αυτό τον τρόπο να αγοράσουν ή να πουλήσουν ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών επενδύοντας στις μετοχές μιας χώρας, ενός κλάδου ή μιας συγκεκριμένης γεωγραφικής περιοχής με μια μόνο συναλλαγή. Η διαπραγμάτευση των ETFs πραγματοποιείται όπως ακριβώς και η διαπραγμάτευση των μετοχών αλλά με τις ακόλουθες σημαντικές διαφορές:

- Τα ETFs αντιπροσωπεύουν μια επένδυση σε ένα καλάθι μετοχών, άρα επιτυγχάνεται μείωση ρίσκου λόγω αυξημένης διασποράς, σε σύγκριση με την επένδυση σε μια μετοχή.
- Η αγορά και η πώληση ενός ETF έχει μικρότερο κόστος από την αγορά ή πώληση των μεμονωμένων μετοχών που απαρτίζουν ένα συγκεκριμένο δείκτη. Επίσης στην περίπτωση ενός ETF ο επενδυτής δεν χρειάζεται να παρακολουθεί τις εταιρικές πράξεις οι οποίες επηρεάζουν την σύνθεση του δείκτη. Την υποχρέωση αυτή αναλαμβάνει ο διαχειριστής του χαρτοφυλακίου.
- Τα ETFs παρέχουν μια εύκολη μορφή επένδυσης σε ιδιώτες επενδυτές οι οποίοι από μόνοι τους δεν θα είχαν πιθανώς την κατάλληλη γνώση ή τα κεφάλαια για να διαμορφώσουν ένα σωστά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών βασισμένο σε κάποιο δείκτη.
- Τα ETFs παρέχουν μια εναλλακτική μορφή επένδυσης στους θεσμικούς επενδυτές δίνοντας τους τη δυνατότητα για μεγαλύτερη έκθεση κίνδυνου αλλά και απόδοσης στις μετοχές που απαρτίζουν ένα δείκτη.

| ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ | ETFs | ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ | ΜΕΤΟΧΕΣ |
|--|------|----------------------------------|---------|
| Διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου | NAI | NAI | OXI |
| Διαπραγμάτευση στη δευτερογενή αγορά | NAI | OXI | NAI |
| Αγορά μέσω χορήγησης πίστωσης (margin account) | NAI | OXI | NAI |
| Ανοιχτές πωλήσεις | NAI | OXI | NAI |

| | | | |
|---|--------------------|----------------------|------------|
| Παρακολούθηση της απόδοσης του δείκτη | ΝΑΙ | ΝΑΙ | ΟΧΙ |
| Διαχείριση | Κατά βάση ΠΑΘΗΤΙΚΗ | Κατά βάση ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΗ | ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΗ |
| Εγγύηση δυνατότητας ρευστοποίησης | ΜΕΡΙΚΗ | ΝΑΙ | ΝΑΙ |
| Δικαίωμα ψήφου στις γενικές συνελεύσεις | ΌΧΙ | ΌΧΙ | ΝΑΙ |

2.2. Πλεονεκτήματα των ETFs

1. Το AMEX παρέχει ρευστότητα στην αγορά και συνεχή διαπραγμάτευση στις δεικτοποιημένες μετοχές. Η συνεχής διαπραγμάτευση παρέχει μεγαλύτερη ευελιξία στην αναδιαμόρφωση του χαρτοφυλακίου. Οι τιμές καθορίζονται με βάση την προσφορά και τη ζήτηση. Οι δεικτοποιημένες μετοχές μπορούν να διαπραγματεύονται σε μικρή ποσότητα και επίσης πολλές στρατηγικές διαπραγμάτευσης είναι διαθέσιμες τόσο για τις κοινές μετοχές όσο και για τα ETFs.
2. Οι περισσότερες συναλλαγές δεικτοποιημένων μετοχών εκτελούνται στο AMEX. Οι διαφορές τιμής διάθεσης – τιμής εξαγοράς (bid-ask spread) δεν είναι παράλογες και οι προμήθειες πρακτόρευσης και τα έξοδα μπορούν να μειωθούν χάρη στους online ή discount brokers.
3. Οι μεγάλοι επενδυτές μπορούν απευθείας να αγοράσουν ή να πουλήσουν τα πακέτα των δεικτοποιημένων μετοχών τους. Τα creation ή redemption unit μπορούν να εξαγοραστούν ή να εξαργυρωθούν και να μοιραστούν στους κατόχους αυτών οι μετοχές του χαρτοφυλακίου που είναι συνδεδεμένες με τους δείκτες της αγοράς. Βέβαια υπάρχουν κόστη συναλλαγών.
4. Οι συναλλαγές των επενδυτών για τις πωλήσεις ενός ή περισσότερων redemption unit δεν φορολογούνται. Οι επενδυτές έχουν τη δυνατότητα να πουλήσουν το χαρτοφυλάκιο τους λαμβάνοντας τις αντίστοιχες μετοχές και να τις πουλήσουν προκειμένου να καλύψουν τυχόν φορολογικές ζημιές.
5. Η διαπραγμάτευση στο AMEX και οι μη φορολογούμενες συναλλαγές με συνεχή διαφάνεια του χαρτοφυλακίου ενθαρρύνουν το arbitrage που κρατά τις

τιμές των δεικτοποιημένων μετοχών πολύ κοντά στην καθαρή παρούσα αξία του υποκείμενου χαρτοφυλακίου. Οι κερδοσκόποι αγοράζουν τις δεικτοποιημένες μετοχές σε χαμηλότερη τιμή (discount) από την καθαρή παρούσα αξία τους στο AMEX και κατευθείαν ανταλλάσσουν το redemption unit για το υποκείμενο χαρτοφυλάκιο μετοχών και πλούν πλέον τις μετοχές στο AMEX περισσότερο από όσο πλήρωσαν για τις δεικτοποιημένες μετοχές του redemption unit.

6. Τα ETFs είναι πολύ αποδοτικά φορολογικά χάρη στις απευθείας συναλλαγές χωρίς φόρο, στη διαφάνεια του χαρτοφυλακίου, στο δεικτοποιημένο χαρτοφυλάκιο και στον έλεγχο της ιδιαίτερης σύνθεσης του χαρτοφυλακίου. Τα χαρτοφυλάκια δεικτών δεν διαχειρίζονται ενεργά, αυτό μειώνει τον τζίρο τους και τα κεφαλαιακά κέρδη.
7. Τα εγχώρια ETFs είναι λιγότερο δαπανηρά στη διαχείριση από τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια. Έχουν χαμηλότερα έξοδα από τα ενεργά διαχειριζόμενα αμοιβαία κεφάλαια και από τα περισσότερα δεικτοποιημένα αμοιβαία με τους ίδιους δείκτες αναφοράς.
8. Τα ETFs και τα αμοιβαία κεφάλαια παρέχουν άμεση διαφοροποίηση, με χαρτοφυλάκια ευρείας σύνθεσης, που αναπροσαρμόζουν συνέχεια περιουσιακά τους στοιχεία ανάλογα με τις ανάγκες του επενδυτή. Η ανακατανομή γίνεται εστιάζοντας στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των ETFs, εγχώρια ή ξένα ETFs, συγκεκριμένης χώρας, επενδυτικού προφίλ, ή βιομηχανικού κλάδου.
9. Τα ETFs παρέχουν πρόσβαση στους δείκτες αναφοράς και στους παγκόσμιους κλάδους βιομηχανίας, που δεν είναι ακόμη διαθέσιμοι για τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια.
10. Οι επενδυτές μπορούν να κερδίσουν μετρητά από εισροές στις δεικτοποιημένες μετοχές.

2.3. Μειονεκτήματα των ETFs

1. Τα κόστη διαπραγμάτευσης των δεικτοποιημένων μετοχών είναι υψηλότερα από εκείνα των αμοιβαίων κεφαλαίων χωρίς επιβάρυνση. Αυτή η διαφορά

αυξάνεται λόγω της συνεχούς διαπραγμάτευσης των ETFs παρόλο που υπάρχει η δυνατότητα online ή discount brokerage προμήθειας και οι μικρές διαφορές στις τιμές αγοράς- διάθεσης (bid-ask spreads).

2. Όταν οι επενδυτές αγοράζουν ή πουλούν ένα ή περισσότερα redemption ή creation unit επιβάλλονται προμήθειες, οι οποίες συνήθως είναι υψηλότερες από τα αμοιβαία κεφάλαια μη επιβάρυνσης.
3. Οι πράκτορες των ETFs συνήθως παρέχουν υπηρεσίες χαμηλότερης ποιότητας και διαφοροποίησης από εκείνες προς τους μεριδιούχους αμοιβαίων κεφαλαίων.
4. Τα ETFs όταν πωλούνται σε χαμηλότερη τιμή από την καθαρή αξία του υποκείμενου χαρτοφυλακίου μέσω μεθόδου arbitrage παραμένουν μικρά. Αλλά οι δεικτοποιημένες μετοχές μπορούν να διαπραγματευτούν για μεγάλες χρονικές περιόδους σε σημαντικά premiums/discounts ειδικά στις λιγότερο ρευστές διεθνείς αγορές. Τα HOLDRs παρουσιάζουν μεγάλα discount σε σχέση με την καθαρή παρούσα αξίας τους.
5. Κανένας ανάδοχος δεν έχει καταφέρει να πετύχει τις αποδόσεις των αμοιβαίων στο δείκτη της Vanguard 500 (Vanguard 500 Index Fund) ούτε των ETFs ούτε των δεικτοποιημένων αμοιβαίων κεφαλαίων.
6. Τα ETFs πολύ συχνά κάνουν λάθη στην προσπάθεια τους να ακολουθήσουν την αποδοτικότητα των μικρών διεθνών δεικτών αναφοράς της αγοράς. Αυτοί οι δείκτες δεν παρέχουν το απαιτούμενο διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο και οι αγορές έχουν χαμηλή ρευστότητα και υψηλά κόστη διαπραγμάτευσης.
7. Η αποδοτικότητα και η ρευστότητα των ETFs εμφανίζει πτώση σε πολλές αγορές.
8. Η περίοδος διακανονισμού για τα ETFs είναι τρεις ημέρες ενώ για τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια είναι μια ημέρα.

2.4. Warehouse Receipt Concept

Όπως αναφέρεται από LUCCHETTI και BROWN το 2000 ο Nathan Most, διευθυντής νέων προϊόντων στο Αμερικάνικο Χρηματιστήριο (AMEX), κατάφερε να προσαρμόσει τη λογική διαπραγμάτευσης αποθηκευμένων αγαθών δημιουργώντας τα ETFs. Τα ETFs δημιουργήθηκαν σε κάποια στιγμή που το Αμερικάνικο

Χρηματιστήριο επιζητούσε απεγνωσμένα νέα προϊόντα. Σήμερα οι διαπραγματεύσεις σε δεικτοποιημένες μετοχές αντιπροσωπεύουν πάνω από 67% του συνολικού όγκου διαπραγμάτευσης. Όλη αυτή η επιτυχία δεν έπεσε στο κενό. Τόσο το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, των ΗΠΑ αλλά και άλλων χωρών του κόσμου ακολούθησαν.

Η κεντρική ιδέα είναι ότι μπορούν να πουληθούν και να αγοραστούν διάφοροι τίτλοι αγαθών. Στην πραγματικότητα όμως τα συγκεκριμένα αγαθά στα οποία αναφέρονται οι τίτλοι παραμένουν αμετακίνητα και φυλάσσονται σε αποθήκες. Οι αποδείξεις αυτές που δίνονται για την φύλαξη των τίτλων διασφαλίζουν την διαφάνεια της αγοράς από την ιδιοκτησία ιδιαίτερων τύπων και βαθμίδων προϊόντων, όπως τα ETFs.

Η διαδικασία αυτή επιτρέπει τον διαχωρισμό των λειτουργιών διαχείρισης κεφαλαίων από την χρηματιστηριακή διαπραγμάτευση. Όταν οι δεικτοποιημένες μετοχές διαπραγματεύονται το υποκείμενο χαρτοφυλάκιο τους παραμένει ασφαλές και φυλάσσεται από τον θεματοφύλακα, έτσι το κόστος διαπραγμάτευσης μένει σε χαμηλά επίπεδα. Για παράδειγμα οι δεικτοποιημένες μετοχές iShares κρατούνται σε ένα βιβλίο από την εταιρεία Depository Trust Company, σαν κάτοχος των εγγραφών.

2.5. Τι είναι και τι δεν είναι

Τα ETFs ιδρύθηκαν σαν επενδυτικές εταιρείες ανοιχτού τύπου, με περιορισμένη αλλά μεγάλη διάρκεια κάτω από την Investment Company Act του 1940. Αυτή η δομή επιλέχθηκε επειδή δεν είναι ακριβή και είναι εύκολη να εκτελεστεί. Σήμερα τα περισσότερα ETFs είναι οργανωμένα σαν αμοιβαία κεφάλαια υβριδικής μορφής και δεν βασίζονται αυστηρά στο μοντέλο των απλών αμοιβαίων κεφαλαίων ή σε εκείνα τα αμοιβαία κλειστού τύπου. Οι δεικτοποιημένες μετοχές μπορούν να χρησιμοποιηθούν στις ίδιες στρατηγικές με εκείνες των κοινών μετοχών. Για παράδειγμα, οι δεικτοποιημένες μετοχές μπορούν να αγοραστούν και να πουληθούν στο όριο. Αλλά αυτό που είναι πιο σημαντικό είναι ότι οι δεικτοποιημένες μετοχές μπορούν να διαπραγματευτούν σε συνεχή χρόνο καθόλη τη διάρκεια της ημέρας. Τα ETFs μπορούν να αγοράζουν και να πουλούν μετοχές.

Όπως σημειώνεται από τον Zigler το 2000 υπάρχουν διαφορές μεταξύ των ETFs που είναι οργανωμένα σαν unit investment trust και εκείνων που είναι οργανωμένα σαν αμοιβαία κεφάλαια υβριδικής μορφής:

Τα ETFs έχουν συγκεκριμένη διάρκεια ζωής και όχι διηνεκής.

Τα ETFs πρέπει να προσομοιώνουν ένα χαρτοφυλάκιο δείκτη και όχι απλά να γίνεται αναφορά και σύγκριση με τους δείκτες

Τα ETFs όταν δίνουν μέρισμα ενδέχεται να μην επανεπενδύθει αμέσως στο χαρτοφυλάκιο αλλά να κρατηθεί σε κάποιους λογαριασμούς που δεν τοκίζονται και να μοιραστεί μετά στους μετόχους.

Τα ETFs ενδέχεται να μην κερδοφορίσουν με το να δανείσουν μετοχές ή χρησιμοποιώντας παράγωγα προϊόντα στο χαρτοφυλάκιο τους.

Τα χρηματιστηριακώς διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια συνδυάζουν πολλές πλευρές τόσο από τις μετοχές όσο και από τα αμοιβαία κεφάλαια. Όπως και οι μετοχές έτσι και οι δεικτοποιημένες μετοχές διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο, σε συγκεκριμένη τιμή η οποία καθορίζεται από την προσφορά και τη ζήτηση. Όπως τα δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια έτσι και οι δεικτοποιημένες μετοχές αντιπροσωπεύουν ένα κομμάτι ιδιοκτησίας στις μετοχές που περιλαμβάνει το χαρτοφυλάκιο, γενικότερα το χαρτοφυλάκιο αυτό έχει σχεδιαστεί με τέτοιο τρόπο ώστε να απολαμβάνει την ίδια αποτελεσματικότητα με εκείνη των δεικτών αναφοράς. Αυτοί οι δείκτες αναφοράς περιλαμβάνουν δείκτες εγχώριους πιο σπάνια δείκτες σε συγκεκριμένους κλάδους και διεθνείς δείκτες της αγοράς. Για παράδειγμα, οι Spiders (είδος ETFs) είναι δεικτοποιημένες μετοχές συνδεδεμένες με το δείκτη της S&P 500.

Τόσο οι δεικτοποιημένες μετοχές όσο και τα αμοιβαία κεφάλαια κλειστού τύπου διαπραγματεύονται σαν μια κοινή μετοχή, ωστόσο τα ETFs δεν είναι αμοιβαία κλειστού τύπου. Επιπλέον, τα ETFs έχουν μηχανισμούς που τους εμποδίζουν να κάνουν μεγάλες εκπτώσεις στις καθαρές αξίες των περιουσιακών τους στοιχείων, κάτι που πολύ συχνά συμβαίνει στα αμοιβαία κεφάλαια κλειστού τύπου. Όπως και στα αμοιβαία κεφάλαια έτσι και στα ETFs ο αριθμός των διαπραγματευόμενων μετοχών αλλάζει συνεχώς.

Αν και τα ETFs δεν είναι σαν τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια μοιάζουν στον τρόπο διαχείρισής τους με τα αμοιβαία εκείνα που είναι συνδεδεμένα σε κάποιο δείκτη. Από μία άποψη τα ETFs είναι λιγότερο πολύπλοκα μια που οι διάφορες εξαγορές μετοχών γίνονται κανονικά στο χρηματιστήριο και όχι στο εν λόγω χαρτοφυλάκιο των ETFs. Το συμπέρασμα είναι ότι τα ETFs είναι αρκετά ανταγωνιστικά όσο αφορά το κόστος τους ακόμη και αν τα συγκρίνουμε με τα δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια.

