

# ΚΑΙΝΟΤΟΜΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΕΡΓΑΛΕΙΑ ΣΤΙΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ.

Ελένη Θάνου

Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο

Κλεάνθης Συρακούλης

ΤΕΙ Λάρισας

## **Abstract**

Η μελέτη επικεντρώνεται σε εισηγμένα και μη εισηγμένα σύνθετα προϊόντα όπως μακροχρόνια δικαιώματα προαίρεσης (warrants), ETF's (Exchange Traded Funds ή μετοχοποιημένα μερίδια Αμοιβαίων κεφαλαίων), προϊόντα εγγυημένου κεφαλαίου σε μετοχικούς τίτλους, σε δομημένα προϊόντα συνδεδεμένα με μετοχικούς δείκτες, μετοχικές ανταλλαγές, αντιστάθμιση μετοχικών χαρτοφυλακίων.

Θα αναφερθούμε στα χαρακτηριστικά των προϊόντων αυτών, στα πλεονεκτήματα και τους κινδύνους που ενέχουν για τους επενδυτές καθώς και στις σύγχρονες τάσεις που παρατηρούνται στην προσφορά, ζήτηση αλλά και «ρύθμιση» των νέων αυτών εργαλείων από τις εποπτικές αρχές.

**Keywords:** Χρηματοοικονομικά εργαλεία, warrants, ETF's, δομημένα προϊόντα εγγυημένου κεφαλαίου.

## **Εισαγωγή**

Στην ενότητα αυτή θα παρουσιάσουμε καινοτόμα επενδυτικά προϊόντα που έχουν τεθεί στη διάθεση των επενδυτών κατά την τελευταία δεκαετία, και τα οποία ανήκουν σε δύο ξεχωριστές κατηγορίες:

A. Καινοτόμα προϊόντα που διαπραγματεύονται σε οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές μετοχών, (εξαιρουμένων των παραδοσιακών μετοχικών τίτλων αλλά και των προϊόντων που διαπραγματεύονται σε αγορές παραγώγων, για τα οποία γίνεται μεία στην ενότητα B4)

B. Καινοτόμα προϊόντα που προσφέρονται από τους εκδότες τους -επενδυτικούς οργανισμούς και τράπεζες- απευθείας στους τελικούς επενδυτές (Over the counter). Τα επενδυτικά αυτά προϊόντα χαρακτηρίζονται σαν «δομημένα» επενδυτικά προϊόντα και συνήθως λαμβάνουν τη μορφή ομολόγων ή μεριδίων επενδύσεων με εγγύηση κεφαλαίου, με ή χωρίς καταβολή κουπονιού, ενώ η τελική απόδοση τους στηρίζεται στην απόδοση καλαθιών μετοχών ή μετοχικών δεικτών. Τα προϊόντα αυτά προέρχονται από τη σύνθεση περισσότερων προϊόντων που διαπραγματεύονται σε αγορές μετοχών ή και παραγώγων.

Θα αναφερθούμε στα χαρακτηριστικά των προϊόντων αυτών, στα πλεονεκτήματα και τους κινδύνους που ενέχουν για τους επενδυτές καθώς και στις σύγχρονες τάσεις που παρατηρούνται στην προσφορά, ζήτηση αλλά και «ρύθμιση» των νέων αυτών εργαλείων από τις εποπτικές αρχές.

## **Προϊόντα εισηγμένα σε χρηματιστηριακές αγορές αξιών**

Στα καινοτόμα προϊόντα που εισάγονται προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές θα συμπεριλάβουμε τα warrants, τα ETF's (Exchange Traded Funds ή μετοχοποιημένα μερίδια Αμοιβαίων κεφαλαίων), ETC's (Exchange Traded Commodities ή μετοχοποιημένα μερίδια αγαθών) και άλλα σύνθετα χρεόγραφα που καλούνται Securitized Derivatives (μετοχοποιημένα παράγωγα).

