



ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

Διπλωματική Εργασία

Η ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΩΝ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΙΜΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Του ΒΑΣΙΛΕΙΟΥ ΑΓΓΕΛΙΔΗ

Επιβλέπων Καθηγητής: ΚΟΥΣΕΝΙΔΗΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του μεταπτυχιακού διπλώματος στην
Εφαρμοσμένη Λογιστική και Ελεγκτική

ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ 2012

Copyright © Αγγελίδης Βασίλειος, 2012
Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

Η έγκριση της διπλωματικής εργασίας από το Τμήμα της Λογιστικής και
Χρηματοοικονομικής του Πανεπιστημίου Μακεδονίας δεν υποδηλώνει
απαραιτήτως και αποδοχή των απόψεων του συγγραφέα εκ μέρους του Τμήματος.

Περιεχόμενα

Περίληψη	9
Abstract.....	10
Κατάλογος Πινάκων.....	7
Κατάλογος Γραφημάτων.....	7
Κατάλογος Σχημάτων.....	8
Εισαγωγή	11
Κεφάλαιο 1. Χρηματοπιστωτικές Αγορές.....	13
1.1. Χρηματοπιστωτικές αγορές.....	13
1.2. Δομή των Χρηματοπιστωτικών Αγορών.....	13
Κεφάλαιο 2. Συλλογικές Επενδύσεις.....	15
2.1. Οι συλλογικές επενδύσεις και η λειτουργία τους.....	15
2.2. Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου.....	16
2.3. Αμοιβαία Κεφάλαια	17
2.4. Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια – ΔΑΚ (Exchange Traded Funds – EFTs).....	18
2.5. Συλλογικές Επενδύσεις - Ομοιότητες και διαφορές μεταξύ τους.....	18
2.5.1. Συλλογικές επενδύσεις – Ανάλυση και σύγκριση χαρακτηριστικών.....	19
Κεφάλαιο 3. Ιστορία και Νομικό Πλαίσιο ΔΑΚ.....	22
3.1. Ιστορική Εξέλιξη των ΔΑΚ.....	22
3.2. Τα ΔΑΚ σε αριθμούς στην παγκόσμια αγορά	24
3.3. Νομικές μορφές των ΔΑΚ.....	25
3.3.1. Open End Index Fund.....	25
3.3.2. Unit Investment Trust (UITs).....	26
3.3.3. Grantor Trust.....	26
3.3.4. Exchange-traded Notes (ETNs).....	26
3.3.5. Partnerships.....	27
Κεφάλαιο 4. Η αγορά των ΔΑΚ στην Ελλάδα.....	28
4.1. Το Χρηματιστήριο Αθηνών – Ιστορικό Ίδρυσης και οργανωτική δομή.....	28
4.2. Τα ΔΑΚ στην Ελλάδα.....	29
4.3. Κύρια χαρακτηριστικά και ορισμός των ΔΑΚ στο Ελληνικό Χρηματιστήριο.....	31

4.4. Ο τρόπος λειτουργίας της αγοράς των ΔΑΚ.....	34
4.4.1. Πρωτογενής Αγορά.....	34
4.4.2. Δευτερογενής Αγορά	35
4.5. Θεωρητική (δίκαιη) τιμή του ΔΑΚ και προσδιορισμός της	35
4.6. Ο Ειδικός διαπραγματευτής και ο ρόλος του.....	36
Κεφάλαιο 5. Χαρακτηριστικά- κόστη –αποδόσεις των ΔΑΚ.....	37
5.1 Κύρια χαρακτηριστικά των ΔΑΚ.....	37
5.2. ΔΑΚ – Ένα ιδιαίτερο είδος Αμοιβαίου Κεφαλαίου.....	37
5.3. Αποφυγή εξόδων για διατήρηση διαχειριστή (Fund Manager).....	38
5.4. Διαπραγμάτευση των ΔΑΚ στο χρηματιστήριο.....	39
5.5. Κρυφά κόστη για τους επενδυτές των ΔΑΚ λόγω απόκλισης ζεύγους εντολών (bid-ask spread).....	45
5.6. Σχέση εξέλιξης τιμών ΔΑΚ και των υποκειμένων τους.....	49
5.7. Η απόδοση των ΔΑΚ και η σχέση της με τα κόστη συναλλαγών του κεφαλαίου.....	53
5.8. Αμοιβαία Κεφάλαια και φορολόγηση.....	54
5.9. Ειδικοί κίνδυνοι των ΔΑΚ.....	55
5.10. Σχέση μεταξύ προθεσμιακής και αγοράς της μετρητοίς.....	56
Κεφάλαιο 6. Κατηγορίες ΔΑΚ.....	58
6.1.Κύριες κατηγορίες ΔΑΚ.....	58
6.2. ΔΑΚ Δειτών ή Γεωγραφικών περιοχών.....	59
6.3. ΔΑΚ Κλάδων.....	59
6.4. ΔΑΚ Εμπορευμάτων.....	60
6.5. ΔΑΚ Σταθερού Εισοδήματος.....	61
6.6. ΔΑΚ Συναλλάγματος.....	63
6.7. Μοχλευμένα ΔΑΚ.....	63
6.8. ΔΑΚ Μερισματικών Αποδόσεων.....	64
6.9. Νέες κατηγορίες ΔΑΚ.....	64

6.9.1. Hedge Fund EFTs- ΔΑΚ Κερδοσκοπικών Κεφλαίων.....	64
6.9.2. Actively Managed EFTs- Ενεργητικός Διαχειρίσιμα ΔΑΚ.....	65
Κεφάλαιο 7. Tracking Error	66
7.1. Ανάλυση απόκλισης απόδοσης ή Tracking Error.....	66
7.2. Υπολογισμός Tracking Error.....	67
7.3. Η εξέλιξη των ηγετών του κλάδου σε σχέση με τους Δείκτες Αναφοράς.....	68
7.3.1. Standard & Poor's 500 Index Depository Receipts (SPY: AMEX).....	69
7.3.2. Nasdaq-100 Index Tracking Stock (QQQ:AMEX).....	71
7.3.3. Diamonds Trust (DIA:AMEX).....	74
7.3.4. iShares S&P 500 (IVV:AMEX).....	77
7.3.5. Standard & Poor's MidCap 400 SPDRs (MDY:AMEX).....	79
7.3.6. iShares Russell 2000 (IWM:AMEX).....	82
7.3.7. iShares MSCI EAFE (EFA:AMEX).....	84
7.3.8. Total Stock Market VIPERs (VTI:AMEX).....	87
7.3.9. . iShares SmallCap 600(IJR:AMEX).....	89
7.3.10. Health Care Services Select Sector SPDR (AMEX:XLV).....	91
7.4. Πού οφείλεται το Tracking Error.....	94
7.4.1. Έξοδα και κόστη διαχείρισης συναλλαγών.....	94
7.4.2. Πολιτική επανεπένδυσης μερισμάτων.....	94
7.4.3. Πρίμ (premiums) και εκπτώσεις (discounts) στο τέλος κάποιας περιόδου.....	95
7.4.4. Ρευστότητα μετοχών που απαρτίζουν το Δείκτη.....	95
7.4.5. Αλλαγές στη χρηματοοικονομική διάρθρωση και τη σύνθεση του Δείκτη.....	95
Κεφάλαιο 8- Θεωρία χαρτοφυλακίου και τα ΔΑΚ.....	96
8.1. Το μονέλο του Markowitz.....	96
8.2. Two-Fund Theorem.....	97
8.3. The One-Fund Theorem.....	97
Κεφάλαιο 9. Εργαλεία επιλογής ΔΑΚ.....	99

9.1. Επιλογή μεταξύ διαφόρων ΔΑΚ με παρόμοιο επενδυτικό αντικείμενο.....	99
9.1.1. Ένα χρήσιμο εργαλείο – Διάγραμμα πτώσης.....	99
9.2 ΔΑΚ Εταιριών της μικρής κεφαλαιοποίησης (small-cap EFTs).....	103
9.3. ΔΑΚ ανάπτυξης (growth ETF) έναντι (value ETF).....	106
9.4. ΔΑΚ σε κλάδο Εταιριών κοινής ωφέλειας (Utility Sector ETFs).....	110
Κεφάλαιο 10. Δημιουργία, διαπραγμάτευση και συσχέτιση ΔΑΚ με δείκτη.....	114
10.1. Σχηματισμός ΔΑΚ – Διαδικασία.....	114
10.1.1. Δημιουργία ΔΑΚ επί του ελληνικού δείκτη Τραπεζών.....	114
10.1.2. Εισαγωγή ΔΑΚ προς διαπραγμάτευση –προϋποθέσεις.....	115
10.1.3. Μεταβολές στο ΔΑΚ λόγω αλλαγών στη σύνθεση του δείκτη που παρακολουθεί..	116
Συμπεράσματα.....	117
Κεφάλαιο 11 - Λεξιλόγιο.....	118
11.1. Ελληνική ορολογία.....	118
11.2. Διεθνής ορολογία.....	120
Κεφάλαιο 12 – Παράρτημα (Πίνακες).....	123
Βιβλιογραφία.....	126

Κατάλογος Πινάκων

Πίνακας 1. Συγκριτική σύνοψη των χαρακτηριστικών συλλογικών επενδύσεων.....	19
Πίνακας 2. Μέσος όρος 30 ημερών ανοίγματος μεταξύ τιμής αγοράς και πώλησης.....	47
Πίνακας 3. Κατανομή της ΧΟΜ στον S&P 500/Citigroup Value Index και στον S&P 500/Citigroup Growth Index.....	108

Κατάλογος Γραφημάτων

Γράφημα 1. Διαχρονική εξέλιξη τιμών SPY και S&P500.....	70
Γράφημα 2. Εξέλιξη απόκλισης απόδοσης (tracking error) τελευταίου έτους.....	70

Γράφημα 3. Διαχρονική εξέλιξη τιμών QQQ και NASDAQ 100.....	73
Γράφημα 4. Εξέλιξη απόκλισης απόδοσης (tracking error) τελευταίου έτους.....	73
Γράφημα 5. Διαχρονική εξέλιξη τιμών DIA και DJI	76
Γράφημα 6. Εξέλιξη απόκλισης απόδοσης (tracking error) τελευταίου έτους.....	76
Γράφημα 7. Διαχρονική εξέλιξη τιμών IVV και S&P500.....	78
Γράφημα 8. Εξέλιξη απόκλισης απόδοσης (tracking error) τελευταίου έτους.....	79
Γράφημα 9. Διαχρονική εξέλιξη τιμών MDY και S&P MidCap 400	81
Γράφημα 10. Εξέλιξη απόκλισης απόδοσης (tracking error) τελευταίου έτους.....	81
Γράφημα 11. Διαχρονική εξέλιξη τιμών IWM και Russell 2000.....	83
Γράφημα 12. Εξέλιξη απόκλισης απόδοσης (tracking error) τελευταίου έτους.....	84
Γράφημα 13. Διαχρονική εξέλιξη τιμών EFA και MSCI EAFE	86
Γράφημα 14. Εξέλιξη απόκλισης απόδοσης (tracking error) τελευταίου έτους.....	86
Γράφημα 15. Διαχρονική εξέλιξη τιμών VTI και MSCI US Broad Market Index.....	88
Γράφημα 16. Εξέλιξη απόκλισης απόδοσης (tracking error) τελευταίου έτους.....	88
Γράφημα 17. Διαχρονική εξέλιξη τιμών IJR και S&P SmallCap 600	90
Γράφημα 18. Εξέλιξη απόκλισης απόδοσης (tracking error) τελευταίου έτους.....	91
Γράφημα 19. Διαχρονική εξέλιξη τιμών XLV και Health Care Select Sector Index	93
Γράφημα 20. Εξέλιξη απόκλισης απόδοσης (tracking error) τελευταίου έτους.....	93
Γράφημα 21. Ποσοστιαίες αλλαγές τιμών από την έναρξη των δύο ΔΑΚ μικρής κεφαλαιοποίησης της αμερικανικής αγοράς: του iShares Russell 2000 Index Fund (IWM) και του iShares S&P 600 Small-Cap Index Fund (IJR).....	104
Γράφημα 22. Απόδοση (μόνο τιμές) δύο ΔΑΚ μετοχών αξίας μεγάλης κεφαλαιοποίησης από την έναρξη τους (26/5/2000 – 17/8/2009).....	110
Γράφημα 23 . Ποσοστιαία συνολική απόδοση των τριών ΔΑΚ του κλάδου κοινής ωφέλειας (23/6/2000 – 18/8/2009)	113

