

# Τα χρηματιστηριακώς διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια ή ETFs και οι προοπτικές από την πιθανή εισαγωγή τους στην ελληνική κεφαλαιαγορά

ΓΕΡΑΣΙΜΟΥ Γ. ΡΟΜΠΟΤΉ

Το άρθρο αυτό φιλοδοξεί να περιγράψει τα χρηματιστηριακώς διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια (Exchange Traded Funds - ETFs), τα οποία παρουσιάζουν ραγδαία ανάπτυξη στην αμερικανική και τις ανεπτυγμένες ευρωπαϊκές αγορές.

Στόχος είναι επίσης η ανάδειξη της χρησιμότητας και των πιθανών ωφελειών από την εισαγωγή τους στο ελληνικό χρηματιστήριο. Στο πρώτο τμήμα αυτού του άρθρου δίνεται ο ορισμός των ETFs και καταγράφονται τα κυριότερα χαρακτηριστικά τους και πλεονεκτήματά τους. Στη συνέχεια περιγράφονται οι ανάγκες που καλύπτουν και σε ποιους απευθύνονται, όπως επίσης και οι ωφέλειες των κεφαλαιαγορών από την ύπαρξη των ETFs. Το άρθρο ολοκληρώνεται με μια πρόταση για την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) και τη διατύπωση των βασικών συμπερασμάτων αυτής της παρουσίασης.

### 1. Τι είναι τα ETFs, τα χαρακτηριστικά και τα πλεονεκτήματά τους

Μέσα στο πλαίσιο της αρνητικής συγκυρίας κατά τη διάρκεια των τριών τελευταίων ετών των διεθνών κεφαλαιαγορών αλλά και της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς ειδικότερα, υπογραμμίζεται η ανάγκη ύπαρξης εναλλακτικών επιλογών τοποθετήσεων κεφαλαίου και ανάπτυξης νέων προϊόντων, τα οποία θα αναζωπυρώσουν το ενδιαφέρον των επενδυτών και θα δώσουν την απαραίτητη ώθηση ανόδου στις τιμές των μετοχών και των δεικτών του ελληνικού χρηματιστηρίου. Μια τέτοια εναλλακτική επενδυτική επιλογή αποτελούν τα χρηματιστηριακώς διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια ή ETFs.

Τα ETFs είναι η πλέον σύγχρονη καινοτομία στον τομέα των αμοιβαίων κεφαλαίων και παρουσιάζουν συνεχή ανάπτυξη και αποδοχή από το διεθνές επενδυτικό κοινό. Τα ETFs απαρτίζουν χαρτοφυλάκια κοινών μετοχών και το κύριο χαρακτηριστικό τους είναι ότι τα μερίδιά τους αποτελούν αντικείμενο αγοραπωλησίας στο χρηματιστήριο εν αντιθέσει με τα κλασικά αμοιβαία κεφάλαια. Επίσης η απόδοση των ETFs ακολουθεί την απόδοση γνωστών χρηματιστηριακών δεικτών.

Τα ETFs συνδυάζουν τα βασικά χαρακτηρι-

---

*Ο Γεράσιμος Γ. Ρομποτής είναι απόφοιτος του Μεταπτυχιακού Προγράμματος Σπουδών “Εφαρμοσμένης Οικονομικής και Χρηματοοικονομικής” του Τμήματος Οικονομικών Επιστημών του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών και το άρθρο αυτό αποτελεί μέρος της διπλωματικής του εργασίας.*

*Θερμές ευχαριστίες εκφράζονται προς τον κ. Νικόλαο Θ. Μυλωνά,*

*Καθηγητή Χρηματοοικονομικής του Πανεπιστημίου Αθηνών, που επέβλεψε τη διπλωματική εργασία και σχολίασε το παρόν άρθρο.*

