

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΣ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΙΜΑ
ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ (EXCHANGE TRADED FUNDS)

Ιωάννα Ι. Τζίμα

Πτυχιούχος Τμήματος Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής
Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς

Υποβληθείσα για το Μεταπτυχιακό Δίπλωμα στη Διοίκηση των
Επιχειρήσεων

Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

2005

Αφιερώνεται στους γονείς μου, Ιωάννη και Μαρία,
για την αμέριστη συμπαράστασή τους
και τις πολύτιμες συμβουλές τους.

2.2.1.4 Ρευστότητα	12
2.2.1.5 Εύκολη παρακολούθηση της επένδυσης	12
2.2.1.6 Είσπραξη ετήσιου μερίσματος με δυνατότητα επανεπένδυσης	13
2.2.1.7 Μεταφορά των χρημάτων από ένα Α/Κ σε άλλο της ίδιας οικογένειας	13
2.2.1.8 Άλλα πλεονεκτήματα	14
2.2.2 Μειονεκτήματα Α/Κ	15
2.2.2.1 Άτομα πεπειραμένα στην επιλογή μετοχών και την δημιουργία χαρτοφυλακίων	15
2.2.2.2 Επενδυτές που δεν επιθυμούν επαγγελματική διαχείριση	15
2.2.2.3 Επενδυτές που δεν θέλουν διαφοροποίηση	16
2.2.2.4 Η ανοιχτή δομή των Α/Κ εγκυμονεί προβλήματα	16
2.2.2.5 Επιθυμία επένδυσης μόνο σε ομόλογα	17
2.2.2.6 Εξειδικευμένες οικονομικές ανάγκες	18
2.2.2.7 Παρακολούθηση και έλεγχος διαχειριστών	18
2.2.2.8 Άλλα μειονεκτήματα	19
2.3 Είδη Αμοιβαίων Κεφαλαίων	20
2.3.1 Α/Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων ή Χρηματαγοράς	20
2.3.2 Ομολογιακά Α/Κ ή Σταθερού Εισοδήματος	22
2.3.3 Μετοχικά Α/Κ	24
2.3.4 Μικτά Α/Κ	29

2.3.5	Ειδικού Τύπου Α/Κ	31
2.4	Τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελλάδα	33
2.4.1	Ιστορική αναδρομή ελληνικών Α/Κ	33
2.4.2	Χαρακτηριστικά ελληνικών Α/Κ	35
2.4.3	Ο θεσμός των συλλογικών επενδύσεων στην Ελλάδα	36
2.5	Τα Αμοιβαία Κεφάλαια στο Εξωτερικό	38
2.5.1	Τα Αμοιβαία Κεφάλαια στις Η.Π.Α	38
2.5.2	Τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ευρωπαϊκή Ένωση	39
2.6	Δημιουργία Χαρτοφυλακίου Α/Κ	41
2.6.1	Τα πέντε βήματα για ένα τέλειο χαρτοφυλάκιο	41
2.6.2	Συμβουλές για την δημιουργία χαρτοφυλακίου Α/Κ	41
2.7	Μύθοι και Αλήθειες για τα Α/Κ	45
3.	Χρηματιστηριακώς Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια	48
3.1	Ορισμός ETFs	48
3.2	Ιστορική Αναδρομή των ETFs	50
3.3	Διεθνές Περιβάλλον των ETFs	53
3.3.1	ETFs στις Η.Π.Α	53
3.3.1.1	Δημοφιλή ETFs στις Η.Π.Α	54
3.3.2	ETFs στην Ευρώπη	57

3.3.2.1 Γερμανία – Deutsche Borse	58
3.3.2.2 Euronext	60
3.3.2.3 Αγγλία – LSE	61
3.3.2.4 Ελβετία – SWX	62
3.3.2.5 Σουηδία – OM	62
3.4 Δομή των ETFs	63
3.5 Λόγοι επιλογής ETFs	64
3.6 Δημιουργία και Λειτουργία των ETFs	66
3.6.1 Σχέση τιμής ETF και τιμής δείκτη	66
3.6.2 Δημιουργία ETF στις Η.Π.Α	67
3.6.2.1 Καθαρή αξία του ενεργητικού	69
3.6.2.2 Εξαγορά ενός ETF	70
3.6.2.3 Προσαρμογή της αξίας του Portfolio Deposit	70
3.6.2.4 Διανομή μερίσματος και δικαίωμα ψήφου	71
3.6.2.5 Τερματισμός των ETFs	71
3.6.3 Δημιουργία ETF στην Ευρώπη	72
3.7 Αγοραστές των ETFs	77
3.8 Οφέλη για θεσμικούς και μεμονωμένους επενδυτές	79
3.9 Κριτήρια επιλογής ETFs	80

3.10 Πλεονεκτήματα – Μειονεκτήματα ETFs	81
3.10.1 Πλεονεκτήματα ETFs	81
3.10.1.1 Φορολογικές διευκολύνσεις	81
3.10.1.2 Χαμηλότερα κόστη	82
3.10.1.3 Διαφάνεια	82
3.10.1.4 Ευελιξία αγοράς και πώλησης	82
3.10.1.5 Συνεχής παρακολούθηση και διαπραγμάτευση	83
3.10.1.6 Διαφοροποίηση	83
3.10.1.7 Μερισματικές ευκαιρίες	84
3.10.1.8 Ευρεία ποικιλία επενδυτικών στρατηγικών	84
3.10.1.9 Κεντρική επένδυση	84
3.10.1.10 Διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου	85
3.10.1.11 Αντιστάθμιση	85
3.10.1.12 Διαχείριση μετρητών	85
3.10.1.13 Εξισορρόπηση	86
3.10.1.14 Στρατηγική Φοροαπαλλαγής	86
3.10.2 Μειονεκτήματα ETFs	87
3.10.2.1 Μικρή περιοδική αγορά μεριδίων	87
3.10.2.2 Περιστασιακές ανεπιθύμητες διανομές	88

3.10.2.3 Χρηματιστηριακές προμήθειες	88
3.10.2.4 Θέματα bid-ask spread	89
3.10.2.5 Ρευστότητα, χαμηλός όγκος διαπραγμάτευσης, ζητήματα διακανονισμών	89
3.10.2.6 Δομή unit investment trust	89
3.10.2.7 Μη επανάληψη αποδόσεων του υποκείμενου χαρτοφυλακίου	90
3.10.3 Κίνδυνοι και άλλες σκέψεις	90
3.11 Πίνακες ETFs στην εφημερίδα	91
3.12 Εφαρμογές των ETFs	94
3.13 Πέντε βήματα για επιτυχημένη διαπραγμάτευση με ETFs	102
4. Σύγκριση ETFs με άλλα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα	105
4.1 ETFs v.s παραδοσιακών Α/Κ	105
4.2 ETFs v.s μεμονωμένων μετοχών	112
4.3 ETFs v.s μελλοντικών συμβολαίων	115
4.4 Προαιρετικά δικαιώματα στα ETFs	118
4.5 Ομολογιακά ETFs	123
4.5.1 Ομολογιακά ETFs v.s Bond Ladders	125
4.5.2 Ομολογιακά ETFs v.s δεικτοποιημένων ομολογιακών Α/Κ	126
4.6 Ειδικά θέματα που αφορούν τα ETFs	128

4.6.1 Η παρανόηση της ρευστότητας των ETFs	128
4.6.2 Η διανομή του επενδυτικού κεφαλαίου με τα ETFs	130
4.6.3 Προσοχή με τις “μικρές” συναλλαγές των ETFs	132
4.7 Στρατηγικές ETFs	135
5. Συμπεράσματα – Προτάσεις	140
5.1 Σύνοψη των κυριότερων σημείων των ETFs	140
5.2 Διερεύνηση της προοπτικής εισαγωγής των ETFs στο ΧΑΑ	149
5.3 Συμπεράσματα	151
5.4 Προτάσεις για το μέλλον	155
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	157
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι	161

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα επιθυμούσα να εκφράσω τις θερμές μου ευχαριστίες στον καθηγητή μου, κύριο Γεώργιο Αρτίκη, για την άψογη επίβλεψη της παρούσας εργασίας και τις πολύτιμες συμβουλές που μου παρείχε καθ' όλη την διάρκεια της συγγραφής της προκειμένου να επιτευχθεί το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα.

Επίσης, θα ήθελα να τον ευχαριστήσω για το γεγονός ότι δέχτηκε με χαρά να συνεργαστεί μαζί μου στο συγκεκριμένο θέμα εργασίας και για το γεγονός ότι άμεσα φρόντιζε για την επίλυση όλων των προβλημάτων και αποριών μου.

Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω τον συμφοιτητή και φίλο μου, Σπύρο Βαμβακούση για την ηθική συμπαράσταση που μου παρείχε κατά την διάρκεια εκπόνησης της παρούσας εργασίας καθώς επίσης και για την επικοινωνιακή ανταλλαγή απόψεων για το συγκεκριμένο θέμα, χωρίς την οποία δεν θα ήταν δυνατή η αποσαφήνιση ορισμένων παραμέτρων.

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

<u>ΠΙΝΑΚΑΣ 3.1:</u> Στατιστικά στοιχεία Ευρωπαϊκών αγορών ETFs, Μάιος 2001	58
<u>ΠΙΝΑΚΑΣ 3.2:</u> Χαρακτηριστικά Index Funds και Actively Traded funds	59
<u>ΠΙΝΑΚΑΣ 3.3:</u> ETFs στο Euronext	60
<u>ΠΙΝΑΚΑΣ 3.4:</u> ETFs στην ExtraMARK	61
<u>ΠΙΝΑΚΑΣ 3.5:</u> Σχέση τιμής ETF και τιμής δείκτη	66
<u>ΠΙΝΑΚΑΣ 3.6:</u> Παράδειγμα Υπολογισμού NAV	75
<u>ΠΙΝΑΚΑΣ 3.7:</u> Βασικοί λόγοι για πιθανή επένδυση σε ETF	87
<u>ΠΙΝΑΚΑΣ 3.8:</u> Περίληψη των εφαρμογών και των πλεονεκτημάτων από την χρήση ETFs	99
<u>ΠΙΝΑΚΑΣ 4.1:</u> ETFs v.s A/K: Ομοιότητες και διαφορές	109
<u>ΠΙΝΑΚΑΣ 4.2:</u> Σύγκριση ETFs με A/K	110
<u>ΠΙΝΑΚΑΣ 4.3:</u> ETFs v.s Μεμονωμένων μετοχών	113
<u>ΠΙΝΑΚΑΣ 4.4:</u> Χαρακτηριστικά E-mini μελλ.συμβολαίων v.s ETFs	116
<u>ΠΙΝΑΚΑΣ 4.5:</u> Αποτελέσματα ενός call option	119
<u>ΠΙΝΑΚΑΣ 4.6:</u> Αποτελέσματα ενός put option	121
<u>ΠΙΝΑΚΑΣ 4.7:</u> Αποτελέσματα Έρευνας	129
<u>ΠΙΝΑΚΑΣ 4.8:</u> Κόστη συναλλαγής – Τελική Απόδοση	134

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ - ΣΧΗΜΑΤΩΝ

<u>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.1:</u> Η εξέλιξη των Ενεργητικών της Ελληνικής Αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων (εκ.Ευρώ)	34
<u>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.2:</u> Η διάρθρωση των Ενεργητικών της Ελληνικής Αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων	34
<u>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.3:</u> Η Διάρθρωση των Ενεργητικών στις Η.Π.Α και την Ευρωπαϊκή Ένωση	40
<u>ΣΧΗΜΑ 3.1:</u> Δημιουργία και διαπραγμάτευση ETFs	74
<u>ΣΧΗΜΑ 3.2:</u> Παρουσίαση πινάκων ETFs στις εφημερίδες	92
<u>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.1:</u> Κεφάλαια ETFs (σε δις.\$)	145

ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΩΝ

v.s	versus
Α.Ε.Δ.Α.Κ	Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων
Α/Κ	Αμοιβαίο Κεφάλαιο
AMEX	American Stock Exchange
βλ.	βλέπε
Ε.Ε	Ευρωπαϊκή Ένωση
ΕΟΚ	Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα
ETFs	Exchange Traded Funds
Η.Π.Α	Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής
κ.α	και άλλα
κ.λ.π	και λοιπά
Κ.Τ.Α	Καθαρή Παρούσα Αξία
ν.	νόμος
NAV	Net Asset Value
NYSE	New York Stock Exchange
Ο.Σ.Ε.Κ.Α	Οργανισμός Συλλογικών Επενδύσεων
π.χ	παραδείγματος χάριν
σελ.	σελίδα
ΦΕΚ	Φύλλο Εφημερίδας της Κυβερνήσεως
ΧΑΑ	Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

2.1.1 Ορισμός Αμοιβαίων Κεφαλαίων

“Αμοιβαίο Κεφάλαιο (Α/Κ) είναι ένα χαρτοφυλάκιο Αξιών με διασπορά, εγγεγραμμένο ως μια “ανοιχτού τύπου” εταιρεία επενδύσεων, το οποίο πουλά μερίδια στο ευρύτερο κοινό σε μια συγκεκριμένη τιμή και τα επαναγοράζει την στιγμή που αυτό απαιτηθεί, στην πραγματική λογιστική τους αξία” (Καραθανάσης, Λυμπερόπουλος, 1998, σελ. 36).

Ο πιο πάνω ορισμός παρόλο που είναι αρκετά επιστημονικός και δίνει κάποιες κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με το τι είναι Α/Κ, δεν καλύπτει επαρκώς όλες τις πτυχές του Α/Κ που πρέπει να διαλευκανθούν και δεν είναι ιδιαιτέρως κατανοητός.

Με πιο απλά λόγια, Α/Κ είναι ένας χρηματοοικονομικός διαμεσολαβητής που επιτρέπει σε μια ομάδα επενδυτών να τοποθετήσουν τα χρήματά τους σύμφωνα με ένα προκαθορισμένο επενδυτικό σκοπό. Σύμφωνα με το νόμο 3284/2004, το Α/Κ ορίζεται ως ομάδα περιουσίας που αποτελείται από κινητές αξίες και μετρητά, της οποίας τα επιμέρους στοιχεία ανήκουν εξ' αδιαιρέτου σε περισσότερα πρόσωπα. Τα βασικά χαρακτηριστικά ενός Α/Κ είναι ότι στερείται νομικής προσωπικότητας και ότι το κεφάλαιό του είναι μεταβλητό (open-end fund) (Φίλιππας, 2000, σελ. 103).

Συμπερασματικά, το Α/Κ δεν είναι νομικό πρόσωπο αλλά χρηματική δεξαμενή που συγκεντρώνει χρηματικούς πόρους από ένα πλήθος επενδυτών. Σκοπός του επενδυτών (και κατά συνέπεια των Α/Κ) είναι η επένδυση των

συγκεντρωμένων πόρων σε επιλεγμένες ευκαιρίες με τρόπο ώστε να επιδιώκεται η μέγιστη δυνατή απόδοση (Μυλωνάς, 1999, σελ. 59).

Το Α/Κ έχει ένα διαχειριστή κεφαλαίων που είναι υπεύθυνος για την επένδυση των χρημάτων σε συγκεκριμένα χρεόγραφα (συνήθως μετοχές ή ομόλογα). Επενδύοντας σε ένα Α/Κ, ουσιαστικά ο επενδυτής αγοράζει μερίδια του Α/Κ και γίνεται μεριδιούχος. Έτσι, με την τοποθέτηση των χρημάτων του σε Α/Κ κάθε επενδυτής εκχωρεί το δικαίωμα στην ομάδα διαχείρισης του Α/Κ να επενδύσει εκ μέρους του κατά το δοκούν και εφόσον ικανοποιούνται οι όροι επίτευξης της μέγιστης δυνατής απόδοσης για τον κίνδυνο που διατρέχει η επένδυση. Σε αντίθετη περίπτωση, ο επενδυτής έχει την επιλογή να αποσύρει τα χρήματά του από το Α/Κ που απέτυχε το στόχο του και να τα τοποθετήσει σε κάποιο άλλο Α/Κ που εμφανίζει καλύτερες πιθανότητες επιτυχίας. Η επιλογή του Α/Κ, στην οποία παίζει σημαντικό ρόλο η επίτευξη αποδόσεων στο παρελθόν, γίνεται με βάση το είδος των επενδύσεων στις οποίες τοποθετούνται τα χρήματα. Βραχυπρόθεσμες ή μακροπρόθεσμες επενδύσεις, με κίνδυνο ή χωρίς, σταθερού εισοδήματος ή υπεραξίας, επιτοκιακού χαρακτήρα ή μετοχικές, ελληνικές ή διεθνείς είναι τα κύρια είδη των επενδύσεων που επιλέγουν τα Α/Κ. Το είδος των επενδύσεων που επιλέγεται από τα Α/Κ είναι γνωστό εκ των προτέρων και διατηρείται χωρίς ουσιαστική μεταβολή και συνήθως χωρίς μετατροπή σε άλλη κατηγορία ώστε να συνεχίσει να ανταποκρίνεται στους αρχικούς στόχους των επενδυτών (Μυλωνάς, 1999, σελ. 59).

Τα συστατικά στοιχεία ενός Α/Κ χωρίς τα οποία δεν θα μπορούσε να υφίσταται είναι τα εξής (Καραθανάσης, Λυμπερόπουλος, 1998, σελ. 36-37):

- § Ένας συγκεκριμένος επενδυτικός σκοπός.
- § Μια ποικιλία μετοχών, ομολόγων και άλλων αξιογράφων καθώς και μετρητών.
- § Μια ομάδα ατόμων που ασκεί επαγγελματική διαχείριση του πιο πάνω χαρτοφυλακίου.
- § Ένας συγκεκριμένος τρόπος υπολογισμού της αξίας των επενδύσεων σε καθημερινή βάση.
- § Ένας συγκεκριμένος τρόπος εισόδου και αποχώρησης των επενδυτών από το Α/Κ.
- § Ένα συγκεκριμένο νομικό πλαίσιο που θα θεσμοθετεί τα παραπάνω.

2.1.2 Αμοιβαία Κεφάλαια: Ανοιχτού Τύπου Επενδύσεις

Το Α/Κ είναι γνωστό ως ανοιχτού τύπου συλλογική επένδυση (open-end fund). Οι εταιρείες που διαθέτουν Α/Κ είναι υποχρεωμένες από το νόμο να δημιουργούν νέα μερίδια όταν υπάρξουν επενδυτές που θέλουν να αγοράσουν αλλά και να εξαγοράζουν τα μερίδια από τους επενδυτές-μεριδιούχους όταν αυτοί θέλουν να τα πουλήσουν. Επομένως, ο αριθμός των κυκλοφορούντων μεριδίων διακυμαίνεται καθημερινά, ανάλογα με το αν υπάρχουν επενδυτές που αγοράζουν νέα μερίδια ή/και που αποφασίζουν να πουλήσουν τα μερίδια που ήδη έχουν στην κατοχή τους. Ανάλογα με την διακύμανση των τιμών των τίτλων που περιέχονται στο χαρτοφυλάκιο του Α/Κ, διακυμαίνεται

καθημερινά η “καθαρή τιμή” του μεριδίου, η οποία υπολογίζεται διαιρώντας το σύνολο του καθαρού ενεργητικού του Α/Κ με τον αριθμό των κυκλοφορούντων μεριδίων.

Δύο επομένως είναι τα βασικά χαρακτηριστικά των επενδύσεων ανοιχτού τύπου (Καραθανάσης, Λυμπερόπουλος, 1998, σελ. 37-38): η ρευστότητα και η τιμή του μεριδίου. Η ρευστότητα αναφέρεται στην ευκολία με την οποία μπορεί κάποιος να αγοράσει μερίδια ενός Α/Κ.

Η τιμή του μεριδίου εξαρτάται από δύο παράγοντες:

§ Την αγοραία τιμή των αξιογράφων και γενικότερα όλων των επενδυτικών στοιχείων που περιλαμβάνονται σε ένα Α/Κ.

§ Τον αριθμό των μεριδίων στα οποία διαιρείται το συγκεκριμένο Α/Κ.

Η διαχείριση των κεφαλαίων των επενδύσεων ανοιχτού τύπου γίνεται από ανώνυμες εταιρείες διαχείρισης Α/Κ (Α.Ε.Δ.Α.Κ.) κάθε μία από τις οποίες μπορεί να διαχειρίζεται ένα ή και περισσότερα Α/Κ.

2.2 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ - ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ Α/Κ

2.2.1 Πλεονεκτήματα Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Η επένδυση σε μερίδια Α/Κ παρουσιάζει τα ακόλουθα πλεονεκτήματα:

2.2.1.1 Ελαχιστοποίηση του κινδύνου μέσω της διαφοροποίησης των

επενδύσεων

Το σημαντικότερο πλεονέκτημα που προσφέρουν τα Α/Κ είναι η ελαχιστοποίηση του κινδύνου, η οποία επιτυγχάνεται με την ταυτόχρονη επένδυση σε διαφορετικά περιουσιακά στοιχεία (διαφοροποίηση). Διαφοροποίηση είναι η ιδέα τοποθέτησης των χρημάτων σε διαφορετικού τύπου επενδύσεις, έτσι ώστε όταν μια επένδυση δεν αποδίδει να υπάρχει και κάποια άλλη που μπορεί να παρέχει υψηλές αποδόσεις. Με αυτόν τον τρόπο ο κίνδυνος μειώνεται σημαντικά.

Μέσω της διαφοροποίησης ο επενδυτής ουσιαστικά επιδιώκει την αγορά πολλών και διαφορετικών ειδών αξιόγραφων έναντι μόνο ενός. Αγοράζοντας ένα Α/Κ ο επενδυτής μπορεί να επιτύχει το σκοπό του και παράλληλα να διαφοροποιηθεί ακόμα περισσότερο αγοράζοντας όχι μόνο πολλά είδη αξιόγραφων, αλλά προσθέτοντας στο χαρτοφυλάκιό του και διαφορετικά είδη αξιόγραφων, όπως για παράδειγμα έντοκα γραμμάτια, ομολογίες, μετοχές κ.ά. Επιπλέον, με την αγορά του Α/Κ ο επενδυτής αποκτά τις παραπάνω επενδύσεις σε λίγες μόνο ώρες ενώ αν αποφάσιζε να τις αποκτήσει μεμονωμένα θα χρειαζόνταν αρκετό χρόνο. Αυτό συμβαίνει γιατί τα Α/Κ προσφέρουν αυτόματα διαφοροποίηση σε προκαθορισμένες κατηγορίες επενδύσεων (www.mutualfundsabout.com,2005).

Η σύγχρονη θεωρία του χαρτοφυλακίου υποστηρίζει ότι ο συνολικός κίνδυνος μιας μεμονωμένης επένδυσης μπορεί να διαχωριστεί σε δύο επιμέρους κινδύνους: στο συστηματικό ή κίνδυνο της αγοράς και στο μη-συστηματικό ή ειδικό κίνδυνο. Η εμπειρία των αναλύσεων των διεθνών Α/Κ αποκαλύπτει ότι τα Α/Κ, μέσω της αποτελεσματικής διαφοροποίησης μειώνουν το μη-συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου τους από 70% σε 15% (Φίλιππας, 2000, σελ. 128).

2.2.1.2 Συνεχής επαγγελματική διαχείριση των χρημάτων των επενδυτών

Ένα άλλο εξίσου σημαντικό πλεονέκτημα που προσφέρουν τα Α/Κ στους επενδυτές, είναι η ύπαρξη συνεχούς επαγγελματικής διαχείρισης των χρημάτων τους. Οι διαχειριστές των Α/Κ είναι εξειδικευμένα στελέχη, με σημαντική πείρα στην επιλογή και διαχείριση των επενδύσεων, και συνεπώς οι επενδυτές απαλλάσσονται από το άγχος της συνεχούς παρακολούθησης των εξελίξεων (Φίλιππας, 2000, σελ. 129).

Τα στελέχη αυτά εργάζονται αποκλειστικά για το συμφέρον των επενδυτών. Έχουν ως κύρια αποστολή όσα ο μεριδιούχος δεν έχει την ικανότητα, τον χρόνο και την διάθεση να κάνει από μόνος του: την παρακολούθηση των αγορών, την ανάλυση των οικονομικών εξελίξεων, την έρευνα και ανάλυση εταιρειών, την αναζήτηση ευκαιριών στις αγορές, την λήψη αποφάσεων για τα συγκεκριμένα αξιόγραφα που πρέπει να αγοραστούν ή να πουληθούν την κατάλληλη χρονική στιγμή καθώς και τα ποσοστά κάθε κατηγορίας αξιογράφων που θα πρέπει να περιληφθούν στο χαρτοφυλάκιό τους (Καραθανάσης, Λυμπερόπουλος, 1998, σελ. 110).

Έτσι, αγοράζοντας ένα Α/Κ, ουσιαστικά ο επενδυτής προσλαμβάνει έναν επαγγελματία διαχειριστή σε μια σχετικά χαμηλή τιμή.

2.2.1.3 Πρόσβαση σε επαγγελματική διαχείριση με μικρό αρχικό κεφάλαιο

Είναι γνωστό ότι τα Α/Κ είναι η κατάλληλη επένδυση για επενδυτές μικρών και μεσαίων δυνατοτήτων και αυτό γιατί η επένδυση σε Α/Κ προσφέρει πρόσβαση σε υψηλής ποιότητας τεχνογνωσία και επαγγελματική διαχείριση με σχετικά μικρό ποσό χρημάτων (Φίλιππας, 2000, σελ. 129).

2.2.1.4 Ρευστότητα

Η επένδυση σε μερίδια Α/Κ είναι μια υψηλά ρευστοποιήσιμη επένδυση γιατί ο επενδυτής δε δεσμεύει τα χρήματά του για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και μπορεί οποιαδήποτε στιγμή να ρευστοποιήσει τα μερίδιά του. Βέβαια, στην περίπτωση ρευστοποίησης καταβάλλεται προμήθεια εξαγοράς αλλά αυτό είναι ένα κόστος εκ των προτέρων γνωστό.

2.2.1.5 Εύκολη παρακολούθηση της επένδυσης

Μια από τις βασικές απαιτήσεις των επενδυτών είναι να γνωρίζουν κάθε στιγμή την πορεία των επενδύσεών τους. Η παρακολούθηση της πορείας των επενδύσεων σε Α/Κ είναι αρκετά απλή. Δεν απαιτούνται ειδικές γνώσεις ή ιδιαίτερη προσπάθεια. Η καθαρή αξία των μεριδίων δημοσιεύεται καθημερινά σε όλες τις πολιτικές ή οικονομικές εφημερίδες, αυξάνοντας την διαφάνεια του θεσμού. Παράλληλα, οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. αποστέλλουν σε τακτά χρονικά

διαστήματα, ειδικά ενημερωτικά δελτία, τα οποία είναι απλοποιημένα και έτσι είναι εύκολο να διαβαστούν. Επιπλέον, ειδικοί υπάλληλοι της Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι ή θα πρέπει να είναι στη διάθεση των μεριδιούχων για περαιτέρω επεξηγήσεις (Καραθανάσης, Λυμπερόπουλος, 1998, σελ. 114).

2.2.1.6 Είσπραξη ετήσιου μερίσματος με δυνατότητα επανεπένδυσης

Τα έσοδα των Α/Κ προέρχονται από τα μερίσματα των μετοχών που έχουν στο χαρτοφυλάκιό τους καθώς και από τους τόκους που πληρώνουν τα ομόλογα, έντοκα και λοιπά χρεόγραφα που εμπεριέχονται σε αυτό. Από τα έσοδα αυτά προκύπτει και η λεγόμενη μερισματική απόδοση (dividend yield) των επενδύσεων. Μια άλλη πηγή εσόδων των Α/Κ είναι η πώληση των μετοχών που έχουν στο χαρτοφυλάκιό τους. Όταν ένα Α/Κ πουλά μετοχές σε υψηλότερη τιμή από την τιμή κτήσης επιτυγχάνει κεφαλαιακά κέρδη (capital gains). Από τα έσοδα αυτά η ΑΕΔΑΚ αποφασίζει κάθε χρόνο και διανείμει ένα ποσοστό ως μέρισμα. Οι μεριδιούχοι έχουν την επιλογή, είτε να εισπράξουν το μέρισμα είτε να το επανεπενδύσουν σε μερίδια του Α/Κ (Καραθανάσης, Λυμπερόπουλος, 1998, σελ. 115).

2.2.1.7 Μεταφορά των χρημάτων από το ένα Α/Κ σε άλλο της ίδιας

οικογένειας με ελάχιστο ή μηδαμινό κόστος

Η εξάπλωση των Α/Κ δημιούργησε την ανάγκη ύπαρξης οικογένειας Α/Κ. Η προσφορά εναλλακτικών Α/Κ στον ίδιο επενδυτή είναι ιδιαίτερης σπουδαιότητας στον βαθμό που προσφέρει στον μεριδιούχο δύο επιπλέον δυνατότητες (Φίλιππας, 2000, σελ. 130-131):

§ Να εκμεταλλευθεί αποτελεσματικά τις επικρατούσες συνθήκες στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου π.χ. σε μια περίοδο οικονομικής στασιμότητας να μεταφέρει τα χρήματά του σε Α/Κ διαθέσιμων ή ομολογιών ενώ σε μια περίοδο ανάκαμψης της οικονομίας να μεταφέρει τα χρήματά του σε μετοχικά Α/Κ.

§ Να επιλέξει τους δικούς του συνδυασμούς Α/Κ ώστε να επιτύχει ακόμα μεγαλύτερη διαφοροποίηση του κινδύνου.

2.2.1.8 Άλλα πλεονεκτήματα

Άλλα πλεονεκτήματα που προσφέρουν τα Α/Κ αλλά που θα μπορούσαν να θεωρηθούν μικρότερης σημασίας είναι τα παρακάτω:

Λόγω του σημαντικού μεγέθους τους, τα Α/Κ μπορούν να επιτύχουν χαμηλές χρηματιστηριακές προμήθειες (brokerage commissions) ως προς έναν ατομικό επενδυτή. Επιπροσθέτως, λόγω της μεγάλης αγοραστικής δύναμης που διαθέτουν, επιτυγχάνουν καλύτερες τιμές αγοράς ή πώλησης των αξιογράφων τους. Επιπλέον, οι αγοραστές μεριδίων Α/Κ, έχουν τη δυνατότητα να επενδύσουν τα μερίσματά τους αγοράζοντας μερίδια στην καθαρή τιμή του μεριδίου (χωρίς προμήθεια). Επιτρέπεται η μεταβίβαση μεριδίων Α/Κ εν ζωή χωρίς φορολογική επιβάρυνση, μόνο μεταξύ συζύγων και συγγενών α' και β' βαθμού. Επιτρέπεται η μεταβίβαση μεριδίων Α/Κ "λόγω θανάτου" χωρίς φορολογική επιβάρυνση, ανεξαρτήτως του βαθμού συγγένειας. Οι επενδυτές έχουν τη δυνατότητα να ανταλλάξουν χρεόγραφα ή μετοχές με μερίδια Α/Κ. Οι επενδυτές μπορούν να αγοράζουν μερίδια σε κοινό λογαριασμό, καθώς επίσης να τα ενεχυριάζουν για να πάρουν δάνειο. Τέλος, για τους κατοίκους του εξωτερικού και για όσους έχουν δικαίωμα

συναλλάγματος, παρέχεται η δυνατότητα σε περίπτωση αγοράς μεριδίων με εισαγωγή συναλλάγματος, να επανεξάγουν, κατά την εξαγορά, το αντίτιμο σε συνάλλαγμα μαζί με τα κέρδη (Φίλιππας, 2000, σελ. 131).

2.2.2 Μειονεκτήματα Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Ο συνετός επενδυτής θα πρέπει να γνωρίζει ότι πάντα για κάθε επενδυτικό προϊόν που υπάρχει στην αγορά, υπάρχουν μια σειρά από άλλα ανταγωνιστικά επενδυτικά προϊόντα τα οποία ενδέχεται να ικανοποιούν καλύτερα τις συγκεκριμένες ανάγκες του. Υπάρχουν, λοιπόν, αρκετές περιπτώσεις όπου τα Α/Κ δεν ενδείκνυται ως μορφή επένδυσης.

Τέτοιες περιπτώσεις είναι οι ακόλουθες:

2.2.2.1 Άτομα πεπειραμένα στην επιλογή μετοχών και τη δημιουργία

χαρτοφυλακίων

Υπάρχουν αρκετά άτομα τα οποία διαθέτουν γνώσεις και την εμπειρία που χρειάζεται προκειμένου να δημιουργήσουν μόνα τους το δικό τους χαρτοφυλάκιο. Συνεπώς, δεν χρειάζεται να αποταθούν σε κάποιο Α/Κ όπου ουσιαστικά αποκτούν μερίδιο σε ένα χαρτοφυλάκιο που έχει δημιουργήσει κάποιος άλλος και – επιπλέον – επιβαρύνονται με μια σειρά εξόδων (Καραθανάσης, Λυμπερόπουλος, 1998, σελ. 117).

2.2.2.2 Επενδυτές που δεν επιθυμούν επαγγελματική διαχείριση

Δεν επιθυμούν όλοι οι επενδυτές επαγγελματική διαχείριση. Πολλοί άνθρωποι θέλουν να επιλέγουν μόνοι τους ή με τη βοήθεια κάποιου

συμβούλου επενδύσεων τις προσωπικές τους επενδύσεις, πιστεύοντας ότι η επιλογή και διαχείριση του χαρτοφυλακίου τους με αυτόν τον τρόπο είναι πιο αποδοτική. Το φαινόμενο αυτό έχει διεθνώς ονομαστεί “η γοητεία του ξεχωριστού” (Φίλιππας, 2000, σελ. 132).

2.2.2.3 Επενδυτές που δεν επιθυμούν διαφοροποίηση

Τα Α/Κ δεν είναι η απάντηση για επενδυτές που θέλουν να αναλάβουν μεγαλύτερους κινδύνους επενδύοντας τα χρήματά τους σε μερικούς μόνο τίτλους. Ίσως, οι επενδυτές αυτοί να μην επιθυμούν διαφοροποίηση, όμως πρέπει να τονιστεί ότι τα Α/Κ είναι δημοφιλή επειδή ακριβώς η πλειοψηφία των μεμονωμένων επενδυτών υπέστησαν ζημιές αρνούμενοι να διαφοροποιήσουν τις επενδύσεις τους (Φίλιππας, 2000, σελ. 132).

2.2.2.4 Η ανοιχτή δομή των Α/Κ εγκυμονεί προβλήματα

Η ανοιχτή δομή των Α/Κ εγκυμονεί προβλήματα στο διαχειριστή επενδύσεων σε περιόδους έντονων ψυχολογικών διακυμάνσεων. Έχει παρατηρηθεί ότι σε περιόδους που η αγορά είναι ανοδική οι επενδυτές έχουν την τάση να τοποθετούν τα κεφάλαιά τους σε μετοχικά Α/Κ, που οι διαχειριστές τα επενδύουν σε υψηλές τιμές. Αντιθέτως, όταν η αγορά είναι καθοδική, οι μεριδιούχοι προβαίνουν σε εξαγορές αναγκάζοντας τους διαχειριστές να ρευστοποιήσουν πρόωρα μέρος του χαρτοφυλακίου τους και να υφίστανται το κόστος από την πώληση μετοχών καθώς και από την προεξόφληση άλλων αξιόγραφων, σε τιμή χαμηλότερη από την τιμή αγοράς. Στο βαθμό που το Α/Κ οφείλει να εξαγοράζει όσα μερίδια επιθυμούν να ρευστοποιήσουν οι μεριδιούχοι του, τότε οι διαχειριστές είναι υποχρεωμένοι εκ των πραγμάτων

να διατηρούν - σε περιόδους ύφεσης της αγοράς και όχι μόνο - υψηλά ρευστά διαθέσιμα, προκειμένου να είναι σε θέση να καλύψουν ένα μεγάλο αριθμό εξαγορών.

Έτσι, η δομή των Α/Κ οδηγεί τους διαχειριστές σε καταστρατήγηση των προσωπικών τους επιλογών και πολλές φορές σε κακές επενδυτικές αποφάσεις: αγοράζουν σε υψηλές τιμές, πωλούν σε χαμηλές και κρατούν μεγάλα ποσά χωρίς να τα επενδύουν αποτελεσματικά. Ένα μικρής σημασίας μειονέκτημα των Α/Κ είναι ότι οι αμοιβές διάθεσης και εξαγοράς και οι αμοιβές διαχείρισης μειώνουν την καθαρή απόδοση του Α/Κ. Αυτό αποκτά ιδιαίτερη σημασία για επενδυτές οι οποίοι για διάφορους λόγους αποφάσισαν να ρευστοποιήσουν τα μερίδια τους σε μικρό χρονικό διάστημα (Φίλιππας, 2000, σελ. 132).

2.2.2.5 Επιθυμία επένδυσης μόνο σε ομόλογα

Υπάρχουν επενδυτές που αποστρέφονται τον κίνδυνο (risk avoiders), δηλαδή άτομα που δεν είναι διατεθειμένα να αναλάβουν κανέναν κίνδυνο, όποια και να είναι η ανταμοιβή (απόδοση). Οι παραπάνω επενδυτές επιθυμούν να τοποθετούν τα κεφάλαιά τους αποκλειστικά σε ομόλογα, ομολογίες, έντοκα γραμμάτια του δημοσίου, τραπεζικούς λογαριασμούς κ.ά. Επενδύουν δηλαδή σε επενδυτικά προϊόντα που έχουν μια συγκεκριμένη γνωστή εκ των προτέρων - χωρίς διακυμάνσεις - ονομαστική απόδοση και συνεπώς είναι απαλλαγμένη του επενδυτικού κινδύνου. Όπως γίνεται αντιληπτό, για αυτά τα άτομα τα Α/Κ δεν ενδείκνυται ως μορφή επένδυσης (Καραθανάσης, Λυμπερόπουλος, 1998, σελ. 117).

2.2.2.6 Εξειδικευμένες οικονομικές ανάγκες

Κάθε Α/Κ χαρακτηρίζεται από τον σκοπό του και την επενδυτική πολιτική που ακολουθεί. Τα δύο αυτά χαρακτηριστικά προσδίδουν στο Α/Κ την ικανότητα να ικανοποιεί συγκεκριμένες χρηματοοικονομικές ανάγκες και επιθυμίες των μεριδιούχων. Δεν μπορούμε ωστόσο να αποκλείσουμε την περίπτωση ύπαρξης ατόμων που έχουν συγκεκριμένες – εξειδικευμένες οικονομικές ανάγκες οι οποίες δεν μπορούν να καλυφθούν από τα Α/Κ που κυκλοφορούν στην επενδυτική αγορά (Καραθανάσης, Λυμπερόπουλος, 1998, σελ. 117).

2.2.2.7 Παρακολούθηση και έλεγχος διαχειριστών

Υπάρχει ένα ακόμα πρόβλημα με τα Αμοιβαία Κεφάλαια το οποίο δεν είναι ακριβώς μειονέκτημα αλλά χρειάζεται να αναφερθεί.

Για να το θέσουμε απλά: ακόμη και οι επαγγελματίες πρέπει να παρακολουθούνται και να ελέγχονται. Μερικοί πιστεύουν ότι επειδή τα Α/Κ διαχειρίζονται από επαγγελματίες μπορεί να αγορασθούν και να ξεχασθούν. Αυτό δεν είναι πάντα αλήθεια. Η στρατηγική διαχείρισης των Α/Κ αλλά και ο ίδιος ο διαχειριστής πολλές φορές αλλάζει ή χάνει την επαφή με την πραγματικότητα. Ακόμα και εάν έχετε αγοράσει αυτό που φαίνεται να είναι το καλύτερο Α/Κ στον κόσμο ή θεωρείται ότι το συγκεκριμένο Α/Κ σας ταιριάζει απόλυτα, χρειάζεται να το ελέγχετε τακτικά για να βλέπετε εάν αποδίδει όσο αναμένετε και εάν οι λόγοι για τους οποίους το αγοράσατε ισχύουν ακόμα και σήμερα (Φίλιππας, 2000, σελ. 133).