### **Warrants (μακροπρόθεσμα δικαιώματα προαίρεσης).**

Ένα warrant όπως και ένα δικαίωμα προαίρεσης, (option) δίνει στον κάτοχό του το δικαίωμα αλλά όχι την υποχρέωση να αγοράσει ένα υποκείμενο χρεόγραφο σε ορισμένη τιμή και ποσότητα σε μία ορισμένη χρονική στιγμή στο μέλλον. Η διαφορά είναι ότι το warrant σε αντίθεση με ένα option που είναι εισηγμένο προϊόν ενός οργανωμένου χρηματιστηρίου παραγώγων, εκδίδεται από ένα εκδότη, ο οποίος στη συνέχεια μπορεί να το εισάγει προς διαπραγματεύση σε μία αγορά αξιών.

Υπάρχουν δύο είδη warrant, τα call warrants ή μακροπρόθεσμο δικαίωμα αγοράς, που δίνει στον κάτοχό του το δικαίωμα να αγοράσει από τον εκδότη το συγκεκριμένο υποκείμενο χρεόγραφο και τα put warrants, που δίνουν το δικαίωμα πώλησης του υποκειμένου, πάντα σε προκαθορισμένη, ποσότητα και χρόνο.

Τα warrants έχουν συγκεκριμένη ημερομηνία λήξης, και όπως και τα δικαιώματα προαίρεσης (options) διακρίνονται σε Αμερικανικού τύπου όταν το δικαίωμα μπορεί να εξασκηθεί ανά πάσα στιγμή πριν από τη λήξη τους ή Ευρωπαϊκού, όταν το δικαίωμα μπορεί να εξασκηθεί μόνο κατά την ημερομηνία λήξης.

Κάθε warrant αντιστοιχεί σε συγκεκριμένο αριθμό υποκείμενων μετοχών, καλαθιού μετοχών, μονάδων δείκτη ή και άλλου τύπου εργαλεία που διαπραγματεύονται σε οργανωμένη αγορά, όπως ισοτιμίες νομισμάτων ή μονάδες αγαθών όπως μέταλλα ή πετρέλαιο.

Άλλο στοιχείο ενός warrant είναι η τιμή εξάσκησης (strike price). Αυτή αντιστοιχεί στο ποσό που πρέπει να πληρώσει ο κάτοχος κατά την στιγμή εξάσκησης του δικαιώματος που του παρέχει το warrant ώστε να περιέλθει στην κατοχή του το υποκείμενο χρεόγραφο.

Τα warrants λοιπόν μοιάζουν πολύ στα δικαιώματα προαίρεσης (options) με κύρια διαφορά ότι αγοράζονται και πωλούνται σαν μετοχές σε αγοράς αξιών και η εκκαθάρισή τους είναι ανάλογη (Hull, 2006).

### **Παράδειγμα.**

Ένα παράδειγμα θα βοηθήσει στην κατανόηση του πως δημιουργούνται τα warrants και πως λειτουργούν για τον επενδυτή:

Έστω ότι η μετοχή της Τράπεζας ΑΒΓ διαπραγματεύεται μία χρονική στιγμή στα €8. Η Τράπεζα ΑΒΓ αποφασίζει να εκδώσει call warrants διάρκειας ενός έτους, ευρωπαϊκού τύπου, με σχέση 2:1, δηλ δύο warrants αντιστοιχούν σε μία μετοχή, με τιμή εξάσκησης €10. Αυτό σημαίνει ότι ο κάτοχος των warrants δικαιούται κατά τη λήξη να ανταλλάξει δύο warrants με μία μετοχή πληρώνοντας €10. Η τιμή ενός τέτοιου warrant θα διαμορφωθεί πολύ χαμηλότερα της τιμής της μετοχής, έστω στο €1. Το κόστος απόκτησης μίας μετοχής μέσω εξάσκησης του warrant είναι  $(2 \times €1) + 10 = 12$ . Η εξάσκηση του δικαιώματος του warrant λοιπόν γίνεται συμφέρουσα εφόσον η τιμή της υποκείμενης μετοχής ξεπεράσει τα €12. Μέχρι τότε, η τιμή του warrant στην αγορά θα διαμορφώνεται βάσει προσφοράς και ζήτησης, και ειδικότερα θα εξαρτάται από τις προσδοκίες για άνοδο ή όχι της τιμής της υποκείμενης μετοχής. Ένας επενδυτής που πιστεύει ότι στην διάρκεια ζωής του warrant η τιμή της μετοχής της ΑΒΓ θα ξεπεράσει τα €12, είναι προτιμότερο να επενδύσει στην αγορά warrant αντί απευθείας στη υποκείμενη μετοχή, αφού έτσι θα δεσμεύσει πολύ μικρότερο κεφάλαιο. Αφετέρου, αν οι προσδοκίες του διαψευσθούν, και δεν φροντίσει να ρευστοποιήσει εγκαίρως τα warrants, κινδυνεύει να χάσει το 100% της επένδυσής του.

