

## **ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΙΜΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ – Δ.Α.Κ.**

Τα Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια (Δ.Α.Κ.) είναι μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων τα οποία εκδίδονται από Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ) και εισάγονται προς διαπραγμάτευση στο χρηματιστήριο. Τα Δ.Α.Κ. αγοράζονται και πωλούνται κατά τη διάρκεια των επίσημων ωρών διαπραγμάτευσης του χρηματιστηρίου, μέσω των Μελών του, όπως ακριβώς οι μετοχές. Ένα Δ.Α.Κ. δίνει τη δυνατότητα στον επενδυτή να πραγματοποιήσει διασπορά του κινδύνου της επένδυσής του μέσω της έκθεσης σε διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών, ενώ έχει ως κύριο επενδυτικό στόχο την αναπαραγωγή της απόδοσης ενός συγκεκριμένου δείκτη.

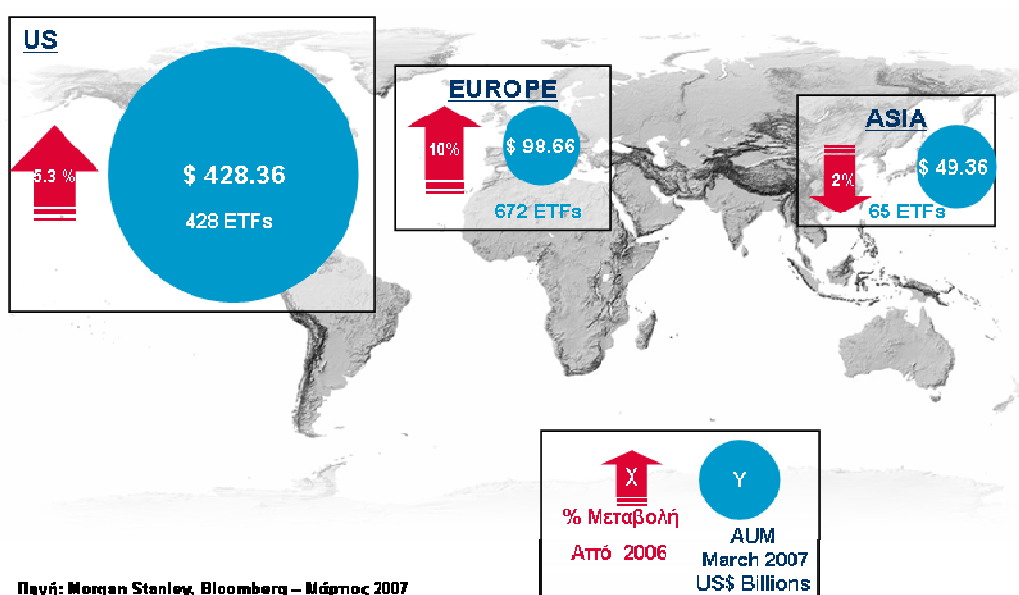
### **Εισαγωγή**

Η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά βρίσκεται εν όψει της εισαγωγής ενός νέου προϊόντος - επενδυτικού εργαλείου υπό την ονομασία Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια (Δ.Α.Κ.) το οποίο, διεθνώς, γνωστό ως ETFs, από την αγγλική απόδοση του όρου Exchange Traded Funds. Στις παρακάτω γραμμές επιχειρείται η γενική περιγραφή των Δ.Α.Κ. και των χαρακτηριστικών τους ως μια πρώτη επαφή και εξοικείωση με το πλαίσιο λειτουργίας της αγοράς τους.

### **Σύντομη ιστορική αναδρομή**

Τα Δ.Α.Κ. εισήχθησαν για πρώτη φορά στις αρχές της δεκαετίας του 1990 στην αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών και του Καναδά. Από τότε ο αριθμός τους διεθνώς καθώς και η αξία των υπό διαχείριση κεφαλαίων αυξήθηκε σημαντικά.