κά των μετοχών και των αμοιβαίων κεφαλαίων. Διέπονται κατά κύριο λόγο από παθητική διαχείριση, η οποία συνεπάγεται υψηλό βαθμό διασποράς του επενδυτικού κινδύνου όπως επίσης και χαμηλό διαχειριστικό κόστος, λόγω της μη ανάπτυξης πολύπλοκων επενδυτικών στρατηγικών. Τα ETFs δημιουργούνται και ρευστοποιούνται σε πακέτα 50.000 ή 100.000 μεριδίων, μέσω της αγοράς ή της κατάθεσης των μετοχών που συνθέτουν ένα δείκτη. Επιπλέον η διασύνδεση της πρωτογενούς με τη δευτερογενή αγορά τους επιτρέπει την εξάσκηση εξισορροπητικής αγοραπωλησίας (arbitrage) από τους θεσμικούς επενδυτές, η οποία συμβάλλει στη διατήρηση της χρηματιστηριακής τιμής τους κοντά στην εσωτερική τους αξία. Τα ETFs επιτρέπουν την εκτέλεση διμερήσιων συναλλαγών με την αγορά τους επί πιστώσει, το δανεισμό των μεριδίων τους και την ανοιχτή πώληση (short selling). Η αγορά, τέλος, των ETFs χαρακτηρίζεται από υψηλή ρευστότητα μέσω της δράσης των ειδικών διαπραγματευτών.

## **2. Οι ανάγκες που καλύπτουν τα ETFs και σε ποιους απευθύνονται**

Τα ETFs καλύπτουν πλήθος επενδυτικών αναγκών και απευθύνονται ισότιμα σε θεσμικούς και ιδιώτες επενδυτές που επιδιώκουν κεφαλαιακά κέρδη και επιθυμούν να επενδύσουν σε δείκτες, με στόχο την επίτευξη σημαντικού βαθμού διαφοροποίησης του κινδύνου των χαρτοφυλακίων τους.

Η αποδοχή τους παγκοσμίως αυξάνεται τόσο μεταξύ των μικροεπενδυτών, οι οποίοι έλκονται από την απλότητα του προϊόντος και από το χαμηλό του κόστος, όσο και μεταξύ των διαχειριστών χαρτοφυλακίων, τους δημόσιους οργανισμούς επενδύσεων και τα επενδυτικά τμήματα των ασφαλιστικών οργανισμών και των συνταξιοδοτικών ταμείων, σε όσους χρησιμοποιούν παράγωγα και κυρίως συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί χρηματιστηριακών δεικτών και στα αντισταθμισμένα κεφάλαια (hedge funds).

Κοινές χρήσεις των ETFs για τους θεσμικούς και τους ιδιώτες επενδυτές είναι: 1) η αντικατάσταση μεγάλου πλήθους συναλλαγών με μία μόνο χρηματιστηριακή πράξη, 2) η μετοχοποίηση ρευστών διαθεσίμων, δηλαδή η τοποθέτηση ανενεργών καταθέσεων σε μετοχικές επενδύσεις, 3) η δυνατότητα κάλυψης με την ανάληψη θέσεων πώλησης ή αγοράς επί χρηματιστηριακών δεικτών, 4) η συμπληρωματική τους τοποθέτηση σε ελλιπή μετοχικά χαρτοφυλάκια, 5) η διαθεσιμότητα εναλλακτικών επενδυτικών επιλογών και 6) η απόκτηση έτοιμων χαρτοφυλακίων από χρηματιστηριακούς οίκους και επενδυτικούς συμβούλους.