Μία πραγματική περίπτωση κατά την οποία η έκδοση warrants αποδείχτηκε ενδιαφέρουσα τόσο για τον εκδότη όσο και για τους επενδυτές ήταν η έκδοση warrants από την εταιρεία Chrysler στα αρχές της δεκαετίας του 1980, όταν η εταιρεία βρέθηκε σε δεινή οικονομική θέση. Τα warrants συνόδευσαν ένα μεγάλο ομολογιακό δάνειο για την διάσωση της εταιρείας και είχαν τιμή εξάσκησης τα \$13, τη στιγμή που η μετοχή της εταιρείας διαπραγματευόταν μόλις στα \$5. Η έκδοση των warrants βοήθησε στην χαμηλότερη τιμολόγηση του δανείου και τον περιορισμό του επιτοκιακού κόστους. Τελικά, η οικονομική πορεία της εταιρείας αντιστράφηκε, και κατά την περίοδο εξάσκησης των warrants η μετοχή είχε ανέλθει περίπου στα \$30!<sup>1</sup>.

#### **Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των warrants.**

Το προφίλ κινδύνου των warrants χαρακτηρίζεται από υψηλότερο κίνδυνο και υψηλότερη απόδοση σε σχέση με το υποκείμενο χρεόγραφο. Στα πλεονεκτηματά τους περιλαμβάνονται η ρευστότητα, καθώς συνήθως προβλέπεται στους όρους της έκδοσης η διαρκής παροχή τιμών αγοράς και πώλησης από τον εκδότη) η διαφάνεια και το χαμηλό κόστος σε σχέση με την απευθείας επένδυση στο ή στα υποκείμενα χρεόγραφα.

Τα warrants σαν επενδυτικά εργαλεία προσφέρονται τόσο για κερδοσκοπία, λόγω της μόχλευσης που προσφέρουν, όσο και για κάλυψη κινδύνων (hedging). Επίσης, προσφέρονται για την αποτελεσματική διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων και την καλύτερη διασπορά των κινδύνων.

Στα μειονεκτήματα θα αναφέρουμε το γεγονός του υψηλού ρίσκου, το οποίο οφείλεται στη μόχλευση αλλά και στο γεγονός ότι έχουν ημερομηνία λήξης, οπότε η αξία ενός warrant μειώνεται όσο πλησιάζει η ημερομηνία λήξης. Επίσης, ο κάτοχος warrant σε αντίθεση με τον κάτοχο μιας μετοχής, δεν εισπράττει μερίσματα και δεν έχει δικαίωμα ψήφου.

Τα warrants μπορούν να προσφέρουν σημαντικά πλεονεκτήματα σε ένα επενδυτικό χαρτοφυλάκιο, αλλά ο επενδυτής οφείλει να παρακολουθεί με ιδιαίτερη προσοχή τις διακυμάνσεις του/των υποκείμενων εργαλείων, ώστε να αποφύγει η να περιορίσει ενδεχόμενες ζημιές. Ακόμη και οι μικροί, ιδιώτες επενδυτές μπορούν να επιτύχουν διαχειριστικά πλεονεκτήματα με τη σωστή χρήση των warrants.