Το παράδειγμα των αγορών των ΗΠΑ και του Καναδά ακολούθησαν στη συνέχεια και οι αγορές της Ευρώπης και της Ασίας, με το 2000 να αποτελεί το έτος εισαγωγής του πρώτου Δ.Α.Κ. στην Ευρώπη. Τον Μάρτιο του 2007 τα συνολικά κεφάλαια υπό διαχείριση ανήλθαν στα 604 δις δολάρια διεθνώς.



## Τι είναι τα Δ.Α.Κ.

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

- Τα Δ.Α.Κ. αντιπροσωπεύουν μια επένδυση σε ένα καλάθι μετοχών (π.χ. δείκτη), άρα επιτυγχάνεται διασπορά κινδύνου μέσω της διατήρησης διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου, σε σύγκριση με την επένδυση σε μια μετοχή.
- Η αγορά και η πώληση ενός Δ.Α.Κ. έχει μικρότερο κόστος από την αγορά ή πώληση των μεμονωμένων μετοχών που απαρτίζουν ένα συγκεκριμένο δείκτη (π.χ. μικρότερος αριθμός εντολών, κατά συνέπεια λιγότερες προμήθειες κοκ.). Επίσης στην περίπτωση ενός Δ.Α.Κ. ο επενδυτής δεν χρειάζεται να παρακολουθεί τις εταιρικές πράξεις οι οποίες επηρεάζουν την σύνθεση του δείκτη. Την υποχρέωση αυτή αναλαμβάνει ο εκδότης του Δ.Α.Κ. (ΑΕΔΑΚ).
- Τα Δ.Α.Κ. παρέχουν μία εύκολη μορφή επένδυσης σε ιδιώτες επενδυτές οι οποίοι από μόνοι τους δεν θα είχαν πιθανώς την κατάλληλη γνώση ή τα κεφάλαια για να διαμορφώσουν ένα σωστά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών (βασισμένο σε ένα τοπικό ή διεθνή δείκτη).
- Τα Δ.Α.Κ. παρέχουν μια εναλλακτική μορφή επένδυσης στους θεσμικούς επενδυτές δίνοντας τους την δυνατότητα για μεγαλύτερη έκθεση κινδύνου αλλά και απόδοσης στις μετοχές που απαρτίζουν ένα δείκτη (τοπικό ή διεθνή).

## Πλεονεκτήματα και χαρακτηριστικά των Δ.Α.Κ.

Τα βασικά πλεονεκτήματα και χαρακτηριστικά των Δ.Α.Κ. σε σύγκριση των απλών Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων και των μετοχών συγκεντρώθηκαν και παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

Χαρακτηριστικά	Δ.Α.Κ.	Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια	Μετοχές
Διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου	Ναι	Ναι	Όχι
Διαπραγμάτευση στην δευτερογενή αγορά	Ναι	Όχι	Ναι
Παρακολούθηση της απόδοσης του δείκτη	Ναι	Ναι	Όχι
Πληροφόρηση - Διάχυση Τιμής	Συνεχής <sup>1</sup>	Τέλος Ημέρας	Συνεχής <sup>2</sup>
Διαχείριση	Παθητική	Ενεργητική	Ενεργητική
Κόστος Διαχείρισης	Μικρό	Μεγάλο	Ανάλογα
Κόστος Συναλλαγής (αγορά / πώληση)	Μικρό	Μεγάλο	Μικρό
Δυνατότητας ρευστοποίησης	Ναι	Ναι	Ναι <sup>3</sup>

<sup>1</sup> Κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης.

<sup>2</sup> Κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης.