2.2.2.8 Άλλα μειονεκτήματα

Στις Η.Π.Α. τα Α/Κ διακρίνονται σε δύο βασικές κατηγορίες: Α/Κ επιβάρυνσης (load funds) και Α/Κ μη επιβάρυνσης (non-load funds).

Η "επιβάρυνση" είναι απλά μια χρέωση πώλησης που συμπεριλαμβάνεται στην τιμή του Α/Κ προκειμένου να αποζημιωθεί ο χρηματιστής ή ο οικονομικός σύμβουλος που πουλά το Α/Κ στον επενδυτή. Ο επενδυτής πληρώνει αυτήν την επιπλέον χρέωση είτε κατά την αγορά είτε κατά την εξαγορά των μεριδίων, ανάλογα με το είδος του Α/Κ.

Αυτό μπορεί να γίνεται αποδεκτό από τον επενδυτή αν πιστεύει ότι οι αποδόσεις του Α/Κ θα είναι τόσο υψηλές ώστε διαχρονικά θα αντισταθμίσουν αυτήν την επιβάρυνση. Εφόσον όμως υπάρχουν Α/Κ μη επιβάρυνσης είναι προτιμότερο να επιλέγει κανείς αυτά.

Όμως, ακόμα και τα Α/Κ μη επιβάρυνσης χρεώνουν τους μεριδιούχους με κόστη διοίκησης τα οποία τείνουν να είναι αρκετά υψηλά λειτουργώντας έτσι σαν "εγγύηση" για καλή επαγγελματική διαχείριση. Επιπλέον, υπάρχουν και χρεώσεις για έξοδα διαφήμισης και διανομής (www.ameritrade.com,2000).

Τέλος, ένα σημαντικό θέμα είναι η φορολογία στα Α/Κ. Όταν ο διαχειριστής πουλάει μια μετοχή και από την πώληση αυτή προκύπτει κέρδος, ο νόμος ορίζει ότι δημιουργείται φορολογήσιμο γεγονός. Για να επιτύχει κανείς μικρότερη φορολογία είναι προτιμότερο να επιλέγει δεικτοποιημένα Α/Κ (index funds) (www.morningstar.com,2005).

2.3 ΕΙΔΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Τα Α/Κ διακρίνονται σε διάφορες κατηγορίες οι οποίες θα εξεταστούν παρακάτω. Η κυρίαρχη διαφορά των επιμέρους κατηγοριών των Α/Κ είναι η διαφορετικότητα στην επιλογή και τη στάθμιση των επιμέρους κινητών αξιών που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο τους, γεγονός που δημιουργεί διαφορετικότητα στο επίπεδο του κινδύνου που ενσωματώνουν.

Επίσης, κάθε κατηγορία – υποκατηγορία μπορεί να αφορά είτε εγχώρια είτε εξωτερικού είτε διεθνή Α/Κ. Ως εγχώρια χαρακτηρίζονται αυτά που επενδύουν σε κινητές αξίες εσωτερικού. Α/Κ εξωτερικού ονομάζονται αυτά που επενδύουν σε κινητές αξίες μίας ή περισσότερων ξένων χωρών, ενώ διεθνή ονομάζονται αυτά που επενδύουν τόσο σε κινητές αξίες εσωτερικού όσο και άλλων χωρών (Καραθανάσης, Λυμπερόπουλος, 1998, σελ. 124).

2.3.1 Α/Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων ή Χρηματαγοράς

Πρόκειται για Α/Κ τα οποία επενδύουν κυρίως στην αγορά χρήματος και σε κάποιο μικρό ποσοστό σε ομόλογα. Για να χαρακτηριστεί ένα Α/Κ ως διαχείρισης διαθεσίμων θα πρέπει να επενδύει το 65% τουλάχιστον του ενεργητικού του σε προϊόντα της χρηματαγοράς και δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος. Απευθύνονται κυρίως σε βραχυπρόθεσμους επενδυτές και οι αποδόσεις τους είναι συγκρίσιμες με τα αντίστοιχα τραπεζικά προϊόντα.

Τα Α/Κ διαχείρισης διαθεσίμων θεωρούνται ως τα πιο ασφαλή Α/Κ – ενέχουν δηλαδή χαμηλό επενδυτικό κίνδυνο – μιας και οι επενδύσεις τους έχουν μέσο-βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, δηλαδή τα κεφάλαια βρίσκονται κάθε φορά επενδυμένα για σχετικά περιορισμένο χρονικό διάστημα.

Επιπλέον, επενδύουν σε υψηλής ποιότητας χρεόγραφα, δηλαδή χρεόγραφα που παρουσιάζουν την υψηλότερη δυνατή αξιοπιστία, όπως είναι αυτά του δημοσίου και των κρατικών οργανισμών.

Τέλος, ο περιορισμένος κίνδυνος που εμφανίζουν οφείλεται και στην ικανοποιητική διαφοροποίηση που επιτυγχάνουν επενδύοντας σε πολλά και διαφορετικού εκδότη χρεόγραφα.

Αναλυτικότερα, τα Α/Κ διαχείρισης διαθεσίμων επενδύουν συνήθως σε (Καραθανάσης, Λυμπερόπουλος, 1998, σελ. 124-125):

- § Έντοκα γραμμάτια δημοσίου
- § Τραπεζικές καταθέσεις (προθεσμίας και όψεως)
- § Repos
- § Synthetic swaps
- § Καταθέσεις σε ξένο νόμισμα (προθεσμίας και όψεως)
- § Ομόλογα
- § Ομολογίες δανείων σε ξένο νόμισμα κ.λ.π.

Συμπερασματικά, τα Α/Κ διαχείρισης διαθεσίμων προσφέρουν στους επενδυτές (Φίλιππας, 2000, σελ. 117):

- § Ελάχιστο κίνδυνο
- § Ασφάλεια
- § Ρευστότητα

Ωστόσο, δεν ενδείκνυνται για μακροπρόθεσμες τοποθετήσεις χρημάτων, αφού ουσιαστικά προσφέρουν αποδόσεις ελαφρώς υψηλότερες από τον πληθωρισμό.

2.3.2 Ομολογιακά Α/Κ ή Σταθερού εισοδήματος

Ονομάζονται Α/Κ σταθερού εισοδήματος διότι επενδύοντας σε ομόλογα και ομολογίες καταφέρνουν να εξασφαλίσουν μια σχετικά σταθερή ροή εισοδήματος στους κατόχους των μεριδίων.

Αναλυτικότερα, τα Α/Κ σταθερού εισοδήματος επενδύουν σε:

- § Ομόλογα δημοσίου (μακράς συνήθως χρονικής διάρκειας)
- § Ομόλογα κρατικών οργανισμών
- § Ομόλογα τοπικής αυτοδιοίκησης
- § Ομόλογα "Zero- coupon"
- § Ομολογίες ιδιωτικών επιχειρήσεων
- § Ομολογίες εταιρειών υψηλού κινδύνου (Junk bonds)
- § Ομόλογα κρατικών οργανισμών άλλων χωρών

Επίσης, σε ένα μικρό βαθμό επενδύουν σε (Καραθανάσης, Λυμπερόπουλος, 1998, σελ. 126-127):

- § Έντοκα γραμμάτια και γενικά σε προϊόντα της χρηματαγοράς
- § Χρηματαγορές άλλων χωρών

§ Μετοχές εταιρειών (όχι πάνω από 5%)

Τα Α/Κ σταθερού εισοδήματος έχουν ως σκοπό την παροχή εισοδήματος στους επενδυτές, θεωρούνται δε ως μια επένδυση χαμηλού κινδύνου. Σε μακροπρόθεσμη βάση είναι πολύ πιθανό να επιτύχουν υψηλότερες αποδόσεις από τα Α/Κ χρηματαγοράς, μπορεί όμως η αγοραία τιμή των μεριδίων των Α/Κ να μειωθεί λόγω του επιτοκιακού κινδύνου (Φίλιππας, 2000, σελ. 118).

Α/Κ Κρατικών ομολογιών

Πρόκειται για Α/Κ (government bond funds) που επενδύουν πρωτίστως σε ομόλογα που εκδίδονται από το κράτος της χώρας στην οποία επενδύουν, και φυσικά έχουν το μικρότερο δυνατό πιστωτικό κίνδυνο. Οι αποδόσεις τους είναι παραδοσιακά χαμηλότερες από αυτές των Α/Κ σταθερού εισοδήματος που επενδύουν σε ομολογίες εταιρειών. Γενικά, οι πραγματικές τους αποδόσεις είναι περιορισμένες (Καραθανάσης, Λυμπερόπουλος, 1998, σελ. 130).

Α/Κ Ομολογιών επιχειρήσεων

Αυτά τα Α/Κ αγοράζουν ως επί το πλείστον ομολογίες που εκδίδονται από υψηλής ποιότητας επιχειρήσεις που είναι αρκετά γνωστές. Επιπλέον, τοποθετούν και ένα μικρό μέρος του χαρτοφυλακίου τους σε κρατικά ομόλογα. Επενδύουν σε ομολογίες επιχειρήσεων που χαρακτηρίζονται από υψηλή πιστοληπτική ικανότητα αλλά επειδή δεν είναι τόσο αξιόπιστες όσο το κράτος αποζημιώνουν τους επενδυτές με υψηλότερες ονομαστικές αποδόσεις. Είναι κατάλληλα για επενδυτές που επιθυμούν αποδόσεις υψηλότερες από αυτές

των Α/Κ κρατικών ομολογιών και είναι διατεθειμένοι να ανέβουν στην "σκάλα" του επενδυτικού κινδύνου (Καραθανάσης, Λυμπερόπουλος, 1998, σελ. 130).

Α/Κ Ομολογιών υψηλής απόδοσης

Ένα μεγάλο μέρος του χαρτοφυλακίου των συγκεκριμένων Α/Κ τοποθετείται σε ομολογίες εταιρειών υψηλού κινδύνου (Junk bond funds). Οι επιχειρήσεις αυτές έχουν περιορισμένη πιστοληπτική ικανότητα και οι αποδόσεις είναι σχετικά υψηλές (Καραθανάσης, Λυμπερόπουλος, 1998, σελ. 130).

Για την επίτευξη υψηλών αποδόσεων, οι επενδυτές πρέπει να αναλάβουν ένα μεγαλύτερο βαθμό κινδύνου ως προς τις ομολογίες οι οποίες κατατάσσονται ως υψηλής πιστοληπτικής ικανότητας και που προσφέρουν χαμηλότερες αποδόσεις (Φίλιππας, 2000, σελ. 118).

2.3.3 Μετοχικά Α/Κ

Για να χαρακτηριστεί ένα Α/Κ ως μετοχικό θα πρέπει τουλάχιστον το 65% του ενεργητικού του, κατά μέσο όρο τριμήνου, να είναι επενδυμένο σε μετοχές διαφόρων εταιρειών, συνήθως εισηγμένων σε χρηματιστηριακές αγορές. Τα μετοχικά Α/Κ απευθύνονται κυρίως σε επενδυτές που επιθυμούν υψηλότερες αποδόσεις από αυτές των ομολογιακών Α/Κ και παράλληλα είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν – συνήθως – έναν υψηλότερο κίνδυνο.

Η καθαρή αξία του ενεργητικού και των μεριδίων των μετοχικών Α/Κ παρουσιάζει την μεγαλύτερη μεταβλητότητα από όλες τις άλλες κατηγορίες Α/Κ και αυτό γιατί σε καθημερινή βάση οι μετοχές διαπραγματεύονται στα χρηματιστήρια αξιών και ανάλογα με την ζήτηση και την προσφορά διαμορφώνονται σε συγκεκριμένο επίπεδο συνήθως διαφορετικό από αυτό της προηγούμενης ημέρας. Συνεπώς, και η καθαρή αξία των μεριδίων των Α/Κ μεταβάλλεται επηρεαζόμενη από τις μεταβολές στις τιμές των μετοχών. Φυσικά, οι διαχειριστές των Α/Κ προσπαθούν να μετριάσουν τον ομολογουμένως υψηλότερο κίνδυνο που ενέχουν τα μετοχικά Α/Κ (Καραθανάσης, Λυμπερόπουλος, 1998, σελ. 132).

Η μεγάλη αυτή κατηγορία των μετοχικών Α/Κ μπορεί να χωριστεί σε μια σειρά από επιμέρους κατηγορίες που κάθε μία έχει – έστω και ελαφρώς – διαφορετική πολιτική από την άλλη και επενδύει σε διαφορετικού είδους μετοχές.

Πιο αναλυτικά, οι επιμέρους κατηγορίες των μετοχικών Α/Κ είναι οι εξής:

Επιθετικά υπεραξίας Α/Κ

Τα Α/Κ του τύπου αυτού (aggressive growth funds) έχουν ως επενδυτικό σκοπό την επίτευξη μέγιστων κεφαλαιακών κερδών (υπεραξίας) δηλαδή την όσο το δυνατό μεγαλύτερη αύξηση της αξίας του καθαρού ενεργητικού και των μεριδίων. Επενδύουν σε μετοχές εταιρειών που επιτυγχάνουν σταθερά και για μεγάλα χρονικά διαστήματα υψηλούς ρυθμούς αύξησης των εσόδων και των κερδών τους.

Το κριτήριο για την επένδυση είναι το μέγεθος αλλά και ο ρυθμός αύξησης των κερδών της. Τα επιθετικά υπεραξίας Α/Κ έχουν σχετικά μικρό μέγεθος

(σύνολο ενεργητικού) γιατί αυτό εξασφαλίζει μεγαλύτερη ευελιξία. Χρησιμοποιούν κερδοσκοπικές στρατηγικές όπως μόχλευση και short selling.

Είναι κατάλληλα για επενδυτές που έχουν την δυνατότητα να επενδύσουν για μεγάλο χρονικό διάστημα (άνω των 5 ετών) και που φυσικά είναι διατεθειμένοι να ανεχτούν μεγάλες διακυμάνσεις στις οποίες ενδέχεται να υπόκεινται οι αποδόσεις των επενδυτών τους (Καραθανάσης, Λυμπερόπουλος, 1998, σελ. 132-133).

A/K Μικρών εταιρειών

Πρόκειται για A/K (small company funds) που επενδύουν σε μετοχές μικρών εταιρειών με καλές προοπτικές. Ο λόγος είναι ότι οι μικρές επιχειρήσεις που έχουν προοπτικές μπορούν να παρουσιάζουν υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης από τις μεγάλες επιχειρήσεις. Οι διαχειριστές αυτών των A/K αναζητούν μετοχές μικρών εταιρειών των οποίων τα κέρδη αναμένεται να αυξηθούν με υψηλούς ρυθμούς.

Τα A/K μικρών εταιρειών είναι κατάλληλα για μακροχρόνιες τοποθετήσεις κεφαλαίων και για επενδυτές που επιθυμούν κεφαλαιακά κέρδη και όχι μερίσματα (Καραθανάσης, Λυμπερόπουλος, 1998, σελ. 133-134).

Αναπτυξιακά A/K

Πρόκειται για A/K (growth funds) που κατευθύνουν τις επενδύσεις τους σε μετοχές εταιρειών των οποίων τα κέρδη αυξάνονται με ρυθμούς υψηλότερους από το μέσο όρο (Καραθανάσης, Λυμπερόπουλος, 1998, σελ. 134).

Ο αντικειμενικός σκοπός των αναπτυξιακών Α/Κ είναι η μακροπρόθεσμη αύξηση των κεφαλαιακών κερδών. Όμως, τα Α/Κ του τύπου αυτού, σε αντίθεση με τα επιθετικά, δεν χρησιμοποιούν κερδοσκοπικές τακτικές όπως μόχλευση ή short selling. Τα αναπτυξιακά Α/Κ, όπως είναι φυσικό, είναι λιγότερο ευμετάβλητα από τα επιθετικά, στο βαθμό που επιλέγουν μετοχές εταιρειών οι οποίες έχουν καλό παρελθόν, υψηλή κερδοφορία και πολύ καλό όνομα (growth stocks).

Από τα προαναφερθέντα, καθίσταται φανερό ότι, τα Α/Κ του τύπου αυτού ενέχουν υψηλό κίνδυνο, απευθύνονται σε επενδυτές οι οποίοι αποβλέπουν σε μακροχρόνια κεφαλαιακά κέρδη και αδιαφορούν σχετικά με τις τρέχουσες μερισματικές αποδόσεις (Φίλιππας, 2000, σελ. 122).

Α/Κ Υπεραξίας και Εισοδήματος

Τα Α/Κ της κατηγορίας αυτής (growth-income funds) επενδύουν κυρίως σε κοινές μετοχές εταιρειών, οι οποίες έχουν δείξει σημαντικές παρελθούσες αυξήσεις στις τιμές των μετοχών τους, αλλά και ταυτόχρονα μια σταθερή μερισματική πολιτική. Ο τύπος των Α/Κ αυτών, προσπαθεί να συνδυάσει μακροπρόθεσμα κεφαλαιακά κέρδη και ταυτόχρονα μια σταθερή ροή εισοδήματος υπό τη μορφή μερισμάτων. Γενικά, τα Α/Κ του τύπου αυτού επενδύουν κυρίως σε μετοχές εταιρειών δημοσίων υπηρεσιών (public utilities), εταιρικές μετατρέψιμες ομολογίες καθώς και μετατρέψιμες προνομιούχες μετοχές (Φίλιππας, 2000, σελ. 122).

A/K Εισοδήματος

Τα A/K εισοδήματος είναι πιο γνωστά ως A/K εισοδήματος από μετοχές (equity-income funds), για λόγους διάκρισης από άλλα A/K τα οποία προσφέρουν και αυτά εισόδημα, αλλά επενδύουν σε άλλα αξιόγραφα. Το μεγαλύτερο τμήμα του χαρτοφυλακίου των A/K αυτού του τύπου αποτελείται συνήθως από μετοχές εταιρειών, οι οποίες διανέμουν το υψηλότερο ποσοστό των κερδών με τη μορφή μερισμάτων. Το υπόλοιπο τμήμα του χαρτοφυλακίου τους αποτελείται από προνομιούχες μετοχές και ίσως ομολογίες. Είναι προφανές ότι τα A/K του τύπου αυτού ενέχουν χαμηλότερο κίνδυνο από τα προαναφερθέντα A/K κοινών μετοχών (Φίλιππας, 2000, σελ. 122).

Εξειδικευμένα A/K

Με τον όρο εξειδικευμένο A/K εννοούμε μια περιούσια αποταμιευτικών κεφαλαίων τα οποία είναι επενδυμένα αποκλειστικά σε τίτλους ή άλλα προϊόντα συγκεκριμένων παραγωγικών κλάδων.

Στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνονται:

§ Τα Κλαδικά A/K

Πρόκειται για A/K τα οποία εξειδικεύονται σε συγκεκριμένους κλάδους όπως ενέργεια, τεχνολογία, νοσοκομειακή περίθαλψη (health care) κ.ά. Τελευταία, ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζουν A/K τα οποία επενδύουν σε σύγχρονους κλάδους όπως βιοτεχνολογία, οικολογικά προϊόντα κ.λ.π. (Φίλιππας, 2000, σελ. 122).

§ Τα Α/Κ Επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας

Πρόκειται για Α/Κ τα οποία επενδύουν σε μετοχές επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας (utility funds) οι οποίες προσφέρουν ικανοποιητικό μέρισμα.

§ Τα Α/Κ Πολύτιμων μετάλλων

Πρόκειται για Α/Κ τα οποία επενδύουν κυρίως σε μετοχές εταιρειών που έχουν ορυχεία χρυσού και άλλα πολύτιμα μέταλλα (precious metal funds).

§ Τα Α/Κ Κοινωνικής υπευθυνότητας

Πρόκειται για Α/Κ των οποίων τα χαρτοφυλάκια αποτελούνται από μετοχές εταιρειών που είναι κοινωνικά ευαισθητοποιημένες με αξιόλογη προσφορά στο κοινωνικό σύνολο (socially responsible funds).

§ Τα Τοπικά Α/Κ

Πρόκειται για Α/Κ των οποίων τα χαρτοφυλάκια αποτελούνται από μετοχές επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε μια συγκεκριμένη γεωγραφική περιοχή (Καραθανάσης, Λυμπερόπουλος, 1998, σελ. 136).

2.3.4 Μικτά Α/Κ

Είναι Α/Κ με μεγάλη ευελιξία στις επενδύσεις. Στόχος τους είναι η εξασφάλιση ενός ικανοποιητικού εισοδήματος για τους μεριδιούχους, ενώ η πραγματοποίηση κεφαλαιακών κερδών δεν παραβλέπεται εντελώς. Προκειμένου να καταφέρουν τα πιο πάνω, επενδύουν τόσο σε ομόλογα όσο και σε μετοχές.

Αναλυτικότερα, επενδύουν σε (Καραθανάσης, Λυμπερόπουλος, 1998, σελ. 137):

- § Μετοχές (κοινές και προνομιούχες) εταιρειών
- § Ομόλογα (διαφόρων εκδοτών και χρονικής διάρκειας)
- § Ομολογίες (με ή/και χωρίς δυνατότητα μετατροπής σε προνομιούχες)
- § Χρηματαγορές (εσωτερικού και εξωτερικού)

Τα Α/Κ του τύπου αυτού έχουν τρεις επενδυτικούς σκοπούς (Φίλιππας, 2000, σελ. 124-125):

- § Να διατηρήσουν το αρχικό κεφάλαιο του επενδυτή.
- § Να διανείμουν ένα μέρισμα στους επενδυτές για την κάλυψη των τρεχουσών αναγκών τους.
- § Να συμβάλλουν αποφασιστικά στην μακροπρόθεσμη αύξηση τόσο του αρχικού κεφαλαίου του επενδυτή όσο και του εισοδήματός του.

Από την ποικιλία των επενδυτικών στοιχείων που περιλαμβάνονται σε αυτήν την κατηγορία Α/Κ, γίνεται αντιληπτό ότι επιτυγχάνουν ικανοποιητική διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου τους. Οι αποδόσεις των μικτών Α/Κ παρουσιάζουν μικρότερες διακυμάνσεις από αυτές των μετοχικών αλλά μεγαλύτερες από αυτές των ομολογιακών Α/Κ.

Είναι κατάλληλα για μεσοπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα (δύο με τρία έτη) και για άτομα που επιθυμούν να εισπράττουν από τις επενδύσεις τους κάποιο

εισόδημα χωρίς σημαντικές διακυμάνσεις (Καραθανάσης, Λυμπερόπουλος, 1998, σελ. 137).

2.3.5 Ειδικού Τύπου Α/Κ

Σε αυτήν την κατηγορία περιλαμβάνονται αρκετά εξειδικευμένα Α/Κ. Συγκεκριμένα, αυτή η κατηγορία περικλείει τις ακόλουθες κατηγορίες:

Option Income funds

Τα χαρτοφυλάκια αυτών των Α/Κ περιλαμβάνουν επενδύσεις σε options (δικαιώματα). Δηλαδή οι διαχειριστές των συγκεκριμένων χαρτοφυλακίων αγοράζουν/πωλούν δικαιώματα αγοράς ή/και πώλησης μετοχών. Στην Ελλάδα μέχρι σήμερα δεν υπάρχουν τέτοιου τύπου Α/Κ.

Χρηματιστηριακών δεικτών ή δεικτοποιημένα Α/Κ

Ένα δεικτοποιημένο Α/Κ (index fund) είναι ένα Α/Κ το οποίο "αντιγράφει" σε μεγάλο βαθμό τη διάρθρωση ενός χρηματιστηριακού δείκτη. Συγκροτείται δηλαδή από μετοχές εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών, οι οποίες συγκροτούν το γενικό δείκτη της συγκεκριμένης χρηματιστηριακής αγοράς. Η βαρύτητα που έχει η διάρθρωση των συγκεκριμένων μετοχών στο Α/Κ, είναι σχεδόν η ίδια με αυτή που έχουν οι μετοχές αυτές στον δείκτη. Συνεπώς, στόχος του είναι να επιτυγχάνει τις αποδόσεις του δείκτη με τον οποίο είναι συνδεδεμένο (Καραθανάσης, Λυμπερόπουλος, 1998, σελ. 138).

Με άλλα λόγια, ένα δεικτοποιημένο A/K είναι ένα A/K συνδεδεμένο με έναν δείκτη, δηλαδή μια παράμετρο που εκφράζει την εξέλιξη σε μια ορισμένη αγορά τίτλων.

Οι κύριοι λόγοι που οδήγησαν στην ανάπτυξη των δεικτοποιημένων A/K είναι ότι τα διοικητικά τους έξοδα είναι σημαντικά χαμηλότερα από εκείνα που εμπεριέχονται σε χαρτοφυλάκια ενεργητικής διαχείρισης εξαιτίας των ελάχιστων κινήσεων των μετοχών οι οποίες πραγματοποιούνται. Ως εκ τούτου, οι δαπανηρές έρευνες για την εύρεση υποτιμημένων – υπερτιμημένων μετοχών ελαχιστοποιούνται, τα δε συνολικά έξοδα είναι σαφέστατα πολύ χαμηλότερα (Φίλιππας, 2000, σελ. 123-124).

Επενδύει κανείς σε δεικτοποιημένα A/K όταν πιστεύει ότι η συγκεκριμένη χρηματιστηριακή αγορά θα έχει καλή απόδοση και παράλληλα θέλει να αποφύγει το άγχος της παρακολούθησης συγκεκριμένων μετοχών ή όταν κάποιος δεν έχει τις γνώσεις να παρακολουθήσει συγκεκριμένες εταιρείες και μετοχές (Καραθανάσης, Λυμπερόπουλος, 1998, σελ. 139).

Fund – of – funds

Τα κεφάλαια του συγκεκριμένου A/K επενδύονται σε μερίδια άλλων A/K. Η διαφοροποίηση που επιτυγχάνει το συγκεκριμένο A/K είναι η μεγαλύτερη από κάθε άλλο. Αυτό συμβαίνει γιατί η συνήθης δομή του χαρτοφυλακίου της συγκεκριμένης κατηγορίας A/K περιλαμβάνει κατά 60% με 70% μερίδια μετοχικών A/K και κατά το υπόλοιπο 40% με 30% μερίδια ομολογιακών A/K και A/K χρηματαγοράς. Στην Ελλάδα δεν υπάρχουν τέτοιου είδους A/K.

2.4 ΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

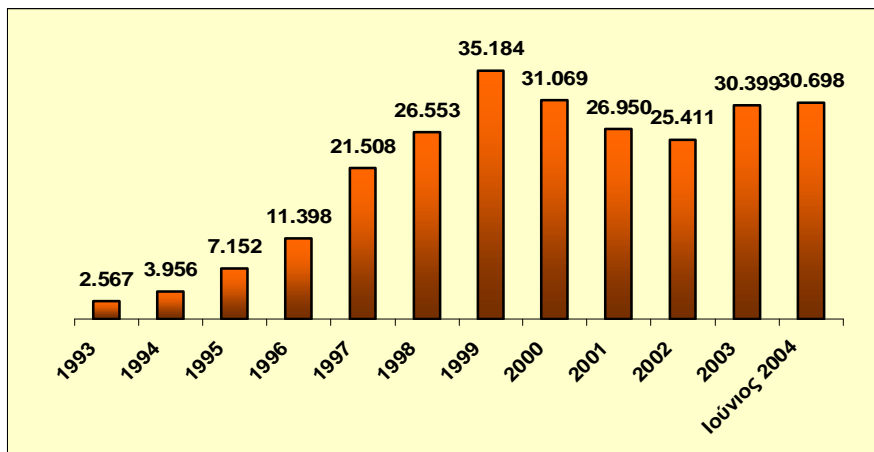
2.4.1 Ιστορική Αναδρομή Ελληνικών Α/Κ

Παρά το γεγονός ότι τα πρώτα Α/Κ έκαναν την εμφάνισή τους στην Ελληνική αγορά στα τέλη του 1972, ο επενδυτικός αυτός θεσμός γνώρισε ουσιαστική ανάπτυξη κατά την δεκαετία του 1990. Η δεκαετία ξεκίνησε με μια μόνο κατηγορία Α/Κ, αυτή των μικτών. Στη συνέχεια, εντός του 1990 σχηματίστηκαν τα μετοχικά και τα ομολογιακά Α/Κ, ενώ το 1991 προστέθηκαν τα διεθνή και τα Α/Κ διαχειρίσεως διαθεσίμων. Με την εμφάνιση των ομολογιακών, αλλά κυρίως των Α/Κ διαχειρίσεως διαθεσίμων ξεκίνησε και η ποσοτική εξάπλωση των Α/Κ.

Στα τέλη της δεκαετίας, με την ενίσχυση του ρόλου του Ελληνικού χρηματιστηρίου, το ενδιαφέρον των επενδυτών στράφηκε και στην κατηγορία των μετοχικών Α/Κ. Σήμερα, η αγορά Α/Κ βρίσκεται πλέον σε υψηλά επίπεδα τόσο από άποψη συνολικών υπό διαχείριση ενεργητικών, όσο και από πλευράς αριθμού διαφορετικών προϊόντων και εταιρειών διαχείρισης. Συγκεκριμένα, το πρώτο εξάμηνο του 2004 το συνολικό ύψος των υπό διαχείριση ενεργητικών ξεπερνά τα 30 δισ. Ευρώ, ενώ συνολικά στην αγορά δραστηριοποιούνται 29 Α.Ε.Δ.Α.Κ και 262 Αμοιβαία Κεφάλαια όλων των κατηγοριών (Διάγραμμα 2.1, 2.2) (www.intertrust.gr, 2005).

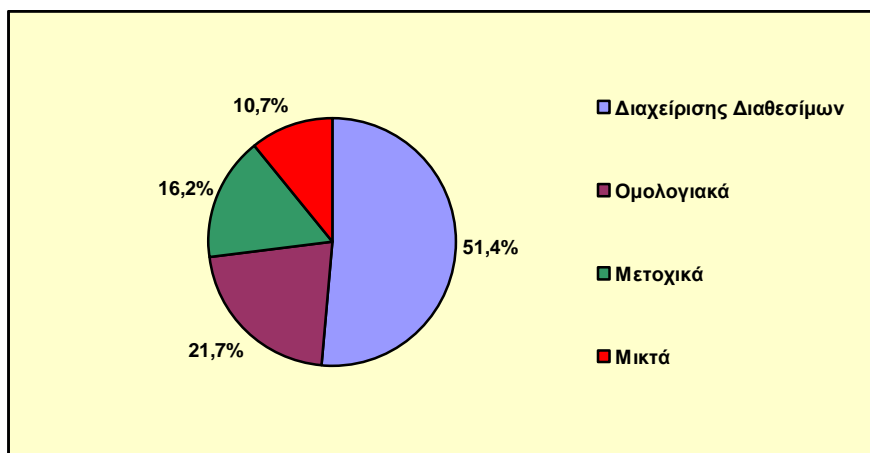
Διάγραμμα 2.1:

Η εξέλιξη των Ενεργητικών της Ελληνικής Αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων (εκ. Ευρώ)

**Διάγραμμα 2.2:**

Η διάρθρωση των Ενεργητικών της Ελληνικής Αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων

(Στοιχεία 30/06/2004)



2.4.2 Χαρακτηριστικά Ελληνικών Α/Κ

Τα Α/Κ στην Ελλάδα έχουν τα εξής χαρακτηριστικά (www.agii.gr, 2004):

- § Επαγγελματική διαχείριση του ενεργητικού του Α/Κ που εξασφαλίζει την ορθολογική λήψη επενδυτικών αποφάσεων.
- § Διασπορά των επενδύσεων σε αγορές αξιογράφων διαφορετικού τύπου.
- § Καθημερινή παρακολούθηση της αξίας της επενδύσεώς του από τις σχετικές στήλες του Τύπου στον οποίο υποχρεωτικά δημοσιεύεται η ημερησία αποτίμηση του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.
- § Δυνατότητα άμεσου ρευστοποιήσεως της συμμετοχής τους (μέσα σε πέντε μέρες).
- § Πρόσβαση στις μεγαλύτερες αγορές της Ελλάδας και του εξωτερικού.
- § Διαπραγματευτική δύναμη που παρέχει ο όγκος του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.
- § Διαφάνεια διαχειρίσεως για την οποία μεριμνά η σχετική νομοθεσία και οι έλεγχοι των επενδυτικών οργάνων.
- § Διασφάλιση και φύλαξη της περιουσίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου από τον Θεματοφύλακα (Τράπεζα).
- § Κοινός λογαριασμός. Τα μερίδια μπορούν να εκδίδονται σε "κοινό λογαριασμό" δύο ή περισσότερων προσώπων.
- § Κληρονομούνται και μεταβιβάζονται μεταξύ συζύγων ή συγγενών πρώτου και δευτέρου βαθμού σε ευθεία γραμμή.

§ Είναι δυνατή η ενεχυρίαση των μεριδίων για λήψη δανείου.

§ Η φορολογική υποχρέωση του επενδυτή περιορίζεται στο φόρο 3% που επιβάλλεται επί του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

Όμως σημειώνουμε ότι παρά τα αναμφισβήτητα πλεονεκτήματά τους τα Αμοιβαία Κεφάλαια δεν έχουν εγγυημένη απόδοση και οι προηγούμενες αποδόσεις τους δεν διασφαλίζουν τις μελλοντικές.

2.4.3 Ο Θεσμός των Συλλογικών Επενδύσεων στην Ελλάδα

Ο θεσμός των συλλογικών επενδύσεων είναι ευρύτατα διαδεδομένος διεθνώς. Ειδικότερα στην Ευρωπαϊκή Ένωση δραστηριοποιούνται 28.794 Αμοιβαία Κεφάλαια με συνολικά ενεργητικά ύψους 3.942.852 εκατ. EURO (στοιχεία της 30/06/2004).

Στη χώρα μας, ο θεσμός των συλλογικών επενδύσεων παρουσιάζει σημαντική ανάπτυξη, με αποτέλεσμα να υπάρχουν σήμερα στην Ελλάδα 29 Εταιρίες Διαχειρίσεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων που διαχειρίζονται 262 Αμοιβαία Κεφάλαια με ύψος ενεργητικών 31,06 δισ. EURO (στοιχεία 31/10/2004). Παράλληλα υπάρχουν 21 Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου των οποίων το ενεργητικό ανέρχεται στα 1,38 δισ. EURO (στοιχεία 31/10/2004).

Οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων (Ο.Σ.Ε.Κ.Α.) ήταν άγνωστοι στη χώρα μας μέχρι το έτος 1972, οπότε με πρωτοβουλία της Εθνικής Τραπέζης της Ελλάδος και της Εμπορικής Τραπέζης ιδρύθηκαν στην Ελλάδα τα πρώτα Αμοιβαία Κεφάλαια και αφού προηγουμένως δημιουργήθηκε το αναγκαίο νομοθετικό πλαίσιο με το νομοθετικό διάταγμα 608/1970.

Η ανάπτυξη των Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων δεν υπήρξε στη χώρα μας η αναμενόμενη αμέσως μετά το έτος 1970. Η μεγάλη ανάπτυξη των συλλογικών επενδύσεων αρχίζει το έτος 1989 και συνεχίζεται μέχρι σήμερα, οφείλεται δε σε μια μεγάλη σειρά αλλαγών που έγιναν στην Ελληνική Οικονομία και την Ελληνική Κεφαλαιαγορά. Ειδικότερα μετά το 1990 ιδρύεται σημαντικός αριθμός Εταιριών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων από Τράπεζες και Ασφαλιστικές Εταιρίες, όπως επίσης και σημαντικός αριθμός νέων Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου. Το 1991 εκσυγχρονίστηκε και το νομοθετικό πλαίσιο για τη λειτουργία των Εταιριών και του θεσμού των Συλλογικών Επενδύσεων με το Νόμο 1969/91 που ευθυγράμμισε την Ελληνική νομοθεσία με τους κοινοτικούς κανόνες (κοινοτική οδηγία 85/611).

Σήμερα, η λειτουργία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων ρυθμίζεται από το νόμο 3283/2004, ο οποίος αντικατέστησε τις διατάξεις του νόμου 1969/1991.

Με το Ν. 3283/2004 (ΦΕΚ 210/Α/2-11-04) έχουν ενσωματωθεί στην ελληνική νομοθεσία οι κατωτέρω Ευρωπαϊκές Οδηγίες (www.agii.gr, 2004):

α) 2001/107/ΕΚ για την τροποποίηση της Οδηγίας 85/611/ΕΟΚ σχετικά με ορισμένους Ο.Σ.Ε.Κ.Α. όσον αφορά τη ρύθμιση των εταιριών διαχείρισης και τα απλοποιημένα ενημερωτικά δελτία,

β) 2001/108/ΕΚ για την τροποποίηση της Οδηγίας 85/611/ΕΟΚ σχετικά με ορισμένους ΟΣΕΚΑ όσον αφορά τις επενδύσεις τους,

γ) 2000/64/ΕΟΚ για την τροποποίηση των Οδηγιών 85/611/ΕΟΚ, 92/49/ΕΟΚ, 92/96/ΕΟΚ και 93/22/ΕΟΚ όσον αφορά την ανταλλαγή πληροφοριών με τρίτες χώρες.

2.5 ΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΣΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ

Εντυπωσιακή πορεία έχει διαγράψει ο επενδυτικός θεσμός των Α/Κ στις διεθνείς αγορές από την εμφάνισή του έως σήμερα, ενώ η ευρεία αποδοχή του από τους επενδυτές αποτελεί επιβεβαίωση των πλεονεκτημάτων που παρουσιάζει ως επενδυτική επιλογή. Ειδικότερα κατά τα τελευταία έτη, ο ρόλος του θεσμού ενισχύθηκε λόγω παραγόντων όπως οι υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης των ανεπτυγμένων οικονομικά χωρών, οι πολιτικές απελευθέρωσης των αγορών και οι ιδιωτικοποιήσεις, εξελίξεις οι οποίες ενίσχυσαν σε σημαντικό βαθμό το ρόλο των κεφαλαιαγορών και του χρηματοπιστωτικού συστήματος στις περισσότερες οικονομίες του πλανήτη (www.intertrust.gr, 2005).

2.5.1 Τα Αμοιβαία Κεφάλαια στις Η.Π.Α.

Η υψηλή ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος των Η.Π.Α. καθώς και μια σειρά ιστορικών και οικονομικών παραγόντων (υψηλότατοι ρυθμοί ανάπτυξης, υψηλά εισοδήματα, χαμηλά επιτόκια, χαμηλός κρατικός προστατευτισμός, εξαιρετικά φορολογικά κίνητρα κ.ά.), ευνόησαν τη μεγάλη ανάπτυξη του θεσμού των Α/Κ κατά τις τελευταίες δεκαετίες. Οι αριθμοί είναι αποκαλυπτικοί, καθώς στις 31/03/2004, στην αγορά των Η.Π.Α. δραστηριοποιούνταν πάνω από 8.000 διαφορετικά Α/Κ, τα οποία καλύπτουν ένα ευρύ φάσμα επενδυτικών επιλογών, ενώ το σύνολο των υπό διαχείριση ενεργητικών ξεπερνά τα 7,6 τρις δολάρια.

Η διάρθρωση της αμερικανικής αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων κάνει έκδηλη και την προτίμηση των επενδυτών για τοποθετήσεις υψηλού ρίσκου, καθώς το 50% της αγοράς καλύπτουν τα μετοχικά Α/Κ, ενώ η αμέσως επόμενη κατηγορία, αυτή των Διαχειρίσεως Διαθεσίμων, καλύπτει μικρότερο ποσοστό (27% της αγοράς) (www.intertrust.gr,2005).