Κατάλογος Σχημάτων

Σχήμα 1. Δομή πρωτογενούς αγοράς ΔΑΚ.....	34
Σχήμα 2. Δομή δευτερογενούς αγοράς ΔΑΚ.....	35
Σχήμα 3. Διαδικασία εξισορροπητικής κερδοσκοπίας σε ΔΑΚ.....	36
Σχήμα 4. Κύριες κατηγορίες διαπραγματεύσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων.....	58
Σχήμα 5. Κατανομή κεφαλαίων του SPY ανά κλάδο.....	71
Σχήμα 6. Εποχικότητα αποδόσεων του SPY.....	71

Σχήμα 7. Κατανομή κεφαλαίων του QQQ ανά κλάδο.....	73
Σχήμα 8. Εποχικότητα αποδόσεων του QQQ.....	74
Σχήμα 9. Κατανομή κεφαλαίων του DIA ανά κλάδο.....	76
Σχήμα 10. Εποχικότητα αποδόσεων του DIA.....	77
Σχήμα 11. Εποχικότητα αποδόσεων του IVV.....	79
Σχήμα 12. Κατανομή κεφαλαίων του IVV ανά κλάδο.....	79
Σχήμα 13. Κατανομή κεφαλαίων του MDY ανά κλάδο.....	81
Σχήμα 14. Εποχικότητα αποδόσεων του MDY.....	82
Σχήμα 15. Κατανομή κεφαλαίων του IWM ανά κλάδο.....	84
Σχήμα 16. Εποχικότητα αποδόσεων του IWM.....	84
Σχήμα 17. Κατανομή κεφαλαίων του EFA ανά κλάδο.....	86
Σχήμα 18. Εποχικότητα αποδόσεων του EFA.....	86
Σχήμα 19. Κατανομή κεφαλαίων του VTI ανά κλάδο.....	89
Σχήμα 20. Εποχικότητα αποδόσεων του VTI.....	89
Σχήμα 21. Κατανομή κεφαλαίων του IJR ανά κλάδο.....	91
Σχήμα 22. Εποχικότητα αποδόσεων του IJR.....	91
Σχήμα 23 . Κατανομή κεφαλαίων του XLV ανά κλάδο.....	93
Σχήμα 24 Εποχικότητα αποδόσεων του XLV.....	94
Σχήμα 25 Κατανόηση χρήσης γραφήματος πτώσης.....	102
Σχήμα 26 Πτώσεις των iShares Russell 2000 Index Fund (IWM) και iShares S&P 600 Small- Cap Index Fund (IJR) βάση ημερήσιων δεδομένων.....	105

Περίληψη

Στην παρουσίαση την ανάλυση και την εξέλιξη και την ανάπτυξη στην Ελλάδα της αγοράς των Διαπραγματεύσιμων Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΔΑΚ) ή όπως αναφέρονται στη διεθνή βιβλιογραφία Exchange Traded Funds (ETFs), ενός σύγχρονου και καινοτόμου χρηματοπιστωτικού προϊόντος της κεφαλαιαγοράς, στοχεύει αυτή η μελέτη. Μέσω αυτής της ανάλυσης θα γίνει προσπάθεια να μελετηθεί το προϊόν αυτό ειδικότερα στην εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά παράλληλα με την εξέταση της εξέλιξής του στις διεθνείς αγορές, εξετάζοντας όλες τις μορφές με τις οποίες εμφανίζεται. Για την κάλυψη των αναγκών της μελέτης αυτής αντλήθηκαν σημαντικές πληροφορίες τόσο από βιβλιογραφικές αναφορές, δημοσιεύσεις και διαδικτυακές πηγές από το εξωτερικό, όσο και από το εσωτερικό. Το συμπέρασμα της εργασίας είναι πως τα Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια (ΔΑΚ) μέσα από ένα πλήθος πλεονεκτημάτων και χαρακτηριστικών μπορούν να ικανοποιήσουν τον σύγχρονο ιδιώτη επενδυτή, ενώ παράλληλα συνιστούν ένα πολύτιμο προϊόν-εργαλείο στα χέρια των επαγγελματιών της εγχώριας αγοράς του χρήματος.

Abstract

The aim of this study is to present and analyze a modern and innovative financial product of capital markets, Exchange Traded Funds (ETFs). The study tries to cover ETFs in Stock Exchanges worldwide and all the types with which they are presented. For this purpose, important information was drawn from bibliographic reports, publications, web sources from abroad and from the Greek market. The main conclusion of this paper is that the Exchange Traded Funds assemble abundance of advantages and characteristics that can satisfy the modern private investor, while they constitute a precious tool in the hands of professionals.

Εισαγωγή

Οι χρηματοπιστωτικές αγορές, τα χρηματοπιστωτικά προϊόντα και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα συνθέτουν ένα χρηματοπιστωτικό σύστημα. Παρότι η παρούσα μελέτη επικεντρώνεται σε ένα συγκεκριμένο είδος χρηματοπιστωτικού προϊόντος τα Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια (ΔΑΚ), ωστόσο γίνεται αναφορά στο σύνολο των υπολοίπων χρηματοπιστωτικών προϊόντων, καθώς κρίνεται απαραίτητη η σύγκρισή τους με ορισμένα από αυτά και των αγορών στις οποίες ανήκουν.

Στην παρούσα μελέτη στόχος είναι να εξεταστούν και να αναλυθούν τα χαρακτηριστικά αυτού του σύγχρονου χρηματοπιστωτικού προϊόντος της κεφαλαιαγοράς, να εξηγηθεί γιατί τα ΔΑΚ υπερτερούν από τα υπόλοιπα είδη επένδυσης και να παρουσιασθεί η εξέλιξη των ΔΑΚ στην Ελληνική αγορά. Στο 1^ο κεφάλαιο γίνεται αναφορά στις χρηματοπιστητικές αγορές και τη δομή τους. Στο 2^ο κεφάλαιο γίνεται αναφορά στις συλλογικές επενδύσεις και τη λειτουργία τους, στα αμοιβαία κεφάλαια και τα ΔΑΚ, καθώς και αυτά συνιστούν μορφή συλλογικής επένδυσης. Το 3^ο κεφάλαιο, αναφέρεται στην ιστορική εξέλιξη των ΔΑΚ, στην θέση τους στην παγκόσμια αγορά του χρήματος, τις νομικές μορφές τους και στη βέλτιστη χρηματοοικονομική τοποθέτηση μέσω των ΔΑΚ. Το 4^ο κεφάλαιο αναφέρεται στην Ελληνική Αγορά και τη θέση των ΔΑΚ σ' αυτήν. Γίνεται μια λεπτομερής καταγραφή των χαρακτηριστικών των ΔΑΚ της Ελληνικής αγοράς. Το 5^ο κεφάλαιο, παραθέτει τα κύρια χαρακτηριστικά των ΔΑΚ, τη διαχείρισή τους, τη διαπραγματεύσή τους, τα κόστη, τις προμήθειες, τη συσχέτιση των τιμών τους με τις τιμές των υποκειμένων μετοχών σε αυτά. Ακόμη εξετάζεται η απόδοσή τους, η φορολόγηση, οι κίνδυνοι που τα ΔΑΚ ενέχουν ως μορφή επένδυσης. Στο 6^ο κεφάλαιο, αναφέρονται αναλυτικά όλες οι κατηγορίες των ΔΑΚ. Το 7^ο κεφάλαιο πραγματεύεται το ουσιαστικό για τα ΔΑΚ ζήτημα του tracking error, με παρουσίαση παραδειγμάτων υπολογισμού του, που συμπληρώνεται και τεκμηριώνεται μέσω γραφημάτων και σχημάτων. Επιπλέον εξετάζονται παραδείγματα συσχέτισης της σύνθεσης του δείκτη με τα ΔΑΚ. Στο 8^ο κεφάλαιο μας απασχολεί η θεωρία χαρτοφυλακίου και τα ΔΑΚ, ενώ στο 9^ο εξετάζουμε τους

παράγοντες που είναι κρίσιμοι για την επιλογή του καταλληλότερου σε κάθε περίπτωση επένδυσης ΔΑΚ. Στο τελευταίο 10^ο κεφάλαιο εξετάζουμε τη διαδικασία σχηματισμού των ΔΑΚ καθώς αυτά είναι ένα διαρκώς εξελισσόμενο προϊόν, εστιάζοντας πάντα στην ελληνική αγορά. Με αυτή την παρουσίαση του υπό μελέτη ζητήματος, καταλήγουμε να έχουμε μια εικόνα όχι μόνο για τα ΔΑΚ στη Ελληνική αγορά, αλλά συνολικά γι' αυτά ως ένα σύγχρονο και διαρκώς εμπλουτιζόμενο και εξελισσόμενο προϊόν.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Χρηματοπιστωτικές Αγορές

1.1. Χρηματοπιστωτικές Αγορές

Ο κυριότερος λόγος ύπαρξης των χρηματοπιστωτικών αγορών είναι η σύνδεση των οικονομικών μονάδων, με σκοπό τη χρηματοδότηση των ελλειμματικών από τις πλεονασματικές μονάδες με αποτελεσματικό τρόπο. Οικονομικές μονάδες είναι όλοι εκείνοι που μπορούν να αγοράζουν και να πωλούν χρηματοπιστωτικά προϊόντα, όπως οι επιχειρήσεις, τα νοικοκυριά και το δημόσιο. Οι συμμετέχοντες μιας χρηματοπιστωτικής αγοράς διακρίνονται σε πλεονασματικές και ελλειμματικές μονάδες, ενώ και οι δύο κατηγορίες αποτελούν οικονομικές μονάδες. Η χρηματοδότηση αυτή μπορεί να γίνει είτε άμεσα είτε έμμεσα.