Οι μη κοινές χρήσεις των ETFs μεταξύ των διαφορετικών ομάδων επενδυτών συνίστανται στα εξής: Οι θεσμικοί επενδυτές, όπως για παράδειγμα τα συνταξιοδοτικά ταμεία, χρησιμοποιούν τα ETFs, μεταξύ άλλων, λόγω και του ότι τους απαγορεύεται η χρήση των παραγώγων επί χρηματιστηριακών δεικτών ή λόγω της ανυπαρξίας υποχρέωσης κατάθεσης περιθωρίου ασφάλισης (margin) και της ημερομηνίας εξάσκησης. Επίσης οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων αμοιβαίων κεφαλαίων δεικτών χρησιμοποιούν τα ETFs με στόχο την ενίσχυση της ρευστότητάς τους σε περιόδους έντονων ρευστοποιήσεων από τους μεριδιούχους, διασφαλίζοντας παράλληλα και τη διαχειριστική τους ικανότητα από την αδυναμία επίτευξης αποδόσεων ανάλογων με αυτές του ακολουθούμενου δείκτη.

Οι ιδιώτες επενδυτές χρησιμοποιούν τα ETFs λόγω της επενδυτικής ευελιξίας και των μετοχικών τους χαρακτηριστικών. Τα αντιμετωπίζουν με δύο κυρίως τρόπους: Ως μακροχρόνια επενδυτική επιλογή τοποθέτησης περιουσιακών στοιχείων ή ως βραχυπρόθεσμη κερδοσκοπική τοποθέτηση, σε τιμές οι οποίες είναι γνωστές σε όλη τη διάρκεια της χρηματιστηριακής συνεδρίασης<sup>(1)</sup>. Ολοκληρώνοντας αυτό το τμήμα, θα πρέπει να αναφέρουμε

<sup>(1)</sup> Τα στατιστικά στοιχεία δείχνουν ότι οι μικροί ιδιώτες επενδυτές κρατάνε τα μερίδιά τους για σύντομο χρονικό διάστημα. Πηγή: Phyllis J. Bernstein (2002).

ότι, σύμφωνα με εμπειρικές παρατηρήσεις, η ανάπτυξη των ETFs και η αύξηση της αποδοχής τους αφορά κυρίως τους επενδυτές μετοχικών τοποθετήσεων και όχι τόσο τους επενδυτές των αμοιβαίων κεφαλαίων, οι οποίοι είναι συντηρητικοί στη χρήση των ETFs και προτιμούν την επενδυτική στρατηγική “αγοράς και διακράτησης” (buy-and-hold)<sup>(2)</sup>.

### **3. Οι ωφέλειες των κεφαλαιαγορών από την ύπαρξη των ETFs**

Τα ETFs αποτελούν πολύ καλή επενδυτική πρόταση και αποδίδουν σημαντικές ωφέλειες σε όλους τους εμπλεκόμενους φορείς, δηλαδή το χρηματιστήριο, τους επενδυτές (θεσμικούς και ιδιώτες) και τις χρηματιστηριακές εταιρείες.

Τα ETFs αυξάνουν καταρχάς τον τζίρο του χρηματιστηρίου λόγω: i) Της άμεσης διαφοροποίησης, η οποία καθίσταται προσιτή προς το επενδυτικό κοινό με την αγορά ενός καλάθιού μετοχών ανεξαρτήτως του ύψους του διαθέσιμου κεφαλαίου. ii) Της αύξησης του τζίρου του χρηματιστηρίου των παραγώγων από τη δράση των ρυθμιστών της αγοράς (market makers) και των θεσμικών επενδυτών, οι οποίοι αναγκάζονται να καλύπτουν τη θέση τους με τη διενέργεια πράξεων στην αγορά των παραγώγων, για την επίτευξη ικανοποιητικού βαθμού αντιστάθμισης του κινδύνου. Το χρηματιστήριο απολαμβάνει και άλλα οικονομικά οφέλη, όπως είναι η είσπραξη αμοιβής για το δικαίωμα χρήσης από τα ETFs των δεικτών του και η αποσυμφόρηση του ηλεκτρονικού συστήματος συναλλαγών, από τη στιγμή που επιτρέπουν την αγοραπωλησία ενός ολόκληρου χαρτοφυλακίου μετοχών με μία μόνη χρηματιστηριακή συναλλαγή.