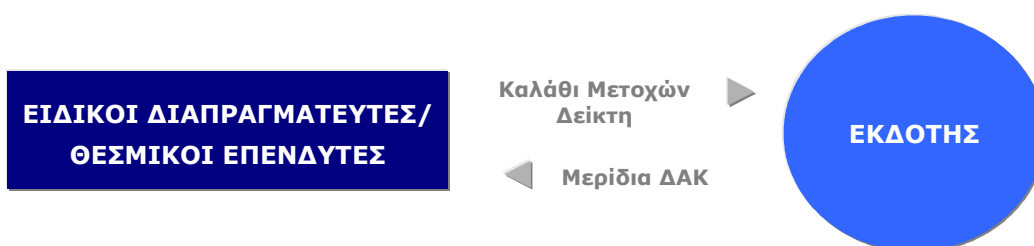
<sup>3</sup> Εκτός της περίπτωσης των μη ρευστών μετοχών ή των μετοχών που διαπραγματεύονται χωρίς Ειδικούς Διαπραγματευτές (Market Makers).

Χαρακτηριστικά	Δ.Α.Κ.	Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια	Μετοχές
Αγορά μέσω χορήγησης πίστωσης	Όχι	Όχι	Ναι
Ανοικτές πωλήσεις / Δανεισμός Τίτλων	Ναι	Όχι	Ναι
Δικαίωμα ψήφου στις γενικές συνελεύσεις	Όχι	Όχι	Ναι
Πλήθος Προϊόντων	Μικρό	Μεγάλο	Μεγάλο

## Πώς «λειτουργεί» η αγορά των Δ.Α.Κ.

Η λειτουργία της αγοράς των Δ.Α.Κ. αφορά σε **δύο επίπεδα**:

- Πρωτογενής αγορά.** Η κύρια δραστηριότητα η οποία λαμβάνει χώρα σε αυτό το επίπεδο είναι η **δημιουργία/εξαγορά μεριδίων Δ.Α.Κ.** και οι φορείς που εμπλέκονται στη διαδικασία είναι οι Ειδικοί Διαπραγματευτές, οι Θεσμικοί Επενδυτές και ο εκδότης του Δ.Α.Κ. Τα μερίδια Δ.Α.Κ. δημιουργούνται (εξαγοράζονται) από τον εκδότη ο οποίος ως αντάλλαγμα λαμβάνει το καλάθι μετοχών οι οποίες συνθέτουν τον υποκείμενο δείκτη (μερίδια Δ.Α.Κ.) ή μετρητά. Η δημιουργία/εξαγορά μεριδίων Δ.Α.Κ. πραγματοποιείται σε μεγάλα πακέτα και πολλαπλάσια αυτών γνωστά ως Creation Units (συνήθως 1 Creation Unit = 50.000 μερίδια Δ.Α.Κ.), ενώ η συχνότητα της συγκεκριμένης διαδικασίας εξαρτάται από τη ζήτηση μεριδίων στην αγορά. Το παρακάτω σχήμα είναι αντιπροσωπευτικό:



- Δευτερογενής αγορά.** Η κύρια δραστηριότητα η οποία λαμβάνει χώρα σε αυτό το επίπεδο είναι η **διαπραγμάτευση μεριδίων Δ.Α.Κ.** και οι φορείς που εμπλέκονται στη διαδικασία είναι το χρηματιστήριο, τα μέλη, οι Ειδικοί Διαπραγματευτές και οι επενδυτές. Οι συναλλαγές σε μερίδια Δ.Α.Κ. πραγματοποιούνται μέσω του ηλεκτρονικού συστήματος συναλλαγών του χρηματιστηρίου και η εξασφάλιση ύπαρξης συνεχούς ρευστότητας επιτυγχάνεται μέσω της παρουσίας τουλάχιστον ενός Ειδικού Διαπραγματευτή. Το παρακάτω σχήμα είναι αντιπροσωπευτικό:



### Ο ρόλος του Ειδικού Διαπραγματευτή

Κατά τη διάρκεια διαπραγμάτευσης του ΔΑΚ στο χρηματιστήριο είναι υποχρεωτικός ο διορισμός ενός τουλάχιστον Ειδικού Διαπραγματευτή από την ΑΕΔΑΚ.