2.6. Exchange Trading – Χρηματιστηριακή Διαπραγμάτευση

Το Αμερικάνικο Χρηματιστήριο είναι σαν μια δημοπρασία που προσφέρει στην αγορά ρευστότητα με συνεχή διαπραγμάτευση καθόλη τη διάρκεια της ημέρας. Η συνεχής διαπραγμάτευση είναι ένα πλεονέκτημα για τις δεικτοποιημένες μετοχές. Ενώ στα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια γίνεται αποτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού στο τέλος κάθε εργάσιμης ημέρας μετά τη λήξη συνεδρίασης του χρηματιστηρίου. Η αξία των εισηγμένων σε χρηματιστήριο κινητών αξιών γίνεται με βάση τις τιμές κλεισίματος των χρηματιστηριακών συναλλαγών της ίδιας ημέρας. Γενικότερα οι δεικτοποιημένες μετοχές αντιπροσωπεύουν ιδιοκτησία σε ένα δεικτοποιημένο χαρτοφυλάκιο ωστόσο διαπραγματεύονται σαν να είναι απλές μετοχές. Οι δεικτοποιημένες μετοχές διαπραγματεύονται σε περισσότερες από 100 μετοχές ή λιγότερες ή και πολλαπλάσιες αυτών.

Οι δεικτοποιημένες μετοχές είναι επίσης ρευστοποιήσιμες και ευέλικτες όπως και οι κοινές μετοχές. Μπορούν να χρησιμοποιηθούν οι ίδιες στρατηγικές με εκείνες των κανονικών μετοχών όπως συντηρητικές, κερδοσκοπικές, αντιστάθμισης κινδύνου, προώληση μετοχών (short selling), αγορά στο margin ακόμη και γρήγορη επένδυση ή είσπραξη μετρητών. Οι δεικτοποιημένες μετοχές μπορούν επίσης να συνδυάσουν στρατηγικές κλειστού τύπου και αμοιβαίων κεφαλαίων.

Οι διαπραγματεύσεις των δεικτοποιημένων μετοχών στο Αμερικάνικο Χρηματιστήριο εκτελούνται από πρακτόρους ή χρηματιστές. Για το λόγο αυτό οι συναλλαγές αυτές έχουν κάποιο κόστος πρακτόρευσης, προμήθειας και διαπραγμάτευσης. Τα κόστη διαπραγμάτευσης συμπεριλαμβάνονται στη διαφορά μεταξύ τιμής διάθεσης και τιμής εξαγοράς. Η τιμή ουσιαστικά αντικατροπτίζει το μέγεθος των συναλλαγών.

Μερικές φορές αυτά τα κόστη μπορεί να υπερβαίνουν τα κόστη των αμοιβαίων κεφαλαίων. Ωστόσο το κόστος διαπραγμάτευσης μπορεί να μειωθεί με τη χρήση online πρακτόρων και με την αναζήτηση άλλων πρακτόρων σε χαμηλότερη τιμή. Ο Mc Reynolds το 1998 αναφέρει ότι τα κόστη για μια δεικτοποιημένη μετοχή ανέρχονται περίπου σε 6 cents ανά μετοχή. Πάντως σε κάθε περίπτωση τα κόστη των δεικτοποιημένων μετοχών είναι μεγαλύτερα από εκείνα των αμοιβαίων κεφαλαίων

χωρίς επιβάρυνση με μηδενικό κόστος διαπραγμάτευσης. Αυτό δείχνει ότι οι επενδυτές των ETFs χρησιμοποιούν στρατηγικές κάνοντας σπάνιες ή μεγάλες συναλλαγές. Η κατάσταση είναι λιγότερο ξεκάθαρη για αμοιβαία διαφορετικού τύπου και ποσού επιβάρυνσης και προμήθειας. Σε κάθε περίπτωση πάντως τόσο οι επενδυτές σε αμοιβαία κεφάλαια όσο και εκείνοι σε δεικτοποιημένες μετοχές έχουν πιθανά κεφαλαιακά κέρδη και φορολογικές επιβαρύνσεις.

2.7. Η Δημιουργία ενός ETF στις ΗΠΑ

Στις ΗΠΑ όπως και στην Ευρώπη η δευτερογενής αγορά για τα ETFs είναι παρόμοια με αυτή των μετοχών. Τα ETFs διαπραγματεύονται μέσω συστήματος συναλλαγών και όπως και για τις μετοχές η προσφορά και η ζήτηση καθορίζουν την τιμή τους. Επίσης τα ETFs εκκαθαρίζονται με τις ίδιες διαδικασίες όπως και οι μετοχές. Αυτό που έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον, όπως μας πληροφορεί η ΑΣΥΚ, είναι η πρωτογενής αγορά των ETFs.

Για τη δημιουργία ενός ETF συμμετέχουν οι παρακάτω οντότητες:

- Trust: το σύνολο του επενδυτικού κεφαλαίου από το οποίο πηγάζει το ETF. Το trust χωρίζεται σε μερίδια. Το κάθε μερίδιο αντιπροσωπεύει ένα ETF.
- Sponsor: η εταιρεία η οποία συγκεντρώνει το trust και εκδίδει τα ETFs.
- Index : ο δείκτης του οποίου την πορεία ακολουθεί το ETF
- Creation unit: στην πρωτογενή αγορά τα ETFs μπορούν να δημιουργηθούν μόνο ανά πακέτα μεριδίων. Κάθε τέτοιο πακέτο ονομάζεται creation unit. Συνήθως κάθε creation unit αποτελείται από 50.000 ETFs.
- Creator: το νομικό ή φυσικό πρόσωπο το οποίο παραγγέλλει για λογαριασμό του από τον sponsor τη δημιουργία ενός ή περισσότερων creation unit.
- Distributor: η εταιρεία που λειτουργεί σαν ενδιάμεσος ανάμεσα στους creators' και στον sponsor.
- Portfolio Deposit: η κατάθεση μετοχών και χρημάτων από τον creator τα οποία δεσμεύει ο sponsor προκειμένου να εκδώσει στο όνομα του creator ένα ή περισσότερα creations units.

- Trustee: η τράπεζα στην οποία καταθέτονται οι μετοχές και τα χρήματα από τον creator για λογαριασμό του sponsor προκειμένου αυτός να εκδώσει στο όνομα του creator ένα ή και περισσότερα creation units.

Η διαδικασία για την δημιουργία ενός πακέτου ETF παρουσιάζεται στο παρακάτω παράδειγμα:

Ο creator (ο οποίος είναι συνήθως μεγάλη επενδυτική εταιρεία ή θεσμικός επενδυτής) θα ήθελε να κατέχει 50.000 μερίδια ενός ETF τα οποία ακολουθούν την απόδοση του δείκτη DJIA.

Ο creator θα κάνει αίτηση στον distributor για τη δημιουργία ενός creator unit, ενώ ταυτόχρονα θα πρέπει να καταθέσει στην τράπεζα (trustee) η οποία συνεργάζεται με τον συγκεκριμένο sponsor το portfolio deposit εκείνο (μετοχές και χρήματα) το οποίο θα αντικατοπτρίζει τον δείκτη DJIA και η αξία του οποίου θα είναι ικανή για τη δημιουργία ενός creation unit δημοσιεύεται κάθε μέρα μετά τη λήξη της συνεδρίασης, στο χρηματιστήριο εκείνο στο οποίο το συγκεκριμένο ETF διαπραγματεύεται.

Με τη δημιουργία ενός creator unit αυτομάτως τα ETFs που το αποτελούν εγγράφονται σαν άυλοι τίτλοι στο σύστημα εκκαθάρισης των ΗΠΑ και μπορούν να διαπραγματευτούν και να εκκαθαριστούν σαν μετοχές.

2.8. Μηχανισμός Απευθείας Διαπραγμάτευσης –(Direct Exchange Mechanism)

Παρόλο που οι περισσότερες δεικτοποιημένες μετοχές διαπραγματεύονται στο Αμερικάνικο Χρηματιστήριο (AMEX) οι μεγάλοι θεσμικοί καθώς και επενδυτές με χαρτοφυλάκια μεγάλης αξίας δεν χρησιμοποιούν αυτή τη μορφή διαπραγμάτευσης. Αυτοί οι θεσμοθετημένοι συμμετέχοντες περιλαμβάνουν ειδικούς (specialists) καθώς και διαπραγματευτές –πρακτόρους (broker-dealers). Οι διαπραγματευτές –πράκτορες ενεργούν για λογαριασμό των πελατών τους ενώ οι ειδικοί ενεργούν για δικό τους λογαριασμό επιλέγοντας τις δικές τους ειδικές δεικτοποιημένες μετοχές.

Από την πλευρά των αγοραστών οι συμμετέχοντες δημιουργούν (αγοράζουν) το ελάχιστο εφικτό μέγεθος μετοχών, ένα πακέτο (creation units) από δεικτοποιημένες μετοχές από τα ειδικά ETFs. Οι συμμετέχοντες πληρώνουν για αυτό το πακέτο μετοχών, το καθορισμένο χαρτοφυλάκιο το οποίο περιλαμβάνει συγκεκριμένους δείκτες αναφοράς. Αυτές οι μετοχές στέλνονται στο θεματοφύλακα (τράπεζα), που με

τη σειρά του στέλνει τις μετοχές στους διάφορους συμμετέχοντες. Αυτές οι διαπραγματεύσεις εκτελούνται μετά το κλείσιμο της αγοράς. Αυτές οι δημιουργίες ομάδων μετοχών αντιπροσωπεύουν κομμάτια συγκεκριμένων δεικτών αναφοράς των οποίων η αξία ανέρχεται στο 1/5 έως 1/100 της συνολικής αξίας της αγοράς. Τα πακέτα μεριδίων (creation unit) περιλαμβάνουν περίπου 50.000 δεικτοποιημένες μετοχές. Για παράδειγμα, οι τιμές των iShares (είδος ETFs) κυμαίνονται από 3 εκατομμύρια δολάρια έως 8 εκατομμύρια δολάρια. Οι θεσμοθετημένοι συμμετέχοντες, συνήθως οι ειδικοί, συγκεντρώνουν αρκετές μετοχές έτσι ώστε να δημιουργήσουν τις δεικτοποιημένες μετοχές (περίπου 50.000).

Από την πλευρά των πωλητών οι θεσμοθετημένοι συμμετέχοντες απαιτούν το ελάχιστο μέγεθος μετοχών για εξαγορά ομάδων (redemption units) μετοχών από τις διάφορες δεικτοποιημένες μετοχές από τα ειδικά ETFs. Τα ETFs πληρώνουν για την εξαγορά αυτών των ομάδων μετοχών. Ο θεματοφύλακας και σε αυτή την περίπτωση εκτελεί τις διάφορες συναλλαγές μετά το κλείσιμο της αγοράς.

Τόσο στις ομάδες πώλησης όσο και στις ομάδες εξαγοράς υπάρχουν κόστη συναλλαγών. Για παράδειγμα, τα κόστη συναλλαγής των iShares κυμαίνονται από 500 δολάρια έως 12.000 δολάρια ανά ομάδα, αλλά το κόστος αυτό μοιράζεται σε όλους εκείνους τους επενδυτές που εκτελούν συναλλαγές εκείνη την ημέρα. Από την πλευρά της αγοράς υπάρχουν προμήθειες όπως και μερίσματα και τόκοι που δεν επανεπενδύθηκαν στις δεικτοποιημένες μετοχές. Από την πλευρά της αγοράς, οι πληρωμές των μετρητών άλλοτε είναι θετικές και άλλοτε αρνητικές.

2.9. Συναλλαγές χωρίς Φορολογικές Επιβαρύνσεις

Οι συναλλαγές των δεικτοποιημένων μετοχών δεν φορολογούνται. Αντίθετα με τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια, τα ETFs δεν απολαμβάνουν κεφαλαιακά κέρδη όταν κάνουν πωλήσεις ομάδων μετοχών εξαγοράς. Υπάρχουν σημαντικά πλεονεκτήματα στα ETFs. Επιπλέον οι επενδυτές έχουν την δυνατότητα να «διαλύσουν» το χαρτοφυλάκιο τους και να πουλήσουν τις μετοχές. Τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια δεν μπορούν να παρέχουν αυτές τις αποταμιεύσεις.

Οι επενδυτές μπορούν να έχουν δυνητικά κεφαλαιακά κέρδη όταν αγοράζουν ή πουλάνε δεικτοποιημένες μετοχές. Το ίδιο συμβαίνει όταν αγοράζουν μετοχές για την «δημιουργία ομάδων» και μετά όταν πουλάνε αυτές τις μετοχές σε μια «ομάδα

εξαγοράς». Οι επενδυτές των ETFs υποβάλλονται σε φορολογικές επιβαρύνσεις όπως οι επενδυτές των κοινών μετοχών. Αυτές οι συναλλαγές επίσης έχουν κόστη διαπραγμάτευσης.

2.10. Arbitrage-Μορφές Κερδοσκοπικής Διαιτησίας

Η διαφορά στα ποσοστά τιμής διάθεσης και τιμής εξαγοράς (discount/premium) στις δεικτοποιημένες μετοχές είναι πολύ μικρά. Ο λόγος για τον οποίο συμβαίνει αυτό είναι το arbitrage, το οποίο γίνεται αποτελεσματικό μέσα από τη χρηματιστηριακή διαπραγμάτευση αλλά και τις φορολογικές ελαφρύνσεις. Χρησιμοποιώντας κατά τη διάρκεια της ημερήσιας διαπραγμάτευσης καθαρές παρούσες αξίες των εγχώριων ETFs, το 91% των αξιών μεταξύ bid-ask.

Ο μέσος όρος διαφοράς μεταξύ τιμής διάθεσης και τιμής εξαγοράς ανέρχεται στα 0,21 δολάρια ή 0,36%. Ο Dunn ανέφερε ότι οι διαφορές premium/ discounts είναι στενές και εφήμερες. Ο Zigler ανέφερε ότι η διαφορά μεταξύ της καθαρής παρούσας αξίας και της τιμής 150 δολάρια των SPDR 500 είναι περίπου 3 cents ανά μετοχή.

Από την άλλη πλευρά δεν δείχνουν όλες οι μελέτες μικρές διαφορές μεταξύ discounts/premium των δεικτοποιημένων μετοχών. Ο Wiandt βρήκε ότι οι δεικτοποιημένες μετοχές μπορούν να διαπραγματεύονται σε σημαντική διαφορά μεταξύ τιμής διάθεσης και τιμής πώλησης για μεγάλες χρονικές περιόδους, ειδικά στις διεθνείς δεικτοποιημένες μετοχές. Άλλη μελέτη βρήκε ότι 21 ETFs διαπραγματεύονται σε μεγάλη διαφορά τιμής διάθεσης/εξαγοράς, μεγαλύτερη των 50 μονάδων βάσης. Ωστόσο, οι υπολογισμοί των τιμών διάθεσης και εξαγοράς μπορούν να είναι ανακριβείς πολλές φορές ειδικά στα λιγότερο διαπραγματεύσιμα διεθνή ETFs. Γενικότερα οι Wiandt και McClatchy συμπέραναν ότι : «καθώς οι υποκείμενες μετοχές μπορούν να διαπραγματευτούν είναι εξαιρετικά απίθανο να μην υπάρχουν διαφορές μεταξύ τιμών διάθεσης και τιμών εξαγοράς, διότι οι ειδικοί και άλλοι μεγάλοι traders θα επωφελούνται από αυτές τις διαφορές τιμών.

Τα ETFs επίσης παρέχουν διαφάνεια χαρτοφυλακίου. Επίσης οι καθαρές παρούσες αξίες των υποκείμενων χαρτοφυλακίων αποκαλύπτονται καθόλη τη διάρκεια της ημερήσιας διαπραγμάτευσης. Έτσι οι κερδοσκόποι μπορούν να επωφεληθούν από οποιαδήποτε διαφορά υπάρξει μεταξύ δεικτοποιημένων μετοχών και καθαρών παρουσιών αξιών των υποκείμενων χαρτοφυλακίων.

Τα spread των bid/ask των δεικτοποιημένων μετοχών είναι διαθέσιμα στο AMEX καθόλη τη διάρκεια της ημέρας. Τα αμοιβαία κεφάλαια δεν παρέχουν αυτή τη διαφάνεια χαρτοφυλακίου. Είναι υποχρεωμένοι να αποκαλύπτουν το χαρτοφυλάκιο των αμοιβαίων κεφαλαίων δύο φορές το χρόνο. Επίσης, οι τιμές αγοράς και πώλησης των μετοχών των αμοιβαίων δεν είναι γνωστές πριν το τέλος της ημερήσιας διαπραγμάτευσης, όταν υπολογίζονται οι καθαρές παρούσες αξίες των περιουσιακών στοιχείων.

Ευκαιρίες arbitrage μπορούν να βρεθούν σε περιπτώσεις όπου οι δεικτοποιημένες μετοχές πωλούνται χαμηλότερα από την καθαρή αξία του υποκείμενου χαρτοφυλακίου. Σε αυτές τις περιπτώσεις οι arbitrageurs αγοράζουν δεικτοποιημένες μετοχές στο Αμερικάνικο Χρηματιστήριο (AMEX) τις φυλάσσουν σαν ομάδες εξαγορών, και τις εξαγοράζουν για το υποκείμενο χαρτοφυλάκιο και στη συνέχεια πουλάνε τις μετοχές. Οι κερδοσκόποι μπορούν να επωφεληθούν από τη συμφωνία τιμής και να βγάλουν κέρδος. Αυτό επιτυγχάνεται αν το κόστος τω δεικτοποιημένων μετοχών είναι μικρότερο από την πώληση των μεμονωμένων μετοχών του χαρτοφυλακίου.