Στην περίπτωση της άμεσης μορφής χρηματοδότησης οι ελλειμματικές μονάδες ικανοποιούν τις ανάγκες τους για κεφάλαια πουλώντας χρηματοπιστωτικά προϊόντα (π.χ. ομόλογα, μετοχές), τα οποία εκδίδονται από αυτές, απευθείας στις πλεονασματικές μονάδες. Η διάθεση των προϊόντων αυτών μπορεί να γίνει είτε από τις ίδιες ή με τη βοήθεια των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Όταν στην διαδικασία χρηματοδότησης παρεμβάλλεται κάποιο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα πρόκειται για έμμεση μορφή χρηματοδότησης. Για παράδειγμα οι πλεονασματικές μονάδες αγοράζουν χρηματοπιστωτικά προϊόντα από μια τράπεζα παρέχοντάς της κεφάλαια και η τράπεζα με τη σειρά της ταια μια επιχείρηση.

1.2. Δομή Των Χρηματοπιστωτικών Αγορών

Ανάλογα με τη διάρκεια (οικονομική ζωή) των χρηματοπιστωτικών προϊόντων που διαπραγματεύονται σε αυτές οι χρηματοπιστωτικές αγορές διακρίνονται σε δύο μεγάλες κατηγορίες: τη χρηματαγορά και την κεφαλαιαγορά.

Τα διαπραγματεύσιμα στην πρώτη – τη χρηματαγορά - χρηματοπιστωτικά

προϊόντα δεν ξεπερνούν σε διάρκεια το ένα έτος. Κύρια χαρακτηριστικά τους είναι: ο μικρός κίνδυνος αθέτησης, η υψηλή ρευστότητα και τα μεγάλα ποσά. Παραδείγματα τέτοιων προϊόντων αποτελούν τα πιστοποιητικά καταθέσεων, οι συμφωνίες επαναγοράς (ρέπος), τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου, τα ευρωδολάρια, τα Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου (ΕΓΔ), τα Εμπορικά ομόλογα, οι Επιταγές αποδοχής Τράπεζας, η Διατραπεζική αγορά διαθεσίμων, τα Ευρωδολάρια.

Τα διαπραγματεύσιμα στη δεύτερη – την κεφαλαιγορά- χρηματιστηριακά προϊόντα ξεπερνούν σε διάρκεια το ένα έτος. Χαρακτηρίζονται από μεγαλύτερο κίνδυνο και μικρότερη ρευστότητα σε σχέση με τα προϊόντα της χρηματαγοράς. Οι αγορές κεφαλαίου συνήθως διακρίνονται στις αγορές μετοχικών τίτλων (equity market), στις αγορές δανειακών κεφαλαίων (bond market), και στις αγορές κτηματικών δανείων (mortgage market). Παραδείγματα τέτοιων προϊόντων είναι: Ομόλογα του Δημοσίου (Treasury bonds), Ομόλογα με κυμαινόμενο επιτόκιο, Ομόλογα με σταθερό επιτόκιο, Τιμαριθμοποιημένα ομόλογα, Ομόλογα χωρίς τοκομερίδιο, Ομόλογα με ρήτρα ξένου νομίσματος, Ομολογίες, Ομολογίες με τοκομερίδια ή κουπόνια (coupon bonds), Ομολογίες με μηδενικό επιτόκιο (zero-coupon bonds), Μετοχές Κοινές και Προνομιούχες και Αμοιβαία Κεφάλαια. Στα τελευταία θα γίνει ιδιαίτερη αναφορά στο σημείο αυτό καθώς η εξέλιξή τους στη μορφή των Διαπραγματεύσιμων Αμοιβαίων κεφαλαίων (ΔΑΚ) στην Ελλάδα συνιστά και το ζήτημα της παρούσας μελέτης.

Τα αμοιβαίο κεφάλαιο είναι μια περιουσία που αποτελείται από κινητές αξίες και μετρητά, της οποίας τα επιμέρους στοιχεία ανήκουν εξ αδιαιρέτου σε περισσότερους από έναν μεριδιούχους. Μερικά από τα πλεονεκτήματα των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι: Επαγγελματική διαχείριση από εξειδικευμένη εταιρία, μείωση του κινδύνου, άμεση ρευστότητα, ευελιξία ποσού, δυνατότητα συμμετοχής στο χρηματιστήριο από μικρούς επενδυτές, διαφάνεια και δημοσιότητα, φορολογική απαλλαγή.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Συλλογικές Επενδύσεις

2.1. Οι Συλλογικές Επενδύσεις Και Η Λειτουργία Τους

Οι επενδύσεις που πραγματοποιούνται όχι από τους μεμονωμένους επενδυτές, αλλά από μια ομάδα επενδυτών είναι συλλογικές επενδύσεις. Οι μορφές που παίρνουν οι εταιρίες επενδύσεων που διενεργούν συλλογικές επενδύσεις, είναι η μορφή των επενδύσεων χαρτοφυλακίου, η μορφή των αμοιβαίων κεφαλαίων και των πιο πρόσφατων διαπραγματεύσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων. Στο κεφάλαιο αυτό θα γίνει η παρουσίαση των παραπάνω μορφών εταιριών επενδύσεων, και των βασικών χαρακτηριστικών τους.

Στον τομέα των συλλογικών επενδύσεων περιλαμβάνονται οι επενδύσεις που πραγματοποιούνται όχι από μεμονωμένους επενδυτές, αλλά από εταιρίες οι οποίες συγκεντρώνουν τα κεφάλαια ενός μεγάλου αριθμού επενδυτών και τα τοποθετούν για λογαριασμό τους. Έτσι επιτυγχάνονται μια σειρά από οφέλη κυρίως για τους μικρότερους επενδυτές. Η συγκέντρωση των κεφαλαίων πολλών επενδυτών, καταρχήν σημαίνει ότι υπάρχει η δυνατότητα διενέργειας επενδύσεων που από μικρότερα κεφάλαια θα ήταν αδύνατες ή ασύμφωρες να πραγματοποιηθούν. Μία επένδυση σε ένα μεγάλο εμπορικό ακίνητο δύσκολα θα ήταν δυνατό να διενεργηθεί από ένα μικρό επενδυτή. Το ίδιο δύσκολος θα ήταν για τον μικρό επενδυτή να πραγματοποιήσει επενδύσεις σε απομακρυσμένες αγορές, λόγω κόστους συναλλαγών ανά μονάδα. Επιπλέον, μέσω των συλλογικών επενδύσεων επιτυγχάνεται η διασπορά των επενδύσεων κάτι που έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση του αναμενόμενου κινδύνου.

Παράλληλα, οι συλλογικές επενδύσεις δίνουν τη δυνατότητα επαγγελματικής διαχείρισης, πράγμα πολύ σημαντικό ιδιαίτερα για τους επενδυτές που δεν διαθέτουν επαρκείς γνώσεις, ή χρόνο για να διαθέσουν για την παρακολούθηση των επενδύσεων τους. Το κυριότερο μειονέκτημα των συλλογικών

Επενδύσεων, σε αντίθεση με τα πλεονεκτήματα που αναφέρθηκαν προηγουμένως, είναι η έλλειψη άμεσου ελέγχου της επένδυσης από την πλευρά

του επενδυτή.

Οι συλλογικές επενδύσεις διενεργούνται από τις εταιρίες επενδύσεων (investment firms). Στην Ευρωπαϊκή Ένωση ονομάζονται Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες – ΟΣΕΚΑ (Undertakings for Collective Investments In Transferable Securities - UCITS) και χωρίζονται σε δύο κύριες κατηγορίες, στις οποίες αναφερόμαστε στη συνέχεια.

2.2. Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου

Σύμφωνα με το νόμο οι εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου είναι ανώνυμες εταιρίες που έχουν αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου τους. Η νομική μορφή της ανώνυμης εταιρίας σημαίνει ότι το κεφάλαιο της εταιρίας είναι σταθερό (εκτός φυσικά από τις περιπτώσεις της αύξησης του). Γι' αυτό το λόγο οι εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου ονομάζονται εταιρίες επενδύσεων κλειστού τύπου, με την έννοια ότι τα προς επένδυση κεφάλαια είναι σταθερά και δεν αυξομειώνονται όπως στην περίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Προ της σύστασης μιας εταιρίας επενδύσεων χαρτοφυλακίου απαιτείται απόφαση της επιτροπής κεφαλαιαγοράς και μετά τη σύστασή της οφείλει να εισαχθεί στο χρηματιστήριο υποχρεωτικά. Η εταιρία επενδύσεων χαρτοφυλακίου επιτρέπεται να επενδύσει αποκλειστικά σε κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς που διαπραγματεύονται ήδη, ή εκδίδονται για πρώτη φορά με σκοπό τη διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά. Επίσης επιτρέπονται οι επενδύσεις σε μερίδια ΟΣΕΚΑ και οι καταθέσεις σε τράπεζες. Τέλος επιτρέπονται οι επενδύσεις σε χρηματιστηριακά και υπό ορισμένες προϋποθέσεις σε εξωχρηματιστηριακά παράγωγα προϊόντα, ενώ δεν επιτρέπονται οι επενδύσεις σε πολύτιμα μέταλλα. Ανά τρίμηνο δε, είναι υποχρεωτικό να δημοσιεύεται ο κατάλογος των επενδύσεων των εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου.

Καθημερινά οι μετοχές των εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου ως εισηγμένες στο χρηματιστήριο αποτιμώνται με βάση τη διαπραγμάτευση τους. Κατά συνέπεια η χρηματιστηριακή τιμή που είναι καθαρά θέμα προσφοράς και ζήτησης μπορεί να είναι πάνω ή κάτω από την αποτίμηση των επενδύσεων της.

Στην πρώτη περίπτωση λέγεται ότι οι μετοχές της εταιρίας διαπραγματεύονται με premium, ενώ στη δεύτερη περίπτωση με discount. Αυτή είναι μια ακόμα διαφορά με τα αμοιβαία κεφάλαια, δεδομένου ότι η αποτίμηση των μεριδίων των τελευταίων γίνεται πάντοτε ακριβώς στο άθροισμα της αξίας των επενδύσεων τους όπως θα δούμε και παρακάτω.

2.3. Αμοιβαία Κεφάλαια

Τα αμοιβαία κεφάλαια, η δεύτερη μεγάλη κατηγορία εταιριών επενδύσεων, διακρίνονται από τις εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου τόσο ως προς τη νομική μορφή, όσο και σε σχέση με την οικονομική λειτουργία. Καταρχήν το αμοιβαίο κεφάλαιο σύμφωνα με το νόμο ορίζεται ως «ομάδα περιουσίας, που αποτελείται από κινητές αξίες, μέσα χρηματαγοράς και μετρητά της οποίας τα επί μέρους στοιχεία ανήκουν εξ αδιαίρετου σε περισσότερους του ενός μεριδιούχους». Οι μεριδιούχοι εκπροσωπούνται από την Ανώνυμη Εταιρία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ), η οποία είναι η εταιρία που έχει την ευθύνη διαχείρισης του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Το αμοιβαίο κεφάλαιο δεν αποτελεί νομικό πρόσωπο. Ιδρύεται με απόφαση της επιτροπής κεφαλαιαγοράς, το ενεργητικό του διαιρείται σε ίσης αξίας μερίδια και η εξαγορά των μεριδίων του είναι υποχρεωτική όταν τη ζητήσει ο μεριδιούχος. Το ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου, κατά συνέπεια, μπορεί να αυξάνεται (με τις νέες εισροές) ή να μειώνεται (με τις εξαγορές μεριδίων). Τα αμοιβαία κεφάλαια ονομάζονται επενδύσεις ανοικτού τύπου ακριβώς γι αυτό το λόγο.