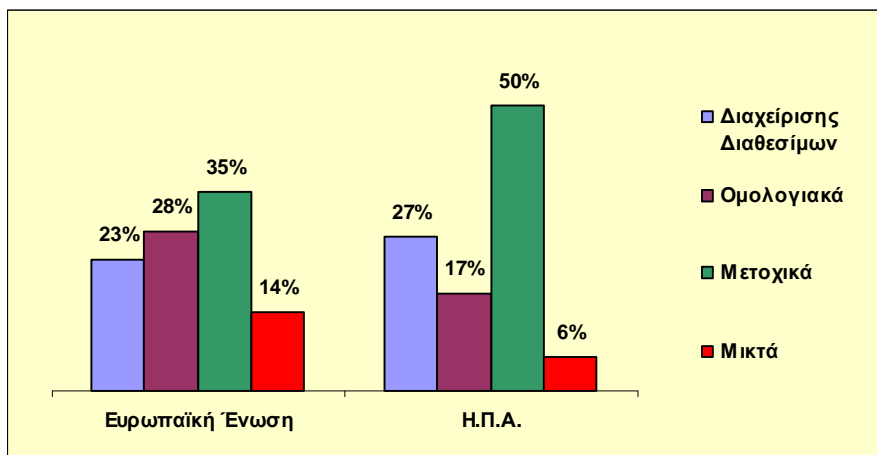
2.5.2 Τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ευρωπαϊκή Ένωση

Ο Θεσμός των Α/Κ είναι εξαιρετικά διαδεδομένος και στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Ε.Ε.), ωστόσο η αγορά διαφοροποιείται σημαντικά από τα αμερικανικά δεδομένα, τόσο ως προς τα μεγέθη όσο και ως προς τη διάρθρωσή της. Παρά το γεγονός ότι τα Α/Κ τα οποία δραστηριοποιούνται στην αγορά ξεπερνούν τα 27.000, το ύψος των συνολικών ενεργητικών τους (3,9 τρις ευρώ) είναι σημαντικά μικρότερο από το αντίστοιχο των Η.Π.Α. Οι παραδοσιακά "προστατευτικές" οικονομίες των ευρωπαϊκών χωρών και οι συγκρατημένοι ρυθμοί ανάπτυξης αποτέλεσαν τις βασικές αιτίες, για τις οποίες οι Ευρωπαίοι επενδυτές εμφανίζονται περισσότερο "συντηρητικοί" σε σχέση με τους Αμερικανούς. Έτσι, το ποσοστό των μετοχικών Α/Κ στην Ε.Ε., αν και υψηλό (35%), είναι μικρότερο από το αντίστοιχο των Η.Π.Α. (Διάγραμμα 2.3) (www.intertrust.gr,2005)

Διάγραμμα 2.3:

Η Διάρθρωση των Ενεργητικών στις Η.Π.Α και την Ευρωπαϊκή Ένωση

(Στοιχεία 31/03/2004)



2.6 ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

2.6.1 Τα Πέντε Βήματα για ένα Τέλειο Χαρτοφυλάκιο

Τα βήματα που θα πρέπει να ακολουθήσει κανείς προκειμένου να επιτύχει στην δημιουργία ενός τέλειου χαρτοφυλακίου είναι τα εξής (www.ibbotson.com,2005):

- § Πραγματική και προσεκτική μελέτη του τρέχοντος χαρτοφυλακίου.
- § Ταξινόμηση και διευθέτηση τυχόν προβλημάτων του τρέχοντος χαρτοφυλακίου.
- § Όχι εμμονή σε γνωστά ονόματα Α/Κ και συνηθισμένες μετοχές.
- § Αποφυγή πληρωμής υπερβολικά υψηλών φόρων.
- § Συνεχής παρακολούθηση.

2.6.2 Συμβουλές για την Δημιουργία Χαρτοφυλακίου Α/Κ

Επένδυση σε μετοχικά Α/Κ: αν ένας επενδυτής επιθυμεί να κάνει μακροπρόθεσμες τοποθετήσεις των χρημάτων του (για περισσότερα από 5 έτη), τότε τα μετοχικά Α/Κ είναι πιθανόν να του προσφέρουν καλύτερες αποδόσεις από οποιαδήποτε άλλη επένδυση, αρκεί να είναι υπομονετικός. Βραχυπρόθεσμα η αγορά είναι πολύ ευμετάβλητη και ο επενδυτής είναι πιθανό να υποστεί ζημιές παροδικά, όμως σε χρονικό ορίζοντα άνω των 5 ετών θα είναι σίγουρα σε πλεονεκτική θέση έχοντας επιμείνει στην επένδυσή του σε μετοχικά Α/Κ.

Επένδυση σε Α/Κ Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης: όταν κάποιος επενδύει σε μεγάλες εταιρείες, δεν ανησυχεί ιδιαίτερα για τυχόν κλείσιμο αυτών σε σύντομο χρονικό διάστημα. Επιπλέον, οι μεγάλες εταιρείες που συνήθως κυριαρχούν στον κλάδο τους, έχουν προσφέρει ασυνήθιστα υψηλές αποδόσεις στους μεριδιούχους τους στο παρελθόν. Βέβαια, το "μέγεθος" δεν αποτελεί πάντοτε την καλύτερη επιλογή αλλά μετοχές μεγάλης κεφαλαιοποίησης παρέχουν συνήθως σταθερές αποδόσεις (μακροπρόθεσμα). Ένας επενδυτής μπορεί να επενδύσει σε αυτές μέσω ενός Α/Κ μεγάλης κεφαλαιοποίησης.

Επένδυση σε Διεθνή Α/Κ: ο κόσμος είναι μεγάλος αλλά γίνεται ολοένα και μικρότερος με την χρήση τηλεφωνικών γραμμών και συνδέσεων μέσω του διαδικτύου. Ακόμα, κατά κάποιο τρόπο, τα χρηματιστήρια των διαφόρων χωρών τείνουν σχεδόν πάντα να ακολουθούν τις τάσεις της Αμερικάνικης αγοράς. Ένας επενδυτής μπορεί να επωφεληθεί από αυτήν την τάση συμπεριλαμβάνοντας στο χαρτοφυλάκιό του μερικές διεθνείς μετοχές μαζί με Αμερικάνικες μετοχές μεγάλης κεφαλαιοποίησης. Αυτό μπορεί να το επιτύχει αγοράζοντας ένα Α/Κ εξειδικευμένο σε διεθνείς μετοχές.

Επένδυση σε Α/Κ μικρών εταιρειών: κάθε μεγάλη εταιρεία κάποτε ήταν μικρή. Αν ένας επενδυτής μπορεί να αγοράσει μετοχές καλών εταιρειών όταν αυτές είναι μικρές, θα ωφεληθεί καθώς αυτές γίνονται μεγάλες και επιτυχημένες. Το πρόβλημα είναι ότι πολλές μικρές εταιρείες συχνά γίνονται μικρότερες και τελικά κλείνουν. Για το λόγο αυτό, οι μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης τείνουν να είναι πιο επικίνδυνες από ότι αυτές μεγάλης κεφαλαιοποίησης. Επιπλέον, οι μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης τείνουν να πηγαίνουν καλά όταν της μεγάλης κεφαλαιοποίησης χάνουν και αντιστρόφως. Έτσι, αν ο επενδυτής κατέχει μετοχές από μεγάλες και μικρές εταιρείες στο χαρτοφυλάκιό του, μακροπρόθεσμα τα πράγματα θα είναι προς όφελός του. Αυτό μπορεί να το επιτύχει αγοράζοντας ένα Α/Κ μικρής εταιρείας.

Μικτή επένδυση: ένας επενδυτής μπορεί να χωρίσει το χαρτοφυλάκιό του σε τρία ίσα μέρη και να επενδύσει τα χρήματά του σε A/K μεγάλης κεφαλαιοποίησης, μικρής κεφαλαιοποίησης, και διεθνή A/K μεγάλης κεφαλαιοποίησης. Με αυτόν τον τρόπο επιτυγχάνει την δημιουργία ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου, στο οποίο τουλάχιστον ένας τομέας θα πάει καλά (ή καλύτερα από τους άλλους) σχεδόν για όλο το χρονικό διάστημα της επένδυσης.

Επένδυση σε δεικτοποιημένα A/K: τα δεικτοποιημένα A/K ταιριάζουν πάντα με την απόδοση της αγοράς (ή του κλάδου που ο δείκτης αντιπροσωπεύει) και έτσι ποτέ ο επενδυτής δεν θα ανησυχεί για αυτά. Επιπλέον, αυτά τα A/K έχουν χαμηλά κόστη και αυτό αυξάνει τις αποδόσεις.

Επένδυση σε ένα A/K από κάθε τύπο: μερικές φορές οι επενδυτές νομίζουν ότι αν ένα A/K μεγάλης κεφαλαιοποίησης είναι καλό, τότε δύο ή τρία ίδιου τύπου θα είναι καλύτερα. Αυτό που συμβαίνει όμως είναι ότι όταν κανείς αγοράζει πολλά A/K ενός τύπου, το πιο πιθανό είναι ότι τελικά θα καταλήξει να έχει περίπου το ίδιο σύνολο μετοχών. Έτσι, όχι μόνο δεν θα αυξηθούν οι τελικές αποδόσεις αλλά θα δημιουργηθεί και επιπρόσθετο άγχος παρακολούθησης. Γίνεται αντιληπτό ότι είναι προτιμότερο ο επενδυτής να επιλέξει ένα καλό A/K από κάθε τύπο στο χαρτοφυλάκιό του και να επιμείνει σε όσα από αυτά συνεχίζουν να αποδίδουν.

Επένδυση σε funds-of-funds: για να διευκολυνθεί ο επενδυτής και να μην χρειάζεται να επιλέξει ένα A/K από κάθε τύπο, μπορεί να επενδύει σε funds-of-funds που τα ίδια κατέχουν πολλά μερίδια A/K διαφορετικών τύπων. Αυτή η ευκολία όμως κοστίζει γιατί τέτοιου είδους A/K έχουν υψηλότερα κόστη.

Προσοχή στην επένδυση σε ομολογιακά Α/Κ: αν ένας επενδυτής επιθυμεί μακροπρόθεσμη τοποθέτηση των χρημάτων του, τότε τα ομολογιακά Α/Κ μπορεί να είναι κατάλληλα σε ποσοστό 10-20% του χαρτοφυλακίου του, το οποίο μπορεί να αυξηθεί μέχρι το πολύ 40% όταν φτάσει σε ηλικία συνταξιοδότησης. Το πρόβλημα είναι ότι οι περισσότεροι επενδυτές πιστεύουν ότι οι ομολογίες είναι "ασφαλείς" αλλά οι ομολογιακές αποδόσεις παρουσιάζουν διακυμάνσεις και διαχρονικά προσφέρουν ένα χαμηλότερο ποσοστό απόδοσης από αυτό των μετοχών (biz.yahoo.com,2005).

2.7 ΜΥΘΟΙ ΚΑΙ ΑΛΗΘΕΙΕΣ ΓΙΑ ΤΑ Α/Κ

Είναι γεγονός ότι πολλά ακούγονται για τα Α/Κ και συχνά υπάρχει μια παρανόηση σχετικά με το τι ισχύει και τι όχι. Για το λόγο αυτό, κρίνεται σκόπιμο να γίνει μια συνοπτική παράθεση ορισμένων βασικών θεμάτων προκειμένου ο επενδυτής να κατανοήσει ποια αποτελούν μύθο και ποια είναι αλήθεια (www.euro2day.gr, 2002).

Μύθος: "Χρειάζονται πολλά αμοιβαία κεφάλαια για να δημιουργήσει κανείς ένα ισορροπημένο χαρτοφυλάκιο."

Η ύπαρξη πολλών αμοιβαίων κεφαλαίων στο χαρτοφυλάκιο ενός επενδυτή δεν σημαίνει ότι έχει κατορθώσει να επιτύχει αποτελεσματική κατανομή του κεφαλαίου του.

Αν τα αμοιβαία κεφάλαια στα οποία έχει επενδύσει, ανήκουν στην ίδια κατηγορία και έχουν ανάλογους επενδυτικούς στόχους, το πιθανότερο είναι ότι δεν έχει εξασφαλίσει επαρκή διασπορά και συνεπώς περιορισμό του επενδυτικού κινδύνου. Ο πιο αποτελεσματικός τρόπος διασποράς είναι η επιλογή ικανού αριθμού αμοιβαίων κεφαλαίων, τα οποία καλύπτουν -με ένα μοναδικό για κάθε επενδυτή μίγμα- όλους τους τομείς των χρηματαγορών και κεφαλαιαγορών και κατ' επέκταση όλες τις βαθμίδες επενδυτικού κινδύνου.

Με αυτό τον τρόπο μειώνεται σημαντικά ο συνολικός επενδυτικός κίνδυνος, ενώ ταυτόχρονα δημιουργούνται οι κατάλληλες προϋποθέσεις για την πραγματοποίηση σημαντικών κερδών μακροπρόθεσμα.

Μύθος: "Η επιλογή αμοιβαίου κεφαλαίου γίνεται με μοναδικό κριτήριο τη βραχυχρόνια απόδοσή του."

Πολλοί επενδυτές αγοράζουν ένα αμοιβαίο κεφάλαιο με μοναδικό κριτήριο την απόδοσή του, από την αρχή του έτους. Αρκετές φορές ανακαλύπτουν στο μέλλον ότι το αμοιβαίο κεφάλαιο που επέλεξαν, έχει αποφέρει χαμηλότερη απόδοση από αυτή που προσδοκούσαν. Η επιλογή οποιουδήποτε επενδυτικού προϊόντος και ιδιαίτερα ενός αμοιβαίου κεφαλαίου είναι μία σύνθετη διαδικασία στην οποία πρέπει να λαμβάνονται υπ όψιν οι ιστορικές αποδόσεις σε βάθος χρόνου σε σύγκριση με το σημείο αναφοράς του, το επίπεδο του επενδυτικού κινδύνου του αμοιβαίου κεφαλαίου καθώς και η ποιότητα των υπηρεσιών τις οποίες προσφέρει η διαχειρίστρια εταιρία.

Ακόμη πιο σημαντικό στοιχείο από την απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου είναι το κατά πόσο οι επενδυτικοί του στόχοι ταιριάζουν με την κατανομή του προσωπικού χαρτοφυλακίου του κάθε επενδυτή.

Αλήθεια: "Ο επενδυτής πρέπει να διατηρεί σταθερό τον επενδυτικό του προσανατολισμό."

Η μεταφορά των χρημάτων από το ένα αμοιβαίο κεφάλαιο στο άλλο είναι μια απόφαση, η οποία δεν πρέπει να λαμβάνεται βεβιασμένα. Η εμπειρία έχει δείξει ότι όσοι επενδυτές προσπαθούν με συνεχείς μεταφορές να παρακολουθήσουν σε βραχυχρόνια βάση τις διακυμάνσεις των αγορών, στο τέλος βγαίνουν χαμένοι, σε αντίθεση με αυτούς που μένουν σταθεροί στις

επιλογές τους ακολουθώντας ή διατηρώντας μια συγκεκριμένη επενδυτική στρατηγική.

Η μεταφορά σε ένα άλλο αμοιβαίο κεφάλαιο πρέπει να πραγματοποιείται μόνο στις περιπτώσεις όπου υπάρχει η πεποίθηση ότι θα υπάρξουν ουσιαστικές αλλαγές στο επενδυτικό περιβάλλον μακροπρόθεσμα ή όταν μεταβάλλεται σημαντικά ο στόχος της επένδυσης.

Αλήθεια: "Ο επενδυτής πρέπει να λαμβάνει υπόψην του την επίδραση του πληθωρισμού."

Ο πληθωρισμός μειώνει την αγοραστική δύναμη του διαθέσιμου εισοδήματός, ακόμη και αν αυξάνει με χαμηλό ρυθμό. Για τον λόγο αυτό, είναι σημαντικό ο επενδυτής να λαμβάνει υπ' όψιν του την πραγματική απόδοση της επένδυσής του, δηλαδή το ποσοστό που προκύπτει αν από τη συνολική ονομαστική απόδοση αφαιρεθεί ο ρυθμός αύξησης του πληθωρισμού. Μια επένδυση που αποτυγχάνει να παρακολουθήσει το τρέχον επίπεδο του πληθωρισμού οδηγεί στη μείωση της πραγματικής αξίας του κεφαλαίου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΣ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΙΜΑ Α/Κ (EXCHANGE TRADED FUNDS - ETFs)

3.1. ΟΡΙΣΜΟΣ ETFs

Τα ETFs είναι δεικτοποιημένα Α/Κ τα οποία συναλλάσσονται και διαπραγματεύονται όπως ακριβώς και οι μετοχές. Πρόκειται για ένα προεπιλεγμένο πακέτο χρεωγράφων το οποίο μπορεί να αγοραστεί και να πωληθεί μέσω ενός χρηματιστή (www.mutualfunds.about.com,2004).

Τα ETFs μοιάζουν με τα παραδοσιακά δεικτοποιημένα Α/Κ αφού και τα δύο ακολουθούν κάποιον δείκτη και προσφέρουν διαφοροποίηση. Ωστόσο, τα ETFs έχουν και πολλά χαρακτηριστικά μετοχών. Σε αντίθεση με τα παραδοσιακά δεικτοποιημένα Α/Κ, τα μερίδια των ETFs διαπραγματεύονται σε χρηματιστήρια. Ένα ETF μπορεί να αγοραστεί και να πωληθεί ανά πάσα στιγμή στη διάρκεια μιας ημέρας διαπραγμάτευσης. Επίσης, με τα ETFs δίνεται η δυνατότητα αγοράς και πώλησης προαιρετικών δικαιωμάτων καθώς και η δυνατότητα αγοράς στο περιθώριο κέρδους (on margin). Επειδή τα ETFs είναι παθητικώς διαχειριζόμενα έχουν χαμηλό κόστος εξυπηρέτησης (www.buyupside.com,2005).

Τα ETFs είναι καινοτομικά προϊόντα και απευθύνονται σε καινοτόμους επενδυτές. Παρέχουν ευελιξία και ρευστότητα όπως ακριβώς και οι μετοχές. Μπορούν να γίνουν αντικείμενο ανοιχτής πώλησης (short-selling) καθώς επίσης και αντικείμενο κερδοσκοπικής αντιστάθμισης (arbitrage) αφού μπορούν να αγοραστούν και να μεταπωληθούν σε υψηλότερες τιμές, δίνοντας έτσι στους επενδυτές την δυνατότητα να ανταποκρίνονται στις αλλαγές της αγοράς. Τα περισσότερα ETFs που υπάρχουν στην αγορά είναι δεικτοποιημένα-εισηγμένα Α/Κ δηλαδή παθητικώς διαχειριζόμενα Α/Κ που

ακολουθούν την τιμή και καταγράφουν τις τάσεις ενός υποκείμενου δείκτη (www.exchangetradedfunds.com,2004).

Τα ETFs είναι μια συνεχώς αναπτυσσόμενη τάση στον τομέα των Α/Κ παγκοσμίως. Αντιπροσωπεύουν την πιο σημαντική καινοτομία στον τομέα αυτό από την εισαγωγή των Α/Κ Χρηματαγοράς το 1972. Πρόκειται για ένα νέο επενδυτικό προϊόν που παρέχει πολλά από τα πλεονεκτήματα των τόσο των Α/Κ όσο και των μετοχών και αναμένεται ότι θα κατακτήσει πολλές νέες επενδυτικές αγορές. Η πιο εκτεταμένη αγορά ETFs σήμερα είναι οι Η.Π.Α και το Αμερικάνικο χρηματιστήριο. (Mc Clatchy Will, Jim Wiant, 2001, σελ.25-26).

3.2 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΤΩΝ ETFs

Τον Δεκέμβριο του 1976 σε ένα άρθρο της εφημερίδας "Financial Analysts", ο καθηγητής Nils Hakansson δημοσίευσε ένα θέμα με τίτλο (www.fbb.weathrust.com,2003): "Το Α/Κ με αγοραστική δύναμη: ένα νέο είδος χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών", το οποίο περιέγραφε ένα νέο οικονομικό εργαλείο. Το θεωρητικό αυτό εργαλείο, που οραματίστηκε ο καθηγητής Hakansson ήταν ένα Α/Κ το οποίο θα περιελάμβανε "υπερμερίδια" με υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία απαρτιζόμενα από δεικτοποιημένα Α/Κ.

Στο τέλος της δεκαετίας του '80 η εταιρεία Leland, O' Brien, Rubenstein, γνωστή για την δημιουργία χαρτοφυλακίων με ασφαλιστικά προϊόντα πίστεψε ότι όντως θα υπήρχε ζήτηση για μια απλοποιημένη εκδοχή του "Α/Κ με αγοραστική δύναμη". Βασιζόμενη στην ιδέα του καθηγητή Hakansson για τα "υπερμερίδια" η Leland, O' Brien, Rubenstein θέλησε να δημιουργήσει ένα "υπερχαρτοφυλάκιο". Προκειμένου να το επιτύχει, χρειαζόταν έναν υποκείμενο δείκτη που θα μπορούσε να εισαχθεί στο χρηματιστήριο.

Μέχρι τότε η Αμερικάνικη Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επέτρεπε εξουσιοδοτημένα χρεώγραφα που μπορούσαν να είναι είτε ανοιχτού τύπου είτε εισηγμένα στο χρηματιστήριο αλλά δεν υπήρχαν χρεώγραφα και με τα δύο αυτά χαρακτηριστικά.

Για να δημιουργήσει το "υπερχαρτοφυλάκιο" η Leland, O' Brien, Rubenstein, έπρεπε πρώτα να κάνει αίτηση στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ζητώντας την άδεια για την δημιουργία ενός προϊόντος που θα είχε σαν σημείο αναφοράς κάποιον συγκεκριμένο δείκτη και που θα μπορούσε να εισαχθεί στο χρηματιστήριο. Σαν τέτοιον δείκτη η Leland, O' Brien, Rubenstein επέλεξε τον S&P500 και ονόμασε την επένδυση "δεικτοποιημένο υπερχαρτοφυλάκιο".

Σε απάντηση της αίτησης, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εξέδωσε το 1990 την “εντολή του υπερχαρτοφυλακίου” με την οποία παραχώρησε στην Leland, O’ Brien, Rubenstein ειδικές εξαιρέσεις από τους κανόνες που ρύθμιζαν τον τρόπο διαπραγμάτευσης και πώλησης των χρεωγράφων, επιτρέποντας έτσι την δημιουργία των ETFs.

Μετά από αυτές τις παραχωρήσεις, η Leland, O’ Brien, Rubenstein εισήγαγε το “υπερχαρτοφυλάκιο” της το 1993. Όμως παρά της προσπάθειές της να απλουστεύσει την εκδοχή του καθηγητή Hakansson το Α/Κ της ήταν ακόμα πολύ πολύπλοκο για την αγορά. Έτσι το “υπερχαρτοφυλάκιο” της έπαψε να υφίσταται το 1996.

Μετά την αποτυχία του “υπερχαρτοφυλακίου” τα ETFs δεν έβρισκαν άλλη διέξοδο για ανάπτυξη, μέχρι που το Αμερικάνικο χρηματιστήριο μέσω της θυγατρικής του -Standard & Poors Depository Receipt Trust (SPDR)- εκμεταλλεύτηκε το πλεονέκτημα του “υπερχαρτοφυλακίου” και αφού έκανε αίτηση, έλαβε μια εντολή από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για την δημιουργία ενός ETF βασιζόμενου στον S&P500 σαν ένα επενδυτικό χαρτοφυλάκιο το οποίο ονομάστηκε SPIDER (SPDR). Από την στιγμή της εισαγωγής του το SPDR κέρδισε την αποδοχή της αγοράς και έγινε το πρώτο εμπορικά επιτυχημένο ETF.

Η ανάπτυξη των ETFs συνεχίστηκε με την Morgan Stanley η οποία εκμεταλλεύτηκε το πλεονέκτημα των λιγότερο περιοριστικών συνθηκών της Γερμανίας και εξέδωσε χρεώγραφα στο Λουξεμβούργο, ονομαζόμενα OPALS, τα οποία εισήχθησαν στο Γερμανικό χρηματιστήριο.

Το 1996 η Morgan Stanley αποφασίζει να προσφέρει επενδύσεις όμοιες με τα OPALS και στις Η.Π.Α. Προκειμένου να επιτύχει τον στόχο της, ενώνει

τις δυνάμεις της με την Barclays και το Αμερικάνικο χρηματιστήριο και δημιουργεί τα WEBS που είναι σαν τα OPALS αλλά Αμερικάνικα.

Τον Μάρτιο του 1999 άρχισε η αγοραπωλησία ενός άλλου σημαντικού ETF, του QQQ ή OUBES, το οποίο ακολουθεί την πορεία του Nasdaq 100. Το OUBES παρουσίασε ραγδαία ανάπτυξη, όπου μετά τα 15εκατ.\$ που ήταν η αρχική του επένδυση, τον Απρίλιο του 2001 τα επενδυμένα κεφάλαια ανήλθαν σε περίπου 20δισ.\$.

Κατά αυτόν τον τρόπο συνεχίζεται η ανάπτυξη των ETFs τα επόμενα χρόνια όπου δημιουργούνται πολλά νέα ETFs. Σήμερα, υπάρχουν εκατοντάδες ETFs διαθέσιμα στην Αμερικάνικη αγορά. Όλα είναι δεικτοποιημένα. Αυτά τα προϊόντα είναι κοινώς γνωστά σαν "DIAMONDS", "I SHARES", "StreetTRACKS", "VIPERS" κ.α.

Τα ETFs παρουσιάζουν συνεχή ανάπτυξη τόσο όσο αφορά στην ποικιλία των διαθέσιμων προϊόντων όσο και στα συνολικά κεφάλαια που επενδύονται σε αυτά, καθώς και τον συνολικό όγκο των συναλλαγών, ο οποίος από το 1993 σχεδόν διπλασιάζεται κάθε χρόνο. Αξίζει να σημειωθεί ότι, στο τέλος του 1998 τα συνολικά επενδυμένα κεφάλαια σε ETFs ήταν μόλις 10δισ.\$, ενώ σήμερα ξεπερνούν τα 228δισ\$.

3.3 ΔΙΕΘΝΕΣ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΩΝ ETFs

3.3.1 ETFs στις Η.Π.Α

Τα ETFs αποτελούν ένα σχετικά καινούργιο χρηματοοικονομικό προϊόν στις αγορές της Ευρώπης όχι όμως και στις Η.Π.Α, την γενέτειρα των ETFs. Η προσπάθεια δημιουργίας των νέων αυτών χρηματοοικονομικών προϊόντων ξεκίνησε το 1986 από το χρηματιστήριο AMEX (American Stock Exchange) στην προσπάθεια του να ανταγωνιστεί τα χρηματιστήρια του NYSE και του NASDAQ. Έτσι δημιουργήθηκαν τα Standard and Poor's Depository Receipt (SPDR, ή αλλιώς Spider), τα οποία μπορούσαν να διαπραγματεύονται όπως οι μετοχές.

Στις Η.Π.Α, μετά την επιτυχία του πρώτου ETF ακολούθησε και η δημιουργία καινούργιων ETFs με ονόματα όπως QQQ (Oubes), Diamonds κ.α. βασισμένα σε δείκτες όπως ο S&P Mid-Cap 400, S&P Sector Indices, ο 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 Börse και την Barclays Global Investors η οποία δημιούργησε το πρώτο ETF βασισμένο στον FTSE-100 το οποίο διαπραγματεύονταν στο London Stock Exchange (LSE).

Η μεγάλη επιτυχία των ETFs βασίστηκε κυρίως στο χαμηλό κόστος τους σε σχέση με τα αντίστοιχα αμοιβαία κεφάλαια. Συγκεκριμένα τα Spiders στις Η.Π.Α χρέωναν 0,12% για έξοδα διαχείρισης ενώ τα αντίστοιχα αμοιβαία κεφάλαια στις Η.Π.Α. χρέωναν 1%.

Από τα πιο γνωστά ETFs στην Αμερική είναι εκτός από τα Spiders, τα Diamonds τα οποία βασίζονται στον Dow Jones Industrial Average (DJI A5) και τα Oubes (QQQ) (βλ. Παράρτημα Ι) (www.asyk.ase.gr, 2001).

3.3.1.1 Δημοφιλή ETFs στις Η.Π.Α

Τα περισσότερο δημοφιλή ETFs της Αμερικανικής αγοράς είναι τα εξής (www.etfzonestaff.com, 2003-2004):

Standard & Poor's 500 Index Depository Receipts (SPY:AMEX)

Είναι το πρώτο και ακόμα το μεγαλύτερο ETF. Είναι αρκετά οικονομικό, γνωστό ως SPIDERS και ακολουθεί τον δείκτη S&P 500, ο οποίος θεωρείται σημείο αναφοράς για την μέτρηση της επίδοσης γνωστών αμερικάνικων μετοχών μεγάλης κεφαλαιοποίησης. Ο δείκτης αυτός χρησιμοποιώντας αυστηρά κριτήρια επιλογής, περιλαμβάνει τις 500 μεγαλύτερες εισηγμένες εταιρείες.

Nasdaq-100 Index Tracking Stock (QQQ:AMEX)

ETF που ακολουθεί τον δείκτη Nasdaq-100, ο οποίος περιλαμβάνει 100 από τις μεγαλύτερες, βάσει κεφαλαιοποίησης, εταιρείες που είναι εισηγμένες στη χρηματιστηριακή αγορά του Nasdaq. Θεωρείται σημείο αναφοράς του τεχνολογικού κλάδου καθώς περιλαμβάνει εταιρείες Πληροφορικής, Τηλεπικοινωνιών, Βιοτεχνολογίας κ.λ.π. Δεν περιλαμβάνει επενδυτικές και χρηματοοικονομικές εταιρείες.

DIAMONDS Trust (DI A:AMEX)

Το συγκεκριμένο εξαιρετικά δημοφιλές ETF ακολουθεί τον δείκτη Dow Jones Industrial Average, ένα σημείο αναφοράς 30 μετοχών μεγάλης κεφαλαιοποίησης επιλεγμένες από την Wall Street Journal. Ο δείκτης αυτός είναι εξαιρετικά υποκειμενικός και κάπως απαρχαιωμένος αλλά αποτελεί ένα καλό βαρόμετρο για τις μεγάλες και παλιές αμερικάνικες εταιρείες.

Ishares S&P 500 (I VV:AMEX)

Είναι η λιγότερο ακριβή εκδοχή της Barclay's για τον δείκτη S&P 500, ο οποίος θεωρείται σημείο αναφοράς για την μέτρηση της επίδοσης γνωστών αμερικάνικων μετοχών μεγάλης κεφαλαιοποίησης. Ο δείκτης αυτός χρησιμοποιώντας αυστηρά κριτήρια επιλογής, περιλαμβάνει τις 500 μεγαλύτερες εισηγμένες εταιρείες.

Standard & Poor's MidCap 400 SPDRs (MDY:AMEX)

Ακολουθεί τον δείκτη S&P MidCap 400, ο οποίος μετράει την επίδοση των μεσαίων εταιρειών της αμερικανικής αγοράς και κατά κάποιο τρόπο συμπληρώνει τον S&P 500.

Ishares Russell 2000 (IWM:AMEX)

Ακολουθεί τον δείκτη Russell 2000, ένα δημοφιλές σημείο αναφοράς για μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις. Ο δείκτης Russell 2000 αντιπροσωπεύει την δεύτερη βαθμίδα των αμερικάνικων χρεωγράφων, ή αλλιώς τις εταιρείες με αγοραία αξία μεταξύ 20εκατ.\$ και 300εκατ.\$, οι οποίες αποτελούν περίπου το 8-9% του συνόλου της αγοράς. Η μεθοδολογία του Russell οδηγεί σε σχετικά υψηλές αποδόσεις.

Ishares MSCI EAFE (EFA:AMEX)

Το ETF Ishares MSCI EAFE ακολουθεί τον δείκτη MSCI EAFE, κορυφαίο των μη-αμερικάνικων εταιρειών μεγάλης κεφαλαιοποίησης ο οποίος περιλαμβάνει όλες τις κύριες οικονομίες (εκτός της αμερικάνικης) και καμία αναδυόμενη αγορά. Είναι ένας δημοφιλής τρόπος για απόκτηση πρόσβασης σε ξένες αγορές.

Total Stock Market VIPERs (VTI:AMEX)

Πρόκειται για το βασικό ETF της Vanguard Group, το οποίο ακολουθεί τον δείκτη Wilshire 5000 που είναι ένας από τους μεγαλύτερους της αμερικανικής αγοράς μετοχών. Μετράει την επίδοση της συντριπτικής πλειοψηφίας όλων των αμερικάνικων δημοσίων επιχειρήσεων. Θεωρείται μια εξαιρετική προσέγγιση της αμερικανικής οικονομίας στο σύνολό της.

Ishares SmallCap 600 (IJR:AMEX)

Ακολουθεί τον δείκτη S&P SmallCap 600, ο οποίος μετρά την επίδοση των αμερικανικών εταιρειών μικρής κεφαλαιοποίησης.

Consumer Services Select Sector SPDR (XLV:AMEX)

Ένα από τα πολλά κλαδικά ETFs του S&P, το οποίο ακολουθεί την επίδοση των επιχειρήσεων υπηρεσιών καταναλωτών που έχουν επιλεγεί από τον δείκτη S&P 500.

3.3.2 ETFs στην Ευρώπη

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

Η συνολική αξία, η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών (σε εκατομμύρια ευρώ) και το μέσο μερίδιο της συγκεκριμένης αγοράς στο σύνολο της ευρωπαϊκής αγοράς ETFs, τον Μάιο του 2001, φαίνεται στον παρακάτω πίνακα: (www.asyk.ase.gr, 2001):

Πίνακας 3.1: Στατιστικά στοιχεία Ευρωπαϊκών αγορών ETFs, Μάιος 2001.

Ευρωπαϊκές αγορές ETFs	Συνολική αξία συναλλαγών	Μέση ημερήσια αξία συναλλαγών	Μέσο ημερήσιο μερίδιο αγοράς(%) στην Ευρώπη
XTF (Deutsche Borse)	1.953,40	85,3	56,02%
NextTrack (Euronext)	1.121,33	59,1	38,81%
ExtraMARK (LSE)	43,93	2,09	1,37%
SWX (Ελβετία)	104,23	4,96	3,26%
OM SSE* (Σουηδία)	17,15	0,82	0,54%
Σύνολο			100,00%

3.3.2.1 Γερμανία - Deutsche Börse

Σήμερα στο Deutsche Börse λειτουργεί μια ξεχωριστή αγορά, η 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 (www.asyk.ase.gr, 2001):

§ Δεικτοποιημένα Α/Κ

Δεικτοποιημένο Α/Κ (index fund) είναι το χαρτοφυλάκιο το οποίο είναι καταμεμημένο 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 παθητικώς διαχειριζόμενα δεικτοποιημένα Α/Κ (passively index funds) διαπραγματεύονται στην αγορά XTF.

§ . Ενεργώς διαχειριζόμενα Α/Κ

Ενεργώς διαχειριζόμενο Α/Κ (actively managed fund) είναι το επενδυτικό χαρτοφυλάκιο το οποίο στηρίζεται πάνω σε χρεόγραφα τα οποία επιλέγονται από τον διαχειριστή (fund manager) του κεφαλαίου. Σήμερα περίπου 11 ενεργώς διαχειριζόμενα Α/Κ (actively index funds) διαπραγματεύονται στην αγορά ΧΤΦ.

Τα κύρια χαρακτηριστικά και διαφορές μεταξύ των Index funds και των Actively managed funds φαίνονται στον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 3.2: Χαρακτηριστικά Index Funds και Actively traded funds

Index Funds	Actively managed funds
Τα Index Funds, ανάλογα με το εύρος μετοχών του δείκτη τον οποίο παρακολουθούν, μειώνουν, λόγω διασποράς τον επενδυτικό κίνδυνο.	Η μείωση του επενδυτικού κινδύνου λόγω διασποράς επαφίεται στις επιλογές του διαχειριστή.
Διαφάνεια. Η αξία του ενεργητικού του χαρτοφυλακίου είναι γνωστή.	Η επενδυτική στρατηγική δημοσιεύεται σε μηνιαίες αναφορές.
Χαμηλότερο κόστος διαχείρισης, καθώς παρακολουθούν παθητικά τους δείκτες.	Υψηλότερο κόστος διαχείρισης το οποίο προέρχεται από την λήψη επενδυτικών αποφάσεων.

Η διαπραγμάτευση των ETFs στην Γερμανία σημειώνει μεγάλη επιτυχία, ενώ 30 καινούργια actively managed funds, τα οποία θα βασίζονται σε διάφορους κλαδικούς δείκτες, αναμένεται να ξεκινήσουν διαπραγμάτευση στην αγορά ΧΤΦ ως το τέλος του 2001.

Η διαπραγμάτευση των ETFs πραγματοποιείται από τις 09:00 έως τις 20:00 στο ηλεκτρονικό σύστημα διαπραγμάτευσης Xetra. Ο τρόπος διαπραγμάτευσης είναι ίδιος με τον τρόπο διαπραγμάτευσης των μετοχών.

3.3.2.2 Euronext

Η αγορά του Euronext (δηλαδή η αγορά που προέκυψε από την συγχώνευση των Χρηματιστηρίων του Παρισιού, Άμστερνταμ και Βρυξελλών) για τα ETFs ονομάζεται NextTrack. Σήμερα περίπου 13 ETFs διαπραγματεύονται στο Euronext, τα οποία βασίζονται σε πανευρωπαϊκούς δείκτες όπως ο DJ Euro STOXX 50 LDRS και ο 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 ETFs αναφέρονται στον παρακάτω πίνακα (www.asyk.ase.gr, 2001):

Πίνακας 3.3: ETFs στο Euronext

Δείκτες	ETFs
DJ Euro STOXX 50	DJ Euro STOXX 50 LDRS
DJ STOXX 50	DJ STOXX 50 LDRS
CAC40 Index (Euronext Paris)	Master share CAC40
iBloomberg Eur. Telecoms	iBloomberg Eur. Telecoms
iBloomberg Eur. Pharmaceutic	iBloomberg Eur. Pharmaceutic
iBloomberg Eur. Financials	iBloomberg Eur. Financials
iBloomberg Eur. Technology	iBloomberg Eur. Technology
AEX Index (Euronext Amsterdam)	AEX Index eShare

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

3.3.2.3 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 (www.asyk.ase.gr, 2001):

Πίνακας 3.4: ETFs στην ExtraMARK

Δείκτες	ETFs
FTSE	iFTSE 100 iFTSE TMT iFTSE ExUK
Bloomberg	iBTelecoms iBTechnology iBFinancials iBPharmaceuticals
DOW JONES STOXX	DJ Euro STOXX 50 LDRS DJ STOXX 50 LDRS

3.3.2.4 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.

3.3.2.5 Σουηδία - OM

Στο χρηματιστήριο της Σουηδίας OM διαπραγματεύεται σήμερα μόνο ένα ETF, το XACTOMX το οποίο βασίζεται στον Σουηδικό δείκτη OMX.

3.4 ΔΟΜΗ ΤΩΝ ETFs

Όλα τα ETFs ακολουθούν τρεις βασικές νομικές δομές. Ακολουθεί μια σύντομη περιγραφή της καθεμίας από αυτές (www.ETFguide.com, 2003-2004).

§ ETFs - Ανοιχτού Τύπου:

ETFs με την συγκεκριμένη δομή επανεπενδύουν τα μερίσματα την στιγμή της παραλαβής τους και πληρώνουν αυτά σε τετραμηνιαία βάση. Επίσης τα ETFs με την συγκεκριμένη δομή, επιτρέπεται να χρησιμοποιούν παράγωγα και είναι εγγεγραμμένα στην Act 1940 που είναι επενδυτική εταιρεία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Γνωστά ETFs αυτής της δομής, είναι τα Ishares και τα κλαδικά SPDRS.