2.11. Σύγκριση με τους δείκτες της Αγοράς (Benchmarking Market Indices)

Τα ETFs δίνουν αποδόσεις που ισοδυναμούν με εκείνες των δεικτών αναφοράς τους. Αυτό συμβαίνει συνήθως στα εγχώρια ETFs(Αμερικάνικα) και όχι τόσο στα διεθνή. Οι τιμές των δεικτοποιημένων αμοιβαίων κεφαλαίων διαφοροποιούνται ανάλογα με τις αλλαγές των τιμών της καθαρής παρούσας αξίας του υποκείμενου χαρτοφυλακίου μετοχών. Οι δεικτοποιημένες μετοχές τιμολογούνται ανάλογα με την προσφορά και ζήτηση στο Αμερικάνικο Χρηματιστήριο (AMEX), το οποίο μπορεί να καταλήξει σε χαμηλότερες (discount) ή υψηλότερες (premium) τιμές από εκείνες της καθαρής παρούσας αξίας του υποκείμενου χαρτοφυλακίου. Από την άλλη πλευρά τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια διαπραγματεύονται μόνο στην καθαρή παρούσα αξία αλλά τα αμοιβαία κεφάλαια κλειστού τύπου συχνά διαπραγματεύονται σε χαμηλότερη τιμή από την καθαρή παρούσα αξία τους.

Η ικανότητα των ETFs να ανταποκρίνονται στις μεταβολές των δεικτών αναφοράς τους, κάνει τα ETFs ιδιαίτερα ελκυστικά. Όπως έχει ήδη αναφερθεί τα ETFs πρέπει υποχρεωτικά να προσομοιώνονται απόλυτα με τους δείκτες αναφοράς. Τα υβριδικά ETFs και δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια χρησιμοποιούν στατιστικές μεθόδους βελτιστοποίησης της αποτελεσματικότητας των δεικτών αναφοράς.

2.12. Αποδοτικότητα των Φόρων

Το γεγονός ότι οι συναλλαγές των ETFs δεν φορολογούνται κάνει τα ETFs περισσότερο αποτελεσματικά. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια που δέχονται αίτηση για εξαγορά πρέπει να δίνουν μετρητά. Αυτό βέβαια έχει δυνητικές φορολογικές επιβαρύνσεις για τους μετόχους. Ενώ για τα ETFs δεν ισχύει το ίδιο καθώς το χαρτοφυλάκιο τους δεν συνοδεύεται από την επιβολή φόρων. Τα χαρτοφυλάκια εκείνα που προορίζονται για εξαγορά διαχειρίζονται με τέτοιο τρόπο ώστε να ελαχιστοποιήσουν την επένδυση των κεφαλαιακών τους κερδών. Οι μετοχές εκείνες που έχουν τα μεγαλύτερα επενδεδυμένα κεφαλαιακά κέρδη προωθούνται για διαπραγμάτευση. Και οι πουλημένες μετοχές που δημιουργούν αλλαγές στη σύνθεση των δεικτών αναφοράς είναι εκείνες που έχουν τα μικρότερα μη ρευστοποιημένα κεφαλαιακά κέρδη.

Τα ETFs είναι δεικτοποιημένα χαρτοφυλάκια τα οποία λειτουργούν με τέτοιο τρόπο ώστε να απαλλάσσονται φορολογικά, με τον ίδιο τρόπο που λειτουργούν και τα δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια. Τα ETFs έχουν ελάχιστο τζίρο χαρτοφυλακίου με ελάχιστα ρευστοποιημένα κεφαλαιακά κέρδη και φορολόγηση των μετόχων. Παρόλο που είναι στο ελάχιστο, οι διαπραγματεύσεις των μετοχών οφειλόμενες στην αλλαγή της σύνθεσης των δεικτών αναφοράς μπορούν να παρουσιάζουν εξαιρέσεις.

Διάφοροι τομείς λειτουργούν στο να ελαχιστοποιήσουν τα μερίσματα των κεφαλαιακών κερδών προς τους επενδυτές. Αυτό έρχεται σε αντίθεση με τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια που συχνά εμφανίζουν μη ρευστοποιημένα κεφαλαιακά κέρδη επιβαρύνοντας έτσι τους μετόχους. Το ενεργό χαρτοφυλάκιο πραγματοποιεί κεφαλαιακά κέρδη τα οποία πρέπει να διανεμηθούν στους μετόχους. Τα δυνητικά κεφαλαιακά κέρδη είναι αρκετά όταν οι καθαρές χρηματοροές μειώνονται ή είναι αρνητικά όταν λόγω των εξαγορών των μεριδιούχων.

Το Αμερικάνικο Χρηματιστήριο προβάλλει μια σειρά από πλεονεκτήματα των ETFs:

- Συνεχής διαπραγμάτευση
- Δυνατότητα για δημιουργία χαρτοφυλακίου γρήγορα
- Μπορούν να αγοραστούν στο όριο και να πουληθούν βραχυπρόθεσμα
- Δεν υπάρχει επιβάρυνση στην πώληση (αλλά προμήθεια)
- Χαμηλά κόστη διαχείρισης και προμηθειών
- Αποδοτικότητα λόγω των φορολογικών απαλλαγών
- Σύμφωνα με το ZIGLER υπάρχουν επίσης τα ακόλουθα πλεονεκτήματα:
- Αποτελεσματικότητα - δεικτοποίηση των αμοιβαίων κεφαλαίων
- Διαφοροποίηση – υπάρχει μεγάλη διαθεσιμότητα δεικτών
- Ρευστότητα - διαπραγμάτευση καθόλη τη διάρκεια της ημέρας
- Ευελιξία – τα ίδια πλεονεκτήματα με εκείνα των κοινών μετοχών
- Αποδοτικότητα κόστους – χαμηλές προμήθειες διαχείρισης και κόστη συναλλαγών
- Αποδοτικότητα φόρων – ελάχιστα κεφαλαιακά κέρδη χάρη στο χαμηλό τζίρο χαρτοφυλακίου και την απουσία συναλλαγών εξαγοράς.

2.13. Τύποι Κινδύνου

Τα εγχώρια ETFs είναι εκτεθειμένα σε πολλούς τύπους κινδύνου, παρόμοιους, σε γενικές γραμμές, με εκείνους των παραδοσιακών αμοιβαίων κεφαλαίων. Πιο συγκεκριμένα οι κίνδυνοι αυτοί είναι:

- Κίνδυνος αγοράς
- Κίνδυνος του περιουσιακού στοιχείου
- Ιδιαίτερος κίνδυνος του αμοιβαίου (στην κατηγορία, στο μέγεθος)
- Παθητική και όχι ενεργητική διαχείριση του κινδύνου
- Κίνδυνος λάθους επιλογής
- Έλλειψη διασφάλισης ή εγγύησης κινδύνου
- Συγκέντρωση κινδύνου (υπάρχουν αρκετά αμοιβαία στο χαρτοφυλάκιο)
- Κίνδυνος από τα παράγωγα προϊόντα

Κίνδυνος από την διαπραγμάτευση της αγοράς (οι τιμές της αγοράς είναι χαμηλότερες από την καθαρή παρούσα αξία, επίσης έλλειψη ρευστότητας της αγοράς).

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια δεν πωλούνται λιγότερο από την καθαρή παρούσα αξία τους, αντίθετα στα κλειστού τύπου αμοιβαία πολλές φορές συμβαίνει αυτό.

Τα διεθνή ETFs είναι εκτεθειμένα εκτός από τους παραπάνω κινδύνους και σε άλλους όπως κίνδυνος μετοχών - τίτλων, συναλλαγματικός κίνδυνος, κίνδυνος διαπραγματεύσεως και κίνδυνος μη διαφοροποίησης (μερικών αμοιβαίων).

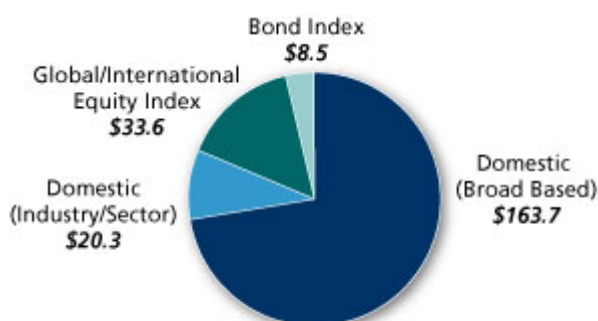
Αυτά τα είδη κινδύνων συχνά εμφανίζονται και σε άλλες μορφές τίτλων – χρεογράφων τόσο εγχώρια όσο και διεθνώς. Αλλά τα μικρά διεθνή ETFs είναι συχνά πιο επιρρεπή και πρέπει να διακρατούνται σε καλά διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια για μακροπρόθεσμη περίοδο και να μην διαπραγματεύονται βραχυπρόθεσμα.

2.14. Κατηγορίες ETFs

Υπάρχουν ETFs τα οποία ακολουθούν σχεδόν καθένα από τους δείκτες της Αμερικάνικης αγοράς, καθώς και ETFs που ακολουθούν μεμονωμένους κλάδους της αγοράς ή διεθνείς δείκτες και δείκτες ομολόγων αυτή τη στιγμή υπάρχουν περίπου 150 τύποι ETFs διαθέσιμοι για τους επενδυτές. Οι βασικές κατηγορίες είναι οι κάτωθι:

- **Broad-Based Equity Index Shares.** Αυτά τα ETFs ακολουθούν δείκτες όπως ο S&P 500, NASDAQ Composite, και άλλους δείκτες μεγάλης, μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης.
- **Sector / Industry Equity Index Shares.** Αυτά τα ETFs ακολουθούν δείκτες που εστιάζουν στην τεχνολογία, βιομηχανία, μεταφορές και σε καταναλωτικά αγαθά.
- **Global / International Equity Index Shares.** Αυτά τα ETFs εστιάζουν σε μια συγκεκριμένη χώρα ή περιοχή.
- **Bond Index Shares.** Αυτά τα ETFs ακολουθούν δείκτες των αμερικάνικων ομολόγων δημοσίου και εταιρικών ομολόγων.

Assets of Exchange-Traded Funds by Type (billions of dollars)



Source: Investment Company Institute, December 2004

2.15. Τα σημαντικότερα ETFs

Τα σημαντικότερα ETFs προσδιορίζονται από τα ακόλουθα ακρωνύμια Spiders, Diamonds, Cubes, iShares, (συμπεριλαμβανομένων και των WEBS) και HOLDRs. Αυτά είναι και τα ETFs που θα αναλυθούν στη συνέχεια.

“Spiders”

Τα Spiders (Standard & Poor’s Depositary Receipts) δημιουργήθηκαν από το Αμερικάνικο Χρηματιστήριο το 1993. Το χαρτοφυλάκιο των Spiders περιλαμβάνει μετοχές που είναι συνδεδεμένες με το δείκτη Standard & Poor’s 500 και διαπραγματεύεται το 1/20 της αξίας του. Το πρώτο Spider οργανώθηκε σαν unit investment trust αλλά στη συνέχεια οργανώθηκε σαν αμοιβαίο κεφάλαιο. Τα Spiders ξεκίνησαν έχοντας στο ενεργητικό τους περιουσιακά στοιχεία ύψους 24 δις δολάρια. Ο Burton σημείωσε ότι τα Spiders της Standard & Poors 500 είναι ένα από τα τριάντα μεγαλύτερα αμοιβαία κεφάλαια και πέμπτο ανάμεσα στα δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια.

Χωρίς έκπληξη, ο Richardson ανέφερε ότι οι θεσμικοί επενδυτές αντιπροσωπεύουν το 65% του όγκου συναλλαγών των Spiders. Οι περισσότερες συναλλαγές είναι βραχυπρόθεσμες. Οι Clements αναφέρουν ότι τα Spiders κρατούνται κατά μέσο όρο 90 ημέρες! Παρόλη την παράλογη επενδυτική συμπεριφορά που επικρατεί δεν σημαίνει ότι οι μακροπρόθεσμοι επενδυτές δεν πρέπει να έχουν ETFs στο

χαρτοφυλάκιο τους. Τα εγχώρια ETFs έχουν χαμηλότερα έξοδα από εκείνα των αμοιβαίων κεφαλαίων που επενδύουν στα ίδια αντικείμενα.

Πρόσφατα περισσότερα Spiders δημιουργήθηκαν. Αυτά είναι τα S&P Mid Cap 400 SPDRs δηλαδή μεσαίας κεφαλαιοποίησης Spiders (Mid cap Spiders) και τα Select Sector SPDRs. Τα Mid Cap Spiders είναι χαρτοφυλάκια συνδεδεμένα με τον δείκτη της S&P 400 Mid Cap και διαπραγματεύονται στο 1/5 της αξίας του. Τα S&P Select Sector Spiders είναι χαρτοφυλάκια συνδεδεμένα με ένα από τους εννιά δείκτες αναφοράς και διαπραγματεύονται στο 1/20 της αξίας τους. Τα Select Sector Spiders είναι παρόμοια με τα διαφοροποιημένα κλαδικά αμοιβαία κεφάλαια τα οποία διαπραγματεύονται όπως οι μετοχές.

Τα Sector Spiders συναγωνίζονται αρκετά από τα 39 κλαδικά αμοιβαία κεφάλαια της Fidelity, τα οποία όλα μαζί έχουν ετήσιες αποδόσεις 23% από το 1991 έως το 1997. Αλλά τα Sector Spiders είναι φθηνότερα από τα κλαδικά αμοιβαία κεφάλαια της Fidelity. Τα Sector Spiders έχουν χαμηλότερο μέσο όρο εξόδων αλλά και χαμηλότερα κόστη συναλλαγών. Τα Sector Spiders αποτελούν μεγάλο συγκριτικό πλεονέκτημα για τα κλαδικά αμοιβαία κεφάλαια.

“Diamonds”

“Dow Jones Industrial Average Model New Deposit Shares” γνωστά ως “Diamonds” αρχικά το 1998 εμφανίστηκαν σαν unit investment trusts. Τα Diamonds είναι χαρτοφυλάκια συνδεδεμένα με το δείκτη Dow Jones Industrial Average και διαπραγματεύονται το 1/100 της αξίας του δείκτη. Περισσότερο από 2 δις δολάρια είναι επενδεδυμένα σε Diamonds και οι ατομικοί επενδυτές αντιπροσωπεύουν το 80% του συνολικού όγκου συναλλαγών. Τα Diamonds συνήθως χρησιμοποιούνται σαν μοναδική επένδυση ή σε στρατηγικές για μεγαλύτερη ασφάλεια.

“Cubes”

Nasdaq-100 Tracking Stocks ονομάζονται από το Αμερικάνικο Χρηματιστήριο “Cubes” και συμβολίζονται QQQ. Τα Cubes δημιουργήθηκαν το 1998. Τα Cubes είναι τα περισσότερο συναλλασσόμενα ETFs και είναι τα δεύτερα σε μέγεθος με ενεργητικό άνω των 24 δις δολάρια. Τα χαρτοφυλάκια των Cubes είναι συνδεδεμένα με το δείκτη Nasdaq 100, δηλαδή με την υποκατηγορία του δείκτη Nasdaq που αφορά

την τεχνολογία. Τα Cubes θεωρούνται σαν ένα παιχνίδι στην τεχνολογία από κλαδικούς επενδυτές και market timers. Χωρίς έκπληξη τα Cubes είναι πολύ ευμετάβλητα και κυρίως προσελκύουν επενδυτές που ενδιαφέρονται για πολύ βραχυπρόθεσμες επενδύσεις. Οι Clements αναφέρουν ότι τα Cubes κατά μέσο όρο κρατούνται για 4 μέρες! Γεγονός που απεικονίζει την online διαπραγμάτευση των ETFs κατά τη διάρκεια της ημέρας.

“HOLDERS”

Το 1998 η Merrill Lynch δημιούργησε τα “Holding Company Depository Receipts”. Αυτά τα ‘καλάθια’ διαπραγμάτευσης διαφέρουν από τα unit trust και τα ETFs. Τα HOLDERS τιμολογούνται με τέτοιο τρόπο ώστε να περιλαμβάνουν το 2% των προμηθειών.

Τα HOLDERS διαφέρουν από τα ETFs σε διάφορα σημαντικά σημεία. Πρώτον, οι μεριδιούχοι των HOLDERS είναι προνομιούχοι κάτοχοι μέρους του υποκείμενου χαρτοφυλακίου, χαρτοφυλάκιο διαμορφωμένο σύμφωνα με τη σύμβαση του θεματοφύλακα. Δεύτερον, οι μετοχές που περιλαμβάνουν δεν είναι συνδεδεμένες με κάποιο δείκτη αναφοράς. Κάθε HOLDR αντιπροσωπεύει ένα χαρτοφυλάκιο με 20 έως 50 μετοχές για καθένα από τους 20 κλάδους βιομηχανίας, όπως για παράδειγμα εκείνο της βιοτεχνολογίας. Αντίθετα με τα αμοιβαία κεφάλαια, τα χαρτοφυλάκια των HOLDERS δεν είναι περιορισμένα από απαιτήσεις διαφοροποίησης. Τα HOLDERS είναι κατά κάποιο τρόπο μια παραλλαγή των κλαδικών αμοιβαίων κεφαλαίων. Η προσοχή συνίσταται εκτός από τις περιπτώσεις όπου τα HOLDERS χρησιμοποιούνται σαν στοιχεία για την συνολική διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου.