Οι επενδυτές με τη σειρά τους αποκομίζουν σημαντικά οφέλη από τη χρήση των ETFs. Τα κύρια πλεονεκτήματα για τους επενδυτές είναι η πρόσβαση σε επαγγελματική διαχείριση με χαμηλό κόστος, η μείωση των επενδυτικών κινδύνων, η διαφάνεια, η ποικιλία εναλλακτικών επενδυτικών επιλογών και η

δυνατότητα πραγματοποίησης κεφαλαιακών κερδών από χρηματιστηριακές τοποθετήσεις.

Σημαντικές είναι, τέλος, οι ωφέλειες και για τις χρηματιστηριακές εταιρείες. Η αποσυμφόρηση του ηλεκτρονικού συστήματος συναλλαγών μειώνει τον όγκο εργασίας τους, γεγονός που επιτρέπει την αναδιάρθρωσή τους και την αύξηση της παραγωγικότητάς τους. Επιπλέον η ραγδαία ανάπτυξη των ETFs και η στροφή του ενδιαφέροντος των επενδυτών προς χρηματιστηριακώς διαπραγματεύσιμες συλλογικές επενδύσεις, επιτρέπει στις χρηματιστηριακές εταιρείες να παρέχουν πλήθος εξειδικευμένων υπηρεσιών διαχείρισης χαρτοφυλακίου, με αποτέλεσμα την αύξηση των εσόδων τους<sup>(3)</sup>.

### **4. Η πρόταση για την εισαγωγή των ETFs στο ελληνικό χρηματιστήριο**

Η εισαγωγή των ETFs στο ελληνικό χρηματιστήριο προσδοκάται να έχει θετικές επιδράσεις και να συμβάλει στην ποιοτική αναβάθμιση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Η λειτουργία τους μπορεί να οδηγήσει σε βελτίωση της ρευστότητας και σε εξορθολογισμό των συναλλαγών στην αγορά μετρητοίς των μετοχών, ενώ θα έχει θετικές επιπτώσεις στον τζίρο της αγοράς παραγώγων. Θα προσφέρει στους επενδυτές μια ποικιλία επενδυτικών επιλογών χαμηλού κόστους και αυξημένου βαθμού διαφοροποίησης.

Παράλληλα αναμένεται να συμβάλουν στη δημιουργία των προϋποθέσεων ανάπτυξης τόσο των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου όσο και των αμοιβαίων κεφαλαίων για δύο λόγους:

Ενίσχυση του θεσμού των συλλογικών επενδύσεων: Η εισαγωγή των ETFs στο ελληνικό χρηματι-

<sup>(2)</sup> Πηγή: Ερευνα της Barclays Global Investors, Σχόλια του Leo Kraneffuss, CEO, Individual Investor Business, BGI, “U.S. ETFs-Past & Future” στο συνέδριο ICI Mutual Funds and Investment Management (Μάρτιος, 18-22, 2001, Palm Desert California).

<sup>(3)</sup> Βλέπε Gary L.Gastineau (2001).

στήριο προσδοκείται ότι θα αναθερμάνει το ενδιαφέρον του επενδυτικού κοινού για τις συλλογικές επενδύσεις και να αναβαθμίσει το ρόλο των επαγγελματιών διαχειριστών και των θεσμικών φορέων που προσφέρουν συλλογικές επενδύσεις (όπως τα Α/Κ και οι ΕΕΧ).

Ομογενοποίηση της επενδυτικής βάσης: Τα ETFs θα απευθυνθούν κυρίως σε επενδυτές που επιθυμούν να επενδύουν σε χρηματιστηριακούς δείκτες και κατ' αυτόν τον τρόπο θα συμβάλουν στην ομογενοποίηση της επενδυτικής βάσης και για τις εναλλακτικές μορφές συλλογικής επένδυσης. Έτσι οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων και των επενδυτικών εταιρειών θα μπορούν να χαράξουν αποτελεσματικότερα την επενδυτική τους στρατηγική, από τη στιγμή που θα αντιμετωπίζουν επενδυτές με παρόμοιο επενδυτικό προφίλ<sup>(4)</sup>.