Τα warrants έχουν εισαχθεί εδώ και αρκετά χρόνια σε ώριμες κεφαλαιαγορές όπως των ΗΠΑ και της Αυστραλίας, ενώ σε ορισμένες Ευρωπαϊκές αγορές (Λονδίνου, Φρανκφούρτης) έχουν γνωρίσει ιδιαίτερη αποδοχή και ανάπτυξη. Σημειώνουμε εδώ ότι τα warrants μπορούν να προσφερθούν και απευθείας από τον εκδότη στους επενδυτές χωρίς να απαιτείται η εισαγωγή τους σε οργανωμένη αγορά, αλλά η λύση αυτή έχει τα μειονεκτήματα της μειωμένης διαφάνειας στις προσφερόμενες τιμές αγοράς και πώλησης και της μειωμένης ρευστότητας, οπότε τα warrants έχουν μειωμένη απήχηση στο επενδυτικό κοινό. Χρηματιστήρια στα οποία διαπραγματεύονται warrants συμπεριλαμβάνουν το London Stock Exchange, με 392 εισηγμένα προϊόντα (Taylor, 2006).<sup>2</sup>

#### **ETF's (Exchange Traded Funds ή μετοχοποιημένα μερίδια Αμοιβαίων κεφαλαίων)**

Τα ETF's είναι καινοτόμα προϊόντα που έχουν γνωρίσει μεγάλη ανάπτυξη και αποδοχή τα τελευταία χρόνια και από το τρίτο τρίμηνο του 2007 θα είναι διαθέσιμα και στην Ελληνική αγορά.<sup>3</sup> Ένα ETF είναι ένα χρεόγραφο

<sup>1</sup> [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)

<sup>2</sup> [www.lse.com](http://www.lse.com), [www.liffe.com](http://www.liffe.com), [www.cbot.com](http://www.cbot.com), [www.eurexchange.com](http://www.eurexchange.com)

<sup>3</sup> Χρηματιστήριο Αθηνών, [www.ase.gr](http://www.ase.gr) 2007

που αντιστοιχεί σε ένα μερίδιο αμοιβαίου κεφαλαίου το οποίο ακολουθεί ένα δείκτη ή καλάθι μετοχών. Η τιμή του ETF δεν υπολογίζεται με τον ίδιο τρόπο που υπολογίζεται η τιμή ενός μεριδίου A/K, δηλαδή με την αποτίμηση της καθαρής αξίας του A/K διαιρεμένη με τον αριθμό των κυκλοφορούντων μεριδίων, αλλά προσδιορίζεται ανά πάσα στιγμή από την προσφορά και την ζήτηση που εκδηλώνεται στην αγορά, όπως η τιμή οποιασδήποτε μετοχής. Εκδότες των ETF's είναι τράπεζες και επενδυτικοί οίκοι οι οποίοι συχνά αναλαμβάνουν και χρέη Market maker, δηλαδή την υποχρέωση να παρέχουν συνεχώς τιμές αγοράς και πώλησης για ένα ελάχιστο αριθμό μεριδίων, προσδίδοντας έτσι ρευστότητα στο προϊόν. Ένα άλλο χαρακτηριστικό των ETF's είναι η παθητική διαχείριση, και η εξειδίκευση. Κάθε ETF είναι σχεδιασμένο έτσι ώστε να παρακολουθεί ένα δείκτη που μπορεί να είναι πρακτικά οτιδήποτε μπορεί να μετρηθεί με ακρίβεια στις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Οι δημοφιλέστεροι δείκτες είναι βέβαια οι ευρύτερα γνωστοί χρηματιστηριακοί δείκτες συγκεκριμένων χρηματιστηρίων, όπως ο S&P 500, DAX, FTSEASE20 κλπ, αλλά και κλαδικοί δείκτες συγκεκριμένης χώρας η και ευρύτερης γεωγραφικής περιοχής καθώς και δείκτες που παρακολουθούν τις τιμές αγαθών όπως το πετρέλαιο ή διάφορα μέταλλα.