Η Merrill Lynch επιλέγει τις μετοχές και καθορίζει το αρχικό βάρος τους στο χαρτοφυλάκιο ανάλογα με την κεφαλαιοποίηση και την ρευστότητα. Τα χαρτοφυλάκια δεν διαχειρίζονται και ο αριθμός των μετοχών παραμένει σταθερός, με εξαίρεση αλλαγές που οφείλονται στην εταιρική αναδόμηση. Όσα μετρητά εισπράττονται διανέμονται στους μετόχους. Τρίτον, τα HOLDERS είναι πολύ αποτελεσματικά φορολογικά. Η έλλειψη αναπροσαρμογής του χαρτοφυλακίου ελαχιστοποιεί τα κόστη συναλλαγών και την πραγματοποίηση κεφαλαιακών κερδών τα οποία πρέπει να διανεμηθούν. Τέταρτον, τα trusts εξαλείφονται σε 40 χρόνια. Πέμπτον, τα HOLDERS έχουν σχεδιαστεί για μεγάλους επενδυτές. Ωστόσο, τα HOLDERS είναι επίσης προσβάσιμα σε μικρούς επενδυτές, που μπορούν να τα αγοράσουν στο AMEX μέσω εντολών σε χρηματιστηριακούς πράκτορες.

Δεν υπάρχουν έξοδα διαχείρισης χαρτοφυλακίου αλλά υπάρχουν μικρά έξοδα δημιουργίας / εξαγοράς μονάδων και προμήθεια του θεματοφύλακα. Οι επενδυτές των HOLDRs πληρώνουν προμήθεια έκδοσης πάνω από 10 δολάρια. Επίσης υπάρχει προμήθεια 2% ανά 100 HOLDRs λόγω της διαθεσιμότητας των μερισμάτων. Αυτές οι πολύ μικρές προμήθειες έχουν σχεδιαστεί για να ενθαρρύνουν τις συναλλαγές arbitrage που κρατούν τις τιμές των HOLDRs πολύ κοντά στην καθαρή παρούσα αξία των χαρτοφυλακίων τους. Αυτό σημαίνει ότι αν τα HOLDRs διαπραγματεύονται σε discount, οι arbitrageurs θα τα αγοράσουν, θα τα χρησιμοποιήσουν για τα χαρτοφυλάκια τους και θα πουλήσουν τις μετοχές σε υψηλότερες τιμές επωφελούμενοι από το κέρδος λόγω arbitrage.

Αλλά οι Solodar και Seiler το 2001 διαπίστωσαν ότι τα HOLDRs διαπραγματεύονται σε discount κατά 8% κάτω από την καθαρή παρούσα αξία τους, και μάλιστα τα discount είναι μόνιμα. Το discount εξηγείται σαν ασυμμετρία πληροφόρησης των επενδυτών, ή σαν διαφορετική ερμηνεία των μεμονωμένων μετοχών των HOLDRs, διακυμάνσεις στη συμπεριφορά των επενδυτών που ενέχουν μεγαλύτερο κίνδυνο, στην πολυπλοκότητα των HOLDRs, που ενθαρρύνει τις πωλήσεις σε δύσκολες αγορές και την υψηλή μεταβλητότητα του χαρτοφυλακίου.

“iShares και WEBS”

Οι Barclays Global Fund Investors πρώτοι πρόσφεραν τα “Individual Shares” γνωστά ως “iShares”, τα οποία οργανώθηκαν σαν αμοιβαία κεφάλαια το 1996. Οι Barclays Global Fund Investors είναι ένα παράρτημα των Barclays Global Investors. Η Barclays είναι ο δεύτερος μεγαλύτερος διαχειριστής χρήματος στον κόσμο, με κεφάλαια άνω των 800 δις δολαρίων. Μόνο η Fidelity Investments είναι μεγαλύτερη. Αλλά η Barclays είναι επίσης ο μεγαλύτερος διαχειριστής δεικτών και όχι η Vanguard! Το υποκατάστημα της Barclays στο San Francisco ήταν πριν το Wells Fargo Investment Advisors, το 1960 αυτοί ήταν οι δημιουργοί των θεσμοθετημένων δεικτοποιημένων χαρτοφυλακίων. Η Vanguard δημιούργησε το πρώτο δεικτοποιημένο της αμοιβαίο κεφάλαιο, το S&P 500 Index Fund, στα μέσα του 1970.

Οι iShares προβάλλονται με αρκετά πλεονεκτήματα:

- Λειτουργούν όπως και οι μετοχές
- Ακολουθούν τα δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια

- Μπορούν να διαπραγματευτούν οποιαδήποτε στιγμή εφόσον η αγορά είναι ανοιχτή
- Προστατεύουν τους επενδυτές από τα κόστη που προκαλεί η κινητικότητα των μεριδιούχων των μετοχών
- Αποδοτικότητα φόρου
- Αποτελεσματικότητα κόστους (χαμηλές προμήθειες διαχείρισης)
- Προσφέρουν άμεση διαφοροποίηση μέσω των δεικτών
- Οι επενδύσεις είναι διαφανείς (ένας αριθμός από iShares προσομιώνει πλήρως τους υποκείμενους δείκτες, τα συστατικά των οποίων γνωστοποιούνται κάθε μήνα).

Οι iShares περιλαμβάνουν τέσσερις σειρές από δεικτοποιημένες μετοχές που συνολικά ανέρχονται σε 54 διαφορετικά χαρτοφυλάκια. Η πρώτη σειρά είναι η iShares MSCI Index Fund Shares, η οποία περιλαμβάνει καλάθια από μετοχές συνδεδεμένες σε καθένα από τους 19 Morgan Stanley Country Indices, τους δείκτες αναφοράς. Διαπραγματεύονται το 1/10 της αγοράς των δεικτών αναφοράς. Αυτή ήταν η αρχική σειρά της Barclays γνωστή ως “ World Equity Benchmark Shares” ή “WEBS”.

Τα WEBS είναι παρόμοια των εγχώριων αμοιβαίων κλειστού τύπου και δεν διαπραγματεύονται σε τόσο μεγάλο discount από την καθαρή παρούσα τους αξία. Ο μηχανισμός μη φορολόγησης των συναλλαγών και το AMEX έχουν σχεδιαστεί με τέτοιο τρόπο ώστε οι arbitrageurs –κέρδοσκόποι να πειστούν ότι οι iShares διαπραγματεύονται πράγματι στην καθαρή παρούσα αξία τους ή πολύ κοντά σε αυτή. Ωστόσο, παρόλα αυτά μπορούν να επιτευχθούν πολύ ευμετάβλητες αποδόσεις ειδικά σε περιόδους «νευρικής» της αγοράς. Χρησιμοποιούνται περισσότερο ατομικά παρά σαν στοιχεία διαφοροποίησης χαρτοφυλακίων, τα WEBS είναι σαν ένα μεμονωμένο στοίχημα για τους market timers. Όσο αφορά τα χαρτοφυλάκια, τα WEBS ενέχουν μεγάλο κίνδυνο συγκέντρωσης και ρευστότητας.

Η απαίτηση για διαφοροποίηση δημιουργεί πραγματικά προβλήματα για τα WEBS στους μικρούς διεθνείς δείκτες της αγοράς. Τα πέντε μεγαλύτερα αμοιβαία κεφάλαια δεν μπορούν να υπερβαίνουν το 50% της αξίας του χαρτοφυλακίου. Αλλά αυτό είναι ανέφικτο για τα ETFs σε μικρές διεθνείς αγορές. Τα WEBS περιορίζονται από τους κανονισμούς του IRS που περιορίζει τη διακράτηση μεμονωμένης μετοχής το πολύ έως 25% της συνολικής αξίας του χαρτοφυλακίου. Για παράδειγμα, στη Μαλαισία δύο

ή τρεις μετοχές αντιπροσωπεύουν το μεγαλύτερο μέρος της αξίας του δείκτη. Επιπλέον, είναι αδύνατο για τα WEBS να αγοράσουν όλες τις μετοχές σε δείκτες αναφοράς λόγω της χαμηλής ρευστότητας της αγοράς και των υψηλών εξόδων διαπραγμάτευσης.

Το αποτέλεσμα είναι ο μέσος όρος των χαρτοφυλακίων των WEBS να αντιπροσωπεύουν μόνο το 60% της αγοράς των δεικτών αναφοράς. Αυτό σημαίνει ότι υπάρχει περισσότερο από τέλεια συσχέτιση μεταξύ των αποδόσεων των WEBS και εκείνων των δεικτών της αγοράς. Η συσχέτιση των WEBS και των δεικτών αναφοράς της χώρας έχει ανφερθεί ότι είναι 95% στη Σουηδία και 77% στη Μαλαισία, η τελευταία είναι μια σχετικά μη ρευστή αγορά.

Η δεύτερη σειρά iShares είναι η Russel Series Index Funds, η οποία έχει χαρτοφυλάκια σε καθένα από τους δείκτες Russell 3000 Index, Russell 2000 Index, Russel 1000 Index και έξι Russell υποκατηγορίες δεικτών αναφοράς που ορίζονται ανάλογα με το επενδυτικό προφίλ τους. Η Τρίτη σειρά iShares είναι η S&P Series Index Funds. Αυτές οι σειρές περιλαμβάνουν χαρτοφυλάκια συνδεδεμένα με τους δείκτες S&P 500, S&P/TSE 60 (Toronto index), S&P Europe 350 Index, S&P MidCap 400, S&P Small Cap 600 και με καθένα από τους έξι δείκτες αναφοράς S&P /Barra που επίσης ορίζονται με βάση το στυλ επένδυσης. Η τέταρτη σειρά είναι η Dow Jones Series Index Funds. Αυτή η σειρά έχει καλάθια μετοχών συνδεδεμένα με Dow Jones US Total Market Index και καθένα από τους 14 Dow Jones δείκτες αναφοράς στους κλάδους βιομηχανίας.

2.16. Διανομή Μερισματος στους Μετόχους

Τα χρηματιστηριακά διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια απαιτούν διανομή μερίσματος στους μετόχους τουλάχιστον μια φορά το χρόνο. Η πραγματική συχνότητα διανομής ποικίλει ανάλογα με το νομικό πλαίσιο κάθε οργανισμού. Ο Burton τα 1999 αναφέρει ότι τα Spiders, Diamonds, Cubes, ως unit investment trusts, πρέπει να κρατάνε τα μερίσματα του χαρτοφυλακίου σε λογαριασμούς μετρητών μέχρι να μοιραστούν στους μετόχους, ή μηνιαία για την περίπτωση των Diamonds. Οι iShares MSCI Index Fund Shares γνωστά ως WEBS πληρώνουν μέρισμα κάθε χρόνο.

Αυτό το «ναρκωτικό» του μερίσματος είναι επιβλαβές για τις αποδόσεις ειδικά όταν η αγορά είναι σε ανοδική πορεία, αλλά επίσης είναι πλεονεκτικό όταν η αγορά είναι σε καθοδική πορεία. Η Luchetti αναφέρει ότι το ναρκωτικό του μερίσματος είναι αρκετά μεγάλο στα Spiders. Βέβαια τόσο στα Spiders όσο και στα Vanguard 500 Index η αποδοτικότητα των φόρων ξεπερνά το 96%.

Ωστόσο, το ναρκωτικό του μερίσματος δεν εφαρμόζεται τόσο στα ETFs. Τα μερίσματα επανεπενδύονται όταν λαμβάνονται. Μερικά Spiders και iShares παρέχουν αυτόματη επανεπένδυση μερισμάτων επιπλέον των κεφαλαιακών κερδών που πραγματοποιούνται. Οι iShares επίσης σχεδιάζουν να δανείζουν μετοχές σαν προώληση και να επενδύουν το εισόδημα σε συμφωνίες επαναγοράς ή σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures) όπου εκκρεμούν οι διανομές μερισμάτων.

Οι διανομές αντιπροσωπεύουν επενδύσεις εισοδήματος καθαρές από έξοδα διαχείρισης και άλλες προμήθειες συν τα πραγματοποιηθέντα μακροπρόθεσμα ή βραχυπρόθεσμα κεφαλαιακά κέρδη. Τα μερίσματα και τα καθαρά βραχυπρόθεσμα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνται σαν κανονικό εισόδημα. Οι διανομές των μακροπρόθεσμων κεφαλαιακών κερδών, καθαρές από βραχυπρόθεσμες κεφαλαιακές ζημιές, φορολογούνται σαν μακροπρόθεσμα κεφαλαιακά κέρδη χωρίς να λαμβάνεται υπόψη πόσο καιρό οι μεριδιούχοι κατέχουν τις δεικτοποιημένες μετοχές. Τα χρηματιστηριακά διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια που κατέχουν διεθνείς μετοχές μπορούν επίσης να δέχονται διεθνείς φόρους. Οι επενδυτές που κατέχουν δεικτοποιημένες μετοχές στο AMEX έχουν δυνητικά κεφαλαιακά κέρδη και φορολογικές επιβαρύνσεις. Οι επενδυτές εκείνοι που πουλούν δεικτοποιημένες μετοχές τις οποίες κατέχουν περισσότερο από ένα χρόνο θεωρούνται μακροπρόθεσμα κεφαλαιακά κέρδη, όσοι τις κατέχουν για ένα χρόνο ή και λιγότερο τα κέρδη τους από την πώληση θεωρούνται βραχυπρόθεσμα.

2.17. Προμήθειες και Έξοδα

Οι προμήθειες και τα έξοδα αφαιρούνται από το εισόδημα που επενδύεται στα ETFs συμπεριλαμβανομένων των εξόδων διαχείρισης. Αυτά τα έξοδα και οι προμήθειες ποικίλουν σημαντικά ανάλογα με το ETF και τον επενδυτικό σύμβουλο και μπορούν να είναι καθαρά από τα έξοδα τυχόν εποχιακών παραιτήσεων. Για παράδειγμα, και τα 19 iShares MSCI SERIES FUNDS έχουν 25% προμήθειες συμπεριλαμβανομένων και

των εξόδων από 0,94% έως 1,43%. Μερικά iShares MSCI Funds έχουν υψηλότερα έξοδα από εκείνα των διεθνών αμοιβαίων κεφαλαίων της Vanguard. Επιπλέον ανταγωνισμός αναμφίβολα θα μειώσει αυτές τις επιβαρύνσεις. Ωστόσο, τα έξοδα είναι πολύ μικρότερα για άλλα ETFs όπως τα iShares Index Fund Shares. Τα έξοδα στα iShares S&P Series Index Fund Shares κειμένονται από 0.09% έως 0,60%. Τα έξοδα στα Dow Jones Series Index Fund Shares κειμένονται από 0,20% έως 0,60% και από 0,15% έως 0,25% για τα Russell Series Index Fund Shares. Τα έξοδα των S&P 500 Index Fund Shares είναι δεύτερα με 0,15%. Τα έξοδα των S&P 500 /BARRA Growth Index Shares και των S&P 500 /BARRA Value Index Shares έρχονται τρίτα με 0,18%. Και τέλος, τα έξοδα των Russell 3000 Index Fund Shares και των Russell 2000 Index Fund Shares είναι 0,20%.

Όπως σημειώθηκε στην Traulsen, τα περισσότερα εγχώρια ETFs δεν έχουν προμήθειες και έχουν χαμηλότερα έξοδα ακόμα και από εκείνα τα αμοιβαία κεφάλαια που είναι πολύ χαμηλά σε κόστη, συμπεριλαμβανομένων και εκείνων της Vanguard. Για παράδειγμα, τα διεθνή ETFs όπως τα iShares δεν έχουν χαμηλότερα έξοδα από τα διεθνή, τα Vanguard Viper 500 έχουν χαμηλότερα έξοδα από εκείνα των Index 550 fund. Αλλά τα διεθνή iShares δεν έχουν χαμηλότερα έξοδα από εκείνα των διεθνών παραδοσιακών αμοιβαίων κεφαλαίων. Γενικότερα τα χαμηλότερα κόστη στα ETFs θα αποτελέσουν ένα σημαντικό συγκριτικό πλεονέκτημα σε σχέση με δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια και ειδικά τα διαχειριζόμενα αμοιβαία.

2.18. Διεθνές Περιβάλλον

ETFs στις ΗΠΑ

Τα ETFs αποτελούν ένα σχετικά καινούριο χρηματοοικονομικό προϊόν στην Ευρώπη όχι όμως και στις ΗΠΑ, την γενέτειρα των ETFs. Η προσπάθεια δημιουργίας των νέων αυτών προϊόντων ξεκίνησε το 1986 από το AMEX με στόχο να ανταγωνιστεί τα χρηματιστήρια του NYSE και NASDAQ. Έτσι το 1993 δημιουργήθηκαν τα Standard and Poor's Depository Receipt (Spider) τα οποία μπορούσαν να διαπραγματευτούν όπως οι μετοχές.

Στις ΗΠΑ μετά την επιτυχία του πρώτου ETF ακολούθησε και η δημιουργία καινούργιων ETFs με ονόματα όπως QQQ(Cubes), Diamonds κ.α. βασισμένα σε δείκτες όπως ο S&P Mid Cap 400, S&P Sector Indices, Nasdaq 100 κλπ. Αντίθετα η

δημιουργία των ETFs στην Ευρώπη ξεκίνησε 7 χρόνια αργότερα με την Merrill Lynch η οποία δημιούργησε το πρώτο ETF το οποίο ξεκίνησε διαπραγμάτευση στο Deutsche Borse και η Barclays Global Investors η οποία δημιούργησε το πρώτο ETF, βασιζόμενο στον FTSE-100 και διαπραγματευόταν στο LSE(London Stock Exchange).