§ ETFs - Unit Investment Trust:

ETFs με την συγκεκριμένη δομή δεν επανεπενδύουν τα μερίσματα την στιγμή παραλαβής τους αλλά πληρώνουν αυτά σε τετραμηνιαία βάση. Προκειμένου να συμμορφωθούν με τους κανόνες της διαφοροποίησης, πολλές φορές παρεκκλίνουν από την ακριβή σύνθεση του δείκτη αναφοράς. Είναι επίσης εγγεγραμμένα στην Act 1940 που είναι επενδυτική εταιρεία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Γνωστά ETFs αυτής της δομής, είναι τα DIAMONDS, τα NASDAQ-100 QQQs και τα SPDRS.

§ ETFs - Grantor Trust:

ETFs με την συγκεκριμένη δομή διανέμουν τα μερίσματα απευθείας στους μεριδιούχους αλλά επιτρέπουν στους επενδυτές να διατηρούν τα δικαιώματα ψήφου τους πάνω στα υποκείμενα χρεώγραφα του Α/Κ. Η αρχική σύσταση του Α/Κ παραμένει σταθερή. Τα ETFs με την συγκεκριμένη δομή δεν είναι εγγεγραμμένα στην Act 1940 που είναι επενδυτική εταιρεία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Γνωστά ETFs αυτής της δομής, είναι τα HOLDRs της Merrill Lynch.

3.5 ΛΟΓΟΙ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ETFs

Τα ETFs, όπως έχει ήδη προαναφερθεί, είναι δεικτοποιημένα Α/Κ τα οποία διαπραγματεύονται όπως ακριβώς και οι μετοχές σε μεγάλα χρηματιστήρια. Θεωρούνται το πιο πρακτικό εργαλείο σε περίπτωση που κάποιος επιθυμεί να επενδύσει στην αγορά γρήγορα και φθηνά χωρίς μεγάλο ρίσκο. Δίνουν στον επενδυτή την δυνατότητα επιλογής κάποιου συγκεκριμένου τομέα χωρίς την ανάγκη λεπτομερούς έρευνας.

Όλοι οι βασικοί δείκτες έχουν ETFs που στηρίζονται σε αυτούς. Κάποιοι από αυτούς είναι (www.etfzonestaff.com,2003-2004):

§ Ο Dow Jones Industrial Average

§ Ο Standard & Poor 500

§ Ο Nasdaq κ.α

Υπάρχουν διαθέσιμα ETFs για μεγάλες και μικρές αμερικάνικες εταιρείες, για επενδύσεις σε ακίνητα, για διεθνείς μετοχές, για ομόλογα ακόμα και για χρυσό.

Τα ETFs διαφέρουν σημαντικά από τα παραδοσιακά Α/Κ, τα οποία δεν διαπραγματεύονται στην διάρκεια της ίδιας ημέρας. Τα παραδοσιακά Α/Κ δέχονται εντολές κατά την διάρκεια των ωρών διαπραγμάτευσης, αλλά οι συναλλαγές γίνονται στο κλείσιμο της αγοράς. Έτσι η αναφερόμενη αξία κάθε ημέρας είναι το σύνολο των τιμών κλεισίματος των μετοχών που απαρτίζουν το κάθε Α/Κ. Αυτό όμως δεν ισχύει για τα ETFs, τα οποία διαπραγματεύονται καθόλη την διάρκεια της ημέρας και επιτρέπουν έτσι στον επενδυτή να "κλειδώσει" την τρέχουσα τιμή των μετοχών που απαρτίζουν κάθε ETF.

Τα ETFs είναι οικονομικά και συμφέρει να τα αγοράσει κανείς μακροπρόθεσμα. Τα ετήσια έξοδα είναι περίπου το 0.09% της αξίας της επένδυσης σε αντίθεση με αυτά των παραδοσιακών Α/Κ που ανέρχονται στο 1.4%. Παρά το γεγονός ότι οι επενδυτές πρέπει να πληρώσουν προμήθεια στον χρηματιστή τους προκειμένου να αγοράσουν ETFs, συχνά οι εκπτώσεις που χορηγούν οι χρηματιστές κάνουν την συγκεκριμένη δαπάνη σχεδόν αμελητέα κυρίως για τις μεγάλες συναλλαγές. Επιπλέον, τα ETFs δεν έχουν σημαντικές φορολογικές επιπτώσεις, μπορούν να αγοραστούν στο περιθώριο ασφαλείας ενώ η δυνατότητα εξάσκησης προαιρετικών δικαιωμάτων που στηρίζονται σε αυτά επιτρέπει την δημιουργία πολλαπλών αμυντικών (ή κερδοσκοπικών) στρατηγικών.

Τα ETFs είναι αρκετά πιο πολύπλοκα από τα παραδοσιακά Α/Κ. Ο συνδυασμός των επενδυτών, χρηματιστών, διαχειριστών χρημάτων και ειδικών της αγοράς τα κάνουν πολύ πιο συναρπαστικά. Νομικά, τα ETFs είναι μια κατηγορία Α/Κ αφού εμπίπτουν σε πολλούς από τους κανόνες που η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει θεσπίσει για τα παραδοσιακά Α/Κ. Ωστόσο, η διαφορετική τους δομή υποδηλώνει ότι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει επιβάλλει διαφορετικές απαιτήσεις αναφορικά με τον τρόπο αγοραπωλησίας τους συγκριτικά με αυτόν των παραδοσιακών Α/Κ.

Ουσιαστικά, τα ETFs είναι δεικτοποιημένα Α/Κ και αυτό σημαίνει ότι οι επενδυτές χρειάζεται να γνωρίζουν την φιλοσοφία επένδυσης σε δείκτη πριν αποφασίσουν να τα επιλέξουν.

3.6 ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΩΝ ETFs

3.6.1 Σχέση Τιμής ETF και Τιμής Δείκτη

Η τιμή ενός ETF σχετίζεται συνήθως με ένα ποσοστό της τιμής του δείκτη πάνω στον οποίο βασίζεται η δημιουργία του. Ο παρακάτω πίνακας δείχνει την σχέση μεταξύ της τιμής ενός ETF και το ποσοστό που καταλαμβάνει σε σχέση με την τιμή του συγκεκριμένου δείκτη για τα σημαντικότερα αμερικάνικα ETFs (www.asyk.ase.gr, 2001).

Πίνακας 3.5: Σχέση τιμής ETF και τιμής δείκτη

ETFs	Σχέση μεταξύ τιμής ETF και τιμής δείκτη
QQQ (Nasdaq-100 Index Tracking Stock)	1/40
SPDRs (S&P Depository Receipts)	1/10
Mid Cap SPDRs (S&P MidCap 400 Depository Receipts)	1/5
Select Sector SPDRs (Select Sector SPDR funds)	1/10
DIAMONDS (The Dow Jones Industrial Average)	1/100
iShares (Barkley's Global investors)	Ποικίλει
HOLDRs (Merill Lynch)	Ποικίλει

Για παράδειγμα αν η αξία του δείκτη NASDAQ-100 είναι στις 4.200 μονάδες, τότε η τιμή του QQQ θα είναι \$105 ανά μερίδιο, το 1/40 της αξίας του δείκτη.

3.6.2 Δημιουργία ETF στις Η.Π.Α

Στις Η.Π.Α, όπως και στην Ευρώπη, η δευτερογενής αγορά για τα ETFs είναι παρόμοια με αυτή των μετοχών. Τα ETFs διαπραγματεύονται μέσω του συστήματος συναλλαγών, και όπως και για τις μετοχές η προσφορά και η ζήτηση καθορίζουν την τιμή τους. Επίσης, τα ETFs εκκαθαρίζονται κανονικά με τις ίδιες διαδικασίες όπως και οι μετοχές.

Αυτό που έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον είναι η πρωτογενής αγορά των ETFs. Παρακάτω παρουσιάζεται η διαδικασία δημιουργίας ενός ETF στις Η.Π.Α.

Για την δημιουργία ενός ETF, συμμετέχουν οι παρακάτω οντότητες (www.asyk.ase.gr, 2001):

- § Trust: Το σύνολο του επενδυτικού κεφαλαίου από το οποίο πηγάζει το ETF. Το trust χωρίζεται σε μερίδια. Το κάθε μερίδιο αντιπροσωπεύει ένα ETF.
- § Χορηγός (Sponsor): Η εταιρεία η οποία συγκεντρώνει το trust και εκδίδει τα ETFs.
- § Δείκτης: Ο δείκτης του οποίου την πορεία ακολουθεί ένα ETF.

- § Μονάδα Δημιουργίας (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 παραγγέλνει για λογαριασμό του από τον sponsor την δημιουργία ενός ή περισσότερων Creation Unit.
- § Distributor: Η εταιρεία η οποία 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 creation units.
- § Θεματοφύλακας (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 απλοποιημένο παράδειγμα:

Ο creator (ο οποίος είναι συνήθως μεγάλη επενδυτική εταιρία ή θεσμικός επενδύτης), θα ήθελε να κατέχει 50.000 μερίδια ενός ETF, τα οποία να ακολουθούν την απόδοση του δείκτη Dow Jones Industrial Average (DJIA).

Ο creator θα κάνει αίτηση στον distributor για την δημιουργία 1 creation unit (υποθέτουμε ότι για το συγκεκριμένο ETF το κάθε creation unit αποτελείται από 50.000 ETFs), 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 DJI A και η αξία του οποίου θα είναι ικανή για την δημιουργία 1 creation unit. Οι μετοχές και ο αριθμός αυτών που χρειάζεται για την δημιουργία 1 creation unit δημοσιεύεται κάθε ημέρα μετά την λήξη της συνεδρίασης, στο χρηματιστήριο εκείνο στο οποίο το συγκεκριμένο ETF διαπραγματεύεται.

Με την δημιουργία κάθε creation unit αυτομάτως τα ETFs που το αποτελούν εγγράφονται σαν άυλοι τίτλοι στο σύστημα εκκαθάρισης των Η.Π.Α και μπορούν να διαπραγματευθούν και να εκκαθαριστούν σαν μετοχές.

3.6.2.1 Καθαρή Αξία του Ενεργητικού

Ο creator αγοράζει κάθε ETF στην εκάστοτε Καθαρή Αξία Ενεργητικού (Net Asset Value - NAV). Η NAV κάθε ETF είναι η διαφορά του ενεργητικού από το παθητικό του trust, δια τον αριθμό των υφιστάμενων μετοχών.

Το ενεργητικό του trust αποτελείται κυρίως από την αξία των μετοχών. Έτσι, η NAV κάθε ETF αλλάζει συνεχώς κατά την διάρκεια της διαπραγμάτευσης των μετοχών εφόσον οι τιμές των μετοχών συνεχώς μεταβάλλονται.

Άρα, οι creators πρέπει να έχουν υπ' όψιν τους ότι η αξία της συνολικής διαπραγμάτευσης 50.000 ETF στην δευτερογενή αγορά είναι πιθανόν να έχει διαφορετική αξία από την NAV ενός creation unit των ίδιων 50.000 μεριδίων του ETF όταν αυτό δημιουργήθηκε. Εξαιτίας της προσφοράς και της

ζήτησης η αγοραία αξία ενός ETF μπορεί να είναι μικρότερη ή μεγαλύτερη από την NAV του ETF την μέρα που αυτό δημιουργήθηκε.

Η NAV κάθε ETF δημοσιεύεται από τον Trustee στο τέλος κάθε συνεδρίασης. Επειδή τα ETF έχουν σαν χαρακτηριστικό ότι ακολουθούν τις αποδόσεις κάποιου δείκτη, η τιμή τους δεν μπορεί να διαμορφώνεται ανεξέλεγκτα και ανεξάρτητα από τις αποδόσεις του δείκτη που ακολουθούν. Έτσι, δεν παρατηρούνται μεγάλες αποκλίσεις της αγοραίας τιμής ενός ETF από τη NAV του. Οι αποκλίσεις φτάνουν συνήθως έως $\pm 2\%$. Σε ορισμένα μάλιστα χρηματιστήρια (π.χ. Ελβετικό), οι market makers των ETF δεν μπορούν να δώσουν τιμές που να διαφέρουν περισσότερο από $\pm 1\%$ από τη NAV η οποία υπολογίζεται από το σύστημα κάθε 15 δευτερόλεπτα.

3.6.2.2 Εξαγορά ενός ETF

Τα ETFs μπορούν να εξαργυρωθούν (be redeemed) από τον sponsor και τον trustee πάλι ανά creation unit. Ο κάτοχος ενός ή περισσότερων creation units μπορεί να τα δώσει πίσω στον sponsor και αυτός να του τα εξαργυρώσει δίνοντας του τις μετοχές και τα χρήματα τα οποία αντιστοιχούν σε κάθε creation unit την ώρα της εξαγοράς.

3.6.2.3 Προσαρμογή της Αξίας του Portfolio Deposit

Επειδή ο στόχος κάθε ETF είναι να ακολουθεί τις αποδόσεις ενός δείκτη, τότε διάφορες αλλαγές στη διάθρωση του δείκτη επιφέρουν αλλαγές και στην διάθρωση του portfolio deposit. Ο trustee ελέγχει περιοδικά ή όποτε χρειαστεί το trust και το προσαρμόζει αναλόγως με τις αλλαγές που τυχόν

έχουν γίνει στις μετοχές ή στο βάρος των μετοχών που απαρτίζουν τον δείκτη. Συνήθως οι αλλαγές αυτές έχουν να κάνουν με τη έκδοση νέων μετοχών (stock splits) ή με διάφορες άλλες εταιρικές πράξεις (corporate actions).

3.6.2.4 Διανομή Μερισματος και Δικαίωμα Ψήφου

Ο trustee είναι υποχρεωμένος ανά τακτά χρονικά διαστήματα (συνήθως 2 φορές τον χρόνο) να διανέμει τα μερίσματα που τυχόν έχουν δώσει οι υποκείμενες μετοχές του ETF. Ο trustee αθροίζει την αξία των μερισμάτων και την διανέμει στους κατόχους των ETF αναλόγως με τον αριθμό των μεριδίων του ETF που έχει ο κάθε κάτοχος.

Οι κάτοχοι των μεριδίων ενός ETF δεν έχουν δικαίωμα ψήφου στις γενικές συνελεύσεις των εταιρειών που απαρτίζουν ένα δείκτη. Αντιθέτως, αυτό το δικαίωμα το έχει ο trustee ο οποίος έχει στην κατοχή του το portfolio deposit.

3.6.2.5 Τερματισμός των ETFs

Στην Αμερική κάθε ETF έχει και μια συγκεκριμένη ημερομηνία λήξης. Σε αυτή την ημερομηνία ο sponsor υποχρεούται να εξαργυρώσει όλα τα ETF για λογαριασμό των επενδυτών οι οποίοι τα έχουν εκείνη την στιγμή στην κατοχή τους. Ο sponsor θα αποσύρει τα ETF που κυκλοφορούν στην αγορά και θα μοιράσει στους κατόχους αυτών ένα portfolio με τις μετοχές (ή χρήματα) που απαρτίζουν τον δείκτη που ακολουθούσε κάθε ETF.

Συνήθως τα ETF στην Αμερική, έχουν 2 προϋποθέσεις κάτω από τις οποίες ένα ETF είναι υποχρεωμένο να λήξει. Αυτές είναι:

- § Μια συγκεκριμένη μακρινή ημερομηνία (π. χ. 4 Μαρτίου 2183).
- § Μέσα σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο (π.χ. 20 χρόνια) από τον θάνατο του τελευταίου επιζώντα από έναν αριθμό συγκεκριμένων προσώπων (π.χ. 15), που αναγράφονται κατά την πρώτη δημιουργία ενός ETF.

Επίσης τα ETFs έχουν 2 προϋποθέσεις κάτω από τις οποίες δύναται (χωρίς να είναι υποχρεωτικό) να λήξουν. Αυτές είναι:

- § Όταν η συνολική αξία του trust φτάσει σε ένα συγκεκριμένο ελάχιστο.
- § Όταν η συνολική αξία του trust φτάσει σε ένα συγκεκριμένο μέγιστο.

3.6.3 Δημιουργία ETF στην Ευρώπη

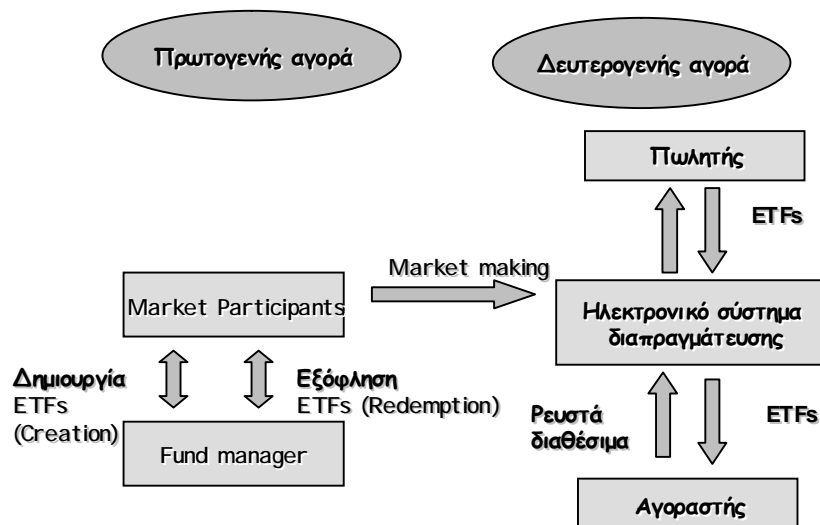
Η διαδικασία της δημιουργίας των ETFs στην Ευρώπη είναι παρόμοια με την διαδικασία δημιουργίας τους στην Αμερική με την διαφορά ότι δεν υπάρχει distributor. Πιο συγκεκριμένα, τα μέλη που συμμετέχουν στην διαδικασία, από την δημιουργία έως την τελική στιγμή της διαπραγμάτευσης ενός ETF στη Ευρώπη και συγκεκριμένα στο Euronext είναι (www.asyk.ase.gr, 2001):

- § Διαχειριστής κεφαλαίου (fund manager): Είναι η εταιρεία η οποία συγκεντρώνει το επενδυτικό κεφάλαιο και εκδίδει τα ETFs. Ταυτόσημη με την έννοια του sponsor στην Αμερική.
- § Market participants: Είναι οι διάφορες επενδυτικές εταιρίες οι οποίες παραγγέλνουν από τον fund manager την δημιουργία ενός ή

περισσότερων ETFs. Ταυτόσημη με την έννοια του creator στην Αμερική.

§ Market makers: Κατά την διαπραγμάτευση των ETFs οι market makers δίνουν ταυτόχρονες εντολές αγοράς και πώλησης (quotes) σε μια ελάχιστη ποσότητα (minimum volume). Με αυτό τον τρόπο οι market makers παρέχουν ρευστότητα στην αγορά και εξασφαλίζουν ότι οι επενδυτές θα μπορούν ανά πάσα στιγμή να αγοράσουν ή να πωλήσουν τα ETFs που επιθυμούν. Η διαφορά δηλαδή μεταξύ των market participants και των market makers είναι ότι οι πρώτοι δραστηριοποιούνται στην πρωτογενή αγορά ενώ οι δεύτεροι στην δευτερογενή αγορά. Πολλές φορές οι market participants μπορούν να λειτουργούν και ως market makers.

Η σχέση μεταξύ πρωτογενούς και δευτερογενούς αγοράς καθώς και οι συμμετέχοντες σε αυτές παρουσιάζονται στο παρακάτω σχήμα:

Σχήμα 3.1: Δημιουργία και διαπραγμάτευση ETFs

Ο υπολογισμός της NAV και η δημιουργία των ETFs είναι αντίστοιχη με αυτή της Αμερικής. Ακολουθεί το παρακάτω παράδειγμα:

Έστω ότι ένα ETF παρακολουθεί την πορεία ενός συγκεκριμένου δείκτη που αποτελείται από 10 εταιρείες. Κάθε εταιρία συμμετέχει στον δείκτη με βάση ένα σταθμισμένο αριθμό μετοχών. Όπως έχει ήδη αναφερθεί τα ETFs μπορούν να δημιουργηθούν μόνο ως πακέτα (creation units). Προκειμένου να υπολογιστεί η NAV, ακολουθείται η παρακάτω διαδικασία από τον fund manager στο τέλος κάθε ημέρας διαπραγμάτευσης:

Πίνακας 3.6: Παράδειγμα Υπολογισμού NAV

Όνομα εταιρίας	Σταθμισμένος αριθμός μετοχών (*)	Αξία κτήσης (βασισμένη στην τιμή κλεισίματος κάθε μετοχής)
Ε1	123	1.230
Ε2	125	1.875
Ε3	53	1.060
Ε4	438	3.504
Ε5	27	324
Ε6	75	2.625
Ε7	57	1.311
Ε8	215	860
Ε9	351	1.053
Ε10	49	2.205
Σύνολο μετοχών	1.513	
Σύνολο αξίας μετοχών		16.047
Μετρητά (**)		253
Σύνολο Ενεργητικού		16.300
Σύνολο Παθητικού		(200)
Καθαρή αξία ενεργητικού		16.100

Η NAV ενός ETF ισούται με το σύνολο του ενεργητικού, μείον το σύνολο του παθητικού, διαιρεμένη με ένα creation unit (100 ETF) στο συγκεκριμένο παράδειγμα.

Για την απόκτηση ενός creation unit (100 ETF) ο market participant πρέπει να παραδώσει στον fund manager τις μετοχές οι οποίες απαρτίζουν το Creation unit (123 E1, 125 E2....49 E10) καθώς και τα μετρητά.

Η εξόφληση των ETF πραγματοποιείται και πάλι ανά creation unit. Ο κάτοχος ενός creation unit το δίνει πίσω στον fund manager και σε αντάλλαγμα παίρνει πίσω τις μετοχές και τα μετρητά που αντιστοιχούν σε ένα creation unit την ώρα της εξαγοράς.

Σημείωση:

(*): Αριθμός μετοχών που απαιτούνται ώστε το ειδικό βάρος κάθε μετοχής να είναι αντίστοιχο με το ειδικό βάρος της μετοχής στο δείκτη που παρακολουθεί το ETF. Για παράδειγμα, ο αριθμός των μετοχών της μετοχής E1 δια του συνολικού αριθμού μετοχών του ETF, $123 / 1.513 = 8.13\%$, πρέπει να ίσο είναι το ποσοστό στάθμισης της μετοχής E1 στο δείκτη ου παρακολουθεί το ETF.

(**): Τα μετρητά αποτελούνται από τα μερίσματα καθώς και ένα ποσό στρογγυλοποίησης που προσθέτεται ώστε να προκύψει ακέραιος αριθμός ETFs.

3.7 ΑΓΟΡΑΣΤΕΣ ΤΩΝ ETFs

Επειδή κανένας δεν μπορεί με βεβαιότητα να εντοπίσει ποιοι αγοράζουν ETFs, θα ακολουθήσει μια προσπάθεια χρησιμοποιώντας στοιχεία που προκύπτουν από διάφορες πρόσφατες έρευνες.

Με βάση λοιπόν αυτά τα στοιχεία, προκύπτουν τέσσερις ομάδες “κλειδιά” οι οποίες θεωρούνται υπεύθυνες για την ανάπτυξη και την αύξηση της δημοτικότητας των ETFs. Οι ομάδες αυτές είναι οι εξής (www.optionsguy.com, 2003):

§ Θεσμικοί επενδυτές:

Αυτή η ομάδα ήταν ίσως η πρώτη που έδειξε ενδιαφέρον για επενδύσεις σε ETFs. Εκτός από το ότι διαθέτουν αρκετά μετρητά, οι θεσμικοί επενδυτές μάλλον αντιλαμβάνονται γρηγορότερα τις προοπτικές μιας επένδυσης από ότι οι μεμονωμένοι επενδυτές. Σε γενικές γραμμές, η ομάδα αυτή αποτελείται από: ασφαλιστικές εταιρείες, συνταξιοδοτικά ταμεία, οργανισμούς κρατικών υποτροφιών και πολλές φορές και από απλούς αλλά έμπειρους διαχειριστές χρημάτων.

§ Χρηματοοικονομικοί Σύμβουλοι ως αντιπρόσωποι των πελατών τους:

Ένας ολόένα και μεγαλύτερος αριθμός χρηματοοικονομικών συμβούλων χρησιμοποιούν τα πλεονεκτήματα των ETFs προς όφελος των πελατών τους. Καθώς η συγκεκριμένη ομάδα επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό ένα σημαντικό αριθμό πελατών, ολόένα και περισσότερες επενδυτικές εταιρείες ενδιαφέρονται να βοηθήσουν τους χρηματοοικονομικούς συμβούλους, παρέχοντάς τους εργαλεία σχεδιασμού και οργάνωσης. Οι χρηματοοικονομικοί σύμβουλοι χρησιμοποιούν αυτά τα εργαλεία για την καλύτερη εξυπηρέτηση των πελατών τους. Δεν είναι ξεκάθαρος ο λόγος ακόμα, ίσως για φορολογικούς σκοπούς ή επειδή παρέχουν μια απλή λύση στην κατανομή του

εισοδήματος, τα περισσότερα ETFs συνήθως συναντώνται σε χαρτοφυλάκια διαχειριζόμενα από χρηματοοικονομικούς συμβούλους.

§ Χρηματιστές:

Είναι γεγονός, ότι διαφορετικοί χρηματιστές προτιμούν διαφορετικά επενδυτικά εργαλεία. Άλλοι προτιμούν τις μετοχές, άλλοι τα ομόλογα και άλλοι επικεντρώνουν την προσοχή τους σε συγκεκριμένους δείκτες. Οι τελευταίοι είναι αυτοί που ευθύνονται για την αύξηση της δημοτικότητας των ETFs. Συχνά χρησιμοποιούν ETFs για διαπραγμάτευση σε δείκτες ή για αντιστάθμιση του κινδύνου. Έτσι, το μεγαλύτερο κομμάτι της καθημερινής χρήσης των ETFs οφείλεται σε αυτούς.

§ Μεμονωμένοι επενδυτές:

Αυτή η ομάδα είναι και η δυσκολότερη για ανάλυση. Η πιο λογική προσέγγιση είναι ότι αποτελείται από χειραφετημένους και έμπειρους μεμονωμένους επενδυτές που τους αρέσει να επενδύουν και να ασχολούνται με νέα επενδυτικά προϊόντα και υπηρεσίες που θα τους βοηθήσουν να επιτύχουν τους επιχειρηματικούς τους στόχους. Είναι συνήθως πολύ προσηλωμένοι σε αυτούς τους στόχους, εξαιρετικά μορφωμένοι και δεν τους ενοχλεί η ανάληψη υπολογίσιμου κινδύνου. Τους αρέσει να έχουν πλήρη έλεγχο των επενδύσεών τους και όχι να στηρίζονται σε άλλους. Στο προφίλ αυτό ταιριάζουν επιχειρηματίες, στελέχη επιχειρήσεων και γόνοι πλούσιων οικογενειών.

Το επόμενο "κύμα" ανάπτυξης των ETFs εκτιμάται ότι θα στηριχθεί κυρίως στους χρηματοοικονομικούς σύμβουλους και στους μεμονωμένους επενδυτές. Οι συγκεκριμένες ομάδες φαίνεται πως ήδη αντιλαμβάνονται την αξία των ETFs και αξιοποιούν πλήρως τα πλεονεκτήματα που απορρέουν από αυτά. Αυτό άλλωστε πιστοποιούν και οι διάφορες οικογένειες ETFs, οι οποίες έχουν εντείνει τις διαφημιστικές τους προσπάθειες προκειμένου να προσεγγίσουν τις προαναφερόμενες ομάδες επενδυτών.

3.8 ΟΦΕΛΗ ΓΙΑ ΘΕΣΜΙΚΟΥΣ & ΜΕΜΟΝΩΜΕΝΟΥΣ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ

Τα ETFs προσφέρουν στους επενδυτές την δυνατότητα να (www.exchangetradedfunds.com,2004):

- § Δεσμευτούν άμεσα σε μια διαφοροποιημένη και ευέλικτη επένδυση.
- § Ενταχθούν σε μια ολόκληρη αγορά ή σε έναν δείκτη, έχοντας μια και μόνο επένδυση.
- § Εδραιώσουν μια θέση σε ένα σχετικό χαρτοφυλάκιο μετοχών μεγάλης κεφαλαιοποίησης.
- § Κερδίσουν από προϊόντα που διαθέτουν ένα ελκυστικό προφίλ κινδύνου/απόδοσης.
- § Αγοράζουν και να πωλούν στην διάρκεια των ωρών της ημερήσιας διαπραγμάτευσης.
- § Λαμβάνουν τακτικά μερίσματα.

Ειδικότερα, για τους θεσμικούς επενδυτές τα ETFs έχουν πολλές και διαφορετικές χρήσεις όπως (www.benchmarkfunds.com,2001):

- § Επένδυση χρημάτων που προορίζονταν για αγορά μετοχών σε μια νέα διαφορετικού τύπου επένδυση.
- § Διαχείριση έκθεσης κινδύνου.
- § Πρόσβαση σε παγκόσμιες αγορές.

Για όλους τους παραπάνω λόγους ολοένα και περισσότεροι επενδυτές στρέφονται στα ETFs.

3.9 ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ETFs

Τα τρία βασικότερα κριτήρια που χρησιμοποιούνται για την επιλογή ενός ETF ανάμεσα σε δεκάδες άλλα είναι τα εξής (www.chebucto.ns.ca,2000):

§ Δείκτης εξόδων διαχείρισης:

Τα ETFs ουσιαστικά επιτυγχάνουν τις ίδιες αποδόσεις με αυτές του δείκτη που ακολουθούν μειωμένες κατά το ποσό των εξόδων διαχείρισης. Για το λόγο αυτό, τα χαμηλά έξοδα διαχείρισης αποτελούν καθοριστικό παράγοντα επιλογής ενός ETF.

§ Υποκείμενος δείκτης:

Διαφορετικά ETFs χρησιμοποιούν διαφορετικούς δείκτες της ίδιας αγοράς ως σημείο αναφοράς, δίνοντας έτσι στον επενδυτή την δυνατότητα επιλογής του δείκτη που επιθυμεί. Οι ειδικοί στις επενδύσεις σε δείκτες προτείνουν τους δείκτες εκείνους που συμπεριλαμβάνουν τις περισσότερες επιχειρήσεις αλλά αυτό μπορεί να οδηγήσει τον επενδυτή στην επιλογή ενός δυσνόητου δείκτη που δεν ταιριάζει καθόλου στο επενδυτικό του προφίλ. Για το λόγο αυτό, ο δείκτης που ακολουθεί το ETF διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην επιλογή του, αφού κανείς δεν θα ήθελε να επενδύσει σε έναν άγνωστο δείκτη με πολλές μεν επιχειρήσεις αλλά που οι αποδόσεις του δεν εμφανίζονται ποτέ στις στήλες των εφημερίδων. Αυτό που πρέπει να υπάρχει είναι μια ισορροπία μεταξύ του εύρους των επιχειρήσεων που καλύπτει ο δείκτης και της διαφάνειάς του.

§ Ρευστότητα:

Υπάρχουν ETFs που μπορεί να περάσει μια ολόκληρη ημέρα χωρίς να γίνει καμία συναλλαγή των μεριδίων τους. Η έλλειψη ρευστότητας μπορεί να αποτελέσει σημαντικό πρόβλημα αν κάποιος πρέπει να πουλήσει ή αν επιθυμεί να δώσει μια εντολή σε κάποια συγκεκριμένη στιγμή της ημέρας.

3.10 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ - ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ETFs

3.10.1 Πλεονεκτήματα ETFs

Η επένδυση σε ETFs παρουσιάζει τα εξής πλεονεκτήματα (Mc Clatchy Will, Jim Wiant, 2001, σελ.58-62):

3.10.1.1 Φορολογικές Διευκολύνσεις

Τα ETFs, όπως γενικά τα δεικτοποιημένα Α/Κ, τείνουν να προσφέρουν μεγαλύτερα φορολογικά οφέλη επειδή δημιουργούν λιγότερα κεφαλαιακά κέρδη εξαιτίας του χαμηλού τζίρου των μετοχών που περιέχονται στο χαρτοφυλάκιο. Γενικά, ένα ETF πουλάει μετοχές για να απεικονίσει αλλαγές του υποκείμενου δείκτη. Η διαπραγμάτευση των ETFs στο χρηματιστήριο αυξάνει επίσης τις φορολογικές ελαφρύνσεις. Οι επενδυτές που επιθυμούν να ρευστοποιήσουν τις μετοχές σε ένα ETF απλά τις πωλούν σε άλλους επενδυτές μέσω του χρηματιστηρίου. Εξαιτίας αυτής της ενιαίας δομής, τα ETFs δεν είναι απαραίτητο να πουλάνε μετοχές για να ικανοποιήσουν τις ροές μετρητών των επενδυτών, που πιθανώς δημιουργούν φορολογικές υποχρεώσεις κεφαλαιακών κερδών για τους επενδυτές που παραμένουν. Ο επενδυτής πρέπει να έχει στο νου του ότι η πώληση ενός ETF θα δημιουργήσει κεφαλαιακά κέρδη/ζημιές, ρευστοποιώντας μετοχές.

3.10.1.2 Χαμηλότερα Κόστη

Τα κόστη μπορούν να έχουν μία σημαντική επιρροή στις αποδόσεις των επενδυτών. Γενικά, τα ETFs έχουν σημαντικά χαμηλότερους ετήσιους δείκτες εξόδων από τα άλλα επενδυτικά προϊόντα. Τα ETFs είναι λιγότερο πιθανό να απαιτήσουν υψηλές προμήθειες διοικήσεως γιατί είναι δεικτοποιημένα όχι “ενεργώς” διοικούμενα. Από τότε που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο, τα ETFs είναι απαλλαγμένα από το κόστος του να πρέπει να αγοράσουν και να πουλήσουν μερίδια για να διευθετήσουν αγορές και εξαγορές μεριδιούχων. Φυσικά, ένας επενδυτής που πουλάει μερίδια ETF μπορεί να πετύχει κεφαλαιακά κέρδη ή ζημιές, όπως με τις κοινές μετοχές. Αγορές ή πωλήσεις των ETFs υπόκεινται σε χρηματιστηριακές προμήθειες.

3.10.1.3 Διαφάνεια

Τα ETFs έχουν γενικά σχεδιαστεί έτσι ώστε να αναδιπλώνουν τα υπάρχοντά τους και να ανταποκρίνονται στην πορεία και την απόδοση του υποκείμενου δείκτη τους.

3.10.1.4 Ευελιξία αγοράς και πώλησης

Επειδή τα ETFs διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο μπορούν να:

- αγοραστούν και να πωληθούν στις τιμές της αγοράς κατά τη διάρκεια της ημέρας
- αγοραστούν στο όριο
- προπωληθούν

- διαπραγματευτούν χρησιμοποιώντας απαγορευτικές και περιοριστικές εντολές, οι οποίες επιτρέπουν στους επενδυτές να προσδιορίζουν τα επίπεδα τιμής στα οποία είναι διατεθειμένοι να διαπραγματευτούν.

3.10.1.5 Συνεχής παρακολούθηση και διαπραγμάτευση

Τα ETFs τιμολογούνται και διαπραγματεύονται κατά τη διάρκεια της ημέρας και δεν περιορίζονται σε μία μόνο διαπραγμάτευση στο τέλος κάθε ημέρας. Και επειδή ακριβώς η τιμολόγηση των ETFs είναι συνεχής στη διάρκεια των ωρών διαπραγμάτευσης, οι επενδυτές δεν είναι πάντα σε θέση να αποκτούν τιμές μεριδίων του τελευταίου λεπτού από τον χρηματιστή τους ή τον χρηματοοικονομικό τους σύμβουλο.

3.10.1.6 Διαφοροποίηση

Επειδή κάθε ETF αποτελείται από ένα καλάθι μετοχών, παρέχει έμφυτα διαφοροποίηση σε έναν ολόκληρο δείκτη. Επιπρόσθετα, ο επεκτεινόμενος κόσμος των ETFs που είναι διαθέσιμα στο Αμερικάνικο χρηματιστήριο, προσφέρει πρόσβαση σε μία διαφορετική ποικιλία αγορών που περιλαμβάνει:

- Δείκτες ευρείας βάσης (όπως συνολικής αγοράς, μεγάλης και μικρής κεφαλαιοποίησης)
- Διεθνείς δείκτες ευρείας βάσης και συγκεκριμένους τοπικούς δείκτες (όπως Ευρώπης, EAFE και Ιαπωνίας)
- Συγκεκριμένους βιομηχανικούς-κλαδικούς δείκτες (όπως υγείας, ενέργειας, ακινήτων)

3.10.1.7 Μερισματικές ευκαιρίες

Τα μερίσματα πληρώνονται από τις εταιρείες που ανήκουν σε ένα ETF και διανέμονται στους κατόχους των ETFs. Φυσικά δε θα πληρώσουν όλες οι εταιρείες μερίσματα. Με βάση την παρελθοντική πορεία τους, μικρή έως και καμία διανομή μερισμάτων αναμένεται από συγκεκριμένα ETFs. Μπορεί επίσης να υπάρξουν ευκαιρίες για μερισματική επανεπένδυση.

3.10.1.8 Ευρεία ποικιλία επενδυτικών στρατηγικών

Οι επενδυτές μπορούν να κεφαλαιοποιούν με την άνεση και την ευελιξία των ETFs και να επιδιώκουν μια μεγάλη ποικιλία επενδυτικών στρατηγικών.

3.10.1.9 Κεντρική επένδυση

Οι επενδυτές μπορούν να χρησιμοποιούν τα ETFs σαν την κεντρική επένδυση του χαρτοφυλακίου τους. Η αγορά των μεριδίων σε ένα μεμονωμένο ETF μπορεί να προσφέρει ευρεία πρόσβαση στην αγορά μετοχών ενός χαρτοφυλακίου των 500, 1000 ή ακόμα και 5000 μετοχών, για μια μακροχρόνια διατήρηση που είναι εύκολο να εδραιωθεί και να εντοπιστεί, είναι φθηνή και προσφέρει φορολογικές διευκολύνσεις.

3.10.1.10 Διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου

Τα ETFs πραγματικά καλύπτουν κάθε κομμάτι της αγοράς των μετοχών, παρέχοντας έναν εύκολο και άνετο τρόπο κλαδικής ή διεθνούς πρόσβασης σε ένα κεντρικό χαρτοφυλάκιο.

3.10.1.11 Αντιστάθμιση

Τα ETFs μπορούν να προπωληθούν και να αγοραστούν στο όριο, γεγονός που επιτρέπει στρατηγικές διαχείρισης κινδύνου στους μεμονωμένους επενδυτές, οι οποίες ήταν κάποτε διαθέσιμες μόνο σε μεγάλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Για παράδειγμα, τα ETFs μπορούν να προπωληθούν προκειμένου να αντισταθμίσουν μία κεντρική μετοχή ή ένα χαρτοφυλάκιο Α/Κ. Αυτό επιτρέπει στους επενδυτές να διατηρούν το χαρτοφυλάκιό τους άθικτο ενώ παράλληλα το προστατεύουν από τις ζημιές της αγοράς. Σε μια μειούμενη αγορά, τα κέρδη από μια θέση short μπορούν να αντισταθμίσουν κάποιες από τις ζημιές ενός χαρτοφυλακίου (οι επενδυτές είναι υποχρεωμένοι να κάνουν διακανονισμούς για δανεισμό χρεωγράφων πριν προπωλήσουν). Άλλες υπάρχουσες επιλογές, διαθέσιμες με κάποια προϊόντα των ETFs, παρέχουν επίσης ευκαιρίες για επιπρόσθετη αντιστάθμιση ή για αύξηση του εισοδήματος. Οι επενδυτές μπορούν να επικοινωνήσουν με τον χρηματιστή τους σχετικά με τις απαιτήσεις του αρχικού ορίου και του ορίου διατήρησης.