Ο προσδιορισμός της καθαρής τιμής του μεριδίου του αμοιβαίου κεφαλαίου προκύπτει από τη διαίρεση του συνόλου της αξίας του καθαρού ενεργητικού του με τον αριθμό των μεριδίων του. Η τιμή διάθεσης και η τιμή εξαγοράς επιτρέπεται να υπερβαίνει ή να υπολείπεται αντίστοιχα της καθαρής τιμής του μεριδίου κατά το ποσοστό της προμήθειας της ΑΕΔΑΚ. Τα αμοιβαία κεφάλαια μπορούν να επενδύουν σε άλλα αμοιβαία κεφάλαια (funds of funds) ή οι επενδύσεις τους να αναπαράγουν κάποιο χρηματιστηριακό δείκτη.

2.4. Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια – ΔΑΚ (Exchange Traded Funds - ETFs)

Τα διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια στην ουσία είναι παθητικά επενδυτικά κεφάλαια που είναι διαπραγματεύσιμα σε δημόσια χρηματιστήρια όπως συμβαίνει και με τις παραδοσιακές μετοχές. Είναι πιστοποιητικά τίτλων ιδιοκτησίας που υποδηλώνουν το νόμιμο δικαίωμα κατοχής σε ένα καλάθι συγκεκριμένων επενδυτικών προϊόντων, τα οποία μπορεί να είναι μετοχές, ομόλογα, ακίνητα, εμπορεύματα ή οποιοδήποτε άλλο επενδυτικό προϊόν μπορεί να ομαδοποιηθεί. Είναι ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών ή άλλων αξιών που αντικατοπτρίζουν την απόδοση συγκεκριμένων χρηματιστηριακών δεικτών ή άλλων στοιχείων.

Αναλυτικότερα, πρόκειται για έναν συνδυασμό αμοιβαίου κεφαλαίου και εταιρίας επενδύσεων χαρτοφυλακίου, με τη διαφορά ότι ο εκδότης δεν πουλάει τα μερίδια των ΔΑΚ στο κοινό, όπως πράττουν τα αμοιβαία κεφάλαια και συνήθως δεν διαπραγματεύονται σε premium ή discount σε σχέση με τη καθαρή αξία του ενεργητικού. Τα ΔΑΚ, όπως ήδη αναφέρθηκε, μπορεί να έχουν ως υποκείμενο: δείκτες, εμπορεύματα, ισοτιμίες, ομόλογα ενώ υπάρχουν κατηγορίες με ειδικά χαρακτηριστικά, όπως αυτά που παρέχουν μεγάλη μερισματική απόδοση και μόχλευση.

2.5. Συλλογικές Επενδύσεις - Ομοιότητες Και Διαφορές Μεταξύ Τους

Βάσει των μέχρι τώρα αναφερθέντων και απορρεόντων από τις ενότητες του συγκεκριμένου κεφαλαίου και σε συνδυασμό με το κεφάλαιο που αναφέρεται στα κύρια χαρακτηριστικά των ΔΑΚ” συντάχθηκε ο παρακάτω συγκεντρωτικός πίνακας, ο οποίος παρουσιάζει μια συγκριτική εικόνα μεταξύ συλλογικών επενδύσεων αλλά και των μετοχών, καθώς αυτές οι τελευταίες αποτελούν και το λόγο ύπαρξης των προαναφερόμενων.

Πίνακας 1. Συγκριτική σύνοψη των χαρακτηριστικών συλλογικών επενδύσεων

Χαρακτηριστικά	ΔΑΚ	Αμοιβαία Κεφάλαια	Τίτλοι ΑΕΕΧ	Μετοχές
1°. Διαφοροποίηση Χαρτοφυλακίου	Ναι	Ναι	Ναι	Όχι
2°. Διαπραγμάτευση στη Χρηματιστηριακή Αγορά	Ναι	Όχι	Ναι	Ναι
3°. Παρακολούθηση της Απόδοσης του Δείκτη	Ναι	Ναι	Όχι	Όχι
4°. Επένδυση σε πολύτιμα μέταλλα	Ναι	Ναι	Όχι	Όχι
5°. Πληροφόρηση - Διάχυση Τιμής	Συνεχής	Τέλος Ημέρας	Συνεχής	Συνεχής
6°. Εμφάνιση premium / discount	Ναι	Όχι	Ναι	Ναι
7°. Γνωστοποίηση Επενδύσεων	Από την έναρξη	Ανά εξάμηνο	Ανά τρίμηνο	Συνεχής
8°. Διαχείριση	Παθητική	Ενεργητική	Ενεργητική	Ενεργητική
9°. Κόστος Διαχείρισης	Μικρό	Μεγάλο	Ανάλογα	Ανάλογα
10°. Κόστος Συναλλαγής	Μικρό	Μεγάλο	Μικρό	Μικρό
11°. Δυνατότητα Ρευστοποίησης	Μεγάλη	Μικρή	Μεγάλη	Μεγάλη
12°. Ανοικτές Πωλήσεις / Δανεισμός	ΝΑΙ	Όχι	Όχι	Ναι
13°. Δικαίωμα Ψήφου	Όχι	Όχι	Ναι	Ναι
14°. Αλλαγές στο ύψος του κεφαλαίου	Ναι	Ναι	Όχι	Όχι

2.5.1. Συλλογικές Επενδύσεις - Ανάλυση Και Σύγκριση Χαρακτηριστικών

1°. Στο σύνολο των συλλογικών επενδύσεων υπάρχει διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου αφού τα κεφάλαια τοποθετούνται σε πολλά και διαφορετικά είδη αξιογράφων, τα οποία παρουσιάζουν και διαφορετικά μεταξύ τους ποιοτικά χαρακτηριστικά. Έτσι, μειώνονται οι διακυμάνσεις και συνεπώς ελαχιστοποιείται ο μη συστηματικός κίνδυνος, χαρακτηριστικό το οποίο δεν υπάρχει στις επενδύσεις σε μεμονωμένες μετοχές.

2°. Δεν υπάρχει συνεχής αποτίμηση και διαφάνεια ενώ αποτρέπει την εκμετάλλευση έντονων διακυμάνσεων κατά τη διάρκεια της ημέρας καθώς διαπραγμάτευση σε χρηματιστηριακή αγορά δεν υπάρχει μόνο στην περίπτωση των συνηθισμένων αμοιβαίων κεφαλαίων, χαρακτηριστικό που προσδίδει αρκετά

μειονεκτήματα στο συγκεκριμένο είδος επένδυσης.

3^ο. Μπορεί να γίνει παρακολούθηση της απόδοσης κάποιου δείκτη μόνο μέσω των συμβατικών αμοιβαίων κεφαλαίων και των διαπραγματεύσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων. Ωστόσο τα δεύτερα αφού δίνουν επιπλέον τη δυνατότητα στον επενδυτή να κερδίσει και από τη πτώση του δείκτη αλλά και να ρευστοποιήσει πιο άμεσα τις θέσεις του υπερτερούν.

4^ο. Οι εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου δεν έχουν τη δυνατότητα από τη νομοθεσία να κάνουν επένδυση σε πολύτιμα μέταλλα, ενώ από τη πλευρά των μετοχών υπάρχει η δυνατότητα τοποθέτησης μόνο σε εταιρίες οι οποίες ασχολούνται με αυτά και όχι με απευθείας τοποθέτηση στο συγκεκριμένο αγαθό.

5^ο. Μόνο για τα αμοιβαία κεφάλαια δεν υπάρχει σε συνεχή βάση πληροφόρηση - διάχυση τιμής, αφού δεν διαπραγματεύονται σε χρηματιστηριακή αγορά, και τα μερίδια τους λαμβάνουν τιμή ανάλογη με τη τιμή κλεισίματος των επενδύσεων τους.

6^ο. Δεν υπάρχει στα αμοιβαία κεφάλαια εμφάνιση premium / discount, εξαιτίας του προαναφερθέντος χαρακτηριστικού καθώς οι τιμές τους αντικατοπτρίζουν την ακριβή αξία των επενδύσεων τους. Στις υπόλοιπες κατηγορίες όπου εμφανίζεται το συγκεκριμένο φαινόμενο υπάρχει η δυνατότητα arbitrage, ενώ για τις μετοχές η επίτευξη κεφαλαιακού κέρδους.

7^ο. Σε όλες τις περιπτώσεις υπάρχει γνωστοποίηση επενδύσεων αλλά με διαφορετική συχνότητα. Τα ΔΑΚ από την έναρξη τους καθορίζουν λεπτομερώς τις επενδύσεις τους και τις ενδεχόμενες αλλαγές που θα πραγματοποιηθούν. Αντιθέτως τα συνήθη αμοιβαία κεφάλαια και οι εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου ανακοινώνουν τις επενδύσεις τους κάθε έξι και τρεις μήνες αντίστοιχα. Τέλος οι εταιρίες που οι μετοχές τους διαπραγματεύονται είναι αναγκασμένες από το νόμο να δημοσιοποιούν άμεσα οποιαδήποτε πληροφορία μπορεί να επηρεάσει τη πορεία της μετοχής τους.

8^ο. Σε όλες τις κατηγορίες εκτός των ΔΑΚ συναντάται Διαχείριση (ενεργητική), καθώς σε αυτά οι επενδύσεις είναι γνωστές εξ αρχής και δεν γίνονται συνεχείς και σημαντικές μεταβολές.

9^ο. Στα ΔΑΚ το κόστος διαχείρισης είναι μικρότερο εξαιτίας του προηγούμενου χαρακτηριστικού (έχουν παθητική διαχείριση), ενώ για τις

μετοχές εξαρτάται από την χρηματιστηριακή εταιρία.

10⁰. Σε όλες τις κατηγορίες το κόστος συναλλαγής είναι μικρό σχεδόν, εξαιτίας του μεγάλου ανταγωνισμού μεταξύ χρηματιστηριακών εταιριών, εκτός από την περίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων τα οποία επιβαρύνονται με επιπρόσθετες προμήθειες.

11⁰. Υπάρχει δυνατότητα ρευστοποίησης σε όλες τις κατηγορίες, ωστόσο περισσότερο στερεί η κατηγορία των αμοιβαίων κεφαλαίων, ειδικά σε περιπτώσεις πανικού, αφού δεν διαπραγματεύονται σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά.

12⁰. Επιτρέπονται ανοικτές πωλήσεις και δανεισμός τίτλων μόνο για τις μετοχές και για τα ΔΑΚ, ενώ ορισμένες εταιρίες ΔΑΚ δίνουν τη δυνατότητα οι επενδυτές να ποντάρουν απευθείας στη πτώση μέσω ΔΑΚ κατεύθυνσης (Direction ETFs).

13⁰. Παρέχεται δικαίωμα ψήφου μόνο στους κατόχους μετοχών και μετοχών Α.Ε.Ε.Χ., ενώ στην τελευταία περίπτωση εννοείται πως ο επενδυτής δεν έχει λόγο επί των επενδύσεων της εταιρίας.