Η μεγάλη επιτυχία των ETFs βασίστηκε κυρίως στο χαμηλό κόστος τους σε σχέση με τα αντίστοιχα αμοιβαία κεφάλαια. Συγκεκριμένα τα Spiders στις ΗΠΑ χρέωναν 0,12% για έξοδα διαχείρισης ενώ τα αντίστοιχα αμοιβαία κεφάλαια χρέωναν 1%. Η επιτυχία τους οφείλεται επίσης στο μικρό κύκλο εργασιών που παρουσίαζαν με αποτέλεσμα να γίνονται περισσότερο αποδοτικά λόγω των φόρων.

ETFs στην Ευρώπη

Το Deutsche Borse ήταν το πρώτο χρηματιστήριο στην Ευρώπη που εισήγαγε τα ETFs τον Απρίλιο του 2000. Παρόμοια προϊόντα έχουν εισαχθεί στο χρηματιστήριο του Λονδίνου και στο χρηματιστήριο της Ζυρίχης (SWX). Το Deutsche Borse έχει σήμερα την μεγαλύτερη αξία συναλλαγών από τη διαπραγμάτευση ETFs συγκριτικά με τα υπόλοιπα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια.

GERMANIA – Deutsche Borse

Σήμερα στο Deutsche Borse λειτουργεί μια ξεχωριστή αγορά XTF, αποκλειστικά για ETFs στο ηλεκτρονικό σύστημα διαπραγμάτευσης. Η διαπραγμάτευση ξεκίνησε στις 11 Απριλίου του 2000. Σήμερα υπάρχουν δύο κατηγορίες ETFs τα οποία διαπραγματεύονται στην αγορά XTF του Xetra.

- Index Funds: είναι το χαρτοφυλάκιο το οποίο είναι καταμετρημένο με τέτοιο τρόπο ώστε η απόδοση του να αντικατοπτρίζει την απόδοση ενός συγκεκριμένου δείκτη. Αυτό μπορεί να γίνει με το να υπάρχει στο χαρτοφυλάκιο κάθε μετοχή του συγκεκριμένου δείκτη σταθμισμένη με την ίδια ακριβώς αναλογία με την οποία συμμετέχει στον δείκτη. Σήμερα περίπου 18 index funds ή passively index funds διαπραγματεύονται στην αγορά XTF.
- Actively managed funds: είναι το επενδυτικό χαρτοφυλάκιο το οποίο στηρίζεται πάνω σε χρεόγραφα τα οποία επιλέγονται από τον διαχειριστή (fund manager) του κεφαλαίου. Σήμερα περίπου 11 actively index funds διαπραγματεύονται στην αγορά XTF.

Τα κύρια χαρακτηριστικά και διαφορές μεταξύ των index funds και των actively managed funds φαίνονται στον κάτωθι πίνακα:

| Index Funds | Actively managed funds |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> • Τα Index funds ανάλογα με το εύρος μετοχών του δείκτη τον οποίο παρακολουθούν μειώνουν λόγω διασποράς τον επενδυτικό κίνδυνο. | <ul style="list-style-type: none"> • Η μείωση του επενδυτικού κινδύνου λόγω διασποράς επαφίεται στις επιλογές του διαχειριστή. |
| <ul style="list-style-type: none"> • Διαφάνεια, η αξία του ενεργητικού του χαρτοφυλακίου είναι γνωστή. | <ul style="list-style-type: none"> • Η επενδυτική στρατηγική δημοσιεύεται σε μηνιαίες αναφορές. |
| <ul style="list-style-type: none"> • Χαμηλότερο κόστος διαχείρισης καθώς παρακολουθούν παθητικά τους δείκτες. | <ul style="list-style-type: none"> • Υψηλότερο κόστος διαχείρισης το οποίο προέρχεται από την λήψη επενδυτικών αποφάσεων. |

Η διαπραγμάτευση των ETFs στη Γερμανία σημειώνει μεγάλη επιτυχία. Η διαπραγμάτευση τους πραγματοποιείται από τις 9.00 έως τις 20.00 στο ηλεκτρονικό σύστημα διαπραγμάτευσης Xetra. Ο τρόπος διαπραγμάτευσης τους είναι ίδιος με εκείνο τον μετοχών.

Euronext

Η αγορά του Euronext (συγχώνευση χρηματιστηρίων Παρισιού, Βρυξελλών, Αμστερνταμ) για τα ETFs (trackers) ονομάζεται Next Track. Τα trackers διαπραγματεύονται στο Euronext τα οποία βασίζονται σε πανευρωπαϊκούς δείκτες όπως ο DJ Euro STOXX 50 LDRS και DJ STOXX 50 LDRS ή δείκτες blue chip ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων όπως ο CAC -40 (Euronext Paris) και ο AEX (Euronext Amsterdam). Ορισμένα από τα πιο σημαντικά trackers αναφέρονται στον παρακάτω πίνακα:

| Δείκτες | ETFs |
|--------------------------------------|------------------------------|
| DJ Euro STOXX 50 | DJ Euro STOXX 50 LDRS |
| DJ STOXX 50 | DJ STOXX 50 LDRS |
| CAC 40 Index (Euronext Paris) | Master share CAC40 |

| | |
|---------------------------------------|-------------------------------------|
| iBloomberg Eur. Telecoms | iBloomberg Eur. Telecoms |
| iBloomberg Eur.Financials | iBloomberg Eur. Financials |
| iBloomberg Eur. Technology | iBloomberg Eur. Technology |
| iBloomberg Eur. Pharmaceutic | iBloomberg Eur. Pharmaceutic |
| AEX Index (Euronext Amsterdam) | AEX Index eShare |

Τα trackers διαπραγματεύονται όπως ακριβώς και οι μετοχές στο NSC, το ηλεκτρονικό σύστημα διαπραγμάτευσης του Euronext, και εκκαθαρίζονται στον οργανισμό εκκαθάρισης του Euronext, Clearnet SA. Τα trackers μπορούν να εισαχθούν προς διαπραγμάτευση στην αγορά NextTrack είτε μέσω Euronext Paris είτε μέσω Euronext Amsterdam.

Αγγλία- LSE

Η αντίστοιχη αγορά στο LSE για ETFs ονομάζεται ExtraMark. Τα ETFs διαπραγματεύονται στο ηλεκτρονικό σύστημα διαπραγμάτευσης SETS του LSE. Τα ETFs τα οποία διαπραγματεύονται στο LSE αναφέρονται στον παρακάτω πίνακα:

| ΔΕΙΚΤΕΣ | ETFs |
|------------------------|--|
| FTSE | iFTSE 100, iFTSE TMT, IFTSE ExUK |
| BLOOMBERG | iBTechnology, iBTelecoms, iBFinancials, iBPharmaceuticals |
| DOW JONES STOXX | DJ Euro STOXX 50 LDRS, DJ STOXX 50 LDRS |

Ελβετία –SWX

Στο χρηματιστήριο της Ζυρίχης (SWX) διαπραγματεύονται τρία ETFs:

- STOXX 50 LDRS Βασίζεται στο δείκτη DJ STOXX 50
- Euro STOXX 50 Βασίζεται στο δείκτη DJ Euro STOXX 50
- XMTCH on SMI Βασίζεται στο δείκτη SMI των blue chips του Χρηματιστηρίου της Ζυρίχης

Σουηδία-ΟΜ

Στο χρηματιστήριο της Σουηδίας διαπραγματεύονται τέσσερα ETFs:

- XACT BULL
- XACT BEAR
- XACT OMX 30
- XACT OMXSB

Κανάδας

Στο χρηματιστήριο του Καναδά, η Barclays Global Investors είναι ο κύριος παροχέας ETFs κάτω από το brand name των iShares:

| ΔΕΙΚΤΕΣ | ETFs |
|---|-------------|
| S&P /TSX Composite Total Return Index | XIC |
| S&P /TSX 60 Total Return Index | XIU |
| S&P /TSX MidCap Index | XMD |
| S&P /TSX Capped Energy Index | XEG |
| S&P / TSX Capped Information Technology Index | XIT |
| S&P/TSX Capped Gold Index | XGD |
| | |
| S&P /TSX Capped Financials Index | XFN |
| S&P / TSX Capped Materials Index | XMA |
| S&P /TSX Capped Real Estate Investment Trust Index | XRE |
| S&P /TSX Income Trust Index | XTR |
| Dow Jones Canada Select Dividend Index | XDV |
| Scotia Short –term bond index | XSB |
| Scotia Capital Bond Index | XBB |
| | |
| Scotia Capital Real Return Bond Index | XRB |
| Νόμισμα στον USA S&P 500 Index | XSP |
| Νόμισμα στους MSCI EAFE | XIN |

Κορέα- ETFs

- KODEX 200
- KOSEF
- KODEX Baedang
- KODEX KRX 100
- KODEX Star

2.19. Οι Μεγαλύτεροι Εκδότες ETFs

- Barclays Global Investors (iShares)
- State Street Global Advisors (Tracks)
- Vanguard Group (VIPERs)
- Rydex Financial (Rydex)
- Powershares (Powershares)
- Wisdomtree (Wisdomtree)

2.20. Τα δέκα μεγαλύτερα ETFs

(Κατάταξη με βάση το ενεργητικό τους)

- SPDRs Spiders (AMEX:SPY)
- iShares MSCI EAFE Index Fund (AMEX:EFA)
- NASDAQ 100 Trust Shares “qubes” (NASDAQ:QQQQ)
- iShares S&P500 Index Fund (NYSE :IVV)
- iShares MSCI Japan Index Fund (NYSE:EWJ)
- iShares MSCI Emerging Markets Index Fund (AMEX:EEM)
- MidCap SPDRs (AMEX:MDY)
- DIAMONDS Trust, Series 1 (AMEX:DIA)
- iShares Russell 2000 Index Fund (AMEX:IWM)
- iShares Dow Jones Select Dividend Index Fund (NYSE:DVY)

2.21. Commodity ETFs

Τα commodity των ETFs ακολουθούν ένα συγκεκριμένο commodity, το οποίο ονομάζεται “Exchange Traded Commodities” (ETCs), ή ένα γενικότερο commodity βασισμένο πάνω σε ένα δείκτη όπως:

- Gold Exchange-traded funds (GETFs)
- Silver by iShares (NYSE:SLV)
- Petroleum by ETF Securities (LSE: OILB, LSE:OILW)
- DBC Fund by Deutsche Bank (NYSE:DBC)
- Lyxor ETF Commodities CRB BY Lyxor Asset Management (Euronext:VLCRB)
- Easy ETF GSCI by Goldman Sachs Commodity Index, BNP PARIBAS (FWB:GSCI, SWX:[3])

Τα commodity των ETFs επενδύουν σε πραγματικά commodities (μέσω μελλοντικών συμβολαίων ή κρατώντας ράβδους χρυσού για παράδειγμα) και όχι σε commodities που έχουν δημιουργήσει εταιρείες.

3. ΚΕΦΑΛΑΙΟ III

3.1. Σύγχρονη και Μελλοντική Ανάπτυξη

Το γεγονός ότι η Vanguard κατάφερε τόσο γρήγορα να εφαρμόσει και να προσφέρει τα ETFs, σημαίνει πολλά για την μελλοντική αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων. Πρώτα τα Vipers βελτιώθηκαν το 2001 και πολλά θα ακολουθήσουν. Η Vanguard έχει αρκετά να προσφέρει όπως τα “Vanguard Index Participation Equity Receipts” ή “Vipers”. Πρώτον η νέα τάξη των Viper θα παρέχει νέα κεφάλαια προς διαχείριση, αλλά το χαμηλό κόστος τους θα προστατέψει τη Vanguard από τυχόν ζημιές επενδύσεων σε δείκτες και άλλα ETFs.

Δεύτερον, τα Vipers θα διευκολύνουν την Vanguard ώστε να διαχωριστούν οι επενδυτές σε market timers και σε εκείνους που αγοράζουν και κρατούν τις μετοχές. Αυτό θα γίνει με ένα τρόπο που να μην περιορίζει κανένα από τους δύο τύπους

επενδυτών. Τα Vipers θα σχεδιαστούν με τέτοιο τρόπο ώστε να προστατεύουν τους μακροχρόνιους επενδυτές σε αμοιβαία κεφάλαια από δαπανηρές συναλλαγές.

Η Vanguard δεν υπήρξε επιτυχής στο να εμποδίσει τους market timers από τα δικά τους αμοιβαία κεφάλαια, αλλά οι προσπάθειες της περιορίστηκαν αφού η ταυτότητα της δεν ήταν άγνωστη. Επιπλέον, ο περιορισμός των συναλλαγών μέσω τηλεφώνου και η απαλλαγή από προμήθειες δεν αποθάρρυνε τους market timers. Οι περιορισμοί στα αμοιβαία κεφάλαια πρέπει να είναι σημαντικοί αν πραγματικά η Vanguard θέλει να προσεγγίσει τους σύγχρονους μεριδιούχους στα “Vipers” –χωρίς κόστος και χωρίς προμήθειες πρακτόρευσης. Αυτό θα επιτρέψει στους επενδυτές να αγοράσουν αμοιβαία κεφάλαια και να τα μετατρέψουν σε Vipers χωρίς προμήθειες. Αυτό είναι φυσικά μια στρατηγική της αγοράς για να συλλέξει μεγάλα ποσά δολαρίων και να τα διοχετεύσει στα Vipers. Οι λογαριασμοί που αφορούν συνταξιοδοτήσεις θα εξαιρεθούν από τη διαδικασία μετατροπής προκειμένου να αποφευχθούν προμήθειες πρακτόρευσης που θα επιβληθούν στις μελλοντικές συντάξεις.

Τρίτον, τα Vipers θα διευκολύνουν το στόχο της Vanguard να παραμείνει ο παροχέας με τα χαμηλότερα κόστη. Η Vanguard έχει τη βάση και τις οικονομίες κλίμακας να το επιτύχει αυτό. Οι Vipers θα έχουν χαμηλότερα έξοδα από εκείνα των αμοιβαίων κεφαλαίων της Vanguard, αλλά η Vanguard δεν θα έχει να παρέχει απευθείας υπηρεσίες στους επενδυτές των Vipers οι οποίοι θα εξυπηρετούνται μέσω πρακτόρων και άλλων πωλητών. Οι υπηρεσίες θα παρέχονται από πράκτορες και χρηματοοικονομικούς συμβούλους, τους οποίους η Vanguard μπορεί να προσφέρει αυτές τις υπηρεσίες πιο ανέξοδα. Οι εξαιρέσεις είναι εκείνες όπου οι μεριδιούχοι των αμοιβαίων της Vanguard θα τα μετατρέψουν σε Vipers. Τα Vipers έχουν μια σημαντική αδυναμία σχετικά με τις άλλες δεικτοποιημένες μετοχές. Το πρώτο είναι ότι τα Vipers είναι μια πολύπλοκη ομάδα μετοχών από ένα ήδη υπάρχον δεικτοποιημένο αμοιβαίων κεφαλαίων. Εξαιτίας αυτού του μοναδικού χαρτοφυλακίου, οι επενδυτές των Vipers μοιράζονται το ίδιο επίπεδο αποδοτικότητας φόρου με εκείνο των επενδυτών σε αμοιβαία κεφάλαια του δείκτη.

Αρχικά τα Vipers είχαν σχεδιαστεί να είναι συνδεδεμένα με τους δείκτες αναφοράς της Vanguard, με τους πέντε πιο σημαντικούς δείκτες : Vanguard 500 Index Fund, με κεφάλαια άνω των 100 δις δολαρίων, Total Stock Market Fund, Growth Index Fund, Small Cap Index Fund, και Value Index Fund. Στην πραγματικότητα το 2001 η επιτυχία της πρωτιάς οφειλόταν στον Total Stock Market Vipers. Και ακολουθούσαν οι δείκτες Market και Small Cap Vipers.

3.2. Εφαρμογές των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Η αυξανόμενη τάση για την προσφορά ETFs προέρχεται από πολλές κατευθύνσεις. Πρώτον, ενώ τα ETFs προς πώληση ξεκίνησαν στις Ηνωμένες Πολιτείες, μεγάλες καινοτομίες συμβαίνουν διεθνώς όπως η εισαγωγή της διαπραγμάτευσης των ETFs διεθνώς. Δεύτερον, η καθοδήγηση της Vanguard στα ETFs ενθαρρύνει αλλά και δυναμώνει τον ανταγωνισμό στις οικογένειες των αμοιβαίων κεφαλαίων να ακολουθήσουν ή να χάσουν κεφάλαια κάτω από τη διαχείριση. Η απειλή των ETFs στα αμοιβαία κεφάλαια είναι εμφανής από τα Vipers, χαμηλά έξοδα συγκρινόμενα ακόμη και με τα αμοιβαία κεφάλαια της Vanguard τα οποία είναι συνδεδεμένα με τους ίδιους δείκτες αναφοράς. Τρίτον, όπως έχει ήδη αναφερθεί, η Vanguard σύντομα θα διευρύνει το φάσμα των ETFs της και θα πλησιάζει ακόμη περισσότερο τους δείκτες αναφοράς. Έτσι τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια θα βρεθούν αντιμέτωπα με τα ETFs της Vanguard ευρέως και λεπτομερώς προσδιορισμένα από τους δείκτες της αγοράς.

Τέταρτον, το NYSE, το Nasdaq και άλλες σημαντικές διεθνείς αγορές μάχονται να ανταγωνιστούν το AMEX για την κυριαρχία του στα ETFs. Και έχουν τις πηγές για να το κάνουν αυτό. Ο ανταγωνισμός στην τιμή από διάφορες αγορές και οι νέες προσφορές των ETFs θα είναι πολύ σημαντικά και μάλιστα θα καταφέρουν να μειώσουν τα κόστη διαπραγμάτευσης και τα διάφορα έξοδα. Πέμπτον, οι σύγχρονοι επενδυτικοί σύμβουλοι ETFs σύντομα θα προσφέρουν νέα κεφάλαια τα οποία θα ανταγωνίζονται πιο πολύ το ένα το άλλο, συμπεριλαμβανομένων και εκείνων των υποκατηγοριών των δεικτών αναφοράς.