3.10.1.12 Διαχείριση μετρητών

Τα ETFs έχουν συχνά χρησιμοποιηθεί στην “μετοχοποίηση” μετρητών, παρέχοντας έναν τρόπο στους επενδυτές να τοποθετήσουν μετρητά ενεργά

στην αγορά ή να διατηρήσουν στόχους κατανομής, καθορίζοντας παράλληλα τις μακροχρόνιες επενδύσεις τους.

3.10.1.13 Εξισορρόπηση

Οι επενδυτές μπορούν να προσαρμόσουν τις θέσεις των ETFs κάθε στιγμή στην διάρκεια της διαπραγματευτικής ημέρας, χωρίς προμήθειες ή βραχυχρόνιους περιορισμούς. Όμως οι συνήθεις χρηματιστηριακές προμήθειες υπάρχουν.

3.10.1.14 Στρατηγική φοροαπαλλαγής

Ένας επενδυτής μπορεί να πουλήσει μια μετοχή που δεν πηγαίνει καλά και να ισχυριστεί μια φοροαπαλλαγή, διατηρώντας όμως την πρόσβαση στον κλάδο της, επενδύοντας σε ένα ETF.

Ο παρακάτω πίνακας δείχνει ποια χαρακτηριστικά των ETFs θεωρούνται πιο πλεονεκτικά:

Πίνακας 3.7: Βασικοί λόγοι για πιθανή επένδυση σε ETF

Βασικοί λόγοι για πιθανή επένδυση σε ETF		
Κατάταξη	Χαρακτηριστικό/Πλεονέκτημα ETF	% Ερωτηθέντων που υποδεικνύει τον βασικό λόγο για πιθανή επένδυση σε ETF
1	Φορολογικές Διευκολύνσεις	55%
2	Διαπραγματευτική και Φορολογική Ευελιξία	48%
3	Χαμηλότεροι Δείκτες εξόδων	46%
4	Διαφοροποίηση	39%
5	Επένδυση σε έναν ολόκληρο κλάδο της Αγοράς	37%
6	Πρόσβαση σε κλάδους/δείκτες που δεν είναι διαθέσιμοι στα παραδοσιακά Α/Κ	35%
7	Συνεχής Τιμολόγηση	26%

3.10.2 Μειονεκτήματα ETFs

Ο επενδυτής θα πρέπει να γνωρίζει ότι η επένδυση σε ETFs, όπως και κάθε άλλη επένδυση, κρύβει και ορισμένα μειονεκτήματα.

Τα αρνητικά των ETFs περιλαμβάνουν:

3.10.2.1 Μικρή περιοδική αγορά μεριδίων

Το πιο συνηθισμένο μειονέκτημα των ανοιχτών ETFs είναι το υψηλό τους κόστος για τον μικρό επενδυτή που κάνει μικρές περιοδικές-εβδομαδιαίες ή μηνιαίες- αγορές μεριδίων Α/Κ. Πράγματι, είναι φανερό ότι ένας επενδυτής που διατηρεί έναν μεσιτικό λογαριασμό ο οποίος απαιτεί πληρωμή χρέωσης της συναλλαγής σε κάθε μικρή, περιοδική επένδυση σε Α/Κ, είναι σε μειονεκτική θέση σχετικά με έναν επενδυτή που αγοράζει μερίδια ενός συμβατικού (χωρίς επιβαρύνσεις) Α/Κ, που προσφέρει μερίδια στην ΚΤΑ και

σε οποιοδήποτε μέγεθος συναλλαγής ο επενδυτής επιλέγει ολόκληρα μερίδια ή τεμάχια μεριδίων.

Η αιτία που ο μικρός περιοδικός επενδυτής προκαλεί αναλογικά υψηλότερα κόστη για τις συναλλαγές του, είναι ότι οι συναλλαγές του είναι δαπανηρές σχετικά με το μέγεθος του λογαριασμού του. Η μεσιτική εταιρεία που χειρίζεται τις συναλλαγές των ETFs χρεώνει ανάλογα. Ένα συμβατικό Α/Κ που αποδέχεται μικρές περιοδικές καταθέσεις χωρίς να χρεώνει επιπλέον, χρεώνει, σαν αποτέλεσμα, το κόστος αυτών των συναλλαγών σε άλλους μεριδιούχους του για να επιδοτήσει την εξυπηρέτηση που προσφέρεται στους μικρούς επενδυτές.

3.10.2.2 Περιστασιακές ανεπιθύμητες διανομές

Σε απογοήτευση των μεμονωμένων επενδυτών, κάποια ETFs έχουν διανέμει κεφαλαιακά κέρδη. Για παράδειγμα, η Barclay's iShares S&P 500 Index απέφερε \$0.07 ανά μερίδιο πέρυσι εξαιτίας βραχυπρόθεσμων χρηματικών ροών.

3.10.2.3 Χρηματιστηριακές προμήθειες

Κάθε φορά που αγοράζεις ή πουλάς ένα ETF, πληρώνεις μια χρηματιστηριακή προμήθεια. Για κάποιους επενδυτές, αυτές οι προμήθειες μπορούν να αντισταθμίσουν τα χαμηλότερα ετήσια κόστη που συνήθως χρεώνουν τα ETFs.

3.10.2.4 Θέματα bid – ask spread

Εξαιτίας της δομής των ETFs, θα μπορούσε κανείς να έχει αγοράσει ένα ETF σε premium της αξίας του χαρτοφυλακίου και να πρέπει να το πουλήσει σε discount. Παρόλο που αυτό είναι ασυνήθιστο, μπορεί να συμβεί ειδικότερα σε μικρές διεθνείς διαπραγματευτικές αγορές. Και όσο πιο ασταθής είναι η αγορά, τόσο μεγαλύτερο μπορεί να γίνει το spread μεταξύ bid-ask.

3.10.2.5 Ρευστότητα, χαμηλός όγκος διαπραγμάτευσης, ζητήματα διακανονισμών

Σε λιγότερο αποδοτικές αγορές, μπορεί να πάρει χρόνο το ταίριασμα ενός πωλητή ETF με έναν αγοραστή.

3.10.2.6 Δομή Unit Investment Trust

Κάποια από τα παλαιότερα ETFs είναι δομημένα σε unit investment trusts (UITs) και για αυτό μπορεί να έχουν ένα “μερισματικό κόλλημα”. Στα UITs τα μερίσματα διατηρούνται σε έναν λογαριασμό που φέρει επιτόκιο μέχρι το τέλος κάθε τριμήνου και πριν να επανεπενδύσουν στον λογαριασμό. Αντίθετα ένα Α/Κ είναι ικανό να επανεπενδύει τα μερίσματα καθημερινά. Η καθυστέρηση στην επανεπένδυση των μερισμάτων στα UIT μπορεί να έχει αρνητική επίδραση στην συνολική απόδοση.

3.10.2.7 Μπορεί να μην επαναλαμβάνει τις αποδόσεις του υποκείμενου χαρτοφυλακίου

Τα λάθη εκτίμησης, τα έξοδα διαχείρισης και η ρευστότητα της αγοράς στην οποία τα ETFs επενδύουν, μπορεί να οδηγήσει σε αποδόσεις που δεν ταιριάζουν με αυτές της αγοράς. Φαίνεται ότι παρόλο που αυτό μπορεί επίσης να είναι ένα πρόβλημα και στα Α/Κ, η επίδραση μπορεί να είναι πιο εμφανής στα προϊόντα των ETFs.

3.10.3 Κίνδυνοι και Άλλες Σκέψεις

Οι κάτοχοι των ETFs υπόκεινται σε κινδύνους παρόμοιους με εκείνους των κατόχων άλλων διαφοροποιημένων μετοχικών χαρτοφυλακίων. Μια αρχική σκέψη είναι ότι το γενικό επίπεδο των τιμών των μετοχών μπορεί να μειώσει και να επηρεάζει την αξία των ETFs. Αυτό συμβαίνει γιατί το ETF αντιπροσωπεύει επιτόκιο σε ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών. Επιπλέον, η ρευστότητα της δευτερογενούς αγοράς μπορεί επίσης να παρουσιάζει διακυμάνσεις. Ένα κλαδικό ETF μπορεί επίσης να επηρεάζεται δυσμενώς από την πορεία του συγκεκριμένου κλάδου ή μιας ομάδας βιομηχανιών στις οποίες βασίζεται. Οι διεθνείς επενδύσεις πιθανόν ενέχουν κίνδυνο κεφαλαιακών ζημιών από ανεπιθύμητες διακυμάνσεις στην αξία του συναλλάγματος, από διαφορές στις γενικά αποδεκτές λογιστικές αρχές, ή από οικονομική και πολιτική αστάθεια σε άλλα έθνη. Παρόλο που τα ETFs έχουν σχεδιαστεί έτσι ώστε να παρέχουν επενδυτικά αποτελέσματα και γενικά να ανταποκρίνονται στην τιμή και στην απόδοση της πορείας των σχετικά υποκείμενων δεικτών τους, τα συνολικά τους χαρακτηριστικά μπορεί να μην είναι ικανά να επαναλάβουν την πορεία των δεικτών εξαιτίας των εξόδων τους και άλλων παραγόντων.

3.11 ΠΙΝΑΚΕΣ ETFs ΣΤΗΝ ΕΦΗΜΕΡΙΔΑ

Οι πίνακες των ETFs δημοσιεύονται στις πιο γνωστές καθημερινές και εβδομαδιαίες εφημερίδες. Τις περισσότερες φορές, παρουσιάζονται δίπλα από τους πίνακες των παραδοσιακών Α/Κ. Υπάρχουν όμως και ορισμένα οικονομικά περιοδικά που κατατάσσουν και ομαδοποιούν τα ETFs βάσει του χρηματιστηρίου στο οποίο διαπραγματεύονται. Η πλειοψηφία των αμερικάνικων ETFs διαπραγματεύονται στο αμερικάνικο χρηματιστήριο (AMEX) αλλά υπάρχουν και ETFs που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο της Ν.Υόρκης (www.ETFguide.com, 2003-2004).

Στο παρακάτω σχήμα, φαίνεται ο τρόπος παρουσίασης των πληροφοριών που αφορούν στα ETFs. Τα στοιχεία είναι τυχαία και δεν ανταποκρίνονται απαραίτητως στην πραγματικότητα. Σκοπός τους, είναι να υποδείξουν τον τρόπο που εμφανίζονται οι βασικές πληροφορίες για τα ETFs.

Σχήμα 3.2: Παρουσίαση πινάκων ETFs στις εφημερίδες

52-Week High	Low	Close	Net Chg	Name	Tick Sym	Vol. 100s	Yld	YTD	Div. Amt	Exp. Ratio
60.00	40.52	58.14	+1.23	iShrRu1000V	MVD	36879	2.4	+5.09	3573	0.25%
65.00	35.97	62.31	+0.56	iShrRu2000G	MVO	32856	0.3	+6.12	0048	0.25%
41.10	24.04	38.47	-0.78	iShrGSShor	IGV	3071	-	+2.84	-	0.50%

Σημείωση:

- § 52-Week High & Low $\hat{=}$ fund share price: τιμή μεριδίου (υψηλότερη και χαμηλότερη).
- § Close $\hat{=}$ daily or weekly share price close: ημερήσια ή εβδομαδιαία τιμή κλεισίματος μεριδίου.
- § Net change $\hat{=}$ daily or weekly gain or loss in share price value: ημερήσιο ή εβδομαδιαίο κέρδος ή ζημιά.
- § Name $\hat{=}$ fund family name and fund name: όνομα οικογένειας ETFs και όνομα ETF.
- § Ticker symbol $\hat{=}$ identifies the fund's trading symbol: σύμβολο διαπραγμάτευσης του ETF.

- § Volume è number of shares traded for the day or week: αριθμός μεριδίων που διαπραγματεύονται ημερησίως ή εβδομαδιαίως.
- § Yield è annual dividend yield of fund: ετήσια μερισματική απόδοση του ETF.
- § Year-to-date è refers to year-to-date return starting January 1st of the same year: αναφέρεται στην απόδοση μέχρι την λήξη, ξεκινώντας από την 1^η Ιανουαρίου του ίδιου έτους
- § Dividend amount è quarterly per share dividend: τετραμηνιαία πληρωμή μερίσματος ανά μερίδιο.
- § Expense ratio è annual management and operating fees: ετήσια έξοδα διαχείρισης και λειτουργίας.

3.12 ΕΦΑΡΜΟΓΕΣ ΤΩΝ ETFs

Παρακάτω θα αναλυθούν ορισμένες εφαρμογές και θέματα που χρειάζεται να γνωρίζουν τόσο οι θεσμικοί όσο και οι μεμονωμένοι επενδυτές προκειμένου να σχεδιάζουν στρατηγικές χρησιμοποιώντας ETFs. Κάποια από αυτά απευθύνονται αποκλειστικά στους θεσμικούς επενδυτές ενώ άλλα εφαρμόζονται και στους δύο προαναφερθέντες τύπους επενδυτών (www.benchmarkfunds.com,2001).

Αποτελεσματική Διαπραγμάτευση

Τα ETFs παρέχουν στους επενδυτές την δυνατότητα να ελέγχουν και αναλόγως να προσαρμόζουν την έκθεση τους στον κίνδυνο ενός υποκείμενου δείκτη ή ενός χαρτοφυλακίου μετοχών, χρησιμοποιώντας ένα εργαλείο το οποίο διαπραγματεύεται όπως ακριβώς και οι μετοχές.

Πολλοί θεσμικοί επενδυτές για το σκοπό αυτό, εδώ και χρόνια, χρησιμοποιούν μελλοντικά συμβόλαια. Όμως και αρκετοί μεμονωμένοι επενδυτές και συνταξιοδοτικά ταμεία δείχνουν ενδιαφέρον για διαπραγμάτευση βασισμένη σε κάποιον δείκτη.

Σε πολλές περιπτώσεις, οι επενδυτές προτιμούν ETFs αντί των μελλοντικών συμβολαίων εξαιτίας του μεγέθους της συναλλαγής ή λόγω των περιορισμών στην διαπραγμάτευση των μελλοντικών συμβολαίων. Σε άλλες περιπτώσεις, ένα ETF μπορεί να παρέχει δυνατότητα επένδυσης σε συγκεκριμένο δείκτη ή κλάδο για τον οποίο δεν υπάρχουν μελλοντικά συμβόλαια.

Στην πράξη, πολλοί επενδυτές μπορεί να προτιμούν τα ETFs αντί των μελλοντικών συμβολαίων, εξαιτίας της απλότητας, της ευκολίας, και της ομοιότητάς τους με τις μετοχές.

Συγκριτικά με την επένδυση σε μια μεμονωμένη μετοχή, μια επένδυση σε ένα δεικτοποιημένο προϊόν όπως τα ETFs, παρέχει διαφοροποίηση σε μια αγορά ή κλάδο αγοράς. Βασιζόμενοι στον δείκτη οι επενδυτές μπορούν να αποκτήσουν πρόσβαση σε συγκεκριμένες αγορές, συγκεκριμένο μέγεθος αγοραίας αξίας, συγκεκριμένο κλάδο ή ακόμα και σε συγκεκριμένες βιομηχανίες.

Μετοχοποίηση Μετρητών

Οι επενδυτές με αδρανή χρήματα στο χαρτοφυλάκιό τους συνήθως επιθυμούν να θέσουν αυτά τα χρήματα εν ενεργεία, τοποθετώντας τα σε ένα προϊόν συνδεδεμένο με το σημείο αναφοράς του Α/Κ τους ή με τον αγαπημένο τους κλάδο. Για παράδειγμα, ένα αναπτυξιακό Α/Κ που χρησιμοποιεί τον Russell 1000 ή 2000 σαν σημείο αναφοράς θα μπορούσε να τοποθετήσει χρήματα στα *ishares* που αναφέρονται στον ίδιο δείκτη. Αυτή μπορεί να είναι μια προσωρινή επένδυση που όμως ελαχιστοποιεί τον κίνδυνο κατά την διάρκεια που ο επενδυτής αποφασίζει ποιες μετοχές να αγοράσει ή που περιμένει να φτάσουν στην επιθυμητή τιμή για αγορά.

Διαχείριση Ταμιακών Ροών

Οι διαχειριστές που ασχολούνται με καθημερινές εισροές και εκροές μετρητών μπορεί εύκολα να στραφούν στα ETFs εξαιτίας της ρευστότητας

τους και της ικανότητας τους να αντιπροσωπεύουν ένα “κομμάτι” του χαρτοφυλακίου.

Η επένδυση των μετρητών μέσω συχνών μετακινήσεων σε μεμονωμένες μετοχές μπορεί να οδηγήσει σε αυξημένο κίνδυνο. Ένα ETF συσχετισμένο με το δείκτη που προτιμά ο επενδυτής είναι εξαιρετικά χρήσιμο και βοηθά στην διαχείριση των ταμιακών ροών. Έτσι οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων μπορούν να διαθέσουν ένα μικρό ποσοστό (μικρότερο από 5%) για επένδυση σε ένα ETF προκειμένου να διαχειριστούν πρόσφατες εισροές ή απροσδόκητες εκροές.

Επίσης, οι συναλλαγές με ETFs μπορούν να χρησιμοποιηθούν την στιγμή που θα πραγματοποιηθούν εισροές ή εκροές χωρίς το επιθυμητό μίγμα μετοχών να αλλάξει. Για παράδειγμα, ένας διαχειριστής με σημείο αναφοράς τον δείκτη Goldman Sachs Technology μπορεί να τοποθετήσει το 3% της επένδυσης στο Technology SPDR (το οποίο είναι ETF) προκειμένου να διαχειριστεί ταμιακές εκροές ή να επενδύσει άμεσα τυχόν νέες ταμιακές εισροές.

Διαφοροποίηση Έκθεσης σε Κίνδυνο Κλάδου

Εάν ένας επενδυτής δεν είναι σίγουρος για το ποια μετοχή να αγοράσει αλλά του αρέσει ένας συγκεκριμένος κλάδος, μπορεί να επενδύσει σε ένα σύνολο μετοχών που ακολουθούν ένα συγκεκριμένο δείκτη αυτού του κλάδου και έτσι να επιτύχει διαφοροποίηση σε έναν κλάδο με διακυμάνσεις και άρα μείωση του κινδύνου. Γενικά, ο κίνδυνος που σχετίζεται με έναν δείκτη ή ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών, είναι χαμηλότερος από αυτόν ενός μεμονωμένου στοιχείου του ίδιου δείκτη και το ίδιο ισχύει και για τις διακυμάνσεις. Για

παράδειγμα, ένα προϊόν BBH (Biotech HOLDR's) αποτελεί μέσο απόκτησης μιας διαφοροποιημένης θέσης σε ένα σύνολο μετοχών Biotech.

Βοηθητικές Επενδύσεις – Προστασία Επενδυτών

Τα ETFs που σχετίζονται με έναν συγκεκριμένο κλάδο ή βιομηχανία μπορούν να χρησιμοποιηθούν σαν βοηθητικές επενδύσεις σε ένα χαρτοφυλάκιο. Εναλλακτικά, οι επενδυτές μπορεί να θέλουν να προστατευτούν σε περιπτώσεις που ένας συγκεκριμένος κλάδος ή βιομηχανία παρουσιάζει χαμηλές αποδόσεις. Έτσι χρησιμοποιούν ένα ETF που ακολουθεί την πορεία ενός δείκτη προκειμένου να ενισχύσουν ή να αντικαταστήσουν μετοχές του συγκεκριμένου κλάδου ή της βιομηχανίας. Έτσι, ένας επενδυτής με χαμηλές αποδόσεις μετοχών του κλάδου ενέργειας μπορεί να ισχυροποιήσει την θέση του αγοράζοντας SPDR του κλάδου ενέργειας ή 1 shares του ίδιου κλάδου.

Προσαρμογή Χαρτοφυλακίου σε Συγκεκριμένο Βαθμό Κινδύνου

Τα ETFs μπορούν επίσης να χρησιμοποιηθούν στην προσαρμογή ενός χαρτοφυλακίου σε ένα συγκεκριμένο βαθμό κινδύνου. Για παράδειγμα, οι διαχειριστές ενός χαρτοφυλακίου μετοχών αξίας σχετικής με τον S&P500 μπορούν να αγοράσουν ένα S&P500 1 share για να προσαρμόσουν την έκθεση του χαρτοφυλακίου τους σε συγκεκριμένο βαθμό κινδύνου.

Ανοιχτή Πώληση - Αντιστάθμιση της έκθεσης σε δείκτη

Οι επενδυτές που έχουν αρνητική άποψη για κάποιο κλάδο της αγοράς μπορεί να επιθυμούν να αναλάβουν θέση πωλητή για πιο εύκολη κεφαλαιοποίηση. Τα ETFs μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο ανοιχτής πώλησης έναντι μιας θέσης αγοράς μετοχών του χαρτοφυλακίου σαν μέσο αντιστάθμισης μιας ενδεχόμενης ύφεσης στην συγκεκριμένη αγορά ή κλάδο. Η επιλογή ανάμεσα σε ένα ETF βασισμένο σε έναν ευρέως διαδεδομένο δείκτη όπως ο S&P500 και σε ένα ETF βασισμένο σε ένα κλαδικό δείκτη εξαρτάται από τον κίνδυνο που ο επενδυτής προσπαθεί να αντισταθμίσει και από τις ανάγκες του σε ρευστά διαθέσιμα. Γενικά, εκτός από την περίπτωση που οι ανάγκες του επενδύτη είναι περιορισμένες, καλύτερη αντιστάθμιση μπορεί να επιτευχθεί αν γίνει συνταίριασμα των χαρακτηριστικών του δείκτη με αυτών του χαρτοφυλακίου.

Αποτελεσματική Διαχείριση Χαρτοφυλακίου

Ορισμένες επενδυτικές στρατηγικές επικεντρώνονται σε ένα μικρό αριθμό μετοχών μιας μεγάλης μεγέθους θέσης. Οι επενδυτές συχνά βρίσκονται εκτεθειμένοι έχοντας επενδύσεις σε μετοχές που συνδέονται στενά με άλλες μετοχές του ίδιου κλάδου, οι οποίες δεν έχουν καλή απόδοση ούτε ευοίωνες προοπτικές. Ένας τρόπος αντιστάθμισης αυτών των μετοχών είναι η ανοιχτή πώληση (short-selling) ETFs που σχετίζονται με τον συγκεκριμένο κλάδο. Τα διαπραγματευτικά κόστη από την πώληση ενός ETF μπορεί να είναι χαμηλότερα από αυτά της ρευστοποίησης μιας μεγάλης επένδυσης και αυτό λόγω της μεγαλύτερης ρευστότητας και της μικρότερης διακύμανσης των ETFs.

Πρόσβαση σε Ξένες Αγορές

Για Αμερικανούς ή μη επενδυτές τα ETFs που σχετίζονται με δείκτη που δεν είναι αμερικάνικος, αποτελούν έναν εύκολο τρόπο για πρόσβαση σε ξένες αγορές. Οι διαχειριστές διεθνών ή παγκοσμίων Α/Κ (όχι Αμερικάνικων) μπορούν να χρησιμοποιούν αυτά τα προϊόντα αντί των μελλοντικών συμβολαίων για την διαχείριση των ταμιακών τους ροών. Αυτή η στρατηγική είναι ιδιαίτερως ελκυστική όταν οι επιλεγμένες μετοχές αφήνουν τον επενδυτή υπό-υπερτιμημένο σε μια συγκεκριμένη χώρα σε σχέση με τον δείκτη του διεθνούς ή παγκοσμίου χαρτοφυλακίου. Για παράδειγμα, ένας διαχειριστής ενός παγκοσμίου χαρτοφυλακίου με δείκτη τον MSCI EAFE μπορεί να θέλει να αγοράσει ένα Ιαπωνικό MSCI Ishare για να μειώσει τον κίνδυνο μιας ενδεχόμενης υποτίμησης που μπορεί να δημιουργηθεί επειδή δεν υπάρχουν ελκυστικές μετοχές σε αυτήν την χώρα.

Πίνακας 3.8:

Περίληψη των εφαρμογών και των πλεονεκτημάτων από την χρήση ETFs

ΕΦΑΡΜΟΓΗ	ΥΠΟΘΕΤΙΚΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ	ΟΦΕΛΟΣ
Μετοχοποίηση Μετρητών	Ένας διαχειριστής που χρησιμοποιεί τον δείκτη Russell 1000 ή 2000 σαν σημείο αναφοράς θα μπορούσε να επενδύσει σε I shares σχετικά με τον συγκεκριμένο δείκτη.	Αυτή μπορεί να είναι μια προσωρινή επένδυση που όμως ελαχιστοποιεί τον κίνδυνο που απορρέει από τον συγκεκριμένο δείκτη, αφού ο διαχειριστής είναι αυτός που αποφασίζει για το ποιες μετοχές να αγοράσει.
Διαχείριση	Ένα ένα Α/Κ χρειάζεται να συγκεντρώσει μετρητά άμεσα	Έτσι ο διαχειριστής κερδίζει χρόνο προκειμένου να επιλέξει με

Ταμιακών Ροών	προκειμένου να ικανοποιήσει εξαγορές μεριδίων, ο διαχειριστής μπορεί να ρευστοποιήσει μερίδια ETFs που σχετίζονται με το σημείο αναφοράς του Α/Κ.	μεγαλύτερη προσοχή ποια περιουσιακά στοιχεία χρειάζεται να πωλήσει γεγονός που του επιτρέπει να επιτύχει μια περισσότερο ορθολογική ρευστοποίηση της θέσης του.
Διαφοροποίηση Έκθεσης σε Κίνδυνο Κλάδου	Η επένδυση σε μετοχές που είναι συνδεδεμένες με έναν συγκεκριμένο δείκτη παρέχει διαφοροποίηση της έκθεσης στον κίνδυνο ενός κλάδου με διακυμάνσεις και μειώνει τον κίνδυνο από ένα απροσδόκητο γεγονός.	Γενικά, η διακύμανση του κινδύνου που σχετίζεται με συγκεκριμένο δείκτη ή σύνολο μετοχών είναι χαμηλότερη από την διακύμανση ενός μεμονωμένου στοιχείου του ίδιου δείκτη.
Βοηθητικές Επενδύσεις Προστασία Επενδυτών	Ένας διαχειριστής μπορεί να αγοράσει ETFs του κλάδου τεχνολογίας ή ενέργειας προκειμένου να αποκτήσει πρόσβαση στον συγκεκριμένο κλάδο.	Τέτοιες στρατηγικές μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να μειωθούν τυχόν λανθασμένες σταθμίσεις σε ένα χαρτοφυλάκιο σχετικό με συγκεκριμένο δείκτη.
Προσαρμογή Χαρτοφυλακίου σε Συγκεκριμένο Βαθμό Κινδύνου	Οι διαχειριστές τους χαρτοφυλακίου με δείκτη αναφοράς τον S&P500 μπορούν να αγοράσουν S&P500 Ishares για να προσαρμόσουν το χαρτόφυλάκιο τους σε συγκεκριμένο βαθμό κινδύνου.	Εάν ένα χαρτοφυλάκιο έχει σαν σημείο αναφοράς κάποιον συγκεκριμένο δείκτη, η έκθεσή του στον κίνδυνο μπορεί να προσαρμοστεί χρησιμοποιώντας ETFs.

<p>Ανοιχτή Πώληση - Αντιστάθμιση της έκθεσης σε δείκτη</p>	<p>Οι επενδυτές μπορεί να επιθυμούν κερδίσουν από μια βραχυπρόθεσμη διορθωτική κίνηση σε περίπτωση που προβλέπουν άσχημες εξελίξεις στην αγορά.</p>	<p>Τα S&P500 ETFs δύναται να αποτελέσουν αντικείμενο ανοιχτής πώλησης έναντι αγοράς μετοχών σαν αντιστάθμιση μιας μεγάλης μείωσης στις μετοχές μεγάλης κεφαλαιοποίησης, μειώνοντας έτσι τον κίνδυνο της αγοράς ή το beta του χαρτοφυλακίου.</p>
<p>Αποτελεσματική Διαχείριση Χαρτοφυλακίου</p>	<p>Ένα χαρτοφυλάκιο περιλαμβάνει μετοχές που ή τιμή τους αναμένεται να μειωθεί αλλά δεν μπορούν να πωληθούν λόγω φορολογικών και άλλων περιορισμών.</p>	<p>Η πώληση ETFs σχετικών με τους συγκεκριμένους κλάδους μπορεί να αποτελέσει μια προσωρινή αντιστάθμιση και να στοιχίσει φθηνότερα λόγω της μεγαλύτερης ρευστότητας και των μικρότερων διακυμάνσεων των ETFs.</p>
<p>Πρόσβαση σε Ξένες Αγορές</p>	<p>Ένας επενδυτής θέλει να επενδύσει σε μια συγκεκριμένη χώρα ή θέλει να κάνει μια διεθνή επένδυση αλλά δεν ξέρει ποιες μετοχές να αγοράσει.</p>	<p>Για μη αμερικανούς επενδυτές ένα ETF αποτελεί έναν εύκολο τρόπο πρόσβασης στην αμερικάνικη αγορά. Το ίδιο ισχύει για αμερικανούς επενδυτές που επιθυμούν πρόσβαση σε μη αμερικάνικες αγορές.</p>

3.13 ΠΕΝΤΕ ΒΗΜΑΤΑ ΓΙΑ ΕΠΙΤΥΧΗΜΕΝΗ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗ ΜΕ ETFs

Γνώση της αγοράς

Ανεξάρτητα από το είδος του ETF που έχει επιλέξει ο επενδυτής, πρέπει πάντα να γνωρίζει τις γενικότερες εξελίξεις στην αγορά (τοπική και διεθνή) για να είναι σε θέση να προβλέψει τις μελλοντικές κινήσεις των υπολοίπων επενδυτών. Βέβαια, υπάρχουν πολλοί παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις των επενδυτών και είναι αδύνατο για κάποιον να τους γνωρίζει όλους. Αυτό που μπορεί και πρέπει να κάνει είναι να διαβάζει εφημερίδες, να παρακολουθεί τις δηλώσεις των αναλυτών και να ενημερώνεται όσο μπορεί για την χρηματοοικονομική κατάσταση και την κερδοφορία των επιχειρήσεων προκειμένου να αποκτήσει μια σαφή εικόνα για την οικονομία και να μπορεί να προβλέψει ως ένα βαθμό τις τάσεις της αγοράς.

Γνώση του ETF που τον ενδιαφέρει

Πριν αποφασίσει για την διαπραγμάτευση οποιουδήποτε ETF ο επενδυτής πρέπει να έχει μελετήσει καλά τα χαρακτηριστικά όλων των διαθέσιμων ETFs. Πρέπει πάντα να ζητά να ενημερώνεται για τις διαφορές μεταξύ των ETFs και να επιλέγει εκείνο που θεωρεί ότι ταιριάζει περισσότερο στο επενδυτικό του προφίλ. Δεν χρειάζεται ο επενδυτής να αποστηθίσει τα χαρακτηριστικά όλων των ETFs, απλά να γνωρίζει πως έχει δημιουργηθεί το καθένα, πότε και εάν κάποιο από τα χαρακτηριστικά του θα αλλάξει, πόσο συχνά πληρώνει μερίσματα κ.λ.π

Τήρηση ημερολογίου

Είναι καλή ιδέα για τον επενδυτή να γνωρίζει πότε θα γίνουν νέες οικονομικές ανακοινώσεις. Χρειάζεται να γνωρίζει τι πρόκειται να ανακοινωθεί και πότε γιατί τέτοιου είδους πληροφορίες μπορεί να αλλάξουν αμέσως την εικόνα ολόκληρης της αγοράς. Θα πρέπει επίσης να γνωρίζει πότε οι εταιρείες που συνιστούν το χαρτοφυλάκιό του πρόκειται να ανακοινώσουν τις οικονομικές τους καταστάσεις. Για το λόγο αυτό, κρίνεται σκόπιμη η τήρηση ενός ημερολογίου το οποίο θα συμπεριλαμβάνει εκτός των άλλων και τις πληρωμές των μερισμάτων, τις τιμές κλεισίματος της αγοράς και ο,τιδήποτε άλλο θεωρεί σημαντικό για την πορεία της επένδυσής του.

Δημιουργία διαπραγματευτικού σχεδίου

Η δημιουργία ενός διαπραγματευτικού σχεδίου θεωρείται το κλειδί της επιτυχίας και περιλαμβάνει πολλά βήματα. Εν συντομία, ο επενδυτής πρέπει να συγκεντρώσει όλες τις προαναφερθείσες πληροφορίες και να διενεργήσει, μόνος του ή με την βοήθεια κάποιου ειδικού, την απαιτούμενη τεχνική και θεμελιώδη ανάλυση προκειμένου να καθορίσει τελικά το ETF το οποίο επιθυμεί να διαπραγματευτεί. Έπειτα, πρέπει να ορίσει τις κατευθυντήριες γραμμές της διαπραγμάτευσης δηλαδή τις μακροπρόθεσμες ή βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις της διαπραγμάτευσης, τις προδιαγραφές για να συνεχίσει την διαπραγμάτευση, το επίπεδο παύσης της διαπραγμάτευσης, τις τιμές-στόχο κ.λ.π.

Διαπραγμάτευση και παρακολούθηση της πορείας της

Μετά την ολοκλήρωση του προηγούμενου βήματος ο επενδυτής έχει δημιουργήσει ένα αποδοτικό διαπραγματευτικό σχέδιο. Σε αυτό το σημείο, πρέπει να λάβει ακριβείς οδηγίες για το πώς ακριβώς θα εκτελέσει την διαπραγμάτευσή του στην αγορά. Έπειτα, πρέπει να αρχίσει την διαπραγμάτευση ακολουθώντας το σχέδιό του, χωρίς συναισθηματισμούς και παρακολουθώντας όσο πιο στενά γίνεται την πορεία της επένδυσής του για να είναι σε θέση να αντιδράσει σε απρόβλεπτα γεγονότα (Steven W.Poser, 2003, σελ. 158-163).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΣΥΓΚΡΙΣΗ ETFs ΜΕ ΑΛΛΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ

4.1 ETFs v.s ΠΑΡΑΔΟΣΙΑΚΩΝ Α/Κ

Είναι σημαντικό για τους επενδυτές να κατανοούν τις διαφορές μεταξύ των παραδοσιακών Α/Κ και των ETFs. Όσο περισσότερο οι επενδυτές γνωρίζουν τα χρηματοοικονομικά τους συμφέροντα, τόσο καλύτερες θα είναι οι επενδυτικές τους αποφάσεις.

Οι κυριότερες διαφορές των ETFs με τα παραδοσιακά Α/Κ συνοψίζονται στις εξής (www.benchmarkfunds.com,2001):

Τα ETFs διαπραγματεύονται όπως ακριβώς και οι μετοχές και έτσι προσφέρουν στους επενδυτές ευελιξία, η οποία δεν υφίσταται στα παραδοσιακά Α/Κ. Ειδικότερα, οι επενδυτές μπορούν να διαπραγματεύονται τα ETFs στη διάρκεια της ίδιας ημέρας, να παρατηρούν την πορεία των τιμών τους και να χρησιμοποιούν τους βασικούς τύπους εντολών που υπάρχουν και στις μετοχές.

Οι επενδυτές των Α/Κ μπορούν να αγοράσουν ένα Α/Κ μόνο στην Καθαρή Παρούσα Αξία (ΚΠΑ) του, η οποία δημοσιεύεται στο τέλος της κάθε ημέρας διαπραγμάτευσης. (Τυπικά, οι εντολές αγοράς και πώλησης δίνονται τουλάχιστον 1 ή 2 ώρες πριν το κλείσιμο της αγοράς).

Αντίθετα, οι επενδυτές των ETFs δεν αγοράζουν τα ETFs στην συγκεκριμένη ΚΠΑ του κλεισίματος. Αυτή η διαφορά, προσφέρει στα ETFs ένα βασικό πλεονέκτημα έναντι των Α/Κ. Επειδή τα ETFs είναι σχετικά ρευστοποιήσιμα μπορούν να είναι άμεσα διαπραγματεύσιμα. Έτσι, ο κίνδυνος αλλαγής των τιμών από την στιγμή της απόφασης για επένδυση μέχρι την στιγμή της

διαπραγμάτευσης, είναι σημαντικά χαμηλότερος όταν χρησιμοποιούνται ETFs αντί των Α/Κ.

Για παράδειγμα, έστω ότι ένας επενδυτής αποφασίζει να αγοράσει ένα Α/Κ προκειμένου να ακολουθήσει την πορεία ενός δείκτη στις 10:00 π.μ. Κατά την διάρκεια της ημέρας, ο δείκτης κερδίζει 1% όμως ο επενδυτής αγοράζει το Α/Κ στην ΚΤΑ του κλεισίματος. Επιλέγοντας ένα Α/Κ έναντι ενός ETF ο επενδυτής μπορεί να εκτεθεί σε σημαντικό κόστος ευκαιρίας.

Η δυνατότητα μείωσης του χρόνου που μεσολαβεί μεταξύ της απόφασης για επένδυση και της διαπραγμάτευσης αυξάνει τα πλεονεκτήματα όσο αυξάνονται οι διακυμάνσεις. Αντίθετα, η καθυστέρηση της διαπραγμάτευσης μέχρι το κλείσιμο της επόμενης μέρας, ενώ η επενδυτική απόφαση έχει παρθεί από το προηγούμενο απόγευμα, έχει ως αποτέλεσμα την δημιουργία διάχυτου κόστους (slippage costs) το οποίο αυξάνεται καθώς το εύρος των τιμών αλλάζει στην διάρκεια της ημέρας.

Επιπροσθέτως, τα ETFs μπορούν να αγοραστούν στο περιθώριο κέρδους (on margin) ενώ κάτι τέτοιο είναι εξαιρετικά πολύπλοκο στα Α/Κ και μπορούν επίσης να προπωληθούν (short selling) ενώ κάτι τέτοιο δεν είναι εφικτό στα Α/Κ.

Ορισμένα ακόμα θέματα "κλειδιά" που υπογραμμίζουν βασικές διαφορές μεταξύ ETFs και Α/Κ είναι τα εξής (www.ETFguide.com, 2003-2004):

Αμοιβές

Τα ετήσια έξοδα διαχείρισης των περισσότερων ETFs είναι σημαντικά χαμηλότερα από αυτά των παραδοσιακών Α/Κ. Σαν αντίδραση σε αυτήν την

απειλή, κάποιες ΑΕΔΑΚ μείωσαν τα έξοδα διαχείρισης σε κάποια από τα Α/Κ τους σε τέτοιο βαθμό, ώστε να είναι χαμηλότερα από αυτά των ETFs. Αυτό δεν έγινε από γενναιοδωρία αλλά από ανάγκη, προκειμένου να επιβιώσουν σε ένα έντονα ανταγωνιστικό περιβάλλον.

Όμως η επένδυση σε ETFs περιλαμβάνει και την πληρωμή προμήθειας στον χρηματιστή, η οποία δύναται να αντισταθμιστεί από τα χαμηλότερα έξοδα διαχείρισης. Είναι σημαντικό για τους επενδυτές να γνωρίζουν ότι ακόμα και σε Α/Κ μη επιβαρύνσεως μπορεί να υπάρξει κάποιου είδους προμήθεια.

Φόροι

Ετησίως, και τα Α/Κ και τα ETFs πρέπει να διανείμουν κεφαλαιακά κέρδη στους μεριδιούχους. Αυτό συνήθως γίνεται στο τέλος του χρόνου και αυτά τα κεφαλαιακά κέρδη δημιουργούνται από τις διακυμάνσεις του δείκτη και/ή μέσω της διαφοροποίησης. Επίσης, κάθε φορά που γίνεται πώληση ενός Α/Κ ή ενός ETF δημιουργείται φορολογική επιβάρυνση.