14⁰. Υπάρχουν αλλαγές στο ύψος του κεφαλαίου τόσο για τα αμοιβαία όσο και για τα ΔΑΚ (επενδύσεις ανοικτού τύπου), ενώ για τις άλλες κατηγορίες μπορεί να υπάρξει μόνο μέσω αύξησης μετοχικού κεφαλαίου και τη σύμφωνη γνώμη της πλειοψηφίας των μετόχων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Ιστορία Και Νομικό Πλαίσιο ΔΑΚ

3.1. Ιστορική Εξέλιξη Των ΔΑΚ

Το 1993 ξεκίνησαν από την State Street Global Advisors τα ΔΑΚ όπως τα ξέρουμε τώρα, αν και παρόμοια προϊόντα διαπραγματεύονταν σε ΗΠΑ και Καναδά χρόνια πριν από αυτό. Το κεφάλαιο (fund) SPDR (το οποίο προφέρεται «spider», που στα ελληνικά σημαίνει «αράχνη») – το πρώτο ΔΑΚ – ακολουθεί τον δείκτη Standard & Poor's 500 και είναι ακόμα το μεγαλύτερο ΔΑΚ της αγοράς. Είναι ο πρόγονος όλων των ΔΑΚ, αποτελώντας περίπου μερίδιο 16% όλων των στοιχείων της αγοράς ΔΑΚ, με στοιχεία ενεργητικού περίπου \$58 δισεκατομμυρίων.

Τα ΔΑΚ, αρχικά, πωλούνταν συνήθως σε θεσμικούς επενδυτές προς χρήση πρωτίστως σε σύνθετες στρατηγικές χρηματιστηριακών συναλλαγών όπως η αντιστάθμιση ή hedging, ή για λόγους όπως την διατήρηση μετρητών κατά τη διάρκεια μιας αλλαγής στους διαχειριστές της επένδυσης(του κεφαλαίου). Σήμερα όμως τα πλεονεκτήματα τους είναι τόσα πολλά που το AMEX (Χρηματιστήριο Αμερικής) αναφέρει πως είναι τόσα, όσα περίπου το μισό των στοιχείων ενεργητικού των ΔΑΚ. Η πρόσφατη δημοτικότητά τους έχει συσσωρευτεί μεταξύ των ιδιωτών χάρη σε μερικές ελλοχεύουσες τάσεις στην αγορά.

Πρώτον, η δυνατότητα των ατόμων (ιδιωτών επενδυτών) να έχουν πρόσβαση σε οικονομικές συμβουλές μέσω διαδικτύου τους έχει δώσει τη δυνατότητα να επενδύσουν σε προϊόντα για τα οποία παλαιότερα ούτε καν γνώριζαν ότι υπάρχουν. Επιπλέον, πολλά άτομα αγοράζουν ΔΑΚ κατόπιν συμβουλής του οικονομικού συμβούλου τους, ενώ την τελευταία δεκαετία ο τρόπος που οι χρηματιστές δούλευαν μέχρι πρόσφατα έχει δεχθεί μια τρομερή αλλαγή.

«Η μετανάστευση από τον χρηματοοικονομικό σύμβουλο που πληρώνεται μέσω προμηθειών (από τις συναλλαγές) στο σύμβολο που πληρώνεται με ένα απλό (και συγκεκριμένο) τίμημα είναι μια τάση που βρίσκεται σε εξέλιξη,» λέει ο Jim Ross, ανώτερος διευθυντής της SSgA Funds Management στην State Street Global Advisors. «Αρχικά, η κοινότητα των χρηματιστών δεν ήταν έτοιμη για

τα ΔΑΚ καθώς κέρδιζαν υψηλά ποσοστά προμηθειών πουλώντας απλά μετοχές στους πελάτες τους αντί για κάτι που δίνει τη δυνατότητα τοποθέτησης σε ένα ευρύ σύνολο επενδύσεων με μία μόνο συναλλαγή».

Τώρα όμως, πολλοί επενδυτές προτιμούν να καταβάλλουν μία συγκεκριμένη αμοιβή ή ένα ποσοστό για συμβουλές επί των στοιχείων που επενδύουν. Ωστόσο, και οι οικονομικοί σύμβουλοι νοιώθουν πιο άνετα και εξοικειωμένοι με τη χρήση των ΔΑΚ, τα οποία είναι παθητικά προϊόντα, σε ένα ενεργό περιβάλλον. «Οι πελάτες πληρώνουν τους οικονομικούς συμβούλους για να καταναείμουν τα κεφάλαια τους και να τους πουν πότε να τα αναδιανείμουν, και οι σύμβουλοι ψάχνουν τον καλύτερο τρόπο για να το κάνουν, ο οποίος μπορεί να είναι μέσω ΔΑΚ. Οι οικονομικοί σύμβουλοι είναι οι οδηγοί στην ανάπτυξη των ΔΑΚ» τονίζει ο Jim Ross.

Ο συντάκτης του βιβλίου, «Investing With Exchange Traded Funds Made Easy» («Επενδύοντας Εύκολα με Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια») Marvin Appel, CEO της Appel Asset Management στο Great Neck, της Νέας Υόρκης, λέει ότι χρησιμοποιεί ΔΑΚ πρώτιστα ως εργαλείο εκσυγχρονισμού των μετοχών των πελατών του ανάλογα με τις αλλαγές στους ηγέτες της αγοράς. Ένα από τα μεγάλα πλεονεκτήματα γι' αυτόν είναι ότι μπορεί να αγοράσει και να πωλήσει ΔΑΚ χωρίς ανησυχία για τους περιορισμούς των συναλλαγών (όπως να πρέπει να μείνεις μέσα στο κεφάλαιο για ένα συγκεκριμένο διάστημα χρόνου) που μπορεί να τοποθετηθούν σε ένα παρόμοιο παραδοσιακό αμοιβαίο κεφάλαιο.

«Είμαστε σύμβουλοι συγκεκριμένης αμοιβής και το κίνητρό μας είναι μόνο να κάνουμε οτιδήποτε πιστεύουμε πως θα απέδιδε καλύτερα. Επιλέγω οτιδήποτε νομίζω πως θα είναι ο καλύτερος δρόμος για τον στόχο, και αυτό είναι όλο» λέει ο Marvin Appel. Όλο και περισσότερο, τα ΔΑΚ είναι αυτός ο δρόμος. Προς το τέλος της δεκαετίας του '90, ο Dr. Appel λέει πως η έκθεση των πελατών του σε ΔΑΚ ήταν μόνο περίπου 5% του συνολικού χαρτοφυλακίου μετοχών. Σήμερα, αριθμός αυτός είναι κοντά στο 30%.

Οι επενδυτές μετατοπίζονται από τα αμοιβαία κεφάλαια στα ΔΑΚ. Σύμφωνα με έρευνα του Wall Street Journal, που πραγματοποιήθηκε στις 13 Απριλίου 2009, για κάθε 100 δολάρια που επενδύθηκαν το 2001, 90 δολάρια πήγαν σε

αμοιβαία κεφάλαια, 8 δολάρια πήγαν σε αμοιβαία κεφάλαια δείκτη, και 2 δολάρια πήγαν σε ΔΑΚ. Επτά χρόνια μετά, το τέλος του 2008, το μερίδιο των αμοιβαίων κεφαλαίων μειώθηκε σε περίπου 81,5 δολάρια, ενώ τα αμοιβαία κεφάλαια δείκτη προσέλκυσαν 9,5 δολάρια και τα υπόλοιπα 9 δολάρια πήγαν σε ΔΑΚ.

3.2. Τα ΔΑΚ Σε Αριθμούς Στην Παγκόσμια Αγορά

Η ιδέα των ΔΑΚ, όπως έχει ήδη αναφερθεί, ξεκίνησε το 1993 από τις ΗΠΑ. Τη σκυτάλη έδωσε στην Ασία, που ακολούθησε το 1999 με το πρώτο της ΔΑΚ, το Hong Kong Tracker Fund, ενώ τελευταία έρχεται η Ευρώπη, το 2000 με το Euro STOXX 50 market ETF.

Το 2002 υπήρχαν 246 ΔΑΚ εγχώρια και εξωτερικού σε όλο τον κόσμο. Παρά το γεγονός ότι η Ευρώπη εισήλθε τελευταία στην αγορά των ΔΑΚ, πρωταγωνιστεί με 106 ΔΑΚ, ενώ στις ΗΠΑ λειτουργούν 102. Ακολουθούν η Ασία (συμπεριλαμβανομένης της Ιαπωνίας) και ο Καναδάς με 24 και 14 ΔΑΚ αντίστοιχα. Στα τέλη του 2005 υπήρχαν 453 ΔΑΚ σε όλο τον κόσμο, με κεφάλαια υπό διαχείριση της τάξεως των 416,8 δισ. δολαρίων έναντι 336 Αμοιβαίων με κεφάλαια 310 δισ. δολάρια κατά το αμέσως προηγούμενο έτος. Τα κεφάλαιά τους ενισχύθηκαν με πολύ ταχύτερο ρυθμό σε σχέση με την αύξηση κατά 7,6% του MSCI World.

Με 204 ΔΑΚ και υπό διαχείριση ενεργητικό της τάξεως των 304 δισ. δολαρίων, το 2006, οι ΗΠΑ κυριαρχούν στον κλάδο, ενώ η Ευρώπη έρχεται δεύτερη καθώς διαθέτει 165 Αμοιβαία Κεφάλαια αυτού του τύπου, με ενεργητικό ύψους 54,9 δισ. δολαρίων. Όμως ο ρυθμός ανάπτυξης στην Ευρώπη είναι ταχύτερος από εκείνον των ΗΠΑ, με τα κεφάλαια να ενισχύονται κατά 61,7% σε σχέση με το προηγούμενο έτος, έναντι αντίστοιχου ποσοστού 33,6% στις ΗΠΑ. Τον Ιούλιο του 2006 σε όλο τον κόσμο υπήρχαν 584 funds διαχείρισης μετοχικών ΔΑΚ, με το συνολικό ενεργητικό να έχει διαμορφωθεί σε 486,6 δισ. δολάρια. Το μεγαλύτερο μέρος από το παραπάνω ποσό αφορά Αμερικανούς διαχειριστές (για την ακρίβεια το 72%), ενώ στην Ευρώπη το ποσοστό είναι χαμηλότερο. Οι Barclays Global Investors και State Street Global Advisors αποτελούν εταιρίες ηγέτες στον χώρο, με μερίδια αγοράς 48,42% και 20,61% αντίστοιχα, σύμφωνα με

τα στοιχεία του Ιουλίου του 2006. Το χρηματιστήριο της Φρανκφούρτης, του Λονδίνου και το Euronext ήταν τα πρώτα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια που προχώρησαν στην εισαγωγή ΔΑΚ.

Από 629 το 2007, στα τέλη του 2008 λειτουργούσαν 744 διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια με συνολικό ενεργητικό 534 δις. δολάρια (μειωμένο κατά 12% από το 2007). Αυτό που πρέπει να προσεχθεί όμως, είναι πως σχεδόν το σύνολο της αγοράς ανήκει σε λίγους. Το 86% της αγοράς (βάση συνολικού ενεργητικού) ανήκει σε μόλις τρεις εταιρίες: Barclays Global Investors, SSgA και Vanguard Group. Ωστόσο, ενώ άλλες εταιρίες σταματούν το τμήμα των ΔΑΚ όπως έκανε η Northern Trust το 2008, υπάρχουν και αναδυόμενες εταιρίες ΔΑΚ όπως η iShares και η RevenueShares.