Το αποτέλεσμα από την ανάπτυξη των ETFs θα είναι έλλειψη από την προσφορά χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και λιγότερη ανάπτυξη των κεφαλαίων εκείνων που θα είναι υπό διαχείριση, ειδικά για τα κεφάλαια εκείνα που δεν είναι επώνυμα και δεν είναι στα σημαντικότερα δεικτοποιημένα χαρτοφυλάκια. Θα υπάρχει μεγάλη αύξηση στον αριθμό των συγχωνεύσεων των μικρών αμοιβαίων κεφαλαίων με τα μεγαλύτερα. Αυτές οι συγχωνεύσεις εμπεριέχουν την προσπάθεια των επενδυτικών συμβούλων να μη χάσουν τη βάση των κεφαλαίων τους αλλά επίσης να προσφέρουν δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια και ETFs και επίσης να αναζητήσουν αύξηση των περιουσιακών στοιχείων με ταυτόχρονη ανταμοιβή για χαμηλότερα έξοδα.

Η αποδοτικότητα των ETFs με χαμηλότερα έξοδα, μικρότερες διανομές κεφαλαιακών κερδών και συνεχή διαπραγματεύση θα προσελκύσει μεγάλα ποσά κεφαλαίων τόσο από μεμονωμένους επενδυτές όσο και από θεσμικούς επενδυτές, market timers και buy –and- hold επενδυτές. Αυτή η ανάπτυξη θα μεγαλώσει καθώς οι σύμβουλοι αμοιβαίων κεφαλαίων θα γίνουν πιο λογικοί όσο αφορά τις τιμές και τα κόστη, με τον τρόπο αυτό θα αυξηθούν και οι επενδύσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων στους δείκτες.

Η κυριαρχία της ανταγωνιστικής τιμής θα δώσει το σήμα ότι τα αμοιβαία κεφάλαια είναι προϊόντα συνδεδεμένα με τους δείκτες αναφοράς αντί για ετικέτες των λεγόμενων «star portfolio managers» και του μοναδικού επενδυτικού στυλ. Το μήνυμα των αμοιβαίων κεφαλαίων θα αλλάξει επίσης την τιμή τους. Αυτή η έντονη κίνηση προς τα δείκτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια θα αυξήσει την κίνηση των επενδυτών προς τα ETFs.

Όσο πιο ανταγωνιστικό γίνεται το παιχνίδι της τιμής, τόσο περισσότερο αυτό θα ενεργήσει πλεονεκτικά για τα ETFs. Οι θεσμικοί επενδυτές, όπως τα κεφάλαια συνταξιοδότησης, θα τονίσουν στα ETFs τη σημασία διαχείρισης των εξόδων, των προμηθειών και της επιλογής εξαιρετών διαχειριστών χαρτοφυλακίων. Η βιομηχανία των αμοιβαίων κεφαλαίων ή θα βουλιάξει ή θα κολυμπήσει, αυτό εξαρτάται από την αντίδραση στο νέο κύμα των ETFs ή θα προσαρμοστεί στη νέα πραγματικότητα δυναμικά και γρήγορα ή θα πάρει το δρόμο των CDs κατά τη δεκαετία του 1980. Αυτό θα πρέπει να είναι μια ενδιαφέρουσα περίοδος για τους επενδυτές με υψηλότερες καθαρές μετά από φόρους αποδόσεις βασισμένες σε χαμηλά κόστη.

Λοιπόν ποιο θα είναι το μέλλον της βιομηχανίας των αμοιβαίων κεφαλαίων; Θα είναι τα ETFs μια απειλή και ένας πρόλογος για νέα ανταγωνιστική τιμή ή θα είναι μια απειλή για τον επίλογο της ανάπτυξης και της επιτυχίας; Η απάντηση βρίσκεται στην εργατικότητα των νέων διαχειριστών με το σύγχρονο επενδυτικό προφίλ σε σχέση με τους παλαιότερους διαχειριστές παραδοσιακών αμοιβαίων κεφαλαίων.

Η απειλή είναι πραγματική και αναγνωρίζεται παντού. Για παράδειγμα ο Don Philips της Morningstar έκανε την ακόλουθη δήλωση: « Το μονοπώλιο της αγοράς των αμοιβαίων κεφαλαίων στο μυαλό του κάθε Αμερικανού επενδυτή είναι σε μεγάλο κίνδυνο όσο ποτέ πριν». Το Δεκέμβριο του 2000 οι καθαρές ροές των αμοιβαίων κεφαλαίων ήταν 11,6 δις δολάρια και των ETFs ήταν 10,8 δις δολάρια.

Επιπλέον των 169 ETFs σε δέκα χώρες θα ακολουθήσουν πενήντα χώρες σύντομα. Μερικοί πιστεύουν ότι τα ETFs θα αντικαταστήσουν τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια καθώς όλο και περισσότερα είδη δεικτοποιημένων μετοχών προσφέρονται

παγκοσμίως κατά περιοχή και χώρα σαν σταθερό εισόδημα, ιδιαίτερου επενδυτικού στυλ και κλάδου. Οι Wiandt και McClatchy συμπεραίνουν ότι :

« Για τους μακροπρόθεσμους επενδυτές τα ETFs κοστίζουν όσο το να αποκτήσεις το πιο ακριβό δεικτοποιημένο αμοιβαίο κεφάλαιο και ίσως λιγότερο ... Ένα χαρακτηριστικό που κανένα αμοιβαίο κεφάλαιο δεν μπορεί να έχει είναι η απλότητα, η ελευθερία και η ευελιξία του να έχεις ένα μέσο το οποίο αγοράζεται και πουλιέται σαν μια μετοχή».

4. ΚΕΦΑΛΑΙΟ IV : ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ

4.1. Increasing after Tax Return with Exchange Traded Funds,

by Randy Gardner and Julie Welch, Journal of Financial Planning, June 2005

Καθώς οι αποδόσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων άρχισαν να μειώνονται τα τελευταία χρόνια τα κριτήρια για την επιλογή κεφαλαίων επικεντρώθηκαν στις αναλογίες εξόδων, στην αποδοτικότητα των φόρων και στα κέρδη. Παρουσιάζοντας τα πιο γνωστά αμοιβαία κεφάλαια παθητικά διαχειριζόμενα που μιμούνται την αγορά όπως τα Vanguard S&P 500 και από τα ETFs τα Spiders (Standard & Poor's 500 Depository Receipt) παρατηρείται ότι ενώ τα δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια και τα ETFs έχουν σχεδιαστεί ώστε να παρακολουθούν τους ίδιους δείκτες τα χαρακτηριστικά των φόρων αλλά και άλλα, δεν είναι τα ίδια στις δύο επενδύσεις.

Οι επενδύσεις στα Αμοιβαία Κεφάλαια αυξήθηκαν ραγδαία τα τελευταία 20 χρόνια, το ενεργητικό τους από 100 δις δολάρια ανήλθε στα 6 τρις δολάρια. Η ανάπτυξη τους οφειλόταν στις υψηλές αποδόσεις, στα διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια, στην επανεπένδυση μερισμάτων στα τρίμηνα reports. Οι επενδυτές ήταν πρόθυμοι να πληρώσουν προμήθειες και έξοδα διαχείρισης προκειμένου να έχουν επαγγελματική διαχείριση στα κεφάλαια τους.

Μετά την έκρηξη της τεχνολογίας το 2000 οι επενδυτές έγιναν επιφυλακτικοί ως προς τα ενεργά διαχειριζόμενα Αμοιβαία Κεφάλαια. Η έρευνα έδειξε ότι :Μόνο το 20% των ενεργά διαχειριζόμενων κεφαλαίων ακολουθούσε την απόδοση των δεικτών benchmarks όπως τον S&P500.

Ήταν δύσκολο να γίνει πρόβλεψη με βάση τις αποδόσεις του παρελθόντος. Τα μειονεκτήματα των αμοιβαίων κεφαλαίων άρχισαν να διαφαίνονται. Στην προσπάθεια να μειωθούν τα κόστη, να βελτιωθεί η αποδοτικότητα φόρου, να προσεγγιστεί περισσότερο η απόδοση του υποκείμενου δείκτη και τέλος να γίνει καλύτερη διαπραγμάτευση κατά τη διάρκεια της μέρας δημιουργήθηκαν από τους μεγαλύτερους διαχειριστές χρήματος τα ETFs. Ένα ETF είναι ένα καλάθι μετοχών του οποίου ο ιδιοκτήτης είναι μια εταιρεία επενδύσεων αλλά το ETF διαφέρει από τα Αμοιβαία Κεφάλαια στον τρόπο έκδοσης, διαπραγμάτευσης και εξαργύρωσης των μετοχών.

Οι μετοχές των ETFs δημιουργούνται από την εταιρεία επενδύσεων καταθέτοντας ένα ειδικό καλάθι μετοχών με το ETF. Σε ανταπόδοση αυτής της κατάθεσης η εταιρεία επενδύσεων δέχεται ένα συγκεκριμένο ποσό των μετοχών του ETF, μέρος ή σύνολο των οποίων μπορεί να πουληθεί στο χρηματιστήριο. Οι ιδιώτες επενδυτές μπορούν να αγοράσουν ή να πουλήσουν τις μετοχές του ETF όταν ανακοινώνονται στο χρηματιστήριο. Στα αμοιβαία κεφάλαια ανοιχτού τύπου, οι μετοχές μπορούν να αγοραστούν και να πουληθούν στο τέλος της ημέρας, αντίθετα οι μετοχές των ETFs διαπραγματεύονται σε όλη τη διάρκεια της ημέρας σε τιμές που διαμορφώνονται από την αγορά. Επίσης λόγω του ότι μπορούν να πουληθούν και να αγοραστούν στο όριο τα ETFs παρουσιάζουν μεγαλύτερη ευελιξία σε σχέση με τα δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια.

Στη συγκεκριμένη μελέτη συγκρίνονται οι προμήθειες και οι φόροι για δύο ενεργά διαχειριζόμενα κεφάλαια:

- α) ένα αμοιβαίο 5% επιβάρυνση και ετήσια έξοδα 1%,
- β) ένα αμοιβαίο χωρίς επιβάρυνση και 1,23% ετήσια έξοδα

δύο παθητικά διαχειριζόμενα κεφάλαια :

- γ) δεικτοποιημένο αμοιβαίο κεφάλαιο χωρίς επιβάρυνση και ετήσια έξοδα 0,18 %
- δ) ένα ETF με ετήσια έξοδα 0,12%

Όλα τα κεφάλαια δίνουν 1% μέρισμα. Τα ενεργά διαχειριζόμενα διανείμουν 1% κεφαλαιακά κέρδη ενώ τα δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια διανείμουν 0,25% κεφαλαιακά κέρδη. Η υποκείμενη επένδυση για όλα τα κεφάλαια παρέχει 10% απόδοση, συμπεριλαμβανομένου και των μερισμάτων. Οι φόροι της επένδυσης είναι 15% (federal) και 7% (state).

Τα συμπεράσματα που προκύπτουν είναι τα κάτωθι:

Χάρη στις χαμηλές προμήθειες και την μεγάλη αποδοτικότητα φόρου τόσο τα δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια όσο και τα ETFs παρέχουν μεγαλύτερες αποδόσεις από τα ενεργά διαχειριζόμενα αμοιβαία κεφάλαια. Όσο λιγότερες συναλλαγές εκτελούνται μακροπρόθεσμα τόσο περισσότερα μετρητά συσσωρεύονται στο ETF.

Η αποδοτικότητα των φόρων οδηγεί σε διάφορες στρατηγικές επένδυσης. Για μερικούς επενδυτές σημαίνει να χρησιμοποιείς προθεσμιακούς λογαριασμούς φορολογίας. Για άλλους επενδυτές σημαίνει αναδιάρθρωση του χαρτοφυλακίου τους σε μετοχές επωφελούμενοι από το 5%/15% φορολογίας των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών.

Μεταξύ των ETFs και των δεικτοποιημένων αμοιβαίων κεφαλαίων η έμφαση δίνεται στις χαμηλές προμήθειες οι οποίες εκπίπτουν μέσα στο κεφάλαιο και στις μικρές διανομές κεφαλαιακών κερδών λόγω του μικρού τζίρου του χαρτοφυλακίου. Το ETF φαίνεται να έχει ένα συγκριτικό πλεονέκτημα από πλευράς φόρου και εξόδων αλλά και από πλευράς διαπραγμάτευσης αλλά αυτά τα πλεονεκτήματα μπορούν πολύ γρήγορα να ανατραπούν εξαιτίας του κόστους συναλλαγών αν οι συναλλαγές, αγορές και πωλήσεις είναι πολύ συχνές.

4.2. Performance Comparison Between Exchange Traded Funds and Closed – End Country Funds

By J.Harper, J.Madura, O. Schnusenberg, Journal of International Financial Markets, Institutions & Money, December 2004.

Στόχος της συγκεκριμένης μελέτης είναι να συγκρίνει τον **κίνδυνο** και την **απόδοση** των ETFs που είναι διαθέσιμα για ξένες χώρες, με τις εταιρείες επενδύσεων κλειστού τύπου της χώρας. Χρησιμοποιούνται 29 κεφάλαια κλειστού τύπου (CEFs) για 14 χώρες από τον Απρίλιο 1996 έως Δεκέμβριο 2001. το δείγμα δηλαδή περιλαμβάνει 69 μηνιαίες αποδόσεις βασισμένες στις τιμές και όχι στις καθαρές παρούσες αξίες τους. Πρώτα ερευνάται η απόκλιση των ETFs από τις αποδόσεις του υποκείμενου δείκτη, συγκεκριμένα των iShares από τον Morgan Stanley Country Indexes. Εφόσον το ETF ακολουθεί τέλεια τον δείκτη η διαφορά των αποδόσεων θα είναι μηδέν. (tracking error). Ωστόσο στην περίπτωση των

CEFs εφόσον είναι ενεργά διαχειριζόμενα κεφάλαια ενδεχομένως μια καλή διαχείριση να επιφέρει καλύτερες αποδόσεις από εκείνες του δείκτη. Επειδή όμως τα CEFs έχουν υψηλότερα έξοδα διαχείρισης θεωρείται ότι έχουν και χαμηλότερες αποδόσεις από τα αντίστοιχα ETFs. Τα ETFs παρουσιάζουν **υψηλότερες αποδόσεις** και μικρότερες τυπικές αποκλίσεις από τα CEFs. Στη συνέχεια υπολογίζεται το Sharpe ratio των ETFs και των CEFs. Τα ETFs έχουν **υψηλότερο Sharpe ratio** από τα CEFs. Αυτό υποδεικνύει ότι η **παθητική διαχείριση** των ETFs αποδίδει καλύτερα από ότι των ενεργά διαχειριζόμενων κεφαλαίων. Επιπλέον αυτό το αποτέλεσμα προκύπτει από το γεγονός ότι και το alpha του Jensen στα CEFs είναι αρνητικό. Όταν το alpha του Jensen είναι θετικό μας δείχνει την υπερβάουσα απόδοση, κατά πόσο δηλαδή ο διαχειριστής έχει την ικανότητα να πετύχει υψηλότερες αποδόσεις από την αγορά. Αν η ενεργητική διαχείριση των αποδόσεων είναι επιτυχής θα αναμέναμε υψηλότερο alpha. Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη έρευνα αναφέρεται ότι τα ETFs μπορούν να προσφέρουν **υψηλότερες αποδόσεις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο** από τα closed-end funds.

4.3. Analysis of Intraday Herding Behavior Among the Sector ETFs,

By K. Gleason, I. Mathur, M. Peterson, Journal of Empirical Finance, June 2003

Στη συγκεκριμένη έρευνα εξετάζεται η συμπεριφορά των επενδυτών σε ETFs κατά πόσο λειτουργούν μαζικά, παρασυρόμενοι από τους υπόλοιπους επενδυτές. (herding). Χρησιμοποιούνται δύο διαφορετικές μέθοδοι μέτρησης της διασποράς και δύο διαφορετικές μέθοδοι αναγνώρισης herding. Παρατηρείται ότι όταν η αγορά είναι σε ανοδική ή καθοδική πορεία **δεν υπάρχουν ενδείξεις herding**. Στην πραγματικότητα τα αποτελέσματα δείχνουν ότι σε περιόδους stress της αγοράς οι επενδυτές των ETFs διαπραγματεύονται διαφορετικά από την γενικότερη τάση των υπολοίπων, όπως αποδεικνύεται από τα Spiders. Έτσι όσο αφορά τα ETFs φαίνεται ότι η **πληροφόρηση** των επενδυτών είναι **αποτελεσματική**.

Ο Froot υποστηρίζει ότι τάσεις herding εκδηλώνονται όταν υπάρχει έλλειψη πληροφόρησης. Ο Lakonishok ισχυρίζεται ότι συνήθως στις μικρές επιχειρήσεις υπάρχει λιγότερη πληροφόρηση από ότι στις μεγάλες. Στα κλαδικά ETFs η **πληροφόρηση** για κάθε εταιρεία λειτουργεί **αθροιστικά** εφόσον πρόκειται για τομείς και όχι για μεμονωμένες επιχειρήσεις. Έτσι δεν παρουσιάζεται το φαινόμενο herding στα ETFs.