#### **Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των ETF's.**

Τα ETF's γνώρισαν σε σύντομο χρονικό διάστημα μεγάλη ανάπτυξη εξαιτίας των σημαντικών πλεονεκτημάτων που προσφέρουν, κυρίως στους ιδιώτες μικροεπενδυτές. Προσφέρουν βεβαίως σημαντική διαφοροποίηση στο χαρτοφυλάκιο, όπως και τα κλασσικά A/K, με μικρότερο όμως κόστος αφού η διαχείρισή τους είναι παθητική, και σημαντικά μεγαλύτερη ρευστότητα αφού διαπραγματεύονται σαν μετοχές και η τιμή αγοράς και πώλησης διαμορφώνεται στιγμιαία από την προσφορά και τη ζήτηση. Στην περίπτωση των κλασσικών A/K ο επενδυτής δεν γνωρίζει με ακρίβεια την τιμή ρευστοποίησης των μεριδίων του, αφού αυτή υπολογίζεται στο τέλος της ημέρας μετά το κλείσιμο των αγορών σε αντίθεση με τα ETF's όπου έχει τη δυνατότητα να προβεί σε αγοραπωλησία μεριδίων κατά τη διάρκεια μίας χρηματιστηριακής συνεδρίασης (Ferrì, 2006). Η πρόσβαση επίσης στα ETF's, ακριβώς λόγω της διαπραγματεύσεώς τους σε οργανωμένες αγορές είναι ευκολότερη, συμπεριλαμβανόμενης της δυνατότητας διενέργειας ηλεκτρονικών συναλλαγών. Άλλο πλεονέκτημα είναι η δυνατότητα που δίνουν στον επενδυτή να αποκτήσει μεγάλη ποικιλία από ETF με τα επιθυμητά κάθε φορά χαρακτηριστικά, με τη μεσολάβηση του ίδιου πάντοτε χρηματιστηριακού οίκου, χωρίς να απαιτείται η προσφυγή σε διαφορετικούς διαχειριστές κεφαλαίων με διαφορετικούς όρους αγοράς και εκκαθάρισης για τον καθένα. Αν, υποθετικά, πιστεύει ο επενδυτής ότι ο κλάδος υγείας θα έχει σημαντική ανάπτυξη, αρκεί να εντοπίσει το κατάλληλο ETF και να απευθυνθεί στο χρηματιστή του. Το κόστος αγοράς ενός ETF είναι το ίδιο με το κόστος αγοράς οποιασδήποτε μετοχής και η εκκαθάρισή τους γίνεται με τους ίδιους όρους. Επομένως, προσφέρουν άμεσα και εύκολα τη δυνατότητα μεγάλης διαφοροποίησης ακόμη και σε μικρά χαρτοφυλάκια και τα χαρακτηριστικά τους γίνονται εύκολα κατανοητά από τον απλό επενδυτή. Όλα τα πιο πάνω πλεονεκτήματα συνοψίζονται σε ευκολία πρόσβασης, διαφάνεια και μικρότερο κόστος για τον επενδυτή.

Σημειώνουμε ωστόσο ότι αν και είναι σχεδιασμένα να παρακολουθούν συγκεκριμένους δείκτες, είναι πολύ πιθανό να παρατηρηθεί απόκλιση μέχρι και 1% ανάμεσα στην απόδοση ενός ETF και αυτής του αντίστοιχου δείκτη (Richards, 2007).

Το πρώτο ETF ήταν το [S&P 500 index](#) fund που εισήχθη προς διαπραγμάτευση το 1993 στο [American Stock Exchange](#) (AMEX) και έγινε γνωστό σαν spider από το σύμβολό του SPDR. Σήμερα στην αγορά των ΗΠΑ

προσφέρεται μία τεράστια ποικιλία από ETF's. <sup>4</sup> Χαρακτηριστική περίπτωση επιτυχούς εισαγωγής ETF's αποτελεί και το Ελβετικό Χρηματιστήριο Swiss Exchange (Mylonas & Rombotis, 2006).