Η Barclays Από την αρχή του 2009 ίδρυσε δύο νέα ΔΑΚ τα οποία ακολουθούν τον δείκτη VIX (Volatility Index) και η iShares ξεκίνησε δύο ΔΑΚ ομολόγων, ενώ ακολουθούν και άλλα από άλλες εταιρίες. Παρατηρείται, λοιπόν ότι, ολοένα και περισσότερα χρηματιστήρια στην Ευρώπη προχωρούν στην εισαγωγή τους (η Ελλάδα εισήγαγε το πρώτο της ΔΑΚ το 2008), παρά το αρνητικό οικονομικό κλίμα, η αγορά των ΔΑΚ συνεχίζει να αναπτύσσεται.

3.3. Νομικές Μορφές Των ΔΑΚ

Όπως περιγράφηκε στη προηγούμενη ενότητα, η αλματώδης ανάπτυξη της αγοράς των ΔΑΚ, υποστήριξε την δημιουργία και ανάπτυξη διάφορων νομικών μορφών επενδυτικών προϊόντων με συναφή στόχο. Τα προϊόντα αυτά παρακολουθούν εμπορεύματα, νομίσματα, ή άλλες εξειδικευμένες στρατηγικές. Παρακάτω παρατίθεται σύντομη καταγραφή των σχετικών με τα ΔΑΚ νομικών δομών:

3.3.1. Open-end Index Fund

Τα Open-end funds κατοχυρώθηκαν από την “Investment Company Act of 1940” (ενέργεια του κογκρέσου των ΗΠΑ, 22 Αυγούστου 1940), και έχουν ως σκοπό την παρακολούθηση διάφορων δεικτών. Η πλειονότητα των ΔΑΚ ακολουθούν αυτή τη δομή (ανοικτού τύπου) καθώς επιτρέπει μεγαλύτερη ελαστικότητα. Τα μερίσματα

σε αυτού του τα κεφάλαια επανεπενδύονται άμεσα και πληρώνονται στους μεριδιούχους σε μηνιαία ή τριμηνιαία βάση. Αυτή η μορφή επιτρέπει επίσης τη χρήση παραγώγων, βελτιστοποίηση χαρτοφυλακίου, και δανεισμό τίτλων.

3.3.2. Unit Investment Trust (UITs)

Τα αρχαιότερα και πιο δημοφιλή ΔΑΚ – όπως τα BLDRs, Diamonds, SPDRs, και PowerShares QQQ Trust – είναι οργανωμένα όπως τα UITs. Αυτό το είδος νομικής μορφής δεν επιτρέπει την επανεπένδυση των μερισμάτων στο κεφάλαιο, αλλά διατηρεί τα μερίσματα έως ότου πληρωθούν στους μεριδιούχους (σε τριμηνιαία ή ετήσια βάση). Αυτός ο μηχανισμός προκαλεί μία κατάσταση, γνωστή ως “μερισματική τριβή” (“dividend drag”). Τα UITs πρέπει να αντιγράφουν πλήρως τους δείκτες που παρακολουθούν, ενώ δεν επιτρέπεται να λαμβάνουν εισόδημα από δανεισμό τίτλων. Αντίθετα με τα open-end funds, τα UITs έχουν ημερομηνίες λήξης η οποία ποικίλει, από χρόνια μέχρι δεκαετίες. Τα UITs κατοχυρώθηκαν από την “Investment Company Act of 1940”.

3.3.3. Grantor Trust

Αυτός ο τύπος νομικής δομής διανείμει μερίσματα άμεσα στους μεριδιούχους και τους επιτρέπει να ανακτήσουν τα δικαιώματα ψήφου επί των υποκείμενων μετοχών του. Οι πρωτότυπες μετοχές σε ένα grantor trust παραμένουν σταθερές και δεν επαναπροσδιορίζονται. Τα Grantor trusts κατοχυρώθηκαν από την “Securities Act of 1933”.

3.3.4. Exchange-traded Notes (ETNs)

Τα ETNs καταγράφονται ως εργαλεία χρέους (debt instruments) τα οποία πληρώνουν μια απόδοση συνδεδεμένη με την επίδοση μιας απλής μετοχής ή δείκτη. Η λειτουργική δομή των ETNs ταιριάζει συγκεκριμένα για ειδικές κατηγορίες στοιχείων, όπως τα εμπορεύματα και οι αναδυόμενες αγορές. Υπό τη τρέχουσα φορολογική νομοθεσία, τα ETNs μετοχών και εμπορευμάτων φορολογούνται ως προπληρωμένα συμβόλαια. Αυτό σημαίνει ότι οι επενδυτές δέχονται φορολόγηση

μόνο κατά την πώληση, εξαγορά, ή λήξη του τίτλου τους. Τα ETNs κατοχυρώθηκαν από την “Securities Act of 1933”.

3.3.5. Partnerships

Μερικά συνδεδεμένα με δείκτες προϊόντα τα οποία μοιάζουν με τα ΔΑΚ λειτουργούν ως περιορισμένης ευθύνης συνεργασίες (master limited partnerships - MLPs). Οι κάτοχοι τους απαιτείται να δηλώνουν το μερίδιο τους στο εισόδημα, τα κέρδη, τις ζημίες και τις μειώσεις στην εφορία ακόμα και αν δεν έχει γίνει διανομή μετρητών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Η Αγορά Των ΔΑΚ Στην Ελλάδα

4.1. Χρηματιστήριο Αθηνών – Ιστορικό Ίδρυσης Και Οργανωτική Δομή.

Η πρώτη χρηματιστηριακή αγορά στην Ελλάδα άρχισε να λειτουργεί ανεπίσημα το δεύτερο μισό του 19ου αιώνα. Έμποροι και ναυτικοί της εποχής εκείνης ήταν οι πρώτοι που άρχισαν να διαπραγματεύονται συνάλλαγμα και κινητές αξίες στις ανεπίσημες αγορές της Ερμούπολης (Σύρος) και της Αθήνας. Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α) ιδρύθηκε το 1876 ως αυτόνομος κανονιστικά, δημόσιος φορέας, με απόφαση του Υπουργικού Συμβουλίου και είχε ως πρώτα αντικείμενα διαπραγμάτευσης τις ομολογίες των Εθνικών Δανείων και τις μετοχές της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος.

Τέσσερα χρόνια αργότερα, τον Μάιο του 1880, εκλέχτηκε η πρώτη Διοικούσα Επιτροπή του Χρηματιστηρίου και το Χ.Α.Α. άρχισε να λειτουργεί επίσημα. Το Βασιλικό Διάταγμα της 12/16 Ιουνίου 1909 όρισε το Χρηματιστήριο ως τον πρώτο οργανωμένο χώρο για την εκτέλεση συμβάσεων και συναλλαγών σε τίτλους του Δημοσίου και σε τίτλους Τραπεζών και Ανωνύμων Εταιρειών. Το 1918 το Χρηματιστήριο μετατράπηκε σε Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου εποπτευόμενο από το κράτος. Ο πρώτος νόμος που όρισε σαφώς τις υποχρεώσεις και τα δικαιώματα των συναλλασσόμενων μερών (χρηματιστών και επενδυτών) ήταν ο Ν.3632/28.

Το 1985 με το Π.Δ.350 προσδιορίστηκαν τα δικαιολογητικά εισαγωγής μετοχών στο Χ.Α.Α. Το 1988 ο Ν.1806 εκσυγχρόνισε το Χ.Α.Α. , εισάγοντας το θεσμό της Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρείας, το θεσμό του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών και ιδρύοντας την Παράλληλη Αγορά Το 1991 με το Ν.1969 ιδρύθηκε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το 1992 με το Π.Δ.50, το οποίο συμπλήρωσε το Π.Δ. 348/85, προσδιορίστηκε το είδος της πληροφόρησης που πρέπει να περιέχεται στο Ενημερωτικό Δελτίο, για την εισαγωγή μιας εταιρείας στο Χ.Α.Α. ή την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου μιας ήδη εισηγμένης εταιρείας. Το 1995 με το Ν.2324 το Χρηματιστήριο μετατράπηκε σε Ανώνυμη Εταιρεία, με μοναδικό μέτοχο το Ελληνικό Δημόσιο. Το 1996 ψηφίστηκε ο Ν.2396 για την παροχή Επενδυτικών Υπηρεσιών στον

τομέα των κινητών αξιών. Το 1997 με το Ν.2533 τίθεται το πλαίσιο ιδιωτικοποίησης του Χρηματιστηρίου.

Το 2000 αποφασίζεται η εισαγωγή των μετοχών του Χρηματιστηρίου στην Κύρια Αγορά. Για το λόγο αυτόν το 2000 ιδρύθηκε η εταιρεία συμμετοχών με την επωνυμία ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (Ε.Χ.Α.Ε.), η οποία εισήχθη προς διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο τον Αύγουστο του 2000. Το 2002 η εταιρεία ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε. συγχωνεύθηκε με απορρόφηση από την εταιρεία ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε (Χ.Α.Α.). Η νέα εταιρεία ονομάστηκε ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε. Σκοπός της εταιρείας είναι η οργάνωση, υποστήριξη και παρακολούθηση των συναλλαγών επί κινητών αξιών, παραγώγων προϊόντων και λοιπών χρηματοοικονομικών προϊόντων καθώς και η διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς, η προστασία του επενδυτικού κοινού καθώς και κάθε άλλη συναφής δραστηριότητα.

Σήμερα το Χ.Α. είναι Ανώνυμη Εταιρεία με μοναδικό μέτοχο την Ε.Χ.Α.Ε. Διοικείται από 11μελές Διοικητικό Συμβούλιο, τριετούς θητείας, το οποίο απαρτίζεται από εκπροσώπους του Υπουργείου Οικονομίας & Οικονομικών, των χρηματιστηριακών εταιρειών, των εργαζομένων στο Χ.Α., της Τράπεζας της Ελλάδος, της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών και του Εμπορικού και Βιομηχανικού Επιμελητηρίου Αθηνών.

4.2. Τα ΔΑΚ Στην Ελλάδα

Στην προσπάθειά του να αναβαθμίσει και να εκσυγχρονίσει το πακέτο των χρηματοοικονομικών προϊόντων που προσφέρει στους επενδυτές το Χρηματιστήριο Αθηνών δημιούργησε μια νέα κατηγορία με όνομα “Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια”. Στην κατηγορία αυτή εισάγονται και διαπραγματεύονται μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων τα οποία παρακολουθούν την απόδοση συγκεκριμένων δεικτών. Η διαπραγμάτευση του πρώτου διαπραγματεύσιμου αμοιβαίου κεφαλαίου “Alpha ETF FTSE Athex 20 Μετοχικό Εσωτερικού” το οποίο ακολουθεί το δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης, “FTSE/ASE20”, ξεκίνησε στις 24 Ιανουαρίου 2008 στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Αφορμή υπήρξε το γεγονός πως στο εξωτερικό τα ΔΑΚ είναι μια ιδιαίτερα δημοφιλής επενδυτική επιλογή, προσελκύουν ολοένα και περισσότερα κεφάλαια, ενώ η χρήση τους παράλληλα με τα ήδη υπάρχοντα προϊόντα (μετοχές, δανεισμός τίτλων, παράγωγα προϊόντα) αποτελεί ακόμα και για την επίτευξη των πιο απαιτητικών επενδυτικών στόχων έναν ευέλικτο συνδυασμό.