Παρατηρείται ασυμετρία στις αντιδράσεις των επενδυτών σε ανοδική και καθοδική πορεία της αγοράς. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι όταν η αγορά κινείται ανοδικά υπάρχει μια καθυστέρηση στην αντίδραση των επενδυτών. Αντίθετα όταν τα νέα είναι «κακά» οι επενδυτές σπεύδουν να αντιδράσουν. Υπάρχει μεγαλύτερη πιθανότητα για τάσεις **herding** σε περιόδους **καθοδικής αγοράς**.

4.4. Exchange Traded Funds Not for Everyone, by Wilfred Dellva, Journal of Financial Planning, April 2001

Ο Dellva στη μελέτη του παρουσιάζει τα πλεονεκτήματα των ETFs σε σχέση με τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια. Χαμηλά κόστη, μικρός κύκλος εργασιών, ανταγωνιστικές αποδόσεις, αποδοτικότητα φόρων, καλύτερη διαφοροποίηση άρα μείωση του κινδύνου, διαπραγμάτευση καθόλη τη διάρκεια της ημέρας, δυνατότητα αγοράς στο όριο, δυνατότητα αποτίμησης της αξίας του ETF κατά τη διάρκεια της ημέρας, απευθείας πρόσβαση στην αγορά μέσω του AMEX, συμμετρική διαπραγμάτευση σε αγορές και πωλήσεις, δυνατότητα δανειακής μόχλευσης του χαρτοφυλακίου (λόγω διαπραγμάτευσης στο margin). Αντίθετα με τα Closed end Funds τα ETFs μπορούν να εκδώσουν και να πουλήσουν μετοχές αλλά μόνο παίρνοντας ή διανέμοντας μετοχές σε είδος. Με αυτό τον τρόπο δεν πραγματοποιούνται κεφαλαιακά κέρδη και τα ETFs γίνονται περισσότερο αποδοτικά λόγω φόρων. Η διαδικασία arbitrage βοηθά ώστε τα ETFs να διαπραγματεύονται κοντά στις καθαρές παρούσες αξίες τους.

Τα ETFs φημίζονται για τα **χαμηλά κόστη**. Στα Broadly Diversified Indexes τα έξοδα κειμούνται από 0,18%-0,25%, στα Domestic Sector Indexes από 0,25% - 0,60%, τα ETFs που ακολουθούν διεθνείς δείκτες έχουν υψηλότερα έξοδα από 0,84%-0,99%. Οι αναλογίες των εξόδων δεν παρουσιάζουν όλη την αλήθεια για

τα ETFs. Κάθε φορά που εκτελούνται συναλλαγές υπάρχουν προμήθειες. Το ποσό της προμήθειας καθορίζεται από τον τύπο των υπηρεσιών που προσφέρονται από τους πρακτόρους full service ή discount. Ο Dellva στην έρευνα του συγκρίνει ένα δεικτοποιημένο αμοιβαίο κεφάλαιο Vanguard Index 500 Mutual Fund και δύο ETFs, τα iShares και τα SPDRs για τρία διαφορετικά ποσά επένδυσης \$10,000, \$50,000 και \$100,000 για 15 χρόνια. Συμπεραίνει ότι οι **μεγάλοι επενδυτές επωφελούνται περισσότερο** από τις αναλογίες εξόδων σε σχέση με τους μικρούς επενδυτές. Έτσι κατά τον Dellva τα ETFs δεν είναι τόσο ελκυστικά για τους μικρούς επενδυτές. Επίσης συμπεραίνει ότι τα ETFs **δεν ωφελούν** τόσο τους μακροπρόθεσμους επενδυτές για **συνταξιοδοτικά προγράμματα**. Γενικότερα ισχυρίζεται ότι τα ETFs απευθύνονται σε επιθετικότερους επενδυτές. Τα ETFs αποτελούν μια εναλλακτική μορφή επένδυσης δίνοντας την ευκαιρία στους επενδυτές να μετέχουν σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο που διαρκώς αναδιαρθρώνεται.

4.5. Exchange Traded Funds: A New Investment Option for Taxable Investors, By James Poterba, John Shoven, The American Economic Review, May 2002

Ο Poterba και ο Shoven στη μελέτη τους αρχικά ανφέρουν τις διαφορές των ETFs από τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια. Αυτές οι διαφορές ουσιαστικά υποδεικνύουν ότι τα ETFs και τα Αμοιβαία Κεφάλαια απευθύνονται σε διαφορετικούς τύπους επενδυτών: Τα ETFs σε εκείνους που ζητούν **ρευστότητα βραχυπρόθεσμα** και αγοράζουν και πουλούν **μεγάλες ποσότητες** ενώ τα παραδοσιακά Αμοιβαία Κεφάλαια σε εκείνους τους επενδυτές που κάνουν μικρές αγορές και πωλήσεις και δίνουν μικρότερη σημασία στη ρευστότητα.

Ο Poterba και ο Shoven συγκρίνουν τις **αποδόσεις** προ και μετά από φόρους για ένα ETF και για ένα δεικτοποιημένο αμοιβαίο κεφάλαιο συγκεκριμένα τα Spiders και τα Vanguard index 500 fund. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι μεταξύ των ετών 1994 και 2000 οι αποδόσεις πριν και μετά από φόρους των Spiders και των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι παρόμοιες. Τα Spiders γενικότερα διανείμουν λιγότερα κεφαλαιακά κέρδη από ότι τα αμοιβαία Vanguard Index 500. Αυτή η

διαφορά των κεφαλαιακών κερδών των ETFs και των Αμοιβαίων κεφαλαίων αποτελεί τη λέξη κλειδί, για αυτό το λόγο τα ETFs θεωρούνται “**tax efficient**”. Όταν πωλούνται μετοχές των ETFs η επενδυτική εταιρεία έχει το δικαίωμα είτε να δώσει μετοχές στους μεριδιούχους είτε μετρητά. Στην πρώτη περίπτωση η διανομή μετοχών σε είδος (**Redemption in kind**) δίνει την ευκαιρία στην επενδυτική εταιρεία να μειώσει τα κεφαλαιακά της κέρδη και την φορολογική υποχρέωση των μετόχων.

4.6. [The Benchmark Index ETF Performance Problem](#) By Gary L. Gastineau, [Journal of Portfolio Management](#), Wint 2004

Η σύγκριση της απόδοσης των παραδοσιακών αμοιβαίων κεφαλαίων και των δεικτοποιημένων χρηματιστηριακών διαπραγματεύσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων παρουσιάζει προβλήματα. Οι περισσότερες συγκρίσεις εστιάζουν στην αποδοτικότητα των φόρων των ETFs αγνοώντας την εμφανή αποτελεσματικότητα των παραδοσιακών αμοιβαίων κεφαλαίων.

Τυπικά ένα ETF ακολουθεί την απόδοση του δείκτη στον οποίο ανφέρεται (benchmark index). Η αποτελεσματικότητα των ETFs επιβεβαιώνεται για ETFs τα οποία συνδέονται με δείκτες μικρότερης σημασίας και όχι εκείνους που χρησιμοποιούνται ευρέως. Ο Gastineau διαπίστωσε ότι για τους δύο πιο δημοφιλείς δείκτες τον Standard & Poor’s 500 μεγάλης κεφαλαιοποίησης και τον Russell 2000 μικρής κεφαλαιοποίησης τα ETFs εμφανίζονται **λιγότερο αποτελεσματικά** συγκρινόμενα με τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια. Ο Gastineau ισχυρίζεται ότι ο λόγος αυτής της διαφοράς στην αποτελεσματικότητα οφείλεται στην ανικανότητα των διαχειριστών να μειώσουν τα **κόστη συναλλαγών**. Κάθε φορά που συντελείται μια αλλαγή σε ένα δείκτη ο διαχειριστής είναι υποχρεωμένος να αποφασίσει πότε και πώς θα αναπροσαρμόσει το χαρτοφυλάκιο του ETF έτσι ώστε να αντανακλά τις αλλαγές του δείκτη. Ενδεχομένως να έχει γίνει μια προσθήκη μετοχής στον δείκτη, μια διαγραφή ή αλλαγή στο βάρος μιας μετοχής. Ο Gastineau προτείνει οι διαχειριστές να χρησιμοποιούν πιο έξυπνες τεχνικές. Θα πρέπει δηλαδή οι διαχειριστές να αναλαμβάνουν **προτοβουλίες** και ουσιαστικά να **προλαβαίνουν**

τις αλλαγές των δεικτών και όχι να αναμένουν τις ανακοινώσεις για να αποφασίσουν πως θα ενεργήσουν.

5. ΚΕΦΑΛΑΙΟ V

5.1. “Frequently Asked Questions”

Τι είναι ένα χρηματιστηριακώς διαπραγματεύσιμο αμοιβαίο κεφάλαιο (ETF);

Ένα ETF είναι μια μορφή εταιρείας επενδύσεων με μετοχές που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο σε τιμές που καθορίζονται από την αγορά. Οι επενδυτές μπορούν να αγοράσουν ή να πουλήσουν ETFs μέσω πρακτόρων όπως θα έκαναν με οποιαδήποτε κοινή μετοχή.

Ποιές είναι οι βασικές διαφορές μεταξύ των ETFs και των Αμοιβαίων

Κεφαλαίων;

Αν και τα ETFs είναι καταγεγραμμένα από την SEC (Securities and Exchange Commission) σαν εταιρείες επενδύσεων, είτε σαν αμοιβαία ανοιχτού τύπου ή σαν unit investment trust, διαφέρουν από τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια τόσο στον τρόπο που εκδίδονται και πωλούνται οι μετοχές όσο και στον τρόπο διαπραγμάτευσης τους. Αντίθετα από τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια τα ETFs δημιουργούνται από ένα θεσμοθετημένο επενδυτή καταθέτοντας ένα συγκεκριμένο μερίδιο μετοχών. Σε ανταπόδοση αυτής της κατάθεσης ο θεσμοθετημένος επενδυτής λαμβάνει ένα συγκεκριμένο ποσό από μετοχές ETF, οι οποίες στη συνέχεια μπορούν να πουληθούν στο χρηματιστήριο. Ο θεσμοθετημένος επενδυτής μπορεί να αποκτήσει αυτές τις μετοχές που έχει καταθέσει αν εξαργυρώσει τον ίδιο αριθμό μετοχών από το χαρτοφυλάκιο του ETF. Ο μεμονωμένος επενδυτής μπορεί μόνο να αγοράσει ή να πουλήσει το ETF, αντίθετα από τον θεσμοθετημένο επενδυτή δεν μπορεί να αγοράσει ή να πουλήσει μετοχές από ένα ETF.

Ποιά είναι τα περιουσιακά στοιχεία των ETFs σε σχέση με εκείνα των αμοιβαίων κεφαλαίων;

Το 2005 τα περιουσιακά στοιχεία των ETFs ανέρχονταν σε 296,02 δις δολάρια ενώ εκείνα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανέρχονταν σε 8,9 τρις δολάρια.

Πόσα ETFs υπάρχουν διαθέσιμα για τους επενδυτές;

Το 2005 ήταν διαθέσιμα στους επενδυτές 201 ETFs ενώ το 2000 μόνο 80.

Πόσο καιρό είναι διαθέσιμα στους επενδυτές;

Το πρώτο ETF, ένα S&P 500 index fund, άρχισε να διαπραγματεύεται στο Αμερικάνικο Χρηματιστήριο (AMEX) τον Ιανουάριο του 1993. Το δεύτερο ETF που ακολουθούσε τον δείκτη S&P Mid Cap 400, προστέθηκε το 1995 και 17 ETFs συνδεδεμένα με διεθνή χρηματιστήρια ξεκίνησαν να διαπραγματεύονται το 1996.

Τι υπάρχει μέσα σε ένα γαρτοφυλάκιο εγχώριου ETF;

Τα περισσότερα ETFs που διαπραγματεύονται στο Αμερικάνικο Χρηματιστήριο είναι συνεδεμένα σε δείκτες. Μέχρι το 2005 146 αμοιβαία κεφάλαια ακολουθούσαν εγχώριους δείκτες και είχαν περιουσιακά στοιχεία αξίας 215,81 δις δολάρια. Έξι αμοιβαία ακολουθούσαν δείκτες ομολόγων και είχαν περιουσιακά στοιχεία 15 δις δολάρια. Ανάμεσα στα εγχώρια ETFs 81 χρησιμοποιούσαν γενικότερους δείκτες και 65 επικεντρωνόντουσαν σε κλάδους της βιομηχανίας. Η πρώτη κατηγορία περιλάμβανε περιουσιακά στοιχεία αξίας 186,83 δις δολάρια και η δεύτερη 28,98 δις δολάρια.

Τα ETF ακολουθούν τους διεθνείς δείκτες;

Ναι. Μέχρι το 2005, 49 ETFs ακολουθούσαν παγκόσμιους διεθνείς δείκτες. Οι περισσότεροι από τους οποίους δείκτες κάποιας χώρας ή κάποιας περιοχής. Ωστόσο εφτά ETFs ακολουθούν παγκόσμιους δείκτες. Όλα μαζί παγκόσμια και διεθνή ETFs κατέχουν περιουσιακά στοιχεία αξίας 65,21 δις δολάρια (2005).

Ποιός είναι ο κανονισμός για τα ETF;

Τα χρηματιστηριακά διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια είναι καταγεγραμμένα σαν εταιρείες επενδύσεων και πρέπει να συμμορφώνονται βάσει των διατάξεων της

Investment Company Act. Τα ETFs έχουν τις εξής απαλλαγές 1) επιτρέπεται να καταχωρηθούν σαν αμοιβαία κεφάλαια κάτω από την Act ακόμη και αν οι μετοχές τους δεν πωλούνται μεμονωμένα. 2) επιτρέπεται να αποκτήσει μετοχές να αγοράσει ή να πουλήσει μετοχές κατά είδος και όχι σε μετρητά και 3) προωθούν τις μετοχές τους να συναλλάσσονται σε εκείνες τις τιμές διαπραγμάτευσης και όχι σε μια τιμή που προσφέρεται σε ένα διαφημιστικό φυλλάδιο ή στην τιμή της καθαρής παρούσας αξίας.

Ποιά είναι η διαφορά μεταξύ των Open - end και Closed -end funds;

Τα open end funds ή αμοιβαία κεφάλαια είναι ανοιχτά σε νέους επενδυτές, μπορούν να δημιουργηθούν όσα μερίδια χρειάζονται. Ωστόσο όταν ένα αμοιβαίο κεφάλαιο κλείνει εξακολουθεί να επιτρέπει σε νέους επενδυτές να αγοράσουν μερίδια και όταν αυτοί οι επενδυτές θέλουν να δώσουν τα μερίδια τους δεν χρειάζεται να βρουν αγοραστή. Από την άλλη πλευρά τα closed – end funds έχουν ένα συγκεκριμένο αριθμό μεριδίων. Τα closed – end funds έχουν αρχική δημόσια εγγραφή. Και αυτά διαπραγματεύονται σύμφωνα με τη ζήτηση στην αγορά.

Ποιά είναι τα πλεονεκτήματα των Closed -end funds;

Μερικές φορές διαπραγματεύονται σε discount δηλαδή κάτω από την καθαρά παρούσα αξία τους. Άλλες φορές μπορούν να πουληθούν υψηλότερα από την καθαρή παρούσα αξία τους. Μπορούν να χρησιμοποιηθούν στρατηγικές διαφορετικές από εκείνες των αμοιβαίων κεφαλαίων όπως αγορά μετοχών μη ρευστοποιήσιμων ή δανειακή μόχλευση.

Ποιά είναι τα μειονεκτήματά των Closed -end funds;

Διαπραγματεύονται σε discount ή premium αυτό μπορεί να λειτουργήσει σε βάρος του επενδυτή. Επιβαρύνονται με προμήθειες διαπραγμάτευσης. Είναι περισσότερο επικίνδυνα. Είναι πιο δύσκολο να πουληθούν σε αντίθεση με τα αμοιβαία η εταιρεία επενδύσεων δεν είναι υποχρεωμένη να αγοράσει τα μερίδια. Υπάρχουν 1-2% έξοδα διαχείρισης κάθε χρόνο. Η πληροφορία σχετικά με την τιμή τους δεν είναι διαθέσιμη. Γενικότερα τα αμοιβαία κεφάλαια λόγω της ανάπτυξης τους επειδή ρευστοποιούν νέους επενδυτές οποιαδήποτε στιγμή θεωρούνται ότι έχουν περισσότερο επαγγελματική και ικανή διαχείριση από τα closed - end funds.

5.2. Έξι Βασικές Αρχές για Έξυπνη Επένδυση στα ETFs

Από τη Sonya Morris, Αναλύτρια Αμοιβαίων στην Morningstar

Αν πραγματικά θέλει κανείς να επωφεληθεί από όλα όσα προσφέρουν τα ETFs, πιστεύω ότι ένας επιτυχημένος επενδυτής θα πρέπει :

1. Να υιοθετεί την αντίθετη άποψη

Θα πρέπει ο επενδυτής να είναι σκεπτόμενος όσα αφορά τα αμοιβαία εκείνα που ελκύουν μεγάλα ποσά μετρητών και δημιουργούν πολύ «θόρυβο» στην αγορά. Η φήμη ενός αμοιβαίου κεφαλαίου είναι πολλές φορές ένα σήμα κινδύνου και όχι απαραίτητα μια πρόσκληση. Πάρα πολλοί επενδυτές συγκεντρώνουν όλες τις επενδύσεις τους στις πιο εντυπωσιακές και πρόσφατες αποδόσεις κεφαλαίων. Από την άλλη πλευρά, πολλοί από τους έξυπνους και επιτυχημένους επενδυτές ψάχνουν για ευκαιρίες σε κρυμμένες και λιγότερο αγαπητές πλευρές της αγοράς. Πιστεύω ότι οι καλύτερες ιδέες κρύβονται εκεί που λίγοι άνθρωποι κοιτούν. Για αυτό το λόγο πολύ συχνά θα δείτε να κατευθύνω τους επενδυτές μου μακριά από τα πιο δημοφιλή κομμάτια της αγοράς, όπως ενέργεια ή ακίνητη περιουσία, αλλά σε περιοχές όπου δεν φαίνεται να προτιμούνται όπως τεχνολογία.