### **ETC's (Exchange Traded Commodities ή μετοχοποιημένα μερίδια αγαθών)**

Τα χαρακτηριστικά των προϊόντων αυτών είναι παρόμοια με αυτά που περιγράψαμε πιο πάνω για τα ETF's με τη διαφορά ότι αντί χρηματιστηριακού δείκτη ή καλαθιού μετοχών, ακολουθούν τις τιμές συγκεκριμένων αγαθών που διαπραγματεύονται στις αντίστοιχες αγορές, (commodities) όπως χρυσός, καφές ή πετρέλαιο. Εξέλιξη αυτών είναι ETC's που παρακολουθούν ομάδες παρεμφερών αγαθών ή και δείκτες αγαθών που καταρτίζονται από χρηματιστήρια ή χρηματιστηριακούς οίκους.

Τα πλεονεκτήματα των ETC's είναι παρόμοια με αυτά των ETF's: Διευκολύνουν και απλοποιούν την πρόσβαση/ έκθεση σε εξειδικευμένες αγορές, μέχρι πρότινος διαθέσιμες μόνο σε επαγγελματίες, από ιδιώτες χωρίς ιδιαίτερη παιδεία και κεφάλαια, με τον ίδιο τρόπο που επενδύουν σε μετοχές.

Ο κίνδυνος των ETF's και ETC's είναι μειωμένος σε σχέση με μεμονωμένες μετοχές ή συμβόλαια επί αγαθών λόγω της διαφοροποίησης που επιτρέπουν.

### **Μη εισηγμένα καινοτόμα επενδυτικά προϊόντα (OTC structured products).**

Τα τελευταία χρόνια τα καινοτόμα επενδυτικά εργαλεία που προσφέρονται από τράπεζες και επενδυτικούς οίκους στην πελατεία τους έχουν γνωρίσει εκθετική ανάπτυξη.

Η σημαντική μείωση των πραγματικών επιτοκίων την τελευταία δεκαετία αλλά και η μείωση των περιθωρίων στα απλά τραπεζικά καταθετικά προϊόντα οδήγησαν στην ανάπτυξη εναλλακτικών επενδυτικών προϊόντων που αποτελούν συνδυασμό κατάθεσης /ομολόγου εφόσον το κεφάλαιο τους είναι εγγυημένο από την τράπεζα που τα εκδίδει, ενώ ως προς την απόδοση χαρακτηρίζονται από σημαντική αβεβαιότητα. Η ποικιλία που προσφέρεται στην κατηγορία αυτή είναι απεριόριστη. Η διάρκειά τους κυμαίνεται από 6 μήνες σε 5 χρόνια, με συνηθέστερη διάρκεια τα 2-3 χρόνια (Hirshhey & Nosfinger, 2006).

Η εγγύηση κεφαλαίου ποικίλλει από 95%-100% με συνηθέστερη την εγγύηση 100% ενώ ορισμένες εκδόσεις έχουν και ελάχιστη εγγυημένη απόδοση. Πρέπει επίσης να αναφερθεί ότι η εγγύηση κεφαλαίου ισχύει μόνον εφόσον το προϊόν παραμείνει στο χαρτοφυλάκιο του επενδυτή μέχρι τη λήξη.

Η απόδοση των τίτλων προσδιορίζεται σε σχέση με συγκεκριμένο χρηματιστηριακό δείκτη ή δείκτη που καταρτίζει χρηματιστηριακός οίκος και προβλέπεται ποσοστό συμμετοχής στην απόδοση του δείκτη μεταξύ της ημερομηνίας έκδοσης και της ημερομηνίας λήξης που ποικίλλει από 20-100%. Στις περιπτώσεις όπου η συμμετοχή στο δείκτη προβλέπεται στο 100%, ορίζεται ανώτατο όριο διακύμανσης, πέραν του οποίου η απόδοση δεν περιέρχεται στον επενδυτή.