Στο τέλος αυτής της πρότασης πρέπει να σημειωθεί ότι, προκειμένου να γίνει εφικτή η εισαγωγή των ETFs στην ελληνική αγορά, είναι απαραίτητη η τροποποίηση του ελληνικού νομοθετικού πλαισίου, όπως αυτό προσδιορίζεται από το Νόμο 1969/1991 για τις συλλογικές επενδύσεις, το οποίο θέτει περιορισμούς στη δυνατότητα ενός επενδυτή και ενός χαρτοφυλακίου να επενδύει πλήρως στο σύνολο των μετοχών που συνθέτουν ένα δείκτη.

## 5. Συμπεράσματα

Στο άρθρο αυτό παρουσιάσαμε τα σχετικά άγνωστα προς το ευρύ επενδυτικό κοινό ETFs, περιγράφοντας συνοπτικά τα κύρια χαρακτηριστικά και πλεονεκτήματά τους. Η έμφαση της παρουσίασης εστιάστηκε στην ανάλυση των αναγκών που καλύπτουν και στους τρόπους χρήσης τους, τόσο από τους θεσμικούς όσο και από τους ιδιώτες (μικρούς και μεγάλους) επενδυτές.

Έμφαση δόθηκε επίσης στις ωφέλειες που αποκομίζουν οι κεφαλαιαγορές και όλοι οι εμπλεκόμενοι φορείς στη λειτουργία ενός χρηματιστηρίου (χρηματιστήριο, εταιρείες, επενδυτές) από την

ύπαρξη των ETFs. Η παρουσίαση αυτή ολοκληρώθηκε με τη διατύπωση μιας πρότασης για την ανάγκη εισαγωγής των ETFs στο ελληνικό χρηματιστήριο, καταγράφοντας τα πιθανά οφέλη από αυτή την εισαγωγή, λόγω της πεποίθησής μας ότι μπορούν να συμβάλουν στην ενίσχυση του επενδυτικού αισθήματος και στην ανάκαμψη της ελληνικής αγοράς. Πρέπει να τονίσουμε όμως ότι, παράλληλα με την εισαγωγή των ETFs στο ΧΑ, είναι απαραίτητη η ενίσχυση της εκπαίδευσης των επενδυτών στα θέματα που αφορούν τις νέες επενδυτικές επιλογές που διατίθενται διεθνώς.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΑΙ ΠΗΓΕΣ

Barclays Global Investors, Leo Kranefuss, “*US ETFs Past and Future*”, Συνέδριο ICI Mutual Funds and Investment Management (Μάρτιος, 18-22, 2001, Palm Desert, California).

BERNSTEIN, J. PHYLLIS, “*A Primer on Exchange-Traded Funds*”, *Journal of Accountancy*, 193 no. 1 Ιανουάριος 2002, σελ. 38-41.

DELLVA, L. WILFRED, “*Exchange-Traded Funds Not for Everyone*”, *Journal of Financial Planning*, 14 no 4, σελ. 110-24, Απρίλιος 2001.

GASTINEAU, L. GARY, “*Exchange-Traded Funds: An Introduction*”, *Journal of Portfolio Management*, σελ. 88-96, Ανοιξη 2001.

HOCKIN, A. THOMAS, “*Exchange Traded Funds*”, XVth International Investment Funds Conference, 14-18 Οκτωβρίου 2001, Buenos Aires, Αργεντινή.

ΣΥΜΕΩΝΊΔΗΣ, Δ. ΣΠΥΡΙΔΩΝ, “*Χρηματιστηριακώς Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια (Exchange Traded Funds)*”, Πρόταση για εισαγωγή τους στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά, Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, Τμήμα Ερευνας & Ανάπτυξης, 5.12.2001.

<sup>(4)</sup> Βλέπε Σ.Δ. Συμμεωνίδης, Τμήμα Ερευνας και Ανάπτυξης ΧΑ (5.12.2001).