Παρά το γεγονός ότι κάποια Α/Κ χρησιμοποιούν στρατηγικές για μείωση της φορολογικής επιβάρυνσης, οι μεριδιούχοι των ETFs επηρεάζονται λιγότερο από τις δραστηριότητες των λοιπών μεριδιούχων. Αυτό συμβαίνει γιατί οι επενδυτές των ETFs κάνουν αγοραπωλησίες μεταξύ τους στο χρηματιστήριο και όχι απευθείας από το ίδιο το Α/Κ ενώ οι επενδυτές των Α/Κ αγοράζουν και εξαργυρώνουν μερίδια απευθείας από την ΑΕΔΑΚ. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα, τα κεφαλαιακά κέρδη που δημιουργούνται από την δραστηριότητα των μεριδιούχων (εξαργύρωση μεριδίων) να μεταβιβάζονται στους υπόλοιπους μεριδιούχους του Α/Κ γεγονός που δημιουργεί αρνητικές φορολογικές επιδράσεις στους μεριδιούχους αυτούς.

Με άλλα λόγια, τα μερίδια των ETFs ανταλλάσσονται κατ'είδος και όχι με μετρητά και έτσι δεν δημιουργείται φορολογική επιβάρυνση στο Α/Κ από τις εξαργυρώσεις των μεριδίων, ενώ τα μερίδια των Α/Κ ανταλλάσσονται με μετρητά και έτσι δημιουργείται φορολογικό βάρος.

Τα ETFs είναι φορολογικά πιο έξυπνα και για έναν ακόμα λόγο (www.a-trade.com, 2004):

Η σύνθεση τους αλλά και ο τρόπος συναλλαγής τους επιτρέπουν στον επενδύτη την απόλυτη και μεγαλύτερη χρονικά εκμετάλλευση της επένδυσης γιατί πληρώνει τους φόρους στο τέλος αφού κλείσει την θέση του. Παρόλο που δεν είναι δυνατή η αποφυγή της πληρωμής φορών, η αναβολή πληρωμής τους μέχρι την τελευταία στιγμή επιτρέπει στο επενδυτικό κεφάλαιο να έχει κέρδος μέχρι το τέλος. Πόσο είναι αυτό το κέρδος εξαρτάται από την φορολογική κλίμακα του κάθε επενδυτή αλλά και την χρονική διάρκεια της επένδυσης.

Ειδικά σε υποτιμημένη αγορά (bear market), τα διαχειριζόμενα Α/Κ με μεγάλη δραστηριότητα, στην προσπάθεια τους να πάρουν όλο και καλύτερες θέσεις σε όλο και καλύτερες μετοχές, αναγκάζουν τους επενδυτές να πληρώσουν πιο πολλούς φόρους.

Το γιατί τα ETFs είναι φορολογικά πιο καλά για τους επενδυτές έχει να κάνει με το τρόπο σύστασης τους και ένα παραθυράκι του νόμου σχετικό με τον τρόπο που ανταλλάσσονται, εντελώς διαφορετικά από άλλου είδους Αμοιβαία και άλλα κεφάλαια.

Πίνακας 4.1: ETFs v.s A/K: Ομοιότητες και διαφορές

A/K v.s ETFs	A/K	ETFs
Συνεχής διαπραγμάτευση και τιμολόγηση στην διάρκεια της ίδιας ημέρας	ΌΧΙ	ΝΑΙ
Αγορά στο περιθώριο κέρδους (on margin)	ΝΑΙ, αλλά με δυσκολία	ΝΑΙ
Αγορά/πώληση προαιρετικών δικαιωμάτων (options)	ΌΧΙ	ΝΑΙ
Αγορά μέσω ενός παραδοσιακού ή on-line χρηματιστή	ΝΑΙ	ΝΑΙ
Απαιτούμενο ελάχιστο ποσό επένδυσης ή μεριδίου	ΝΑΙ	ΟΧΙ (εκτός από τα HOLDR's)
Διαπραγμάτευση σε χρηματιστήριο	ΌΧΙ	ΝΑΙ (Nasdaq, AMEX, NYSE)

Πίνακας 4.2: Σύγκριση ETFs με A/K

ΘΕΜΑ	ETFs	A/K
Διαπραγμάτευση στην διάρκεια της ίδιας ημέρας	Οι επενδυτές μπορούν να κάνουν διαπραγματεύσεις στην διάρκεια της ίδιας ημέρας, να παρακολουθούν την κίνηση των τιμών και να επιλέγουν οποιονδήποτε τύπο εντολής. Επειδή τα ETFs είναι σχετικά ρευστοποιήσιμα μπορούν να διαπραγματεύονται άμεσα και έτσι μειώνεται σημαντικά ο κίνδυνος από μια πιθανή αλλαγή των τιμών στο χρονικό διάστημα μεταξύ επενδυτικής απόφασης και διαπραγμάτευσης.	Οι επενδυτές μπορούν να αγοράσουν το A/K μόνο στην ΚΤΑ τους, η οποία υπολογίζεται στο τέλος της ημέρας διαπραγμάτευσης. Οι εντολές αγοραπωλησίας πρέπει να δίνονται 1 ή 2 ώρες πριν το κλείσιμο.
Περιθώριο Κέρδους	Τα ETFs μπορούν να αγοραστούν στο περιθώριο κέρδους (on margin).	Για τα A/K η αγορά στο περιθώριο κέρδους είναι συνήθως πολύπλοκη και σε ορισμένες περιπτώσεις απαγορεύεται κιόλας.
Αμοιβές	Τα ETFs χρεώνουν μια αμοιβή για έξοδα διαχείρισης. Σε περίπτωση διαπραγμάτευσης ενός ETF μέσω χρηματιστή οι επενδυτές πληρώνουν επίσης και χρηματιστηριακή προμήθεια.	Τα A/K χρεώνουν μια αμοιβή που περιλαμβάνει τα έξοδα διαχείρισης. Γενικά, τα δεικτοποιημένα A/K δεν χρεώνουν προμήθεια πώλησης.

<p>Κόστη Κύκλου Εργασιών</p>	<p>Τα περισσότερα ETFs βασίζονται σε δείκτες που έχουν χαμηλότερο κύκλο εργασιών από αυτόν των ενεργώς διαχειριζόμενων Α/Κ, γεγονός που προκύπτει από τα χαμηλότερα κόστη διαπραγμάτευσης και τις χαμηλότερες φορολογικές επιβαρύνσεις.</p>	<p>Τα δεικτοποιημένα Α/Κ έχουν σχεδόν ίδια κόστη κύκλου εργασιών με τα ETFs.</p>
<p>Επίδραση της αγοράς</p>	<p>Εμφανίζεται με την μορφή περιθωρίου προσφοράς-ζήτησης (bid-ask spreads)</p>	<p>Είναι το κόστος ευκαιρίας από την αναμονή μέχρι το κλείσιμο της αγοράς προκειμένου να γίνει η διαπραγμάτευση.</p>
<p>Ανταλλαγή-Εξαργύρωση μεριδίων</p>	<p>Γίνεται κατ'είδος και έτσι δεν δημιουργείται φορολογική επιβάρυνση.</p>	<p>Γίνεται με μετρητά: το Α/Κ πρέπει να πουλήσει μερίδια στην ανοιχτή αγορά για να ικανοποιήσει τις εξαργυρώσεις γεγονός που προκαλεί φορολογικές επιβαρύνσεις.</p>

4.2 ETFs v.s ΜΕΜΟΝΩΜΕΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

Τα ETFs παρουσιάζουν αρκετές ομοιότητες αλλά και ουσιαστικές διαφορές με τις μεμονωμένες μετοχές. Τα κύρια σημεία στα οποία πρέπει να εστιάσει ο επενδυτής την προσοχή του είναι τα εξής (www.Etfguide.com, 2003-2004):

Αμοιβές

Η επένδυση τόσο σε μετοχές όσο και σε ETFs συνήθως εμπεριέχει κάποια χρηματιστηριακή προμήθεια. Σε αντίθεση όμως με τα ETFs, στις μεμονωμένες μετοχές δεν υπάρχουν έξοδα διαχείρισης.

Φόροι

Ετησίως τα ETFs πρέπει να διανείμουν κεφαλαιακά κέρδη στους μεριδιούχους. Αυτό συνήθως γίνεται στο τέλος του χρόνου και αυτά τα κεφαλαιακά κέρδη δημιουργούνται από τις διακυμάνσεις του δείκτη και/ή μέσω της διαφοροποίησης.

Οι μετοχές, με εξαίρεση αυτές σε ακίνητα περιουσιακά στοιχεία (real estate investment trusts), δεν είναι υποχρεωμένες να διανείμουν κεφαλαιακά κέρδη στους επενδυτές.

Διαφοροποίηση

Επειδή τα ETFs αντιπροσωπεύουν μόνο ένα μικρό κομμάτι ιδιοκτησίας σε ένα υποκείμενο “καλάθι” χρεωγράφων, προσφέρουν μεγαλύτερη διαφοροποίηση από τις μεμονωμένες μετοχές.

Για παράδειγμα, ένας επενδυτής επιλέγοντας το SPDR του κλάδου της υγείας αποκτά αυτόματα έκθεση σε ένα διαφοροποιημένο σύνολο μετοχών του συγκεκριμένου κλάδου. Μια τέτοια επενδυτική κίνηση θα μπορούσε να μειώσει σημαντικά τον κίνδυνο και την διακύμανση που υφίσταται στην περίπτωση επένδυσης σε μια μεμονωμένη μετοχή του κλάδου.

Πίνακας 4.3: ETFs v.s Μεμονωμένων μετοχών: Ομοιότητες και διαφορές

Μεμονωμένες μετοχές v.s ETFs	Μεμονωμένες μετοχές	ETFs
Συνεχής διαπραγμάτευση και τιμολόγηση στην διάρκεια της ίδιας ημέρας	ΝΑΙ	ΝΑΙ
Αγορά στο περιθώριο κέρδους (on margin)	ΝΑΙ	ΝΑΙ
Αγορά/πώληση προαιρετικών δικαιωμάτων (options)	ΝΑΙ	ΝΑΙ
Πώληση μέσω καταλόγων (prospectus)	ΌΧΙ	ΝΑΙ
Αγορά μέσω ενός παραδοσιακού ή on-line χρηματιστή	ΝΑΙ	ΝΑΙ

Απαιτούμενο ελάχιστο ποσό επένδυσης ή μεριδίου	ΌΧΙ	ΌΧΙ (εκτός από τα HOLDR's)
Διαπραγμάτευση σε χρηματιστήριο	ΝΑΙ (Nasdaq, AMEX, NYSE)	ΝΑΙ (Nasdaq, AMEX, NYSE)

4.3 ETFs v.s ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ

Για πολλούς επενδυτές τα ETFs αποτελούν έναν πιο εύκολο τρόπο πρόσβασης σε συγκεκριμένο δείκτη ή κλάδο. Επιπλέον, τα ETFs διατίθενται σε μεγαλύτερη ποικιλία δεικτών από ότι τα μελλοντικά συμβόλαια (futures).

Οι αγορές των μελλοντικών συμβολαίων θεωρούνται επιτυχημένες στην δημιουργία κεφαλαίου μέσω των διακυμάνσεων που παρουσιάζονται στην διάρκεια της ημέρας, καθώς οι τιμές τους προσαρμόζονται βάσει της συνεχούς ροής των παραγγελιών των πελατών.

Όμως μόνο λίγοι κλαδικοί ή βιομηχανικοί δείκτες χαρακτηρίζονται από συνεχές επενδυτικό ενδιαφέρον. Αυτοί οι δείκτες συνήθως στηρίζονται σε μετοχές με υψηλή ρευστότητα γεγονός που καθιστά τα ETFs καταλληλότερα για συναλλαγές σε αυτούς τους δείκτες. Οι διαχειριστές μπορούν να δώσουν στους πελάτες μια τιμή αγοράς ή πώλησης ενός ETF και έπειτα να προσπαθήσουν να αντισταθμίσουν την έκθεσή τους στον κίνδυνο χρησιμοποιώντας μετοχές ή άλλα σχετικά διαπραγματεύσιμα εργαλεία.

Κάποια βασικά πλεονεκτήματα των ETFs έναντι των μελλοντικών συμβολαίων είναι τα εξής (www.benchmarkfunds.com, 2001):

1) Τα ETFs διαπραγματεύονται σε πολύ μικρότερα επενδυτικά μεγέθη από ότι τα μελλοντικά συμβόλαια. Για παράδειγμα, τα S&P500 SPDR διαπραγματεύονται στο 1/10 του επιπέδου του δείκτη ενώ τα S&P500 E-mini μελλοντικά συμβόλαια σε 50 φορές αυτό το επίπεδο. Συνεπώς, αν το επίπεδο του δείκτη είναι 1.500 τότε 100 S&P500 SPDR αντιπροσωπεύουν επένδυση της τάξεως των 15.000\$ ενώ 1 μόνο S&P500 E-mini θα κοστίσει περίπου 75.000\$.

Πίνακας 4.4: Χαρακτηριστικά E-mini μελλ. συμβολαίων v.s ETFs

	E-Mini S&P 500 Futures	S&P 500 Depository Receipts (SPDRs)	E-Mini Nasdaq-100 Futures	Nasdaq-100 Shares (QQQs)
Υποκείμενος δείκτης	S&P 500	S&P 500	Nasdaq-100	Nasdaq-100
Μέγεθος Συμβολαίου	\$50 x δείκτη	1/10 του δείκτη	\$20 x δείκτη	1/40 του δείκτη
Αξία σε δολάρια *	\$52,185 ένα E-Mini Future = 500 SPDRs	\$104.44	\$23,500 ένα E-Mini Future = 800 QQQs	\$28.98
Αξία σε δολάρια μέσου ημερήσιου όγκου συναλλαγών **	\$8.7 δισ	\$1.4 δισ	\$4.3 δισ	\$2.9 δισ
Χρηματιστήρια	Chicago Mercantile Exchange	AMEX, NYSE, CHX, ECNs	Chicago Mercantile Exchange	AMEX, NYSE, CHX, ECNs
Σύστημα διαπραγμάτευσης	GLOBEX®2 ηλεκτρονικό σύστημα διαπραγμάτευσης	διαπραγμάτευση μέσω ειδικών (specialists)	GLOBEX®2 ηλεκτρονικό σύστημα διαπραγμάτευσης	διαπραγμάτευση μέσω ειδικών (specialists)
Σύμβολο	ES	SPY	NQ	QQQ
24ώρη διαπραγμάτευση	ΝΑΙ	ΌΧΙ	ΝΑΙ	ΌΧΙ
Προαιρετικά δικαιώματα (options)	ΝΑΙ	ΌΧΙ	ΝΑΙ	ΌΧΙ
Έξοδα διαχείρισης	ΌΧΙ	0.12% ετησίως	ΌΧΙ	0.18% ετησίως
* στοιχεία Σεπτεμβρίου 2001				
** στοιχεία από Ιανουάριο έως Σεπτέμβριο 2001.				

2) Μερικοί επενδυτές προτιμούν την ευκολία διαπραγμάτευσης με μετοχές έναντι της επένδυσης σε μελλοντικά συμβόλαια. Αυτό συμβαίνει γιατί τα μελλοντικά συμβόλαια απαιτούν από τον επενδυτή να ανοίξει λογαριασμό που να διαχωρίζει τα υπόλοιπα περιουσιακά του στοιχεία από αυτά σε μετοχές. Επιπλέον, τα μελλοντικά συμβόλαια πρέπει να διαπραγματεύονται σε ξεχωριστό χρηματιστήριο και ο εντοπισμός των κερδών/ζημιών γίνεται σε καθημερινή βάση.

3) Αν ο επενδυτής επιθυμεί να εφαρμόσει μια μακροπρόθεσμη στρατηγική τότε τα μελλοντικά συμβόλαια θα πρέπει να ανανεώνονται κάθε 3 μήνες γιατί διαφορετικά λήγουν. Η διαδικασία αυτή όμως, ύστερα από κάποιο σημείο, οδηγεί σε υψηλά διαπραγματευτικά κόστη (μέσω επιπρόσθετων προμηθειών).

Από την πλευρά όμως ενός επενδυτή με βραχύ-μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, τα μελλοντικά συμβόλαια ίσως είναι προτιμότερα από τα ETFs. Οι αγορές των μελλοντικών συμβολαίων είναι υψηλής ρευστότητας και οι προμήθειες είναι χαμηλές. Συνεπώς, τα ανά διαπραγμάτευση κόστη είναι σημαντικά χαμηλότερα από αυτά των ETFs.

Επιπλέον, τα κεφαλαιακά κέρδη και ζημιές που σχετίζονται με τα μελλοντικά συμβόλαια θεωρούνται κατά 60% μακροπρόθεσμα και κατά 40% βραχυπρόθεσμα σε σχέση με την φορολογική τους μεταχείριση, ανεξάρτητα από την πραγματική περίοδο κατοχής τους και οι τρέχουσες θέσεις τιμολογούνται καθημερινά και φορολογούνται στο τέλος κάθε έτους.

Έτσι ενώ τα μελλοντικά συμβόλαια είναι προτιμότερα για επενδυτές με βραχύ-μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, το αντίθετο ισχύει για εκείνους με μακροπρόθεσμο ορίζοντα οι οποίοι ενδιαφέρονται για παράταση των φορολογικών τους υποχρεώσεων.

4.4 ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΑ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΣΤΑ ETFs

Οι επενδυτές πιστεύουν ότι τα προαιρετικά δικαιώματα (options) ενέχουν υψηλό βαθμό κινδύνου, γεγονός που όντως ισχύει σε περίπτωση που χρησιμοποιούνται μόνα τους. Τα προαιρετικά δικαιώματα όμως, αποκτούν μια εντελώς διαφορετική διάσταση όταν ο επενδυτής ήδη κατέχει κάποιο περιουσιακό στοιχείο στο οποίο υπάρχει η δυνατότητα χρησιμοποίησης προαιρετικών δικαιωμάτων. Συγκεκριμένα, οι επενδυτές των ETFs μπορούν να εκμεταλλευτούν την δυνατότητα αυτή προκειμένου να προστατεύσουν την επένδυσή τους (www.etfzonestaff.com, 2003-2004).

Υπάρχουν διαθέσιμα περίπου 70 προαιρετικά δικαιώματα στα ETFs, τα οποία μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως αμυντικές στρατηγικές στην περίπτωση που ένας επενδυτής επιθυμεί να διατηρήσει κέρδη που προήλθαν από μια ξαφνική άνοδο της τιμής ενός ETF χωρίς να το πουλήσει και να επιβαρυνθεί με φόρο, σε περίπτωση που επιθυμεί να αποκτήσει ένα είδος ασφάλειας έναντι μιας αναμενόμενης πτώσης σε ένα μια ασταθή αγορά κ.λ.π. Παρά το γεγονός ότι πολλές μετοχές μεγάλης κεφαλαιοποίησης προσφέρουν προαιρετικά δικαιώματα, η προσπάθεια απόκτησης πολλών εξ'αυτών μονομιάς συχνά καταλήγει σε υψηλά έξοδα (εντοπισμού και γραφειοκρατίας). Αντίθετα, με τα ETFs γίνεται πιο εύκολη η απόκτηση αμυντικών προαιρετικών δικαιωμάτων.

Τα προαιρετικά δικαιώματα προσφέρουν το δικαίωμα αγοράς (call option) ή πώλησης (put option) μιας μετοχής σε συγκεκριμένη τιμή και πριν μια συγκεκριμένη ημερομηνία. Αυτά τα δικαιώματα έχουν δική τους αξία, πωλούνται και αγοράζονται σε χρηματιστήρια σε τιμές που αντανakλούν την αξία της υποκείμενης μετοχής ή ETF και τον χρόνο μέχρι την λήξη του συμβολαίου.

Ένα call option είναι συνήθως κερδοσκοπικό γιατί μπορεί να λήξει χωρίς καμιά αξία για τον αγοραστή, ή μπορεί να εκθέσει τον πωλητή σε τεράστιες ζημιές. Η πώληση όμως δικαιωμάτων αγοράς όταν ο επενδυτής είναι “καλυμμένος”, ή κατέχει το υποκείμενο ETF, είναι εξ’ορισμού συντηρητική στρατηγική. Μπορεί κάλλιστα να παραλληλιστεί με έναν αγρότη που πουλάει το σιτάρι του τον Ιούλιο παρά το γεγονός ότι η συγκομιδή γίνεται τον Οκτώβρη. Είναι μια καθιερωμένη στο χρόνο και λογική πρακτική. Ο πωλητής εισπράττει τα μετρητά από το option προκειμένου να διασφαλίσει τα κέρδη του ή να εξασφαλιστεί έναντι ζημιών. Η πώληση όμως ακάλυπτων προαιρετικών δικαιωμάτων, εκθέτει τον πωλητή σε σχεδόν απεριόριστο κίνδυνο καθώς δεν υπάρχει τρόπος να γνωρίζει σε πόσο υψηλά επίπεδα μπορεί να φτάσει η τιμή των υποκείμενων μετοχών.

Ο ακόλουθος πίνακας δείχνει μερικά αποτελέσματα ενός τυπικού call option το οποίο πωλήθηκε 10\$, με τιμή εξάσκησης του υποκείμενου ETF 110\$ για ένα χρόνο, υποθέτοντας ότι το ETF διαπραγματεύεται αυτή την στιγμή στα 100\$.

Πίνακας 4.5: Αποτελέσματα ενός call option

	Υπολογισμός κέρδους/ζημιάς από υποθετική εξάσκηση του δικαιώματος	Διαφορά από μη εξάσκηση δικαιώματος
130\$	10\$ κέρδος + 10\$ εισόδημα από option = 20\$.	-10\$ γιατί αν δεν εξασκηθεί το δικαίωμα υπάρχει κέρδος 30\$.
120\$	10\$ κέρδος + 10\$ εισόδημα από option = 20\$.	Σημείο ισορροπίας (break even) αφού με μη εξάσκηση το κέρδος είναι επίσης 20\$.

110\$	10\$ κέρδος + 10\$ εισόδημα από option = 20\$.	+10\$ αφού με μη εξάσκηση του δικαιώματος το κέρδος θα είναι 10\$.
100\$	0\$ κέρδος + 10\$ εισόδημα από option = 10\$.	+10\$ αφού με μη εξάσκηση το κέρδος θα είναι 0\$.

Η διαφορά μεταξύ υιοθέτησης της παραπάνω στρατηγικής και μη υιοθέτησης αυτής εξαρτάται κατά κύριο λόγο από το ύψος της τιμής του ETF πριν την ημερομηνία λήξης. Αν η τιμή του ETF δεν καταφέρει να ξεπεράσει το ποσό του εισοδήματος από την πώληση του option (10\$ στο συγκεκριμένο παράδειγμα), τότε η στρατηγική αυτή δίνει στον επενδυτή 10\$ επιπλέον. Αυτό αποτελεί μια επιπρόσθετη απόδοση της τάξεως του 10% στην περίπτωση που η τιμή του ETF παραμένει σταθερή ή μια αποζημίωση της τάξεως του 10% έναντι μείωσης της τιμής. Το call option είναι κατάλληλο όταν ο επενδυτής θέλει μια "φλέβα" εισοδήματος και δεν είναι ούτε υπερτιμητής ούτε υποτιμητής της αγοράς.

Η αρνητική πλευρά των call options είναι ότι η προοπτική σταθερού εισοδήματος μπορεί να παρασύρει τον επενδυτή και να τον κάνει να αγνοήσει τυχόν σημάδια πτωτικής πορείας. Αν ο επενδυτής είναι πραγματικά υποτιμητής, τότε τα call options θα προσφέρουν μόνο παροδική προστασία.

Για μεγαλύτερη προστασία έναντι ζημιών, ο επενδυτής μπορεί να αγοράσει προαιρετικά δικαιώματα πώλησης (put options) για το ETF που κατέχει. Αυτό του δίνει την δυνατότητα να "ξεφορτωθεί" το ETF στην περίπτωση που η τιμή του φτάσει σε επίπεδο χαμηλότερο της τιμής εξάσκησης.

Η αποκλειστική αγορά ενός put option είναι κερδοσκοπική κίνηση επειδή υπάρχει η πιθανότητα αυτό να λήξει χωρίς καμία αξία. Αντιστοίχως, η αποκλειστική πώλησή του μπορεί να εκθέσει τον επενδυτή σε εκτεταμένη ζημιά καθώς η τιμή των υποκείμενων μετοχών είναι δυνατόν να μειωθεί απότομα. Όταν όμως το put option αγοραστεί σαν επέκταση μιας ήδη υπάρχουσας θέσης σε ένα ETF, τότε ο ρόλος του μετατρέπεται σε αυτόν της ασφάλειας.

Ο ακόλουθος πίνακας δείχνει τα αποτελέσματα ενός τυπικού put option, το οποίο αγοράστηκε για 10\$ με τιμή εξάσκησης 90\$ για ένα χρόνο.

Πίνακας 4.6: Αποτελέσματα ενός put option

Τιμή ETF στην λήξη	Υπολογισμός κέρδους/ζημιάς από υποθετική εξάσκηση του δικαιώματος	Διαφορά από μη εξάσκηση δικαιώματος
100\$	0\$ ζημιά - 10\$ κόστος αγοράς option = -10\$	-10\$, κόστος put option
90\$	10\$ ζημιά - 10\$ κόστος αγοράς option = -20\$	-10\$ καθώς το ETF από μόνο του θα είχε ζημιά 10\$
80\$	10\$ ζημιά - 10\$ κόστος αγοράς option = -20\$	0\$ καθώς το ETF από μόνο του θα είχε ζημιά 20\$
70\$	10\$ ζημιά - 10\$ κόστος αγοράς option = -20\$	+30\$ καθώς το ETF από μόνο του θα είχε ζημιά 20\$

Τα put options είναι κατάλληλα όταν ο επενδυτής φοβάται ότι θα έχει σημαντικές ζημιές βραχυπρόθεσμα. Όπως και σε πολλές επενδύσεις έτσι και στα options η τιμή τους αποτελεί κρίσιμο παράγοντα. Συνήθως θεωρούνται ακριβά για επαναλαμβανόμενη χρήση. Τα put options είναι προτιμότερο να χρησιμοποιούνται ευκαιριακά.

Η τιμή που πληρώνει ή λαμβάνει ο επενδυτής για ένα option αποτελεί καθοριστικό παράγοντα υιοθέτησης ή μη αυτής της στρατηγικής γιατί ακόμα και οι ασφαλέστερες στρατηγικές γίνονται απαγορευτικές για εφαρμογή όταν κοστίζουν εξαιρετικά ακριβά.

Επιπλέον πρέπει ο επενδυτής να λάβει υπόψη του τα κόστη συναλλαγών καθώς επίσης και τις φορολογικές επιπτώσεις.

Εντούτοις, τα options θα παραμείνουν ένα ακόμα πλεονέκτημα των ETFs και ένα σημαντικό, αν και ευκαιριακό, εργαλείο όταν χρησιμοποιείται με τον σωστό τρόπο.

4.5 ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ETFs

Η αγορά των ομολόγων, εκτός ίσως από κάποιες μεμονωμένες ηλεκτρονικές συναλλαγές που χρησιμοποιούνται κυρίως από μεμονωμένους επενδυτές, παραμένει μια αγορά στην οποία ο κύριος όγκος των συναλλαγών πραγματοποιείται μέσω χρηματιστηριακών γραφείων.

Σε αντίθεση με την διαπραγμάτευση των μετοχών, στην οποία ο αυτοματισμός διαδραματίζει σημαντικό ρόλο τόσο για μεμονωμένους όσο και για θεσμικούς επενδυτές, η αγορά των ομολόγων χαρακτηρίζεται από έλλειψη ρευστότητας και διαφάνειας τιμών, εκτός ίσως από τις περιπτώσεις των πιο ρευστών ομολόγων (www.investopedia.com, 2005).

Για τον επενδυτή ομολόγων που κινείται χωρίς καθοδήγηση και για τον οποίο δεν έχει νόημα η επένδυση σε ακριβά ενεργώς διαχειριζόμενα ομολογιακά Α/Κ, τα ομολογιακά ETFs, τα οποία ακολουθούν ομολογιακούς δείκτες, μπορούν να αποτελέσουν μια καλή εναλλακτική λύση.

Τα ομολογιακά ETFs μοιάζουν με τα υπόλοιπα ETFs αλλά είναι μοναδικά στον κόσμο των επενδύσεων σταθερού εισοδήματος γιατί είναι τα μόνα που διαπραγματεύονται σε χρηματιστήρια και που οι τρέχουσες και ιστορικές τιμές τους είναι διαθέσιμες για όλους τους επενδυτές. Ιστορικά, αυτού του είδους η διαφάνεια στις τιμές ήταν διαθέσιμη μόνο για τους θεσμικούς επενδυτές.

Η πρόκληση για τον δημιουργό ενός ομολογιακού ETF είναι να εξασφαλίσει ότι θα παρακολουθεί στενά τον υποκείμενο δείκτη του με έναν τρόπο αποδοτικό σε κόστος παρά την έλλειψη ρευστότητας που επικρατεί στην αγορά των ομολόγων. Όμως τα περισσότερα ομόλογα διατηρούνται ως την λήξη τους και έτσι δευτερογενής ενεργή αγορά δεν είναι διαθέσιμη για αυτά. Για το λόγο

αυτό, είναι δύσκολο να διασφαλιστεί ότι το ETF θα κατορθώσει να ξεπεράσει τα πιο ρευστά ομόλογα και θα ακολουθήσει τον υποκείμενο δείκτη του. Μάλιστα, η πρόκληση είναι μεγαλύτερη για τα εταιρικά ομόλογα συγκριτικά με τα κυβερνητικά.

Οι προμηθευτές των ομολογιακών ETFs ξεπερνούν το πρόβλημα της ρευστότητας χρησιμοποιώντας ένα αντιπροσωπευτικό δείγμα, πράγμα που σημαίνει ότι ακολουθούν μόνο έναν επαρκή αριθμό ομολόγων που κρίνονται αντιπροσωπευτικά του δείκτη. Τα ομόλογα που χρησιμοποιούνται στο δείγμα αυτό είναι τα μεγαλύτερα και τα πιο ρευστά του δείκτη. Για παράδειγμα, ο ομολογιακός δείκτης Lehman Aggregate περιλαμβάνει περισσότερα από 6000 ομόλογα αλλά το ομολογιακό ETF της Lehman Aggregate περιλαμβάνει μόλις 100 από αυτά.

Επίσης, δεδομένης της ρευστότητας των κυβερνητικών ομολόγων, τα λάθη στον εντοπισμό του αντιπροσωπευτικού δείγματος θα είναι λιγότερα στα ETFs που ακολουθούν δείκτες κυβερνητικών ομολόγων.

Τα ομολογιακά ETFs εξοφλούν τον τόκο μέσω μηνιαίου μερίσματος, ενώ οποιαδήποτε κεφαλαιακά κέρδη εξοφλούνται μέσω ετήσιου μερίσματος. Για φορολογικούς σκοπούς, τα μερίσματα αυτά μεταχειρίζονται είτε ως εισόδημα είτε ως κεφαλαιακά κέρδη. (Ωστόσο, η φορολογική αποδοτικότητα στα ομολογιακά ETFs δεν αποτελεί σημαντικό παράγοντα γιατί τα κεφαλαιακά κέρδη δεν διαδραματίζουν τόσο σημαντικό ρόλο στις ομολογιακές αποδόσεις όσο στις μετοχικές αποδόσεις).

Τέλος, τα ομολογιακά ETFs είναι διαθέσιμα σε όλο τον κόσμο. Για παράδειγμα, η Barclays Global Investors έχει ομολογιακά ETFs σε Η.Π.Α, Ευρώπη και Καναδά.

4.5.1 Ομολογιακά ETFs v.s Bond Ladders

Η ρευστότητα και διαφάνεια των ομολογιακών ETFs προσφέρει αρκετά πλεονεκτήματα έναντι των παθητικής διαχειριζόμενων bond ladders. Τα ομολογιακά ETFs προσφέρουν άμεση διαφοροποίηση και συνεχή διάρκεια, πράγμα που σημαίνει ότι ο επενδυτής πρέπει αναγκαία να κάνει μόνο μία συναλλαγή προκειμένου να αποκτήσει ένα χαρτοφυλάκιο σταθερού εισοδήματος. Το bond ladder, το οποίο απαιτεί αγορά μεμονωμένων ομολόγων, δεν παρέχει την παραπάνω δυνατότητα (www.investopedia.com, 2005).

Ένα μειονέκτημα των ομολογιακών ETFs είναι η συνεχής χρέωση για έξοδα διαχείρισης. Παρά το γεγονός ότι τα χαμηλότερα spreads των διαπραγματεύσιμων ομολογιακών ETFs βοηθούν στην αντιστάθμιση αυτών των εξόδων, το θέμα αυτό θα συνεχίζει να υπερισχύει σε μακροπρόθεσμες στρατηγικές αγοράς και διατήρησης. Έτσι το αρχικό πλεονέκτημα των spreads των ομολογιακών ETFs σιγά-σιγά εξαλείφεται με το πέρασμα του χρόνου λόγω αυτών των ετησίων διαχειριστικών εξόδων.

Ένα δεύτερο μειονέκτημα είναι το γεγονός ότι δεν υπάρχει ευελιξία δηλαδή δεν μπορεί ο επενδυτής να δημιουργήσει κάτι μοναδικό για χαρτοφυλάκιο. Για παράδειγμα, αν ένας επενδυτής προσδοκά υψηλότερο επίπεδο εισοδήματος ή καθόλου άμεσο εισόδημα, τότε τα ομολογιακά ETFs μάλλον δεν είναι το κατάλληλο προϊόν για αυτόν.

4.5.2 Ομολογιακά ETFs v.s δεικτοποιημένων ομολογιακών A/K

Τα ομολογιακά ETFs και τα δεικτοποιημένα ομολογιακά A/K καλύπτουν παρόμοιους δείκτες, χρησιμοποιούν παρόμοιες στρατηγικές βελτιστοποίησης και έχουν σχεδόν ίδιες αποδόσεις (www.investopedia.com, 2005).

Ωστόσο, τα ομολογιακά ETFs θεωρούνται καλύτερη εναλλακτική λύση για όσους επιθυμούν περισσότερο ευέλικτη διαπραγμάτευση και καλύτερη διαφάνεια. Πληροφορίες για την σύνθεση και την απόδοση του υποκείμενου χαρτοφυλακίου ενός ομολογιακού ETF είναι διαθέσιμες σε καθημερινή βάση, ενώ τέτοιου είδους πληροφορίες για δεικτοποιημένα ομολογιακά A/K είναι διαθέσιμες μόνο σε εξαμηνιαία βάση. Επιπροσθέτως, το βασικό πλεονεκτήματα που απορρέουν από την δυνατότητα καθημερινής διαπραγμάτευσης των ομολογιακών ETFs, είναι η δυνατότητα προπώλησης (short-selling), η δυνατότητα αγοράς στο όριο (on margin) και η χρήση προαιρετικών δικαιωμάτων (options).

Το βασικό μειονέκτημα των ομολογιακών ETFs είναι οι προμήθειες συναλλαγών που δημιουργούνται. Συμφέρουν λοιπόν για μεγαλύτερες και όχι συχνές συναλλαγές. Το παραπάνω μειονέκτημα δεν υφίσταται για τους επενδυτές που αγοράζουν τα ομολογιακά A/K τους μέσω ενός τρίτου προσώπου (χρηματιστή), ο οποίος όμως επίσης χρεώνει κάποια αμοιβή για την διαπραγμάτευση.

Συμπερασματικά, το ομολογιακό ETF είναι μια συναρπαστική προσθήκη στην αγορά των ομολόγων. Αποτελεί μια εξαιρετική εναλλακτική λύση για επενδυτές που δρουν χωρίς καθοδήγηση και που ενδιαφέρονται για ευκολία στην διαπραγμάτευση, αυξανόμενη διαφάνεια στις τιμές και που επιθυμούν να επενδύσουν σε δείκτες ή να εγκαινιάσουν την ενεργή διαπραγμάτευση ομολόγων. Παρόλα αυτά, τα ομολογιακά ETFs είναι κατάλληλα μόνο για

συγκεκριμένες στρατηγικές. Αν, για παράδειγμα, ο επενδυτής επιθυμεί να δημιουργήσει μια συγκεκριμένη πηγή εισοδήματος, τότε τα ομολογιακά ETFs δεν είναι κατάλληλα για αυτόν. Αυτό που πρέπει να κάνει πριν αποφασίσει είναι να αξιολογήσει προσεκτικά όλες τις εναλλακτικές επενδυτικές του λύσεις.

4.6 ΕΙΔΙΚΑ ΘΕΜΑΤΑ ΠΟΥ ΑΦΟΡΟΥΝ ΤΑ ETFs

4.6.1 Η Παρανόηση της Ρευστότητας των ETFs

Υπάρχει μια πολύ μεγάλη παρανόηση σχετικά με την ρευστότητα των ETFs. Αρκετοί επενδύτες πιστεύουν ότι η ρευστότητα των ETFs εξαρτάται από τον Μέσο Όρο Όγκου Συναλλαγών του κεφαλαίου ή τον αριθμό συναλλαγών των μετοχών ανά συνεδρίαση. Κάτι που δεν ισχύει (www.a-trade.com, 2004).

Εάν κάποιος επενδυτής θέλει να μετρήσει την ρευστότητα κάποιου ETF, θα πρέπει να μετρήσει ξεχωριστά την ρευστότητα της κάθε μετοχής που ανήκει σε αυτό.

Γι'αυτό τα ETFs είναι τόσο απλά όσο αναφορά στην αγορά και πώληση αλλά παρά πολύ πολύπλοκα στην σύνθεσή τους.

Επίσης διαθέτουν μηχανισμούς που προστατεύουν τους επενδύτες, από την χειραγωγή των Market Makers & Specialists και άσχετα από το πόσο μεγάλος ή μικρός είναι κάποιος επενδύτης έχει την ίδια μεταχείριση.

Μεγάλες χρηματοοικονομικές εταιρίες σαν την Morgan Stanley & Salomon Smith Barney περιστασιακά, όταν έχουν κάποια πολύ μεγάλη εντολή παίζουν τον ρόλο του Market Maker ή Σπεσιαλιστ.

Στον πίνακα παρακάτω φαίνονται τα αποτελέσματα μιας έρευνας που έγινε τον Γενάρη του 2002, από τον Salomon Smith Barney, ο οποίος μάζεψε από 40 τυχαίες στιγμές κατά την διάρκεια του μήνα.

Πίνακας 4.7: Αποτελέσματα Έρευνας

Εγχώρια ETFs	
Average bid	61,752 μερίδια
Average ask	66,799 μερίδια
Average spread	\$0.18
Average spread %	0.330%
Cap-weighted avg. spread	\$0.06
Cap-weighted avg. spread %	0.087%
Διεθνή ETFs	
Average bid	13,487 μερίδια
Average ask	15,438 μερίδια
Average spread	\$0.19
Average spread %	0.867%
Cap-weighted avg. spread	\$0.17
Cap-weighted avg. spread %	0.591%

4.6.2 Η Διανομή του Επενδυτικού Κεφαλαίου με τα ETFs

Η σπουδαιότητα της διανομής του επενδυτικού κεφαλαίου σε γενικότερο επίπεδο δηλαδή σε τομείς, είναι μάλλον από τους σημαντικότερους παράγοντες για τους επενδυτές.

Ανεξάρτητοι ερευνητές γνωστού Πανεπιστημίου ανακάλυψαν ότι 95% της απόδοσης των Money Managers (καλύτερη ή χειρότερη απόδοση) εξαρτάται από την επιλογή της διανομής του επενδυτικού κεφαλαίου σε διάφορους επενδυτικούς τομείς και όχι από την επιλογή της κάθε μετοχής ξεχωριστά. Η έρευνα διαφόρων τομέων για την διανομή του επενδυτικού κεφαλαίου απαιτεί λιγότερο χρόνο από την έρευνα κάποιας μετοχής.