Στην πραγματικότητα, η σταθερή απόδοση του κεφαλαίου που θα λάμβανε ο επενδυτής από ένα απλό τίτλο σταθερού εισοδήματος αντίστοιχης διάρκειας, επενδύεται από τον εκδότη σε ένα ή περισσότερα παράγωγα, συνήθως δικαιώματα ή στρατηγικές δικαιωμάτων, τα οποία ανάλογα με την

---

<sup>4</sup>[www.investorguide.com](http://www.investorguide.com), [www.nyse.com](http://www.nyse.com)

εξέλιξη των υποκείμενων δεικτών μπορεί να αποδώσουν ή και να μην αποδώσουν τίποτα.

Η φορολογική μεταχείριση των προϊόντων αυτών είναι ίδια με αυτή των τόκων καταθέσεων.

Όσον αφορά τη δυνατότητα εξόφλησης πριν από τη λήξη, οι όροι ποικίλουν από έκδοση σε έκδοση, γενικά προσφέρεται η δυνατότητα πρόωρης ρευστοποίησης αλλά χωρίς την εγγύηση κεφαλαίου και με σημαντική αβεβαιότητα και αδιαφάνεια σχετικά με την διαθέσιμη τιμή εξαγοράς.

Τα προϊόντα εγγυημένου κεφαλαίου – με τη μορφή καταθέσεων ή δομημένων τίτλων- περιλαμβάνουν και κάποιες ομάδες προϊόντων με ειδικότερα χαρακτηριστικά. Ενδεικτικά αναφέρουμε:

- Trackers, τίτλοι δομημένοι έτσι ώστε να ακολουθούν πιστά ένα συγκεκριμένο δείκτη ή αγαθό.
- Accelerated trackers, τίτλοι δομημένοι έτσι ώστε κατά την ανοδική φάση να ανέρχονται ταχύτερα από την υποκείμενη αξία, ενώ κατά την πτώση να την ακολουθούν 100%.
- Reverse trackers, όταν η αξία ή η απόδοσή τους έχει το αντίθετο πρόσημο από την αξία του υποκείμενου δείκτη ή αγαθού.

#### **Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των προϊόντων εγγυημένου κεφαλαίου.**

- Τα προϊόντα εγγυημένου κεφαλαίου χαρακτηρίζονται από χαμηλό κίνδυνο και χαμηλή απόδοση.
- Είναι διαθέσιμα στο ευρύ επενδυτικό κοινό, προσφέρουν τη δυνατότητα καλύτερης απόδοσης σε σχέση με απλές καταθέσεις, με κίνδυνο την πιθανή απώλεια της ελάχιστης διαθέσιμης απόδοσης.
- Έχουν σημαντικά μειωμένη ρευστότητα και έλλειψη διαφάνειας στην τιμολόγηση τους, καθότι δεν υπάρχει δευτερογενής αγορά και η τυχόν πρόωρη εξόφληση γίνεται σύμφωνα με τους όρους του εκδότη.
- Συχνά ο αλγόριθμος υπολογισμού της απόδοσης είναι ιδιαίτερα πολύπλοκος και είναι σύνηθες οι ιδιώτες επενδυτές να επενδύουν χωρίς επαρκή κατανόηση των προϊόντων, έχοντας μεν την ασφάλεια της εγγύησης κεφαλαίου, αλλά παράλληλα θυσιάζοντας μικρές αλλά βέβαιες αποδόσεις.

#### **Δομημένοι τίτλοι και προϊόντα εγγυημένου κεφαλαίου: Προβληματισμοί και τάσεις.**

Στα πλαίσια των αρχών διαχείρισης χαρτοφυλακίου, προτείνεται από τις εκδότες τράπεζες η κατάταξη τους σε ειδική κατηγορία λόγω της διαφοροποίησης του προφίλ κινδύνου που τα χαρακτηρίζει.

Στην πράξη, είναι παράγωγα προϊόντα, αφού εξορισμού η απόδοσή τους είναι συνδεδεμένη με την απόδοση κάποιου άλλου υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου. Επί πλέον, η ποικιλία και διαφοροποίηση των καινοτόμων δομημένων προϊόντων αποκλείει την κατάταξή τους σε μία κατηγορία, αφού η απόδοσή τους είναι συνδεδεμένη κατά περίπτωση με αγορές επιτοκίων, μετοχών, συναλλάγματος ή και αγαθών, επομένως η κάθε έκδοση κατατάσσεται αναλόγως στο αντίστοιχο τμήμα του χαρτοφυλακίου, διαφοροποιώντας το προφίλ κινδύνου του χαρτοφυλακίου.