Ο Ειδικός Διαπραγματευτής των ΔΑΚ εκτός από τον κλασικό ρόλο της παροχής ρευστότητας επί των μεριδίων, θα αποτελεί τον κύριο παράγοντα διαμόρφωσης των τιμών στην αγορά, προκειμένου να εξανεμίζει τις αποκλίσεις μεταξύ της χρηματιστηριακής τιμής του μεριδίου ΔΑΚ και της ενδεικτικής τιμής (iNAV), με μηχανισμούς arbitrage: π.χ, εάν ένα μερίδιο ΔΑΚ διαπραγματεύεται σε τιμή ανώτερη από τη iNAV (premium), ο ΕΔ θα αγοράσει τους υποκείμενους τίτλους του δείκτη στο ποσό που αντιστοιχεί στην Ενδεικτική NAV του ΔΑΚ και στη συνέχεια θα ανταλλάξει τους τίτλους αυτούς με τα νέα υπερτιμημένα ΔΑΚ (μέσω δημιουργίας νέων μεριδίων). Αντίθετα, εάν ένα ΔΑΚ διαπραγματεύεται σε τιμή κατώτερη από τη iNAV (discount), θα αγοράσει τα «υποτιμημένα» μερίδια ΔΑΚ και θα τα ανταλλάξει με τις αντίστοιχες μετοχές (μέσω εξαγοράς).

Παρακάτω παρουσιάζεται σχηματικά η διαδικασία arbitrage:



## Βασικοί όροι Δ.Α.Κ.

Οι βασικοί όροι οι οποίοι χρησιμοποιούνται στην αγορά ΔΑΚ είναι οι εξής:

- **Καθαρή αξία ενεργητικού μεριδίου (NAV<sup>4</sup>/μερίδιο)**: Πρόκειται για την καθαρή αξία ανά μερίδιο του ενεργητικού του Δ.Α.Κ. η οποία ανακοινώνεται από τον εκδότη στο τέλος κάθε εργάσιμης ημέρας. Και προκύπτει από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{NAV/μερίδιο} = \frac{\text{Τρέχουσα αξία χαρτοφυλακίου} + \text{Μετρητά} - \text{Υποχρεώσεις}}{\text{Συνολικός αριθμός μεριδίων Δ.Α.Κ.}}$$

Συνολικός αριθμός μεριδίων Δ.Α.Κ.

- **Ενδεικτική καθαρή αξία ενεργητικού μεριδίου (iNAV<sup>5</sup>)**: Πρόκειται για την ενδεικτική καθαρή αξία ανά μερίδιο του ενεργητικού του Δ.Α.Κ. και υπολογίζεται σε πραγματικό χρόνο κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης (κάθε 30" συνήθως).
- **Αρχική τιμή διαπραγμάτευσης μεριδίου**: Πρόκειται για την τιμή διαπραγμάτευσης του μεριδίου κατά την ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης του Δ.Α.Κ. Προκύπτει ως αναλογία της τιμής του δείκτη που αναπαράγει το Δ.Α.Κ. (συνήθως 1/10, 1/100 της τιμής του δείκτη κτλ.)
- **Τιμή διαπραγμάτευσης μεριδίου**: Πρόκειται για την τιμή διαπραγμάτευσης του μεριδίου η οποία προκύπτει βάσει των δυνάμεων της προσφοράς και ζήτησης που διαμορφώνονται σε πραγματικό χρόνο στην αγορά.
- **Μονάδα δημιουργίας/εξαγοράς (Creation Unit)**: Πρόκειται για την ελάχιστη ποσότητα μεριδίων βάσει της οποίας πραγματοποιείται η δημιουργία/εξαγορά μεριδίων Δ.Α.Κ. Συνήθως ανέρχεται στο ύψος των 50.000 μεριδίων ανά Creation Unit.

<sup>4</sup> Σύντμηση του αγγλικού όρου Net Assets Value.

<sup>5</sup> Σύντμηση του αγγλικού όρου Indicative Net Assets Value.