Γενικότερα, πολλές φορές η επιλογή κάποιας μετοχής αποδεικνύεται τρομερό λάθος και έτσι είναι πολλοί οι επενδυτές που βρέθηκαν να έχουν θέσεις σε μετοχές οι οποίες αφήφισαν κάθε αντίδραση των αγορών ιδιαίτερα προς την κατεύθυνση την οποία οι επενδυτές υπολόγιζαν.

Ευτυχώς τα ETFs είναι αρκετά πιο φιλικά και η επιλογή τους σχετικά εύκολη ειδικά όσο αναφορά στην σωστή επιλογή κάποιου τομέα για την διανομή του επενδυτικού κεφαλαίου.

Παρακάτω παρατίθενται οι διαθέσιμες κατηγορίες των ETFs

(www.etfzonestaff.com, 2003-2004):

- ☛ Μετοχές μεγάλης κεφαλαιοποίησης (large cap stocks)* μετοχές με υψηλή αγοραία αξία (κεφαλαιοποίηση).

- ☛ Μετοχές μεσαίας κεφαλαιοποίησης (mid cap stocks)* μετοχές με μεσαία αγοραία αξία (κεφαλαιοποίηση).

- ✚ Μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης (small cap stocks)* οι μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης συνήθως υπερτερούν μακροπρόθεσμα αλλά έχουν υψηλότερο βαθμό κινδύνου.
- ✚ Αναπτυξιακές μετοχές (growth stocks)* $\frac{1}{2}$ των εταιρειών της αγοράς με υψηλότερους από τον μέσο όρο δείκτες τιμών/κέρδη (P/E).
- ✚ Value Stocks* μετοχές με χαμηλότερους από τον μέσο όρο δείκτες P/E.
- ✚ Κλαδικές μετοχές (sector stocks)* ομάδες εταιρειών της ίδιου κλάδου.
- ✚ Διεθνείς μετοχές (international stocks)* μη αμερικάνικες εταιρείες, συνήθως αναπτυσσόμενες οικονομίες (Ευρώπη, Ασία, Αυστραλία).
- ✚ Εγχώριες μετοχές (country)* ομάδες εταιρειών της ίδιας χώρας.
- ✚ Μετοχές αναδυόμενων αγορών (emerging market stocks)* μετοχές αναπτυσσόμενων χωρών, είναι γενικά εξαιρετικά επικίνδυνες αλλά συχνά επιδεικνύουν χαμηλούς δείκτες P/E και σημαντική προοπτική ανάπτυξης των κερδών (Βραζιλία, Ρωσία).
- ✚ Μακροπρόθεσμα ομόλογα (long-term bonds)* παρέχουν ένα εγγυημένο ποσοστό απόδοσης για μια συγκεκριμένη περίοδο (ή μέχρι την λήξη) μεγαλύτερη των 7 ετών.

- **Μεσοπρόθεσμα ομόλογα (mid-term bonds)*** γενικά αποδίδουν λιγότερο από τα μακροπρόθεσμα ομόλογα και είναι περισσότερο ευαίσθητα στις αλλαγές των επιτοκίων. Συνήθως είναι για 3-5 έτη.
- **Βραχυπρόθεσμα ομόλογα (short-term bonds)*** αποδίδουν το ελάχιστο δυνατό αλλά είναι ουσιαστικά δεν επηρεάζονται καθόλου από τις αλλαγές των επιτοκίων. Τα τοκομερίδια είναι το σύνηθες εισόδημα και επιπλέον η φορολογία κυμαίνεται σε υψηλά επίπεδα.
- **Επενδύσεις σε ακίνητα περιουσιακά στοιχεία (real estate investment trusts) *(REITs)** επενδύουν σε μεγάλες εμπορικές περιουσίες. Τείνουν να μην ακολουθούν τις κινήσεις των μετοχών και έτσι προσφέρουν διαφοροποίηση στο χαρτοφυλάκιο. Είναι πιθανό να δημιουργήσουν κεφαλαιακές ανατιμήσεις αλλά συνήθως πληρώνουν ένα σταθερό εισόδημα με την μορφή τοκομεριδίων.

Υπάρχει επίσης διαθέσιμο "ETF Χρυσού", με πραγματικό αντίκρισμα Χρυσού σε μπάρες αποθηκευμένο σε Θησαυροφυλάκιο Τράπεζας.

4.6.3 Προσοχή με τις "Μικρές" Συναλλαγές των ETFs

Ένα πολύ σημαντικό σημείο το οποίο πρέπει να γνωρίζουν οι επενδυτές είναι ότι οι μικρές συναλλαγές (trades) των ETFs ίσως να έχουν μεγαλύτερο κόστος από κάποιο ανάλογο Α/Κ, στην περίπτωση της μικρού κεφαλαίου επένδυσης (www.a-trade.com, 2004).

Το κόστος συναλλαγών πολλές φορές σε μικρές συναλλαγές των ETFs είναι δυνατόν να ξεπεράσει αυτό κάποιου παραδοσιακού "Α/Κ χωρίς επιβαρύνσεις", λόγω του ότι τα ETFs αγοράζονται και πωλούνται σαν μετοχές με κόστος την προμήθεια σε κάποιον χρηματιστή.

Η πρόσθεση μικρών ποσοτήτων κάθε τόσο κατόπιν προσχεδιασμένων αγορών κάποιου επενδυτή (το λεγόμενο dollar-cost averaging), πολύ συνηθισμένο φαινόμενο των Αμερικανών μικρών επενδυτών, βοηθάει στην συνεχή αποταμίευση και στην διασπορά της θέσης αλλά συγχρόνως ανεβάζει το κόστος ακόμα και με την χρήση ενός "φθηνού" χρηματιστή.

Για παράδειγμα ας πάρουμε το παραδοσιακό Α/Κ Vanguard 500 index (VF1NX) με την ίδια τακτική προγραμματισμένης πρόσθεσης θέσεων σε σχέση με SPDR 500 (SPY), ETF, σε ένα τυπικό "dollar cost averaging" σενάριο. Και τα δυο χρημ/κα προϊόντα ακολουθούν πιστά τον δείκτη S&P 500. Το Α/Κ Vanguard 500 έχει ένα ποσοστό εξόδων της τάξης του 0.18%, ενώ το ETF SPDR 500 έχει 0.11%. Ακολουθεί η παρακάτω ανάλυση:

- ✚ Μια \$10,000 αρχική επένδυση στα δυο παραπάνω επενδυτικά προϊόντα
- ✚ Ποσόν \$100 μηνιαίες τοποθετήσεις και στα δυο για τα επόμενα 10 χρόνια
- ✚ 7% ετήσια απόδοση και για τα δυο χρημ/κα προϊόντα (λογική απόδοση αφού ακολουθούν πιστά τον ίδιο δείκτη)
- ✚ \$10 κόστος προμήθειας για κάθε συναλλαγή ETF (κόστος σε λογικά πλαίσια με την χρήση "φθηνού χρηματιστή")

Στα παρακάτω αποτελέσματα διακρίνεται το υψηλό κόστος συναλλαγής μικρών ποσών στο ETF, με αποτέλεσμα την μείωση της τελικής απόδοσης:

Πίνακας 4.8: Κόστη συναλλαγής - Τελική Απόδοση

Όνομα κεφαλαίου	Δείκτης εξόδων (%)	Συνολικά κόστη (\$)	Τελική αξία (\$)	Ετήσια απόδοση (%)
Vanguard 500 (A/K)	0.18	389.70	36,258.20	6.81
SPDR 500 (ETF)	0.11	1,450.54	34,729.11	6.23

4.7 ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ETFs

Εξαιτίας του μοναδικού τους σχεδιασμού και της ευέλικτης φύσης τους, τα ETFs μπορούν να οδηγήσουν σε ποικιλία επενδυτικών στρατηγικών. Παρακάτω παρατίθενται ορισμένοι διαφορετικοί τρόποι που μπορεί κανείς εφαρμόσει χρησιμοποιώντας ETFs (www.money.cnn.com, 2005):

Να "τιθασεύσει" την δύναμη της ευρείας αγοράς

Αυτή είναι μάλλον η πιο απλή και περισσότερο αποτελεσματική στρατηγική για κάποιον που επιθυμεί να εκμεταλλευτεί όλα τα πλεονεκτήματα που προσφέρουν τα ETFs.

Αγοράζοντας και διατηρώντας ένα ETF αποκτά κανείς ένα πλήθος μετοχών και έτσι αυτόματα διαφοροποιεί το χαρτοφυλάκιό του, το οποίο ουσιαστικά απεικονίζει καθεμία από αυτές τις διαπραγματεύσιμες μετοχές.

Η ίδια λογική μπορεί να εφαρμοστεί και με ομόλογα καθώς επίσης και με διεθνή χρεώγραφα.

Έτσι με τρία μόνο ETFs, αποκτά κανείς ένα χαρτοφυλάκιο που αντανακλά πλήθος αμερικάνικων μετοχών, πλήθος ομολόγων και που ταυτόχρονα πρόσβαση σε διεθνείς αγορές. Με τον τρόπο αυτό καλύπτει πολλά και διαφορετικά πεδία.

Να "επεκτείνει" το χαρτοφυλάκιό του

Εάν κάποιος επενδύει σε ETFs για αρκετό χρονικό διάστημα, μπορεί ήδη να έχει την έκθεση που επιθυμεί σε συγκεκριμένες επενδυτικές περιοχές όπως σε εγχώριες μετοχές μεγάλων εταιρειών.

Είναι όμως πιθανό παρόλα αυτά να επιθυμεί να αποκτήσει πρόσβαση και σε άλλες επενδυτικές περιοχές στις οποίες δεν θα ένωθε άνετα να αποκτήσει μεμονωμένες μετοχές ή A/K.

Αυτό μπορεί να γίνει πολύ εύκολα αγοράζοντας ένα ETF μετοχών μικρής κεφαλαιοποίησης.

Ακόμα μπορεί να προσθέσει ETFs που ακολουθούν μεσαίας ή μεγάλης κεφαλαιοποίησης μετοχές ή που επικεντρώνονται σε συγκεκριμένους βιομηχανικούς κλάδους.

Ομοίως, αν ο επενδυτής επιθυμεί να περιορίσει τις ξένες επενδύσεις του σε συγκεκριμένες περιοχές μπορεί να αγοράσει ETFs της συγκεκριμένης χώρας ή περιοχής.

Να δώσει έμφαση σε συγκεκριμένο κλάδο ή βιομηχανία

Κάποιοι επενδυτές επιθυμούν έκθεση σε ολόκληρη την αγορά, αλλά ταυτόχρονα προτιμούν το χαρτοφυλάκιό τους να είναι σταθμισμένο με έμφαση σε συγκεκριμένες βιομηχανίες. Έστω, ότι ένας επενδυτής θεωρεί ότι ο τομέας της υγείας έχει θετικές προοπτικές έναντι άλλων τομέων επειδή έχει αυξηθεί σημαντικά η ζήτηση φαρμάκων και της ιατροφαρμακευτικής περίθαλψης για νεογνά, τότε θα επιδιώξει να κάνει επενδύσεις προς αυτήν την κατεύθυνση.

Ακόμα και αν ήδη κατέχει επενδύσεις τον τομέα της υγείας, μπορεί κάλλιστα να τις διευρύνει επιλέγοντας ένα ETF αυτού του τομέα.

Πρέπει όμως πάντα να έχει υπόψη του ότι όταν απομακρύνεται από σταθμίσεις που αφορούν ολόκληρη την αγορά, ουσιαστικά είναι σαν να

παραδέχεται ότι το πλήθος των επενδυτών έχουν λανθασμένη άποψη. Για το λόγο αυτό, πριν επενδύσει τα χρήματά του σε συγκεκριμένο μόνο τομέα ή κλάδο πρέπει να έχει πραγματικές αποδείξεις που να συνηγορούν ότι υπάρχουν προοπτικές κέρδους εκεί και να μην βασίζεται μόνο στο ένστικτό του.

Να συγχρονιστεί με την αγορά

Τα ETFs είναι ένα πραγματικό εργαλείο για συγχρονισμό με την αγορά καθώς επιτρέπει κινήσεις σε ολόκληρη την αγορά ή σε συγκεκριμένο κλάδο ή τομέα με μία μόνο γρήγορη συναλλαγή. Έτσι, αν κάποιος επενδυτής πιστεύει ότι η αγορά των μετοχών είναι στα όρια σημαντικής υποχώρησης, μπορεί για παράδειγμα, άμεσα να εγκαταλείψει ολόκληρη την αγορά αυτή ή και ένα μόνο συγκεκριμένο ETF και να μετατρέψει τα χρήματά του σε μετρητά.

Το ίδιο μπορεί να κάνει και για συγκεκριμένους τομείς ή κλάδους της αγοράς. Αν θεωρεί ότι η ανάπτυξη της τεχνολογίας πιθανόν να καθυστερήσει αλλά ότι οι χρηματοοικονομικές εταιρείες είναι πιθανό να παρουσιάσουν σημαντική ανάπτυξη, μπορεί να πουλήσει το τεχνολογικό του ETF και να στραφεί σε κάποιο χρηματοοικονομικό.

Υπάρχουν πάρα πολύ κλαδικά και βιομηχανικά ETFs με τα οποία μπορεί να γίνει το παραπάνω παιχνίδι. Ο επενδυτής όμως οφείλει να γνωρίζει ότι τέτοια παιχνίδια από την φύση τους είναι ριψοκίνδυνα.

Η εμπειρία του παρελθόντος αποκαλύπτει ότι στο τέλος του 1999 και στις αρχές του 2000 ήταν ιδανική στιγμή για τους επενδυτές να εγκαταλείψουν τις αναπτυξιακές μετοχές καθώς και αυτές του τεχνολογικού τομέα και να

στραφούν στα ομόλογα. Ωστόσο, η συντριπτική πλειοψηφία έκανε ακριβώς το αντίθετο και κατέληξε να το πληρώσει ακριβά.

Να ακολουθήσει τακτικές προπώλησης (short-selling) και άλλες περίεργες τακτικές

Επειδή τα ETFs διαπραγματεύονται όπως ακριβώς και οι μετοχές, δίνουν στους επενδυτές την δυνατότητα να εφαρμόσουν ποικιλία τακτικών που δύσκολα θα μπορούσαν να επιτευχθούν χρησιμοποιώντας A/K.

Για παράδειγμα, αν κάποιος επενδυτής είναι πεπεισμένος ότι οι μετοχές του ακολουθούν μη αναστρέψιμη πτωτική πορεία και επιθυμεί όχι μόνο να τις πουλήσει αλλά και να επωφεληθεί από την επικείμενη καταστροφή, μπορεί να το επιτύχει ακολουθώντας την τακτική της προπώλησης όλων των μετοχών ή ενός ETF.

Επιπλέον, μπορεί να κάνει το ίδιο και για οποιονδήποτε συγκεκριμένο τομέα της αγοράς – υγείας, ενέργειας, αναπτυξιακές μετοχές κ.α.

Ουσιαστικά, ο επενδυτής θα δώσει εντολή στον χρηματιστή του να δανειστεί μερίδια ενός ETF που ακολουθεί τον δείκτη που θεωρεί ότι πρόκειται να υποχωρήσει, έπειτα θα τα πουλήσει και θα περιμένει να τα αντικαταστήσει με φθηνότερα μερίδια ETF που θα έχουν προκύψει λόγω της πτώσης του δείκτη.

Αντιθέτως, αν αισθάνεται ότι η αγορά ή κάποιος συγκεκριμένος κλάδος θα ανέλθει μπορεί να μεγιστοποιήσει τα κέρδη του αγοράζοντας ένα ETF με αύξηση αποδοτικότητας κεφαλαίου: αυτό σημαίνει ότι θα δανειστεί από τον χρηματιστή του προκειμένου να αγοράσει επιπλέον μερίδια.

Κατά συνέπεια, ο επενδυτής θα χρησιμοποιεί τα χρήματα του χρηματιστή προκειμένου να μεγεθύνει την επένδυσή του στον συγκεκριμένο κλάδο.

Το συμπέρασμα που προκύπτει από όλα τα παραπάνω, είναι ότι τα ETFs με τα πλεονεκτήματα που διαθέτουν -χαμηλό κόστος, φορολογική αποδοτικότητα και εύκολη διαφοροποίηση- μπορούν να βελτιώσουν της επίδοση ενός χαρτοφυλακίου, υπό τον όρο ότι χρησιμοποιούνται σε περιπτώσεις όπου είναι κατάλληλα και με τρόπο που μεγιστοποιεί αυτά τα πλεονεκτήματα.

Στην περίπτωση όμως που κάποιος επιμένει να θέτει ριψοκίνδυνα στοιχήματα ή να εφαρμόζει στρατηγικές με αμφίβολες πιθανότητες επιτυχίας, μπορεί τελικά να επιτύχει ζημιές που ξεπερνούν κατά πολύ όλα τα προαναφερόμενα πλεονεκτήματα.

Εν συντομία, τα ETFs μπορούν να βελτιώσουν το επενδυτικό παιχνίδι. Το αν κάποιος θα εκμεταλλευτεί τα πλεονεκτήματά τους ή όχι είναι άλλο θέμα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ - ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ**5.1 ΣΥΝΟΨΗ ΚΥΡΙΟΤΕΡΩΝ ΣΗΜΕΙΩΝ ΤΩΝ ETFs**

Τα ETFs αποτελούν μίγμα ορισμένων βασικών χαρακτηριστικών των μετοχών και των Α/Κ. Είναι μερίδια κοινής περιουσίας, η οποία επενδύεται σε χαρτοφυλάκια κοινών μετοχών και το βασικό χαρακτηριστικό τους γνώρισμα είναι ότι αποτελούν αντικείμενο χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης και ότι η απόδοσή τους ακολουθεί την απόδοση ευρέως γνωστών χρηματιστηριακών δεικτών. Η αξία τους όμως δεν ταυτίζεται απόλυτα με την αξία του υποκείμενου δείκτη.

Τα ETFs παρέχουν την δυνατότητα στους επενδυτές να αποκτούν το σύνολο των μετοχών που συνθέτουν έναν δείκτη, με μια απλή συναλλαγή αγοράζοντας ένα μόνο μερίδιο ETF, πράγμα το οποίο δεν είναι εφικτό μέσω της αγοράς κάθε μιας μετοχής του δείκτη ξεχωριστά, λόγω του απαγορευτικού κόστους. Επίσης, τα ETFs είτε περιλαμβάνουν το σύνολο των μετοχών που αποτελούν ένα δείκτη, είτε, με βάση μια δειγματοληπτική τεχνική, επιλέγουν ένα αντιπροσωπευτικό δείγμα μετοχών με κεφαλαιοποίηση και θεμελιώδη εταιρικά χαρακτηριστικά ανάλογα με αυτά του δείκτη. Τέλος, η σύνθεση του χαρτοφυλακίου των ETFs μπορεί να μεταβάλλεται, προκειμένου να προσαρμόζεται στις αλλαγές των χαρακτηριστικών και της σύνθεσης του δείκτη (www.agii.gr, 2002).

Τα ETFs διακρίνονται σε δεικτοποιημένα και κλειστού τύπου. Ομοίως με ένα παραδοσιακό Α/Κ, ένα ETF είναι ένα είδος επένδυσης που τοποθετεί τα περιουσιακά στοιχεία των επενδυτών του και χρησιμοποιεί επαγγελματίες διαχειριστές για να επενδύσει τα χρήματα σε μια ποικιλία χρεωγράφων, κλάδων και άλλων ειδών. Τα μερίδια των κεφαλαίων των ETFs όμως

διαπραγματεύονται στα χρηματιστήρια, όπως σε αυτό της Νέας Υόρκης (NYSE) ή στο Αμερικάνικο Χρηματιστήριο (AMEX) .

Σε αντίθεση με τα Α/Κ τα οποία τιμολογούνται στο τέλος κάθε ημέρας, τα ETFs τιμολογούνται και μπορούν να αγοραστούν και να πωληθούν κατά τη διάρκεια μιας ημέρας διαπραγμάτευσης, όπως και κάθε μετοχή. Η τιμή τους καθορίζεται με βάση την προσφορά και ζήτηση.

Η τιμή ενός μεριδίου ETF τείνει να διαφέρει, αλλά τελικά είναι ανεξάρτητη, από την Καθαρή Παρούσα Αξία του μεριδίου. Οι τιμές των μεριδίων για όλα τα ETFs κυμαίνονται πάνω ή κάτω, ανάλογα με την προσφορά και ζήτηση στην δευτερογενή αγορά.

Μερίδια δεικτοποιημένων ETFs που ακολουθούν κάποιον Αμερικάνικο μετοχικό δείκτη, όπως τα SPDRs, θα διαπραγματεύονται τυπικά αρκετά κοντά στις ΚΠΑ τους, καθώς τα διάφορα ιδρύματα μπορούν να δημιουργήσουν ή να αντισταθμίσουν μεγάλα κομμάτια μεριδίων προκειμένου να ελαχιστοποιήσουν κάθε τιμή του ανοίγματος της ΚΠΑ (σε μια διαδικασία που λέγεται arbitrage). Μερίδια δεικτοποιημένων ETFs που ακολουθούν λιγότερο γνωστούς δείκτες, ίσως διαπραγματεύονται σε μεγαλύτερα premiums ή discounts καθώς ο μηχανισμός του arbitrage δεν είναι τόσο αποδοτικός.

Μερίδια κλειστού τύπου ETFs ίσως διαπραγματεύονται σε σημαντικά premiums ή discounts στην ΚΠΑ. Παρόλο που όσοι έχουν μελετήσει τα premiums και discounts των ETFs δεν μπορούν να εξηγήσουν γιατί εμφανίζονται, έχουν υποδείξει ότι ένα premium μπορεί να υποδεικνύει, μεταξύ άλλων, ότι υπάρχει μια ισχυρή ζήτηση για τα μερίδια του Α/Κ ή ότι οι επενδυτές προτιμούν ανατίμηση της τρέχουσας ΚΠΑ του Α/Κ και ότι ένα discount μπορεί να προκύψει εξαιτίας πολλών παραγόντων, συμπεριλαμβανομένων αλλά όχι περιορισμένων σε μεγάλα απραγματοποίητα

κεφαλαιακά κέρδη, φτωχή διαχείριση κεφαλαίων, φτωχή αναγνωρισιμότητα του ονόματος ή έλλειψη κατανόησης της δομής του ETF κλειστού τύπου, από τους επενδυτές ή τους συμβούλους.

Επειδή οι επενδυτές πωλούν και αγοράζουν τα ETFs όπως τις μετοχές, τυπικά μέσω ενός χρηματιστηριακού λογαριασμού, παραδοσιακές τεχνικές συναλλαγών στις μετοχές, απαγορευτικές εντολές (stop orders), περιοριστικές εντολές (limit orders), αγορές περιθωρίου κέρδους (margin purchases), μπορούν να εφαρμοστούν στην αγορά και πώληση και των ETFs.

Ένας επενδυτής μπορεί να αγοράσει ή να πουλήσει ETFs μέσω ενός χρηματιστή της αρεσκείας του, όπως ακριβώς αγοράζει και τις μετοχές.

Ο διαχειριστής εξαρτάται από το προϊόν. Όλα τα προϊόντα iShares διαχειρίζονται από την Barclays Global Investors (BGI), ενώ όλα τα HOLDRs διαχειρίζονται από την Merrill Lynch. Τα SPDRs διαχειρίζονται από την State Street Bank και Trust Company ή την Τράπεζα της Νέας Υόρκης. Η Τράπεζα της Νέας Υόρκης είναι επίσης ο διαχειριστής του Nasdaq-100 Investment Trust, QQQ.

Τα ETFs μπορούν να αγοραστούν και να πωληθούν όσο εύκολα μπορεί να αγοράσει κανείς και να πουλήσει μετοχές. Τα ETFs έτσι διευκολύνουν τον επενδυτή στην αγορά ή πώληση μεριδίων κατά τη διάρκεια της διαπραγματευτικής ημέρας ενώ τα παραδοσιακά δεικτοποιημένα A/K μπορούν γενικά να αγοραστούν ή να εξαγοραστούν στην τιμή κλεισίματος στο τέλος της ημέρας.

Μπορεί κανείς να αγοράσει τόσο λίγο όσο ένα μερίδιο στα περισσότερα ETFs. Η Merrill Lynch HOLDRs όμως απαιτεί για την αγορά ή την μεταφορά περίπου 100 HOLDRs, λιγότερα από 100 HOLDRs δεν συναλλάσσονται.

Τα ETFs προσφέρουν βασικά πλεονεκτήματα στους επενδυτές τους (www.optionsxpress, 2005):

1) Αγορά και πώληση οποιαδήποτε στιγμή στη διάρκεια της ημέρας. Ανομοίως με τα A/K ανοιχτού τύπου τα οποία μπορούν να απελευθερώνονται μόνο στο τέλος της ημέρας, τα ETFs τιμολογούνται κατά τη διάρκεια της ημέρας και μπορούν να αγοραστούν και να πωληθούν όπως ακριβώς και οι μετοχές.

2) Άμεση πρόσβαση σε ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών της αρεσκείας τους. Μπορεί κανείς να διαλέξει ένα ETF που είτε αντιπροσωπεύει έναν ευρέως διαδεδομένο δείκτη της αγοράς, ένα συγκεκριμένο βιομηχανικό κλάδο ή τον διεθνή κλάδο.

3) Ικανότητα αγοράς στο "όριο" (on margin). Τα ETFs που μπορούν να αγοραστούν στο όριο γενικά υπόκεινται στους ίδιους όρους που εφαρμόζονται και στις κοινές μετοχές. Ο χρηματιστής ενημερώνει τον επενδυτή αναφορικά με τις απαιτήσεις του αρχικού ορίου και του ορίου διατήρησης.

4) Δυνατότητα προπώλησης (short-selling). Όλα τα ETFs μπορούν να προπωληθούν, αντιπροσωπεύοντας την πώληση "δανειζομένων" μετοχών σε περίπτωση που αναμένονται χαμηλότερες τιμές και πρέπει να αντικατασταθούν. Συγκεκριμένα προϊόντα των ETFs εξαιρούνται από τον κανόνα που απαιτεί οι μετοχές να προπωλούνται μόνο σε τελευταία τιμή πώληση υψηλότερη από εκείνη που παρουσίασαν τα χρεώγραφα στην τελευταία πώληση.

5) Όχι επιβαρύνσεις στην πώληση, αλλά προμήθειες χρηματιστή θα εμφανιστούν. Ενώ τα ETFs δεν υπόκεινται σε χρηματικές επιβαρύνσεις στην πώληση, εντούτοις χρηματιστηριακές προμήθειες για αγορές και πωλήσεις

υπάρχουν. Υπάρχει ένας μικρός δείκτης δαπανών για τα ETFs ο οποίος είναι παρόμοιος με αυτόν των δεικτοποιημένων A/K ανοικτού τύπου.

6) Όχι υψηλές προμήθειες διαχειριστή και χορηγού. Οι δείκτες δαπανών μοιάζουν πολύ στα A/K ανοικτού τύπου και στα ETFs.

7) Φορολογικές ελαφρύνσεις. Και τα ETFs και τα A/K ανοικτού τύπου, παρέχουν χαμηλό τζίρο μετοχών, ο οποίος είναι ο ίδιος φορολογική διευκόλυνση, γιατί τα κεφαλαιακά κέρδη δεν πραγματοποιούνται. Ωστόσο τα ETFs παρέχουν ένα φορολογικό πλεονέκτημα που δεν είναι διαθέσιμο στα A/K. Τα A/K πωλούν χρεώγραφα για να καλύψουν αποδόσεις που δημιουργούν κεφαλαιακά κέρδη. Τα ETFs μεταφέρουν χρεώγραφα στους μεριδιούχους αντί να πωλούν χρεώγραφα, και έτσι ελαχιστοποιούν τα κεφαλαιακά κέρδη.

8) Διαφοροποίηση. Η κατάλληλη επενδυτική διαφοροποίηση σκοπεύει να μειώσει τον κίνδυνο που υπάρχει σε ορισμένα χρεώγραφα. Είναι η απόκτηση μιας ομάδας περιουσιακών στοιχείων στα οποία οι αποδόσεις δεν σχετίζονται ευθέως διαχρονικά. Συμπεριλαμβάνοντας τις μετοχές σε ένα δείκτη, ο επενδυτής έχει ένα ευρύτερο αριθμό εταιρειών που παρέχουν ένα βαθμό προστασίας στην περίπτωση που η τιμή σε μια από τις εταιρίες πέσει χαμηλότερα από του δείκτη.

Τα ETFs βρίσκονται στην οικονομική στήλη των εφημερίδων κάτω από την αγορά στην οποία συναλλάσσονται.

Τα ETFs που χρησιμοποιούν σαν βάση γνωστούς δείκτες διαπραγματεύονται μέχρι τις 4:15 μ.μ., ανατολική ώρα. Τα Select Sector SPDR Funds διαπραγματεύονται μέχρι τις 4:00 μ.μ. ενώ τα iShares Sector Funds μέχρι τις 4:15 μ.μ., ανατολική ώρα. Τα ETFs που χρησιμοποιούν σαν βάση ξένους

χρηματιστηριακούς δείκτες διαπραγματεύονται μέχρι τις 4:00 μ.μ, ανατολική ώρα. Τα HOLDERS τα οποία είναι αποδείξεις καταθέσεων, διαπραγματεύονται μέχρι τις 4:00 μ.μ, ανατολική ώρα.

Η τιμολόγηση των ETFs είναι συνεχής κατά τη διάρκεια των συνηθισμένων ωρών διαπραγμάτευσης. Οι επενδυτές μπορούν να αποκτήσουν αυτές τις πληροφορίες από τον χρηματιστή τους, από τα συστήματα τιμολόγησης μετοχών ή από μια βάση δεδομένων από τον Nasdaq Infoquotes. Οι τιμές κλεισίματος επίσης δημοσιεύονται σε βασικές εφημερίδες της αμέσως επόμενης εργάσιμη ημέρα.

Τον Μάρτιο του 2005, τα συνολικά κεφάλαια των ETFs ανέρχονταν σε 228,72 δισ.\$ ενώ τα κεφάλαια των Α/Κ σε 8τρις.\$ (www.ici.org, 2005).

Διάγραμμα 5.1: Κεφάλαια ETFs (σε δισ. \$)



Επίσης, από τον Μάρτιο του 2005, 162 ETFs είναι πλέον διαθέσιμα στους επενδυτές σε σύγκριση με τα 80 που ήταν διαθέσιμα στο τέλος του 2000.

Τα περισσότερα ETFs που συναλλάσσονται στα αμερικάνικα χρηματιστήρια είναι μετοχικά δεικτοποιημένα Α/Κ. Από τον Μάρτιο του 2005, 110 ETFs ακολουθούν εγχώριους μετοχικούς δείκτες και κατέχουν κεφάλαιο της τάξεως των 179,71 δις.\$. Έξι μόλις ETFs ασχολούνται με ομολογιακούς δείκτες και κατέχουν κεφάλαιο περίπου 11,32 δις.\$. Από τα εγχώρια ETFs τα 67 χρησιμοποιούν ευρέως διαδεδομένους δείκτες και κατέχουν κεφάλαιο της τάξεως των 158,37 δις.\$ και τα 43 κλαδικούς και βιομηχανικούς με κεφάλαιο 21,33 δις.\$.

Τα ETFs ακολουθούν και διεθνείς δείκτες. Περίπου 46 ETFs ακολουθούν διεθνείς και παγκόσμιους δείκτες. Τα περισσότερα από τα διεθνή ETFs είναι είτε συγκεκριμένης χώρας είτε περιφερειακά δεικτοποιημένα Α/Κ. Το κεφάλαιό τους ανέρχεται περίπου σε 37,70 δις.\$.

Τα ETFs είναι εγγεγραμμένες επενδυτικές εταιρείες και πρέπει να συμμορφώνονται με την εφαρμόσιμες διατάξεις της επενδυτικής εταιρείας Act, εκτός αν υπάρχει ειδική απαλλαγή από την Act. Τα ETFs έχουν λάβει απαλλαγή από την Act με την έννοια ότι: 1) επιτρέπεται να εγγράφονται σαν Α/Κ παρά το γεγονός ότι τα μερίδιά τους δεν είναι ατομικώς εξαργυρώσιμα (απαγορεύεται όμως να αυτοαποκαλούνται Α/Κ), 2) επιτρέπεται στενά συνδεδεμένες οντότητες να αγοράζουν και να εξαργυρώνουν μερίδια κατ'είδος και όχι σε μετρητά και 3) εξουσιοδοτεί τα μερίδια τους έτσι ώστε να συναλλάσσονται σε διαπραγματευτικές τιμές σε χρηματιστήρια και όχι στην τρέχουσα προσφερόμενη τιμή που αναγράφεται στους καταλόγους ή στην τιμή που βασίζεται στην ΚΤΑ.

Επιπλέον, τα ETFs παρακολουθούνται στενά από την κυβέρνηση και ποτέ ως τώρα δεν έχει αναφερθεί κάποια παρανομία σχετική με αυτά.

Η επένδυση σε κάποιον δείκτη, που συχνά καλείται “παθητική διαχείριση”, περιλαμβάνει την επένδυση σε μια ομάδα μετοχών που αντιπροσωπεύουν την σύνθεση της ευρείας αγοράς, ενός κλάδου ή ενός διεθνούς δείκτη. Οι επενδύσεις σε δείκτες μπορεί να ξεπερνούν, στις αποδόσεις, τα πιο ενεργά A/K μακροπρόθεσμα και γενικά έχουν χαμηλότερα έξοδα διαχείρισης και δαπάνες προμηθειών. Συμφέρει λοιπόν, έναν επενδυτή να αγοράσει ένα ETF έναντι ενός δεικτοποιημένου A/K γιατί η συντήρηση ή τα ετήσια έξοδα του αμοιβαίου είναι υψηλότερα και η αγορά ή πώληση του αμοιβαίου είναι δυνατή μόνο στην τιμή κλεισίματος. Επίσης, κρίνεται περισσότερο συμφέρουσα η επένδυση σε δείκτη από ότι η αγορά ενός αμοιβαίου που οι αποδόσεις του υπερβαίνουν αυτές του δείκτη. Καταρχάς, το αμοιβαίο το οποίο ξεπέρασε τον δείκτη στο παρελθόν δεν σημαίνει ότι θα τον ξεπεράσει και στο μέλλον. Έτσι πολλοί επενδυτές προτιμούν μια πιο ξέγνοιαστη απόδοση, την επίδοση ενός δείκτη. Εκτός από τα έξοδα συντήρησης του αμοιβαίου, τα οποία είναι υψηλότερα σε σχέση με τα ETFs, υπάρχει και η φορολόγηση των κερδών η οποία είναι μεγαλύτερη. Βέβαια, το ρίσκο πάντα υπάρχει (www.a-trade.com, 2004-2005).

Τα μετοχικά ETFs υπόκεινται σε κινδύνους όμοιους με αυτών των μετοχών και τα ομολογιακά ETFs σε κινδύνους όμοιους με αυτών των ομολόγων. Οι αποδόσεις παρουσιάζουν διακυμάνσεις και υπόκεινται στην μεταβλητότητα της αγοράς, ούτως ώστε όταν τα μερίδια ενός επενδυτή εξαργυρώνονται ή πωλούνται, μπορεί να κοστίζουν περισσότερο ή λιγότερο από το αρχικό τους κόστος. Οι ξένες επενδύσεις έχουν εξαιρετικούς και μεγαλύτερους κινδύνους από ότι οι εγχώριες. Τέλος, οι παρελθοντικές αποδόσεις δεν αποτελούν εγγύηση για το μέλλον.

Αυτό που αξίζει να σημειωθεί, είναι ότι τα ETFs δεν είναι “μόδα” που θα περάσει διότι τα ενεργητικά τους στοιχεία συνεχώς αυξάνονται και μάλιστα με ταχύτερο ρυθμό από αυτά των Α/Κ.

5.2 ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΗΣ ΠΡΟΟΠΤΙΚΗΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΤΩΝ ETFs ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

Όπως έχει ήδη προαναφερθεί σε προηγούμενο κεφάλαιο, τα ETFs έχουν εμφανιστεί στις αγορές της Ευρώπης ως καινούριο χρηματοοικονομικό προϊόν που απευθύνεται τόσο σε ιδιώτες όσο και σε θεσμικούς επενδυτές. Ορισμένα από τα πρώτα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια που προχώρησαν στην εισαγωγή ETFs ήταν το χρηματιστήριο της Φρανκφούρτης, του Λονδίνου και το Euronext. Αν και καινούρια προϊόντα, τα ETFs εμφανίζουν μεγάλη ανάπτυξη, ενώ παράλληλα ολοένα και περισσότερα χρηματιστήρια στην Ευρώπη προχωρούν στην υιοθέτηση της ιδέας εισαγωγής τους (www.asyk.ase.gr, 2001).

Αναφορικά με το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ), φαίνεται ότι έδειξε έντονο ενδιαφέρον για την δημιουργία και εισαγωγή των ETFs στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, ωστόσο μέχρι στιγμής τουλάχιστον τα ETFs δεν έχουν εισαχθεί στο ελληνικό χρηματιστήριο.

Τον Νοέμβριο του 2001 υπήρχαν αρκετά δημοσιεύματα στα οποία το ΧΑΑ επιθυμούσε να ανακοινώσει στο επενδυτικό κοινό ότι όντως διερευνούσε τις δυνατότητες δημιουργίας και εισαγωγής των ETFs στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Εξηγούσε στους επενδυτές τι ακριβώς είναι τα ETFs και πως λειτουργούν και τους ενημέρωνε για τις ομοιότητες και διαφορές τους με τα Α/Κ, προκειμένου να τους βοηθήσει να σχηματίσουν μια πρώτη εικόνα για το νέο αυτό χρηματοοικονομικό προϊόν το οποίο ήδη αποτελούσε σημαντικό επενδυτικό εργαλείο στις αναπτυσσόμενες κεφαλαιαγορές του εξωτερικού (www.express.gr, 2001).

Το ΧΑΑ εμφανίζονταν να εξετάζει ενδελεχώς τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των ETFs και να διερευνά σε βάθος τις δυνατότητες που παρέχονταν από το

Θεσμικό-νομικό πλαίσιο και την υπάρχουσα τεχνολογική υποδομή για την εισαγωγή των ETFs στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά.

Μάλιστα η εισαγωγή των ETFs αναμένονταν εντός του 2002, γεγονός που θα προσέφερε στους Έλληνες επενδυτές μια ακόμη δυνατότητα τοποθέτησης των κεφαλαίων τους στο χρηματιστήριο (www.euro2day.gr, 2002).

Αυτό που χρειαζόνταν να γίνει ήταν μια σειρά από ενέργειες, που όμως ήδη είχαν ξεκινήσει, και απαραίτητως κάποιες αναγκαίες προσαρμογές στο ελληνικό θεσμικό πλαίσιο (www.ase.gr, 2001).

Από τότε έχουν περάσει τέσσερα χρόνια και τα ETFs δεν έχουν ακόμα εισαχθεί στην ελληνική αγορά. Το τι έγινε παραμένει άγνωστο, αφού δεν υπάρχει κανένα πρόσφατο δημοσίευμα και καμία νέα δήλωση του ΧΑΑ για το συγκεκριμένο θέμα. Μπορεί τελικά να κρίθηκε ότι το συγκεκριμένο προϊόν δεν είναι απαραίτητο στους Έλληνες επενδυτές ή μπορεί οι αναγκαίες προσαρμογές και αλλαγές στο νομικό-θεσμικό πλαίσιο να μην ήταν εφικτές σε τόσο σύντομο χρονικό διάστημα ή το κόστος τους να ήταν απαγορευτικό και έτσι η εισαγωγή των ETFs να τέθηκε σε προσωρινή αναστολή ή σε οριστική ματαίωση.