Το κυριότερο πρόβλημα των δομημένων προϊόντων είναι η έλλειψη διαφάνειας σχετικά με τον τρόπο τιμολόγησής τους καθώς και η έλλειψη στοιχείων για τις τελικές αποδόσεις που προσφέρουν στους επενδυτές. Ο

επενδυτής δεν έχει αξιόπιστο τρόπο να αξιολογήσει την επένδυση του και να επιλέξει τον πλέον επιτυχημένο εκδότη τέτοιων προϊόντων. Βεβαίως, είναι αδύνατη η πρόβλεψη των αποδόσεων κατά την έκδοση, λόγω της φύσης και του σχεδιασμού των προϊόντων, αλλά οι εκδότες θα μπορούσαν και θα όφειλαν να προσφέρουν μία εκ των υστέρων αξιολόγηση των διαφόρων εκδόσεών τους.

Για την αντιμετώπιση των προαναφερθέντων προβλημάτων, προτείνεται η συνεργασία των εκδοτών δομημένων τίτλων πιθανόν με τη δημιουργία διεθνούς ένωσης έτσι ώστε να συμφωνήσουν σε κατάλληλες κατηγοριοποιήσεις των προϊόντων και τρόπους μέτρησης και δημοσιοποίησης των αποδόσεων τους.

Η εξόπλωση των δομημένων προϊόντων έχει προσελκύσει, όπως είναι φυσικό, την προσοχή των κατά τόπους εποπτικών αρχών που μεριμνούν για την προστασία του επενδυτικού κοινού, αλλά μέχρι στιγμής δεν έχουν προταθεί κανόνες ή άλλες ρυθμιστικές παρεμβάσεις. Αναγνωρίζεται πάντως ότι η πολυπλοκότητα των προϊόντων αυτών απαιτεί την σωστή ενημέρωση των επενδυτών από καλά εκπαιδευμένους συμβούλους.<sup>5</sup>

## **Βιβλιογραφία**

- Ferri, Richard, (2006), *All about Index Funds*, McGraw Hill Business series.
- Hirshey, M., Nofsinger, J., (2006), *Investments*, McGraw Hill Business Series.
- Hull, John C. (2006), *Options, Futures and other Derivatives* Prentice Hall International Editions.
- Mylonas, N., Rompotis, G., (2006) "Investigating European ETF's: The case of the Swiss Exchange Traded Funds" Paper presented in the 5<sup>th</sup> annual conference of the HFAA.
- Richards, Arch. (2007), *Understanding Exchange Traded Funds*, McGraw Hill.
- Taylor, Francesca (2006) *Mastering Derivatives Markets: A step-by-step guide to the products, applications and risks*. (3<sup>rd</sup> ed.) FT Press.

## **Πηγές στο διαδίκτυο.**

<http://structuredproductsonline.com>  
<http://www.investopedia.com> - Incisive Media Investments Ltd.  
<http://www.businessdictionary.com>  
<http://www.investorguide.com>  
<http://www.eurexchange.com>  
<http://cme.com>  
<http://morningstar.com>  
[www.etfconnect.com](http://www.etfconnect.com)  
[www.athex.gr](http://www.athex.gr)  
[www.nyse.com](http://www.nyse.com)  
[www.lse.com](http://www.lse.com)  
[www.nasdaq.com](http://www.nasdaq.com)  
[www.liffe.com](http://www.liffe.com)  
[www.cbot.com](http://www.cbot.com)

Η Παρούσα εργασία χρηματοδοτήθηκε από το Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο ΕΠΕΑΕΚ II - ΑΡΧΙΜΗΔΗΣ

---

<sup>5</sup> [www.structuredproductsonline.com](http://www.structuredproductsonline.com)