2. Να αξιολογεί ευσυνείδητα

Οι έξυπνοι επενδυτές ψάχνουν για ευκαιρίες εκεί όπου υπάρχουν διαφορές μεταξύ της τιμής των μετοχών και της πραγματικής τους αξίας. Για αυτό το λόγο η Morningstar προσπαθεί να αναγνωρίσει εκείνες τις μετοχές όπου οι τιμές διαπραγμάτευσης τους δεν αντικατοπτρίζουν την πραγματική τους αξία.

3. Να δίνει προσοχή στη θεμελιώδη ανάλυση (fundamentals)

Οι συνάδελφοι μου και εγώ, ως fund managers, δίνουμε μεγάλη σημασία στα χρηματοοικονομικά χαρακτηριστικά των εταιρειών που επενδύουμε. Έτσι οι αναλυτές μετοχών μελετούν τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις προκειμένου να έχουν μια σαφή και ξεκάθαρη εικόνα για την υγεία της εταιρείας. Αντίστοιχα για τα ETFs πρέπει με τον ίδιο τρόπο να δίνουμε προσοχή στα θεμελιώδη στοιχεία του

υποκείμενου χαρτοφυλακίου. Προτιμώ τα ETFs εκείνα που έχουν συμμετοχή σε εταιρείες με «δυνατά» χρηματοοικονομικά στοιχεία και που έχουν σημαντικούς ρυθμούς ανάπτυξης και απόδοση κεφαλαίων.

4. Να προτιμά τις χαμηλές τιμές

Η μεγαλύτερη πλειοψηφία των ETFs είναι δεικτοποιημένα αμοιβαία, η βασική προϋπόθεση του να επιλέγεις δείκτες είναι να διατηρούνται χαμηλά τα κόστη. Δεν υπάρχει λόγος να πληρώνει κανείς παραπάνω για ένα ETF εφόσον μπορεί να το βρεί σε χαμηλότερη τιμή. Ο μόνος λόγος για τον οποίο θα συνιστούσα να επειλέξει κάποιος ένα ETF σε υψηλότερη τιμή είναι να του προσφέρει κάτι μοναδικό και ακαταμάχητο. Θα πρέπει να είμαστε ευσυνείδητοι σχετικά με το κόστος. Πολλές φορές στα ETFs οι προμήθειες πρακτόρευσης μπορούν να ξεπεράσουν το πλεονέκτημα των χαμηλών εξόδων.

5. Να κατανοεί την μεθοδολογία κατασκευής ενός δείκτη

Είναι σημαντικό ο επενδυτής να αντιλαμβάνεται πως ένας δείκτης αναφοράς των ETFs δημιουργείται διότι με τον τρόπο αυτό θα μπορεί να προβλέψει πως θα κινηθεί στο μέλλον.

6. Να σκέφτεται μακροπρόθεσμα

Πολλές φορές οι αγορές δίνουν μεγαλύτερη έμφαση στη βραχυπρόθεσμη ανάπτυξη. Τα περισσότερα στοιχεία εταιρειών δημοσιεύονται σε τριμηνιαία βάση. Παρόλα αυτά θεωρώ ότι ο επενδυτής έχει πολλά να κερδίσει αν λειτουργήσει αντίθετα από αυτό το ρεύμα της αγοράς. Ο επενδυτής πρέπει να σκέφτεται μακροπρόθεσμα και να αγοράζει με σκοπό να κρατήσει την επένδυση του. Ειδικά στην περίπτωση των ETFs όπου κάθε συναλλαγή επιβαρύνεται με προμήθεια. Πολύ λίγες επενδύσεις έχουν καλή έκβαση βραχυπρόθεσμα οι περισσότερες χρειάζονται αρκετό καιρό για να αποδώσουν. Για το λόγο αυτό ο επενδυτής θα πρέπει να έχει υπομονή, και μακροπρόθεσμη σκέψη.

5.3. Σε τι διαφέρουν τα ETFs

A) Από τις μετοχές

- Η αυξημένη διασπορά μειώνει το ρίσκο για το χαρτοφυλάκιο του επενδυτή αφού τα ETFs αντιπροσωπεύουν επένδυση σε ένα καλάθι μετοχών.
- Το κόστος για την αγορά ή πώληση ενός ETF είναι μικρότερο από την αγορά ή πώληση των μεμονωμένων μετοχών που απαρτίζουν έναν συγκεκριμένο δείκτη.
- Την ευθύνη για την εξέταση των μετοχών (πορεία, εταιρικές πράξεις κλπ) που απαρτίζουν το καλάθι του ETF την αναλαμβάνει ο διαχειριστής του, οπότε απεμπλέκεται ο επενδυτής.
- Τα ETFs αποτελούν μια εύκολη μορφή επένδυσης για ιδιώτες επενδυτές, με χαμηλό κόστος διαφοροποίησης, επενδύοντας ταυτόχρονα σε μετοχές εσωτερικού και εξωτερικού, ομόλογα και εμπορεύματα. Για παράδειγμα, είναι τεχνικώς αδύνατο να επενδύσει ένας ιδιώτης επενδυτής σε όλες της μετοχές του S&P 500 μεμονωμένα.
- Τα ETFs, ως εναλλακτική μορφή επένδυσης, δίνουν τη δυνατότητα στους θεσμικούς επενδυτές για μεγαλύτερο ρίσκο αλλά και απόδοση από τις μετοχές που απαρτίζουν ένα δείκτη.

B) Από τα Αμοιβαία Κεφάλαια

- Τα ETFs έχουν μικρότερο κόστος από απόκτησης και χαμηλότερο κόστος συναλλαγών, παρότι αντιπροσωπεύουν επένδυση σε ένα καλάθι μετοχών όπως το Αμοιβαίο Κεφάλαιο.
- Τα ETFs διαθέτουν το πλεονέκτημα άμεσης ρευστοποίησης ή αγοράς.
- Τα ETFs διαπραγματεύονται όπως οι μετοχές, άρα υπάρχει συνεχής αποτίμηση στο ταμπλό και μειώνεται η πιθανότητα για discount στην εσωτερική αξία.
- Στα ETFs, οι market makers ενισχύουν τη ρευστότητα στη μετοχή δίνοντας βάθος στην αγορά και παράλληλα, επειδή εκμεταλλεύονται τις ευκαιρίες arbitrage, η αγορά τείνει να αποτιμά σωστά την εσωτερική αξία τους.

5.4. ETFs ή Αμοιβαία Κεφάλαια ;

Οι υποστηρικτές των Exchange Traded Funds ανφέρουν μια σειρά από πλεονεκτήματα αυτού του προϊόντος:

1. Αντίθετα με τα αμοιβαία κεφάλαια τα ETFs διαπραγματεύονται καθόλη τη διάρκεια της ημέρας, ενώ τα συναλλαγές των αμοιβαίων κεφαλαίων εκτελούνται στο τέλος της συνεδρίασης.

2. Θεωρητικά τα ETFs είναι περισσότερο ικανά από τα αμοιβαία κεφάλαια να ακολουθήσουν πιο πιστά ένα δείκτη. Τόσο τα δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια όσο και τα ETFs αντιμετωπίζουν την ανάγκη να επανεπενδύσουν τα μερίσματα και τους τόκους των μεριδίων που κατέχουν. Και τα δύο πρέπει να προσαρμόζουν τα περιουσιακά τους στοιχεία ανάλογα με τις αλλαγές των των εταιρειών των υποκείμενων δεικτών που ακολουθούν. Ωστόσο, επειδή τα αμοιβαία κεφάλαια είναι ανοιχτού τύπου θα πρέπει να παρέχουν ρευστότητα στους πωλητές ή στους αγοραστές των μετοχών που κατέχουν. Αυτό σημαίνει ότι ένα ποσοστό των περιουσιακών τους στοιχείων θα πρέπει να διατηρείται σε μετρητά. Οι διαχειριστές των ETFs δεν χρειάζεται να το κάνουν αυτό, επειδή οι αγορές και οι πωλήσεις των μετοχών λαμβάνουν χώρα στην δευτερογενή αγορά (τα ETFs είναι κλειστού τύπου αμοιβαία). Επειδή δεν χρειάζεται να κρατούν μετρητά για λόγους ρευστότητας έχουν τη δυνατότητα να ακολουθούν πιο πιστά από τα αμοιβαία κεφάλαια ένα δείκτη.
3. Επειδή τα ETFs διαπραγματεύονται σαν μετοχές ένας επενδυτής μπορεί να χρησιμοποιήσει όλες εκείνες τις τεχνικές διαπραγμάτευσης που εφαρμόζονται στις κοινές μετοχές, όπως για παράδειγμα προπώληση (short selling). Επιπλέον τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures) και τα δικαιώματα (options) γίνονται διαθέσιμα στα περισσότερα ρευστά ETFs γεγονός που προσφέρει περισσότερες στρατηγικές διαπραγμάτευσης.
4. Τα λειτουργικά έξοδα στα περισσότερα ETFs τείνουν να είναι χαμηλότερα από εκείνα των δεικτοποιημένων αμοιβαίων κεφαλαίων που ακολουθούν τον ίδιο δείκτη. Αυτό συμβαίνει επειδή τα ETFs δεν προσφέρουν στους κατόχους τους το ίδιο επίπεδο υπηρεσιών με εκείνο των αμοιβαίων κεφαλαίων. Για παράδειγμα ας δούμε τρία αμοιβαία που ακολουθούν τον δείκτη της S&P 500. Τα δύο πρώτα είναι ETFs τα SPYs με 0,12% έξοδα επιβάρυνσης, και τα IVVs με 0,09%. το μεγαλύτερο αμοιβαίο κεφάλαιο που ακολουθεί τον δείκτη αυτό είναι της Vanguard (VFINX) που έχει έξοδα 0,18%.
5. Τέλος τα ETFs εμφανίζονται περισσότερο αποδοτικά στους φόρους. Ένα αμοιβαίο κεφάλαιο είναι μια εταιρεία επενδύσεων ανοιχτού τύπου. Όταν πουλάς μετοχές σε ένα δεικτοποιημένο αμοιβαίο κεφάλαιο τις πουλάς πίσω στην εταιρεία επενδύσεων. Αν οι αρχικοί αγοραστές δεν είναι διαθέσιμοι ο αριθμός των οφειλόμενων μετοχών μειώνεται και μερικές από τις υποκείμενες μετοχές θα πρέπει να πουληθούν προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τις εκροές

των μειώσεων αυτών. Αυτή η πώληση μετοχών προκαλεί κεφαλαιακά κέρδη στους μεριδιούχους των δεικτοποιημένων αμοιβαίων κεφαλαίων. Αντίστοιχα τα ETFs διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο. Όταν διαχειρίζεσαι ETF μετοχές μπορείς να τις πουλήσεις σε άλλους αγοραστές και όχι πίσω στην επενδυτική εταιρεία. Έτσι σαν αποτέλεσμα όταν πουλιέται ένα ETF δεν υπάρχει η υποχρέωση πώλησης των υποκείμενων μετοχών στις εταιρείες που κατασκευάζουν τον δείκτη του συγκεκριμένου ETF. Με αυτό τον τρόπο το ενδεχόμενο για ανεπιθύμητα κεφαλαιακά κέρδη στην απόδοση φόρου μειώνεται. Αυτό δεν σημαίνει ότι τα ETFs δεν κάνουν ποτέ διανομές κερδών. Όταν η σύνθεση του δείκτη που ακολουθούν αλλάζει, τότε γίνονται πωλήσεις και αγορές μετοχών και αυτό οδηγεί σε διανομές κεφαλαιακών κερδών. Τα ETFs επίσης λαμβάνουν μερίσματα τα οποία επίσης πρέπει να μοιράζονται στους κατόχους.

Από την άλλη πλευρά οι υποστηρικτές των δεικτοποιημένων αμοιβαίων κεφαλαίων παραθέτουν τα δικά τους επιχειρήματα:

1. Τα λειτουργικά έξοδα είναι μόνο ένα κομμάτι της ιστορίας. Όταν αγοράζεις ένα ETF πληρώνεις και προμήθεια πρακτόρευσης που συνήθως αποφεύγεται όταν αγοράζεις δεικτοποιημένα αμοιβαία.
2. Για τους ανθρώπους εκείνους που επενδύουν κάθε μήνα ένα ποσό σε αμοιβαία κεφάλαια, η αποφυγή της προμήθειας είναι πράγματι ένα πολύ ελκυστικό πλεονέκτημα.
3. Αν ο επενδυτής έχει μακροπρόθεσμο ορίζοντα τότε η δυνατότητα των ETFs για συνεχή διαπραγμάτευση καθόλη τη διάρκεια της ημέρας δεν φαίνεται και τόσο χρήσιμη.
4. Οι εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων παρέχουν ένα ευρύ φάσμα υπηρεσιών που πολλοί discount brokers δεν προσφέρουν (με σκοπό να μειωθούν οι προμήθειες).
5. Στην πράξη πολλά ETFs έχουν πολλές αποκλίσεις από τους δείκτες συγκρινόμενα με τα αμοιβαία κεφάλαια.

Όπως βλέπουμε υπάρχουν σημαντικά πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα και στις δύο πλευρές. Ωστόσο προκειμένου να κάνουμε μια επένδυση δεν θα πρέπει να σταθούμε σε ένα ή δύο από τα παραπάνω επιχειρήματα. Αλλά θα πρέπει να αξιολογήσουμε τις προσωπικές προτιμήσεις του κάθε επενδυτή. Επίσης θα πρέπει να

εξεταστούν συγκεκριμένες παράμετροι όπως το μέγεθος της επένδυσης, ο χρονικός ορίζοντας, τα έξοδα, οι αποκλίσεις των αποδόσεων από εκείνες των δεικτών, διαφορές στους φόρους.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ

6. ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

- 6.1. Μερίδιο Αγοράς Προϊόντων ETFs στις ΗΠΑ
- 6.2. Assets of Exchange Traded Funds by Type – July 2006
- 6.3. Value of share Issued and Redemed by All Exchange Traded Funds – July 2006
- 6.4. Number of Exchange-Traded Funds by Type – July 2006
- 6.5. Net Assets of ETFs (1993-2005)
- 6.6. Number of ETFs (1993-2005)
- 6.7. Net Issuance of ETF Shares
- 6.8. Assets of ETFs and Index Mutual Funds Are Concentrated in Large-Blend
- 6.9. Οι Σημαντικότεροι Διαχειριστές Στον Κόσμο (31/7/2006)

- 6.10. Τα 10 Μεγαλύτερα ETF στον Κόσμο
- 6.11. ETF Growth since 1995
- 6.12. 2005 Facts at a Glance
- 6.13. AMEX 13/9/2006

7. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- John A. Haslem, Robert H. Smith. Mutual Funds. University of Maryland, Blackwell Publishing
- Poterba J., Shoven J., 2002. Exchange traded funds : a new investment option for taxable investors. The American Economic Review.
- Gardner Randy, Welch Julie, June 2005. Increasing after tax return with exchange traded funds. Journal of Financial Planning.
- Harper J., Madura J., Schnusenberg O., December 2004. Performance comparison between exchange traded funds and closed-end funds country funds. Journal of International Financial Markets, Institutions & Money
- Gleason K., Mathur I., Peterson M., March 2004. Analysis of intraday herding behavior among the sector ETFs. Journal of Empirical Finance.
- Delva W., April 2001. Exchange traded funds not for everyone. Journal of Financial Planning
- Boehmer B., Boehmer E., 2003. Trading your neighbor's ETFs : Competition or fragmentation. Journal of Banking Finance.
- Gastineau G., 2001. Exchange traded funds: an introduction. Journal of Portfolio Management.
- Gastineau G., 2004. The Benchmark Index ETF performance problem. Journal of Portfolio Management.
- Engle R., Sarkar D., 2002. Pricing exchange traded funds. Working Paper, New York University.
- Pennathur A., Delcoure N., Anderson D., 2002. Diversification benefits of ishares and closed end country funds. The Journal of Financial Research.
- Kostovetsky L., 2003. Index mutual funds and exchange traded funds. Journal of Portfolio Management.
- Boney V., Doran J., Peterson D., 2006. The effect of the spider exchange traded fund on the cash flow of funds of S&P 500 Index mutual funds. Working paper Florida State University.

- Rompotis G., 2006. An empirical comparing investigation on exchange traded funds. Working Paper. University of Athens Greece.(Social Science Research Network)
- Exchange Traded Funds, ΑΣΥΚ ΑΕ, Τμήμα χρηματοοικονομικών Θεμάτων και Μελετών, Αθήνα Νοέμβριος 2001.

WEB SITES

- www.ici.org
- www.morningstars.com
- www.sec.gov
- www.indexinvestor.com
- www.marketwatch.com
- www.amex.com
- www.euro2day.com