5.3 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Τα ETFs απευθύνονται σε επενδυτές που επιδιώκουν κεφαλαιακά κέρδη από χρηματιστηριακές τοποθετήσεις και επιθυμούν να επενδύσουν σε χρηματιστηριακούς δείκτες για να επιτύχουν σημαντική διασπορά του κινδύνου που αναλαμβάνουν.

Πέραν του ότι τα ETFs αποτελούν ένα νέο επενδυτικό εργαλείο, βελτιώνουν τη ρευστότητα, και οδηγούν στον εξορθολογισμό των συναλλαγών στην τρέχουσα (spot) αγορά των μετοχών.

Τα ETFs μπορούν να καλύψουν μεγάλη ποικιλία επενδυτικών αναγκών διότι απευθύνονται τόσο στους ιδιώτες μικροεπενδυτές, λόγω της εύκολης χρήσης του προϊόντος όπως και του σχετικά χαμηλού κόστους του, όσο και στους θεσμικούς επενδυτές.

Μπορούν να χρησιμοποιηθούν σε πλήθος επενδυτικών στρατηγικών όπως η αντικατάσταση μεγάλου πλήθους συναλλαγών με μία μόνο χρηματιστηριακή πράξη, δανεισμός και ανοιχτή πώληση ενός ολόκληρου χαρτοφυλακίου, επενδυτική κάλυψη (hedging) με την ανάληψη long και short θέσεων επί χρηματιστηριακών δεικτών που αντιπροσωπεύουν συγκεκριμένους τομείς οικονομικής δραστηριότητας, κ.α.

Αυτό που οι επενδυτές πρέπει να έχουν πάντοτε υπόψη τους είναι ότι καμία επένδυση δεν είναι πανάκεια και καμία επένδυση δεν έχει μηδενικό κίνδυνο. Τα ETFs όπως και κάθε άλλη επένδυση παρουσιάζουν αρκετά πλεονεκτήματα αλλά και μειονεκτήματα. Για το λόγο αυτό, κάθε επενδυτής οφείλει πριν αποφασίσει να επενδύσει σε αυτά να ενημερωθεί για τα ιδιαίτερα

χαρακτηριστικά τους, να σταθμίσει τα συν και τα πλην, να εξετάσει προσεκτικά τις εναλλακτικές του επιλογές και να αποφασίσει βάσει του δικού του επενδυτικού προφίλ και του επενδυτικού του ορίζοντα.

Γενικότερα, υπάρχουν τέσσερις κανόνες, τους οποίους ο επενδυτής οφείλει να λαμβάνει υπόψη του προκειμένου να επιτύχει αποτελεσματικές επενδύσεις. Οι κανόνες αυτοί είναι οι εξής (www.euro2day.gr, 2002):

1. Επενδυτικός στόχος

Όσο απλό και αν ακούγεται, θα πρέπει κάποιος να γνωρίζει ακριβώς το λόγο για τον οποίο επενδύει. Η δημιουργία αποτελεσματικής επενδυτικής στρατηγικής προϋποθέτει την ύπαρξη ξεκάθαρων στόχων. Μερικοί στόχοι τους οποίους συναντάμε συχνά είναι η χρηματοδότηση των σπουδών των παιδιών, η δημιουργία ενός κεφαλαίου το οποίο θα εξασφαλίσει μια άνετη συνταξιοδότηση, η αγορά μιας κατοικίας, η δημιουργία εισοδήματος κοκ. Όταν ο επενδυτής γνωρίζει ποιος είναι ο επενδυτικός του στόχος, τότε μπορεί να κατανείμει κατάλληλα το χαρτοφυλάκιο του στην κατεύθυνση της επίτευξης αυτού του στόχου.

Επίσης, είναι πιθανό να υπάρχουν περισσότεροι από έναν επενδυτικοί στόχοι. Ο κάθε στόχος απαιτεί και μια διαφορετική επενδυτική στρατηγική για την υλοποίησή του.

2. Χρονικός Ορίζοντας

Ο χρονικός ορίζοντας είναι το διάστημα εκείνο για το οποίο διαρκεί μια επένδυση. Περιλαμβάνει τη χρονική περίοδο εκείνη η οποία μεσολαβεί από την αρχή της επένδυσης μέχρι την επίτευξη ενός στόχου, όσο μικρή η μεγάλη

και αν είναι αυτή. Ο χρονικός ορίζοντας συνδέεται στενά με τους στόχους τους οποίους έχει θέσει ένας επενδυτής. Για παράδειγμα, αν ο στόχος περιορίζεται σε χρονικό διάστημα ενός έτους, δεν συνίσταται η επένδυση σε αγορές οι οποίες εμφανίζουν έντονες διακυμάνσεις. Αντίθετα, για έναν μακροπρόθεσμο στόχο όπως είναι οι σπουδές των παιδιών, η ιστορία έχει δείξει ότι οι μετοχές αποδεικνύονται η αποδοτικότερη επένδυση. Στην περίπτωση αυτή, ο χρονικός ορίζοντας θα πρέπει να περιλαμβάνει όχι μόνο το διάστημα μέχρι το οποίο τα παιδιά θα ξεκινήσουν τις σπουδές τους αλλά και την χρονική διάρκεια των σπουδών αυτών.

Όσο μεγαλύτερος είναι ο χρονικός σας ορίζοντας, τόσο λιγότερο θα επηρεαστεί μια επένδυση από τις διακυμάνσεις των χρηματιστηριακών αγορών.

3. Επίπεδο κινδύνου

Ο επενδυτικός κίνδυνος είναι η πιθανότητα κάποιος να κερδίσει ή να χάσει χρήματα από την επένδυση του. Η απόδοση είναι άμεσα συνδεδεμένη με τον κίνδυνο. Υπάρχουν επενδυτές οι οποίοι δεν δυσκολεύονται να αγνοήσουν τις βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις των Χρηματιστηρίων και παραμένουν πιστοί στους μακροπρόθεσμους στόχους τους. Από την άλλη πλευρά, υπάρχουν επενδυτές οι οποίοι πανικοβάλλονται από την βραχυπρόθεσμη μείωση της αξίας των επενδύσεων τους, ακόμα και σε ένα μικρό ποσοστό. Αν κάποιος επιθυμεί μεγαλύτερες αποδόσεις τότε θα πρέπει να είναι διατεθειμένος να αναλάβει και μεγαλύτερο επενδυτικό κίνδυνο. Αν όχι, είναι καλύτερο να στραφεί σε περισσότερη συντηρητικές τοποθετήσεις. Σε κάθε περίπτωση όμως, θα πρέπει να γνωρίζει ότι δεν υπάρχει επένδυση, ακόμα και αυτές οι

οποίες θεωρούνται απολύτως ασφαλείς, η οποία να μην εμπεριέχει κάποιας μορφής κίνδυνο.

4. Οικονομική κατάσταση

Βασική προϋπόθεση για κάθε αποτελεσματική στρατηγική αποτελεί η σαφής εικόνα της τωρινής οικονομικής κατάστασης του επενδυτή, αλλά και μια εκτίμηση για το πώς θα διαμορφωθεί η εικόνα αυτή στο μέλλον. Η οικονομική κατάσταση ενός επενδυτή επηρεάζει άμεσα την επενδυτική του στρατηγική. Αν το διαθέσιμο εισόδημα περιορίζεται σημαντικά από διάφορες οικονομικές υποχρεώσεις, ίσως θα πρέπει να επιλεγεί μια επένδυση η οποία να μην χαρακτηρίζεται από υψηλό κίνδυνο. Στον αντίποδα, αν το διαθέσιμο εισόδημα είναι αρκετά μεγάλο, πιθανώς να μην αποτελέσουν ανασταλτικό παράγοντα οι διακυμάνσεις τιμών οι οποίες χαρακτηρίζουν μια "επιθετική" επένδυση.

Εν συντομία, τα συχνότερα λάθη τα οποία κάνει ένας επενδυτής είναι τα εξής:

- Θέτει μη ρεαλιστικές προσδοκίες για τις αποδόσεις των επενδύσεών του.
- Σχεδιάζει το χαρτοφυλάκιο του με βάση τις προηγούμενες αποδόσεις.
- Ακολουθεί τυφλά τις συμβουλές που προσφέρουν τα περιοδικά, οι εφημερίδες και τα μέσα μαζικής ενημέρωσης.
- Είναι απροετοίμαστος να δεχθεί την διακύμανση των αγορών.
- Πιστεύει ότι θα πιάσει τα ανώτατα σημεία των αγορών.

5.4 ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΟ ΜΕΛΛΟΝ

Τα ETFs είναι ένα επενδυτικό εργαλείο το οποίο ως επί το πλείστον χρησιμοποιείται στην αμερικανική αγορά και λιγότερο στην ευρωπαϊκή. Η παρούσα εργασία στηρίχθηκε σε στοιχεία που αφορούν κυρίως την αμερικανική αγορά αλλά ταυτόχρονα έγινε μια μικρή αναφορά και στην ευρωπαϊκή.

Η εργασία αυτή θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί ως θεωρητική βάση για περαιτέρω ανάλυση του θέματος και για μια πιο εμπειριστατωμένη έρευνα για σύγκριση της πορείας των αποδόσεων των αμερικάνικων ETFs με αυτήν των ευρωπαϊκών. Μάλιστα, πρόσφατα άρθρα στο διαδίκτυο αναφέρουν ότι η ευρωπαϊκή αγορά των ETFs εξελίσσεται με γοργούς ρυθμούς και έχει ήδη κατορθώσει να ξεπεράσει την αμερικάνικη. Θα ήταν λοιπόν ενδιαφέρον, να εξετάσει κανείς ποια είναι τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της ευρωπαϊκής αγοράς και πως αυτά συντελούν στην ανάπτυξη των ETFs.

Επιπλέον, θα μπορούσε κανείς να εξετάσει την σχέση τιμών μεταξύ αμερικανικών ETFs και των υποκείμενων δεικτών προκειμένου να διαπιστώσει αν οι τιμές τους ταυτίζονται ή όχι.

Ένα άλλο θέμα ιδιαίτερου ενδιαφέροντος θα ήταν ο έλεγχος της χρηματιστηριακής τιμής των μεριδίων των ETFs για να διαπιστωθεί αν ισούται με την εσωτερική τους αξία.

Επίσης, θα μπορούσε κανείς να ελέγξει εάν το τρομοκρατικό χτύπημα στο Λονδίνο προκάλεσε διαρθρωτική μεταβολή στις αποδόσεις των ETFs. Αυτό το γεγονός θα μπορούσε να παραλληλιστεί με το τρομοκρατικό χτύπημα στις Η.Π.Α και να γίνει σύγκριση των δύο καταστάσεων.

Τέλος, αξίζει να γίνει μια προσπάθεια διερεύνησης των λόγων που η ελληνική αγορά δεν υιοθέτησε τελικά το θεσμό των ETFs και αν πρόκειται στο μέλλον το θέμα να επανέλθει στην επικαιρότητα.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ:

1. Αγαπητός Γεώργιος, "Οικονομικό Λεξικό", Αθήνα 2002.
2. Καραθανάσης Γεώργιος - Λυμπερόπουλος Γεώργιος, "Αμοιβαία Κεφάλαια", Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 1998.
3. Μυλωνάς Νικόλαος, "Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια", Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα 1999.
4. Φίλιππας Νικόλαος, "Αμοιβαία Κεφάλαια και Χρηματιστηριακό Περιβάλλον", Εκδόσεις Globus Invest, Αθήνα 2000.

ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ:

1. Mc Clatchy Will - Wiant Jim, "Exchange Traded Funds", Εκδόσεις Indexfunds, 2001.
2. Poser Steven, "The ETF money machine", Εκδόσεις ETF authority, 2003.

ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ:

1. "Το ΧΑΑ Διευρύνει τους Οριζοντές του", www.express.gr, 2001.
2. "Appeal to Both Institutional and Individual Investors", www.benchmarkfunds.com, 2001.
3. "Asset Allocation with ETFs", www.etfzonestaff.com, 2003-2004.

4. "Bond ETFs: a Viable Alternative", www.investopedia.com, 2005.
5. "Disadvantages of Mutual Funds", www.morningstar.com, 2005.
6. "ETF Investing Strategies", www.money.cnn.com, 2005.
7. "ETFs v.s Futures Contracts", www.benchmarkfunds.com, 2001.
8. "ETFs v.s Traditional Mutual fund", www.benchmarkfunds.com, 2001.
9. "ETFs σε Χρηματιστήρια Αξιών του Εξωτερικού", www.asyk.ase.gr, 2001.
10. "Exchange Traded Funds", www.buyside.com, 2005.
11. "Exchange Traded Funds", www.exchangetradedfunds.com, 2004.
12. "Exchange Traded Funds", www.mutualfunds.about.com, 2004.
13. "Finding Your Fund", www.ameritrade.com, 2000.
14. "Frequently Asked Questions about ETFs", www.ici.org, 2005.
15. "Frequently Asked Questions about ETFs", www.optionsxpress.com, 2005.
16. "Individual Stocks v.s Exchange Traded Funds", www.Etfguide.com, 2003-2004.
17. "Mutual Funds v.s Exchange Traded Funds", www.ETFguide.com, 2003- 2004.
18. "Ο Θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων", www.intertrust.gr, 2005.
19. "Ο Θεσμός των συλλογικών επενδύσεων στην Ελλάδα", www.agii.gr.

20. "Popular ETFs", www.etfzonestaff.com, 2003-2004.
21. "Taking a Brief Look at Who's behind the Boom in ETF Investing", www.optionguy.com, 2003.
22. "The five steps to a perfect portfolio", www.ibbotson.com, 2005.
23. "Understanding the ETF Tables in the Newspaper", www.ETFguide.com, 2003-2004.
24. "Using ETFs Options Conservatively", www.etfzonestaff.com, 2003-2004.
25. "What is a Mutual Fund", www.mutualfundsabout.com, 2005.
26. "Why Investing in ETFs", www.etfzonestaff.com, 2003-2004.
27. "Αλήθειες, Ψέματα και τα Αμοιβαία Κεφάλαια", www.euro2day, 2002.
28. "Ανακοινώσεις του ΧΑΑ", www.ase.gr, 2001.
29. "Γνωρίστε τα Exchange Traded Funds", www.euro2day.gr, 2002.
30. "Ερωτήσεις - Απαντήσεις για τα ETFs" www.a-trade.com, 2004-2005.
31. "Η Παράνοση της Ρευστότητας των ETFs", www.a-trade.com, 2004.
32. "Προσοχή με τα μικρά ETF trades", www.a-trade.com, 2004.
33. "Τέσσερις Κανόνες για Αποτελεσματικές Επενδύσεις", www.euro2day.gr, 2002.
34. "Φορολογικά Πλεονεκτήματα των ETFs", www.a-trade.com, 2004.

35. “Χαρακτηριστικά Ελληνικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων”, www.agii.gr, 2004.
36. Abrahamson Darwin, “Exchange Traded Funds Threaten Mutual Funds”, www.fbb.wealthtrust.com, 2003.
37. Carrick Rob, “The ABCs of ETFs”, www.chebucto.ns.ca, 2000.
38. Hill Joanne - Mueller Barbara, “The Appeal of ETFs”, www.benchmarkfund.com, 2001.
39. Lori Lucas, “How to implement an Optimal Portfolio Using Mutual Funds”, biz.yahoo.com, 2005.
40. Ρομποτής Γεράσιμος, “Τα ETFs και η Εμπειρία τους Διεθνώς”, www.agii.gr, 2002.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΣ ΣΚΟΠΟΣ

Αντικειμενικός σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η παρουσίαση μιας ολοκληρωμένης εικόνας της έννοιας και του τρόπου λειτουργίας των Χρηματιστηριακώς Διαπραγματεύσιμων Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Επιχειρείται η επίτευξη μιας όσο το δυνατόν καλύτερης κάλυψης του θέματος, μέσω της αποσαφήνισης βασικών εννοιών αλλά και της διεύδυσης σε βάθος του τρόπου λειτουργίας των Χρηματιστηριακώς Διαπραγματεύσιμων Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Δίνεται η ευκαιρία στους αναγνώστες να γνωρίσουν και να εξοικειωθούν με όλες τις πτυχές του θέματος, έτσι ώστε να αποκτήσουν τις αναγκαίες γνώσεις για το νέο αυτό επενδυτικό προϊόν, το οποίο είναι προς το παρόν τουλάχιστον άγνωστο στη χώρα μας.

1.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε για την ολοκλήρωση της συγγραφής της παρούσας εργασίας ήταν αυτή της βιβλιογραφικής έρευνας.

Έγινε μια προσπάθεια συγκέντρωσης του απαραίτητου υλικού κυρίως μέσω ενδεδειγμένων και συνεχούς αναζήτησης σε ξένες ιστοσελίδες του διαδικτύου. Συγκεντρώθηκαν όλες οι συναφείς με το θέμα πληροφορίες, επιλέχθηκαν οι πιο αντιπροσωπευτικές δηλαδή αυτές που κρίθηκαν ως οι καταλληλότερες για την καλύτερη κατανόηση της έννοιας των Χρηματιστηριακώς Διαπραγματεύσιμων Αμοιβαίων Κεφαλαίων και ύστερα από προσεκτική μετάφραση και σύνθεση έγινε η ανάλυση όλων των βασικών θεμάτων που άπτονται των Χρηματιστηριακώς Διαπραγματεύσιμων Αμοιβαίων Κεφαλαίων και του σχηματισμού χαρτοφυλακίων γενικότερα.

Ελληνική βιβλιογραφία για το συγκεκριμένο θέμα δεν είναι διαθέσιμη ενώ οι μελέτες και τα άρθρα που εντοπίστηκαν ήταν ελάχιστα. Ξένη βιβλιογραφία υπάρχει διαθέσιμη μόνο στην Αμερικάνικη αγορά και μπορεί κανείς να την αποκτήσει κατόπιν παραγγελίας μέσω του διαδικτύου ή μέσω γνωστών αλυσίδων βιβλιοπωλείων. Για το λόγο αυτό, τα συγγράμματα που χρησιμοποιήθηκαν δεν ήταν πολλά. Κρίνεται όμως ότι τα ξένα άρθρα που χρησιμοποιήθηκαν καλύπτουν επαρκώς όλες τις πτυχές του συγκεκριμένου θέματος και βοηθούν τον αναγνώστη να αποκτήσει μια ολοκληρωμένη εικόνα για τα Χρηματιστηριακώς Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια.

1.3 ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ

Τα Χρηματιστηριακά Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια είναι αναμφισβήτητα μια συνεχώς αναπτυσσόμενη τάση στον τομέα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Αντιπροσωπεύουν την πιο σημαντική ίσως καινοτομία στον τομέα αυτό και αναμένεται να κατακτήσουν νέες επενδυτικές εισροές κεφαλαίων τόσο από μεμονωμένους επενδυτές όσο και από θεσμικούς.

Ο θεσμός των Χρηματιστηριακών Διαπραγματεύσιμων Αμοιβαίων Κεφαλαίων πρωτοεμφανίστηκε στην Αμερική την προηγούμενη δεκαετία αλλά σιγά-σιγά εξαπλώνεται και κατακτά σημαντικές αγορές και της Ευρώπης.

Είναι ένα αρκετά εξειδικευμένο θέμα, το οποίο παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον καθώς προσφέρει μια νέα επενδυτική λύση που συνδυάζει στοιχεία αμοιβαίων κεφαλαίων και μετοχών. Είναι ένας σχετικά νέος θεσμός, άγνωστος προς το παρόν στην χώρα μας, η μελέτη του οποίου μπορεί να φανεί εξαιρετικά χρήσιμη καθώς δύναται να προσφέρει μια γνωριμία με το συγκεκριμένο αντικείμενο, σκιαγραφώντας τον τρόπο λειτουργίας του και δίνοντας έτσι μια πρώτη εικόνα για το τι ακριβώς είναι, τι επενδυτικούς σκοπούς εξυπηρετεί και κατά πόσο η ελληνική αγορά είναι δεκτική προς αυτό.

1.4 ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ

Στα κεφάλαια της παρούσας εργασίας περιλαμβάνεται ανάλυση βασικών θεμάτων που αφορούν τα Αμοιβαία Κεφάλαια γενικότερα και τα Χρηματιστηριακώς Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια ειδικότερα.

Στο κεφάλαιο 2 πραγματοποιείται μια παρουσίαση του θεσμού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Επιχειρείται η αποσαφήνιση του τρόπου λειτουργίας ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου και παρατίθενται τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα του θεσμού. Επίσης, παρουσιάζονται οι διάφορες κατηγορίες και υποκατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων καθώς και η επενδυτική φιλοσοφία καθεμιάς από αυτές τις κατηγορίες. Τέλος, παρουσιάζονται τα κριτήρια και οι παράγοντες που θα πρέπει να λάβει υπόψη του ο επενδυτής κατά την επιλογή Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Το κεφάλαιο αυτό κρίνεται απαραίτητο διότι αν ο αναγνώστης δεν γνωρίζει την βαθύτερη έννοια των Αμοιβαίων Κεφαλαίων δεν θα είναι σε θέση να κατανοήσει την πιο σύνθετη έννοια των Χρηματιστηριακώς Διαπραγματεύσιμων Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Στο κεφάλαιο 3 πραγματοποιείται μια αναλυτική παρουσίαση του ορισμού των Χρηματιστηριακώς Διαπραγματεύσιμων Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Γίνεται ιστορική αναδρομή του θεσμού και παράλληλα παρουσιάζεται ο τρόπος δημιουργίας και λειτουργίας των Χρηματιστηριακώς Διαπραγματεύσιμων Αμοιβαίων Κεφαλαίων τόσο σε Αμερική όσο και σε Ευρώπη. Το κεφάλαιο αυτό περιλαμβάνει την σύγχρονη ορολογία και ολόκληρο το κύκλωμα λειτουργίας του θεσμού προκειμένου να βοηθήσει τον αναγνώστη να αντιληφθεί πλήρως τι είναι και πως λειτουργεί ένα Χρηματιστηριακώς Διαπραγματεύσιμο Κεφάλαιο. Παρουσιάζονται επίσης τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα του θεσμού, οι λόγοι που οδηγούν στην επιλογή των Χρηματιστηριακώς Διαπραγματεύσιμων Αμοιβαίων Κεφαλαίων, τα οφέλη που προσφέρουν σε

Θεσμικούς και μεμονωμένους επενδυτές καθώς και χρήσιμες εφαρμογές τους. Το κεφάλαιο αυτό ουσιαστικά αποτελεί το κύριο σώμα της εργασίας. Ακολουθεί την δομή του προηγούμενου κεφαλαίου προκειμένου να διευκολύνει τον αναγνώστη στην σύγκριση των δύο θεσμών η οποία και παρουσιάζεται στο αμέσως επόμενο κεφάλαιο.

Στο κεφάλαιο 4 παρουσιάζεται η σύγκριση των Χρηματιστηριακώς Διαπραγματεύσιμων Κεφαλαίων με τα Αμοιβαία Κεφάλαια, όπως αυτή προκύπτει από την παρουσίαση των δύο προηγούμενων κεφαλαίων, καθώς επίσης και η σύγκρισή τους με άλλα χρηματοοικονομικά προϊόντα όπως οι μετοχές και τα μελλοντικά συμβόλαια. Γίνεται αναφορά στην δυνατότητα χρησιμοποίησης προαιρετικών δικαιωμάτων καθώς και ειδική μνεία στα ομολογιακά Χρηματιστηριακώς Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια. Παρατίθενται επίσης κάποια ειδικά θέματα που αφορούν τα Χρηματιστηριακώς Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια. Το κεφάλαιο αυτό, ουσιαστικά, ασχολείται με πιο εξειδικευμένα θέματα, τα οποία ο αναγνώστης είναι σε θέση να κατανοήσει αν έχει προηγηθεί η ανάγνωση των προηγούμενων κεφαλαίων της εργασίας.

Στο κεφάλαιο 5 παρουσιάζεται μια σύντομη περίληψη των προηγούμενων δύο κεφαλαίων, προκειμένου να γίνει μια σύνοψη των κυριότερων σημείων των Χρηματιστηριακώς Διαπραγματεύσιμων Αμοιβαίων Κεφαλαίων και αναλύονται κάποια βασικά συμπεράσματα που προκύπτουν από την παρούσα εργασία. Επίσης, γίνεται μια διερεύνηση της προοπτικής εισαγωγής των Χρηματιστηριακώς Διαπραγματεύσιμων Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην ελληνική αγορά, βάσει ανακοινώσεων του ΧΑΑ, η οποία καταλήγει σε ορισμένα υποθετικά σενάρια. Η εργασία ολοκληρώνεται με κάποιες προτάσεις για το μέλλον για όποιον αναγνώστη επιθυμεί να ασχοληθεί περαιτέρω με το συγκεκριμένο θέμα.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι: ΟΔΗΓΟΣ ΣΥΜΒΟΛΩΝ ETFs

ΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι: ΟΔΗΓΟΣ ΣΥΜΒΟΛΩΝ ETFs

:τραμηνιαία στοιχεία από 02/03/05

παρακάτω ακολουθεί μια αναλυτική λίστα με αμερικάνικα ETFs χωρισμένα σε δέκα κατηγορίες.

υρέως διαδεδομένοι δείκτες (broad market indexes)

Ιο.	Όνομα	Σύμβολο	Χρηματιστήριο	Options
	iShares Dow Jones U.S. Total Market	IYY	Amex	ΝΑΙ
	iShares Russell 3000	IWV	Amex	-
	iShares Russell 3000 Growth	IWZ	Amex	ΝΑΙ
	iShares Russell 3000 Value	IWW	Amex	-
	Fidelity NASDAQ Composite	ONEQ	NASDAQ	ΝΑΙ
	NASDAQ 100	QQQQ	NASDAQ	ΝΑΙ
	Vanguard Total Stock Market VIPERs	VTI	Amex	ΝΑΙ
	Vanguard Extended Market VIPERs	VXF	Amex	ΝΑΙ
	iShares NYSE Composite	NYC	NYSE	-
1	iShares S&P 1500	ISI	Amex	-
2	streetTRACKS Total Market	TMW	Amex	ΝΑΙ

είκτες Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης (Large Cap Indexes)

Ιο.	Όνομα	Σύμβολο	Χρηματιστήριο	Options
	DIAMONDS	DIA	Amex	ΝΑΙ
	SPDR S&P 500	SPY	Amex	ΝΑΙ
	iShares Russell 1000	IWB	Amex	ΝΑΙ
	iShares Russell 1000 Growth	IWF	Amex	ΝΑΙ
	iShares Russell 1000 Value	IWD	Amex	ΝΑΙ
	iShares S&P 100	OEF	Amex	ΝΑΙ
	iShares S&P 500	IVV	Amex	ΝΑΙ
	iShares S&P 500 BARRA Growth	IVW	Amex	-
	iShares S&P 500 BARRA Value	IVE	Amex	-

0	Rydex S&P 500 Equal Weight	RSP	Amex	-
1	streetTRACKS Dow Jones U.S. Large Cap Growth	ELG	Amex	-
2	streetTRACKS Dow Jones U.S. Large Cap Value	ELV	Amex	-
4	Vanguard Large-Cap VIPERs	VV	Amex	-
5	Vanguard Growth VIPERs	VUG	Amex	-
6	Vanguard Value VIPERs	VTV	Amex	-
7	iShares Morningstar Large Core	JKD	NYSE	-
8	iShares Morningstar Large Growth	JKE	NYSE	-
9	iShares Morningstar Large Value	JKF	NYSE	-
0	iShares NYSE 100 Index	NY	NYSE	-
1	PowerShares Dynamic Large Cap Growth	PWB	Amex	NAI
2	PowerShares Dynamic Large Cap Value	PWV	Amex	NAI
3	Rydex Russell TOP 50	XLG	Amex	NAI

είκτες Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης (Mid Cap Indexes)

Ιο.	Όνομα	Σύμβολο	Χρηματιστήριο	Options
	iShares Russell Mid Cap	IWR	Amex	NAI
	iShares Russell Mid Cap Growth	IWP	Amex	NAI
	iShares Russell Mid Cap Value	IWS	Amex	NAI
	iShares S&P Mid Cap	IJH	Amex	NAI
	iShares S&P Mid Cap 400 BARRA Growth	IJK	Amex	NAI
	iShares S&P Mid Cap 400 BARRA Value	IJJ	Amex	NAI
	Vanguard Mid Cap VIPERs	VO	Amex	-
	iShares Morningstar Mid Core	JKG	NYSE	-
	iShares Morningstar Mid Growth	JKH	NYSE	-
0	iShares Morningstar Mid Value	JKI	NYSE	-
1	SPDR S&P 400	MDY	Amex	NAI
2	PowerShares Dynamic Mid Cap Growth	PWJ	Amex	NAI
3	PowerShares Dynamic Mid Cap Value	PWP	Amex	NAI

είκτες Μικρής Κεφαλαιοποίησης (Small Cap Indexes)

Ιο.	Όνομα	Σύμβολο	Χρηματιστήριο	Options
	iShares Russell 2000	IWM	Amex	ΝΑΙ
	iShares Russell 2000 Growth	IWO	Amex	ΝΑΙ
	iShares Russell 2000 Value	IWN	Amex	ΝΑΙ
	iShares S&P Small Cap 600	IJR	Amex	ΝΑΙ
	iShares S&P Small Cap 600 BARRA Growth	IJT	Amex	ΝΑΙ
	iShares S&P Small Cap 600 BARRA Value	IJS	Amex	ΝΑΙ
	streetTRACKS Dow Jones U.S. Small Cap Growth	DSG	Amex	-
	streetTRACKS Dow Jones U.S. Small Cap Value	DSV	Amex	-
	Vanguard Small Cap VIPERs	VB	Amex	-
0	Vanguard Small Cap Growth VIPERs	VBK	Amex	-
1	Vanguard Small Cap Value VIPERs	VBR	Amex	-
2	iShares Morningstar Small Core	JKJ	NYSE	-
3	iShares Morningstar Small Growth	JKK	NYSE	-
4	iShares Morningstar Small Value	JKL	NYSE	-
5	PowerShares Dynamic Small Cap Growth	PWT	Amex	ΝΑΙ
6	PowerShares Dynamic Small Cap Value	PWY	Amex	ΝΑΙ

είκτες Σταθερού Εισοδήματος (Fixed Income Indexes)

Ιο.	Όνομα	Σύμβολο	Χρηματιστήριο	Options
	iShares Lehman Aggregate Bond	AGG	Amex	Yes
	iShares Lehman 1-3 YR Treasury Bond	SHY	Amex	Yes
	iShares Lehman 7-10 YR Treasury Bond	IEF	Amex	Yes
	iShares Lehman 20+ YR Treasury Bond	TLT	Amex	Yes
	iShares GS \$ InvesTop Corporate Bond	LQD	Amex	Yes
	iShares Lehman TIPS Bond	TIP	NYSE	Yes

Γαγκόσμιοι & Διεθνείς Δείκτες (Global & International Indexes)

Ιο.	Όνομα	Σύμβολο	Χρηματιστήριο	Options
	BLDRS Developed Markets 100 ADR	ADRD	NASDAQ	-
	BLDRS Europe 100 ADR	ADRU	NASDAQ	-
	BLDRS Asia 50 ADR	ADRA	NASDAQ	-
	streetTRACKS Dow Jones EURO STOXX 50	FEZ	NYSE	-
	streetTRACKS Dow Jones STOXX 50	FEU	NYSE	-
	iShares MSCI EMU	EZU	Amex	-
	iShares MSCI EAFE	EFA	Amex	NAI
	iShares MSCI Pacific Ex-Japan	EPP	Amex	-
	iShares S&P Europe 350	IEV	Amex	-
0	iShares S&P Latin America 40	ILF	Amex	-
1	iShares S&P TOPIX 150	ITF	Amex	-
2	iShares S&P Global 100	IOO	NYSE	-
3	iShares S&P Global Energy Index	IXC	Amex	-
4	iShares S&P Global Financials Index	IXG	Amex	-
5	iShares S&P Global Healthcare Index	IXJ	Amex	-
6	iShares S&P Global Technology Index	IXN	Amex	-
7	iShares S&P Global Telecommunications Index	IXP	Amex	-
8	iShares MSCI Australia	EWA	Amex	-
9	iShares MSCI Austria	EWO	Amex	-
0	iShares MSCI Belgium	EWK	Amex	-
1	iShares MSCI Canada	EWC	Amex	-
2	iShares MSCI France	EWQ	Amex	-
3	iShares MSCI Germany	EWG	Amex	-
4	iShares MSCI Italy	EWI	Amex	-
5	iShares MSCI Japan	EWJ	Amex	-
6	iShares MSCI Netherlands	EWN	Amex	-
7	iShares MSCI Singapore	EWS	Amex	-
8	iShares MSCI Spain	EWP	Amex	-
9	iShares MSCI Sweden	EWD	Amex	-
0	iShares MSCI Switzerland	EWL	Amex	-
1	iShares MSCI United Kingdom	EWU	Amex	-

2	streetTRACKS Global Titans Index Fund	DGT	Amex	NAI
3	iShares FTSE/Xinhua China 25 Index	FXI	NYSE	NAI
4	PowerShares Golden Dragon Halter USX China	PGJ	Amex	NAI
5	Vanguard European VIPERs	VGK	Amex	-
6	Vanguard Pacific VIPERs	VPL	Amex	-

είκτες Αναδυόμενων Αγορών (Emerging Market Indexes)

Ιο.	Όνομα	Σύμβολο	Χρηματιστήριο	Options
	BLDRS Emerging Markets 50 ADR	ADRE	NASDAQ	-
	iShares MSCI Emerging Markets	EEM	Amex	-
	iShares MSCI Brazil	EWZ	Amex	-
	iShares MSCI Malaysia	EWM	Amex	-
	iShares MSCI Mexico	EWX	Amex	-
	iShares MSCI South Africa	EZA	Amex	-
	iShares MSCI South Korea	EWY	Amex	-
	iShares MSCI Taiwan	EWT	Amex	-
	Vanguard Emerging Markets VIPERs	VWO	Amex	-

ιομηχανικοί & Κλαδικό Δείκτες (Industry & Sector Indexes)

Ιο.	Όνομα	Σύμβολο	Χρηματιστήριο	Options
	iShares Dow Jones U.S. Basic Materials Index	IYM	Amex	-
	iShares Dow Jones U.S. Consumer Cyclical Index	IYC	Amex	-
	iShares Dow Jones U.S. Consumer Non-Cyclical Index	IYK	Amex	-
	iShares Dow Jones U.S. Energy Index	IYE	Amex	NAI
	iShares Dow Jones U.S. Financial Index	IYF	Amex	NAI
	iShares Dow Jones U.S. Financial Services Index	IYG	Amex	-
	iShares Dow Jones U.S. Healthcare Index	IYH	Amex	NAI
	iShares Dow Jones U.S. Industrial Index	IYJ	Amex	-
	iShares Dow Jones U.S. Real Estate Index	IYR	Amex	NAI
0	iShares Dow Jones U.S. Technology Index	IYW	Amex	NAI

1	iShares Dow Jones U.S. Telecommunications Index	IYZ	Amex	NAI
2	iShares Dow Jones Transportation Index	IYT	Amex	-
3	iShares Dow Jones U.S. Utilities Index	IDU	Amex	NAI
4	iShares Cohen & Steers Realty Majors Index	ICF	Amex	NAI
5	iShares NASDAQ Biotechnology Index	IBB	Amex	NAI
6	iShares Goldman Sachs Natural Resources Index	IGE	Amex	-
7	iShares Goldman Sachs Networking Index	IGN	Amex	NAI
8	iShares Goldman Sachs Semiconductor Index	IGW	Amex	NAI
9	iShares Goldman Sachs Software Index	IGV	Amex	NAI
0	iShares Goldman Sachs Technology Index	IGM	Amex	NAI
1	SPDR Material	XLB	Amex	NAI
2	SPDR Consumer Staples	XLP	Amex	NAI
3	SPDR Consumer Discretionary	XLY	Amex	-
4	SPDR Energy	XLE	Amex	NAI
5	SPDR Financial	XLF	Amex	NAI
6	SPDR Healthcare	XLV	Amex	NAI
7	SPDR Industry	XLI	Amex	NAI
8	SPDR Technology	XLK	Amex	NAI
9	SPDR Utilities	XLU	Amex	NAI
0	streetTRACKS Morgan Stanley Technology Index	MTK	Amex	-
1	streetTRACKS Wilshire REIT Index	RWR	Amex	-
2	Vanguard Energy VIPERs	VDE	Amex	-
3	Vanguard Materials VIPERs	VAW	Amex	-
4	Vanguard Industrials VIPERs	VIS	Amex	-
5	Vanguard Consumer Discretionary VIPERs	VCR	Amex	-
5	Vanguard Consumer Staples VIPERs	VDC	Amex	-
7	Vanguard Health Care VIPERs	VHT	Amex	-
8	Vanguard Financials VIPERs	VFH	Amex	-
9	Vanguard Information Technology VIPERs	VGT	Amex	-
0	Vanguard Telecommunication Services VIPERs	VOX	Amex	-
1	Vanguard Utilities VIPERs	VPU	Amex	-
2	Vanguard REIT VIPERs	VNQ	Amex	-
3	PowerShares Dynamic Pharmaceutical	PJP	Amex	NAI
4	PowerShares Dynamic Biotech & Genome	PBE	Amex	NAI

5	PowerShares Dynamic Food & Beverage	PBJ	Amex	NAI
6	PowerShares Dynamic Leisure & Entertainment	PEJ	Amex	NAI
7	PowerShares Dynamic Media	PBS	Amex	NAI
8	PowerShares Dynamic Networking	PXO	Amex	NAI
9	PowerShares Dynamic Semiconductor	PSI	Amex	NAI
0	PowerShares Dynamic Software	PSJ	Amex	NAI

η Διαχειριζόμενοι Δείκτες (Unmanaged Indexes)

Ιο.	Όνομα	Σύμβολο	Χρηματιστήριο	Options
	HOLDRS Biotech	BBH	Amex	NAI
	HOLDRS Broadband	BDH	Amex	NAI
	HOLDRS B2B Internet	BHH	Amex	NAI
	HOLDRS Europe	EKH	Amex	NAI
	HOLDRS Internet	HHH	Amex	NAI
	HOLDRS Internet Architecture	IAH	Amex	NAI
	HOLDRS Internet Infrastructure	I IH	Amex	NAI
	HOLDRS Market 2000+	MKH	Amex	NAI
	HOLDRS Oil Service	OIH	Amex	NAI
0	HOLDRS Pharmaceutical	PPH	Amex	NAI
1	HOLDRS Regional Bank	RKH	Amex	NAI
2	HOLDRS Retail	RTH	Amex	NAI
3	HOLDRS Semiconductors	SMH	Amex	NAI
4	HOLDRS Software	SWH	Amex	NAI
5	HOLDRS Telecom	TTH	Amex	NAI
6	HOLDRS Utilities	UTH	Amex	NAI
7	HOLDRS Wireless	WMH	Amex	NAI
8	HOLDRS Telebras	TBH	NYSE	NAI

Ξειδικευμένοι Δείκτες (Speciality Indexes)

Ιο.	Όνομα	Σύμβολο	Χρηματιστήριο	Options
	iShares Dow Jones Select Dividend Index	DVY	NYSE	ΝΑΙ
	PowerShares Dynamic Market Portfolio	PWC	Amex	ΝΑΙ
	PowerShares Dynamic OTC Portfolio	PWO	Amex	ΝΑΙ
	streetTRACKS O-Strip	OOO	Amex	ΝΑΙ
	streetTRACKS Gold Trust	GLD	NYSE	-
	PowerShares High Yield Equity Dividend Achievers	PEY	Amex	ΝΑΙ
	iShares COMEX Gold Trust	IAU	Amex	-
	iShares KLD Select Social Index	KLD	NYSE	-
	PowerShares WilderHill Clean Energy	PBW	Amex	ΝΑΙ