Στις 29 Ιουνίου 2009 εισήχθηκε στην ελληνική αγορά ένα νέο ΔΑΚ στην κατηγορία Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια. Το νέο ΔΑΚ εκδόθηκε από την Εθνική Asset Management Α.Ε.Δ.Α.Κ. με ονομασία “NBGAM ETF ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ Χ.Α. - Μετοχικό Εσωτερικού” και έχει ως επενδυτικό στόχο να ακολουθεί το Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών και την απόδοσή του. Η αρχική αξία ενεργητικού του ήταν περίπου 4,5 εκατομμύρια ευρώ ενώ η τιμή του τίτλου εκφράζεται ως το 1/100 της τιμής του υποκείμενου δείκτη.

Αξιομνημόνευτη είναι η ψήφιση του νόμου ο οποίος επιτρέπει πλέον την δευτερογενή εισαγωγή προς διαπραγμάτευση (dual listing) στο Χρηματιστήριο Αθηνών μεταξύ άλλων και ΔΑΚ τα οποία διαπραγματεύονται ήδη σε χρηματιστήρια του εξωτερικού, ενώ απαλλάσσονται από τον φόρο επί των πωλήσεων (0,15%).

Το πρώτο επενδυτικό όχημα που παρακολουθεί αποκλειστικά ελληνικές μετοχές στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης υποδηλώνει την τάση των αγορών για εξαιρετικά εξειδικευμένα εργαλεία. Πρόκειται για το Διαπραγματεύσιμο Αμοιβαίο Κεφάλαιο Global FTSE Greece 20 ETF υπό την ένδειξη GREK. Το όχημα αυτό, πέραν του ότι ακολουθεί την κυρίαρχη τάση, διευκολύνει και την άμεση πρόσβαση στο ελληνικό χρηματιστήριο.

Κατά τον διευθύνοντα σύμβουλο της εταιρείας έκδοσης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου Global X Funds, Μπρούντο ντελ Αμα, «τον τελευταίο ενάμιση χρόνο η Ελλάδα σχεδόν κάθε δεύτερη ημέρα βρίσκεται στα πρωτοσέλιδα και εμείς σκοπεύουμε να διευκολύνουμε την πρόσβαση των επενδυτών στη συγκεκριμένη αγορά» (δήλωση Δεκεμβρίου 2011 σύμφωνα με την εφημερίδα *Καθημερινή*). Το Global FTSE Greece 20 ETF είναι συνδεδεμένο με τον δείκτη FTSE/ATHEX 20 Capped Index, ο οποίος συναρτίζεται από τις είκοσι εταιρείες με τη μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Οπως επισημαίνει σε δημοσίευσμά της η The Wall Street Journal, υπάρχουν και άλλα Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια

για μερική έκθεση στην αγορά της Ελλάδας, απλώς μέχρι σήμερα δεν υπήρχε συγκεκριμένο εργαλείο γι' αυτήν. Η κρίση χρέους στην Ελλάδα συνιστά έναν από τους βασικούς παράγοντες αστάθειας της διεθνούς αγοράς το 2011.

Πάντως, η Global X Funds επισημαίνει πως ίσως είναι δύσκολο να κερδίσει κανείς στοιχηματίζοντας εις βάρος των ελληνικών μετοχών διά μέσου του προαναφερθέντος Διαπραγματεύσιμου Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Εν μέρει αυτό σχετίζεται με το ότι οι ελληνικές αγορές ήδη εμφανίζουν υπερβολικές πτώσεις δεικτών, οι οποίες δεν έχουν σημειωθεί ούτε καν στις χειρότερες ημέρες της αμερικανικής χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Αφ' ης στιγμής ξέσπασε η κρίση χρέους στην Ευρώπη, οι μετοχές των ελληνικών εταιρειών έχουν δεχθεί σοβαρότατα πλήγματα και οι βασικοί δείκτες έχουν υποχωρήσει εφέτος από 35% έως και 60%. Κατά την Global X Funds, τέλος, το νέο Διαπραγματεύσιμο Αμοιβαίο Κεφάλαιο Global FTSE Greece 20 ETF θα κινηθεί περισσότερο εάν αρκετοί επενδυτές στρέψουν το ενδιαφέρον τους στις ελληνικές μετοχές, αναζητώντας μία ανάκαμψη από τα ισχύοντα χαμηλά επίπεδα.

4.3. Κύρια Χαρακτηριστικά Και Ορισμός των ΔΑΚ Στο Ελληνικό Χρηματιστήριο

Σύμφωνα με την Κοινοτική Οδηγία 611/1985 τα Αμοιβαία Κεφάλαια που αναπαράγουν χρηματιστηριακό δείκτη τα οποία έχουν ως επενδυτικό σκοπό την αναπαραγωγή της απόδοσης ενός χρηματιστηριακού δείκτη είναι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες. Το ενεργητικό του ΔΑΚ, αποτελεί σύνολο περιουσίας χωρίς νομική προσωπικότητα, το οποίο το διαχειρίζεται η διαχειρίστρια εταιρία (ΑΕΔΑΚ) στο όνομα και διά λογαριασμό των μεριδιούχων, στους οποίους ανήκουν τα επιμέρους στοιχεία του ενεργητικού εξ αδιαιρέτου.

Τα Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια εισάγονται προς διαπραγμάτευση στο χρηματιστήριο και είναι μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων τα οποία εκδίδονται από Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ). Αγοράζονται και πωλούνται, όπως ακριβώς οι μετοχές, κατά τη διάρκεια των επίσημων ωρών διαπραγμάτευσης του χρηματιστηρίου, μέσω των

Μελών του. Ένα ΔΑΚ έχει ως κύριο επενδυτικό στόχο την αναπαραγωγή της απόδοσης ενός συγκεκριμένου δείκτη, ενώ, δίνει τη δυνατότητα στον επενδυτή να πραγματοποιήσει διασπορά του κινδύνου της επένδυσής του μέσω της έκθεσης σε διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών. Εν τω μεταξύ το ΧΑ υποχρεώνει τις διαχειρίστριες εταιρίες των ΔΑΚ αναφορικά με τα ΔΑΚ που διαχειρίζονται στην καθημερινή ηλεκτρονική παρακολούθηση και υποβολή στοιχείων μέσω του ηλεκτρονικού συστήματος ΕΡΜΗΣ από 15/1/2008.

Τα ΔΑΚ είναι χαρτοφυλάκια μετοχών σχεδιασμένα έτσι ώστε να παρακολουθούν την πορεία ενός συγκεκριμένου δείκτη ή μιας συγκεκριμένης ομάδας μετοχών (καλάθι μετοχών). Με αυτό τον τρόπο, τα ΔΑΚ δίνουν την δυνατότητα 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 ΔΑΚ πραγματοποιείται όπως ακριβώς και η διαπραγμάτευση των μετοχών, αλλά με τις σημαντικές διαφορές που παρατίθενται κατωτέρω:

- Τα ΔΑΚ 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 ΔΑΚ 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 ΔΑΚ ο επενδυτής δεν χρειάζεται να παρακολουθεί τις εταιρικές πράξεις οι οποίες επηρεάζουν την σύνθεση του δείκτη. Την υποχρέωση αυτή αναλαμβάνει ο εκδότης του ΔΑΚ (ΑΕΔΑΚ).
- Τα ΔΑΚ 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 ΔΑΚ 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).

Τα κύρια χαρακτηριστικά τους είναι τα εξής:

1. Τα ΔΑΚ είναι χρηματιστηριακώς μεταβιβάσιμοι τίτλοι, ενώ στα κοινά ΑΚ απαγορεύεται η συμβατική μεταβίβαση των μεριδίων τους.
2. Τα ΔΑΚ θα διαπραγματεύονται στην νέα Κατηγορία Διαπραγμάτευσης με την ονομασία «Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια» με μοντέλο διαπραγμάτευσης αντίστοιχο με αυτό της Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης.
3. Οι χρηματιστηριακοί δείκτες που επιτρέπεται να αναπαράγουν τα ΔΑΚ δύνανται να περιλαμβάνουν μόνο μετοχές ή ομόλογα και πρέπει να πληρούν τις εξής προϋποθέσεις:
 - η σύνθεση του δείκτη να είναι επαρκώς διαφοροποιημένη,
 - ο δείκτης να αποτελεί έναν αντιπροσωπευτικό δείκτη αναφοράς της
 - αντίστοιχης αγοράς, και
 - ο δείκτης να δημοσιεύεται καταλλήλως.
4. Τα ΔΑΚ διαπραγματεύονται και εκκαθαρίζονται στο Χρηματιστήριο ακριβώς όπως οι μετοχές (ίδιοι μέθοδοι διαπραγμάτευσης, ίδιοι τύποι εντολών, χρόνος διακανονισμού μεριδίων στο T+3). Επίσης, επιτρέπεται η ανοιχτή πώληση (short selling), και ο δανεισμός (stock lending) των μεριδίων ΔΑΚ.
5. Η καθαρή τιμή κάθε μεριδίου ΔΑΚ (Net Asset Value - NAV) όπως καθορίζεται από την αξία των υποκειμένων στοιχείων του ενεργητικού μείον τις υποχρεώσεις διά του αριθμού των εκδοθέντων μεριδίων, δημοσιεύεται στο τέλος κάθε συνεδρίασης. Η Ενδεικτική Καθαρή Τιμή μεριδίου ΔΑΚ (Indicative Net Asset Value), υπολογίζεται καθόλη την διάρκεια της συνεδρίασης, με βάση την καθαρή τιμή μεριδίου της προηγούμενης ημέρας.
6. Για την αρχική εισαγωγή αλλά και για όλη την διάρκεια παραμονής του ΔΑΚ στο Χρηματιστήριο, είναι υποχρεωτικός ο διορισμός ενός (1) τουλάχιστον Ειδικού Διαπραγματευτή.
7. Τα ΔΑΚ αποτελούν διαφανές επενδυτικό εργαλείο διότι η σύνθεσή τους είναι γνωστή στο κοινό ανά πάση στιγμή.
8. Το ΔΑΚ έχει πιο διευρυμένα όρια ως προς τους επενδυτικούς περιορισμούς της Οδηγίας 85/611 και του Ν.3283/2004 που την ενσωματώνει. Το ΔΑΚ δεν μπορεί να κατέχει πάνω από το 20% αξιών του ίδιου εκδότη (και μέχρι 35% σε ορισμένες

περιπτώσεις), ενώ το όριο για το απλό ΑΚ είναι στο 10%.

9. Η χρηματιστηριακή τιμή κατά την έναρξη διαπραγμάτευσης του μεριδίου ΔΑΚ αντιπροσωπεύει κλάσμα (συνήθως 1/100) του δείκτη τον οποίο ακολουθεί το ΔΑΚ.

10. Η διαχειρίστρια εταιρία διανέμει τα μερίσματα των υποκείμενων τίτλων.

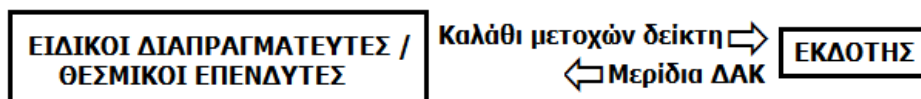
11. Τα μερίδια ΔΑΚ δεν παρέχουν δικαίωμα ψήφου στους μεριδιούχους στις Γ.Σ. των εταιριών που έχουν εκδώσει τις υποκείμενες μετοχές, διότι το δικαίωμα αυτό ασκείται από τη διαχειρίστρια εταιρία.

4.4. Ο Τρόπος Λειτουργίας Της Αγοράς Των ΔΑΚ

Η αγορά των ΔΑΚ διαχωρίζεται σε πρωτογενή και δευτερογενή :

4.4.1. Πρωτογενής Αγορά

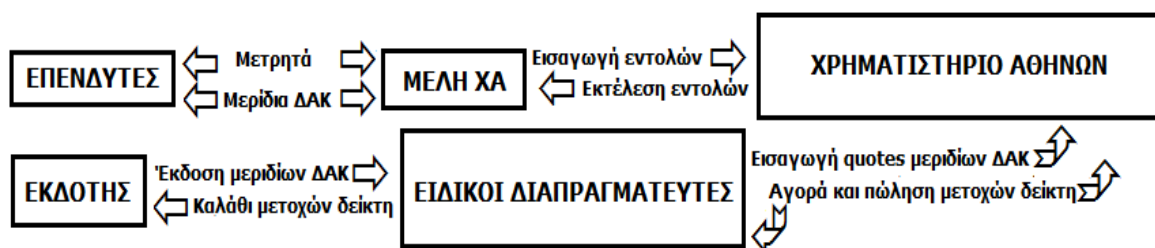
Η πρωτογενής αγορά αναφέρεται στη δημιουργία (ή όπως αλλιώς αναφέρεται, εξαγορά) τίτλων ΔΑΚ και τα μέρη που συμμετέχουν σε αυτή τη διαδικασία είναι οι ειδικοί διαπραγματευτές, οι θεσμικοί επενδυτές και ο εκδότης του ΔΑΚ. Οι τίτλοι ΔΑΚ εκδίδονται από τον εκδότη σε ανταλλαγή του καλαθιού των υποκείμενων μετοχών ή χρημάτων. Η δημιουργία/εξαγορά τίτλων ΔΑΚ γίνεται σε μεγάλα πακέτα και πολλαπλάσια αυτών, που ονομάζονται Creation Units (συνήθως 1 Creation Unit = 50.000 μερίδια ΔΑΚ), ενώ η ζήτηση των ΔΑΚ καθορίζει τη συχνότητα της παραπάνω διαδικασίας. Το παρακάτω σχήμα είναι αντιπροσωπευτικό:



Σχήμα 1. Δομή πρωτογενούς αγοράς ΔΑΚ

4.4.2. Δευτερογενής Αγορά

Η δευτερογενής αγορά αναφέρεται στη διαπραγμάτευση των ΔΑΚ και στα μέρη που εμπλέκονται, προστίθενται οι ιδιώτες επενδυτές, ενώ απουσιάζουν οι εκδότες. Οι συναλλαγές σε τίτλους ΔΑΚ διεκπεραιώνονται μέσω του ηλεκτρονικού συστήματος συναλλαγών του χρηματιστηρίου και η ύπαρξη συνεχούς ρευστότητας εξασφαλίζεται από την παρουσία τουλάχιστον ενός ειδικού διαπραγματευτή. Το παρακάτω σχήμα είναι αντιπροσωπευτικό:



Σχήμα 2. Δομή δευτερογενούς αγοράς ΔΑΚ

4.5. Θεωρητική (δίκαιη) Τιμή Του ΔΑΚ Και Προσδιορισμός της

Η δίκαιη τιμή του ΔΑΚ στην Ελλάδα αναφέρεται ως θεωρητική τιμή και είναι γνωστή με τον όρο “NAV per unit” (Net Asset Value per unit ή Καθαρή Αξία Ενεργητικού ανά μονάδα) η οποία είναι η αντίστοιχη “Indicative Optimized Portfolio Value” ή Ενδεικτική Βελτιστοποιημένη Αξία Χαρτοφυλακίου (EBAX), όπως ερμηνεύτηκε στην παρούσα μελέτη, η οποία χρησιμοποιείται κυρίως στην Αμερική. Η δεύτερη είναι διαθέσιμη κάθε δεκαπέντε δευτερόλεπτα, ενώ η πρώτη μόνο μετά το κλείσιμο της συνεδρίασης. Ωστόσο κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης το ελληνικό χρηματιστήριο υπολογίζει και παρέχει μια εκτίμηση του NAV/unit, γνωστή ως iNAV/unit.

Η NAV/unit είναι η συνολική αξία του ενεργητικού του ΔΑΚ, μείον τις υποχρεώσεις που το βαρύνουν, διαιρεμένο με το συνολικό αριθμό των τίτλων ΔΑΚ που έχουν εκδοθεί. Το ενεργητικό του ΔΑΚ συνθέτουν οι αξίες του δείκτη που προσομοιώνει, ίσως κάποια παράγωγα προϊόντα που βασίζονται σε αυτόν καθώς και μετρητά που αποτελούν τα διανεμηθέντα μερίσματα των μετοχών του υποκείμενου δείκτη, αφού στην Ελλάδα τα υπάρχοντα ΔΑΚ ακολουθούν

μετοχικούς δείκτες.

4.6. Ο Ειδικός Διαπραγματευτής Και Ο Ρόλος Του

Ένας τουλάχιστον Ειδικός Διαπραγματευτής διορίζεται από τη ΑΕΔΑΚ (Ανώνυμη Εταιρία Διαπραγμάτευσης Αμοιβαίων Κεφαλαίων) καθώς είναι υποχρεωτικός και απαραίτητος κατά την διάρκεια της συνεδρίασης. Ο Ειδικός Διαπραγματευτής εκτός από την συνηθισμένη δραστηριότητα ενός ειδικού διαπραγματευτή επί μετοχών, να παρέχει ρευστότητα, είναι επιφορτισμένος με την εξάλειψη των αποκλίσεων ή του “tracking error” μεταξύ χρηματιστηριακής τιμής του τίτλου ΔΑΚ και της ενδεικτικής τιμής (iNAV), με μηχανισμούς arbitrage.

Για παράδειγμα αν ένας τίτλος ΔΑΚ διαπραγματεύεται σε τιμή μεγαλύτερη από τη δίκαιη τιμή των στοιχείων του, ο ειδικός διαπραγματευτής θα αγοράσει το υποκείμενο του ΔΑΚ στο ποσό που αντιστοιχεί στη δίκαιη τιμή του ΔΑΚ και εν συνεχεία θα ανταλλάξει το υποκείμενο με το υπεριτιμημένο ΔΑΚ μέσω της διαδικασίας δημιουργίας νέων μεριδίων. Από την άλλη πλευρά, θα αγοράσει το ΔΑΚ και θα το ανταλλάξει με το υποκείμενο μέσω της διαδικασίας της εξαγοράς, αν το ΔΑΚ διαπραγματεύεται σε κατώτερη από τη δίκαιη τιμή του. Παρακάτω παρουσιάζεται σχηματικά η διαδικασία arbitrage:



Σχήμα 3. Διαδικασία εξισορροπητικής κερδοσκοπίας σε ΔΑΚ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

Χαρακτηριστικά-Κόστη-Αποδόσεις των ΔΑΚ

5.1. Κύρια Χαρακτηριστικά Των ΔΑΚ

Τα Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια ή Exchange Traded Funds, όπως αναφέρονται στην ξένη βιβλιογραφία, τα οποία θα καλούνται στο εξής χάριν συντομίας ως «ΔΑΚ», αποτελούν μία από τις ταχέως αναπτυσσόμενες επενδύσεις σε όλο τον κόσμο. Η γρήγορη ανάπτυξη τους είναι αξιοσημείωτη επειδή, σε αντίθεση με τα αμοιβαία κεφάλαια, τα ΔΑΚ δεν πληρώνουν προμήθειες σε διάφορους ενδιάμεσους, καθώς οι σύμβουλοι που τα προτείνουν σπάνια έχουν οικονομικό κίνητρο. Αν και τα ΔΑΚ αποτελούν ένα ισχυρό επενδυτικό εργαλείο, ωστόσο, πριν κάποιος τα χρησιμοποιήσει, πρέπει να κατανοήσει τι τα κάνει να διαφέρουν από τα άλλα αμοιβαία κεφάλαια και πως λειτουργούν.

5.2. ΔΑΚ – Ένα Ιδιαίτερο Είδος Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Τα ΔΑΚ, όπως και τα αμοιβαία κεφάλαια, κατέχουν ένα καλάθι ξεχωριστών μετοχών. Κάθε τίτλος ΔΑΚ αντιπροσωπεύει ένα αναλογικό κομμάτι ενός χαρτοφυλακίου μετοχών, όπως και στα αμοιβαία κεφάλαια. Συνεπώς τα ΔΑΚ χαρακτηρίζονται από πολλά από τα πλεονεκτήματα των αμοιβαίων κεφαλαίων, όπως:

- Δυνατότητα διαφοροποίησης με μία απλή επένδυση
- Δυνατότητα τοποθέτησης σε συγκεκριμένο επενδυτικό είδος (για παράδειγμα, μετοχές μεγάλων έναντι μικρών εταιριών) ή σε συγκεκριμένο κλάδο (ενέργεια, τεχνολογία, κλπ) με μία απλή επένδυση, χωρίς να χρειάζεται να επιλεγούν μεμονωμένες εταιρίες.

Η εξοικονόμηση της προσπάθειας που χρειάζεται για την επιλογή ξεχωριστών μετοχών είναι χρήσιμη επειδή η επιλογή ξεχωριστών μετοχών έχει γίνει λιγότερο καθοριστική στην απόδοση μιας επένδυσης από την επιλογή

συγκεκριμένων κλάδων. Για παράδειγμα, η απότομη άνοδος των τιμών του πετρελαίου η οποία ξεκίνησε στις αρχές του 2009 έδωσε μεγάλη ώθηση στις τιμές των μετοχών εταιριών του κλάδου της ενέργειας. Αυτή την περίοδο, οι μετοχές των αμερικανικών αυτοκινητοβιομηχανιών αντιμετώπισαν τεράστιες δυσκολίες, με αποτέλεσμα ακόμα και ο πιο αδαής επενδύτης στο κλάδο της ενέργειας πιθανόν να είχε σημαντικά κέρδη, καθώς όποια μετοχή και να επέλεξε κινήθηκε ανοδικά.

Από την άλλη πλευρά, ακόμα και ο πιο έξυπνος αναλυτής του κλάδου αυτοκινητοβιομηχανίας διατηρώντας μετοχές αυτού του κλάδου δύσκολα κατάφερε να αποκομίσει κέρδη στις αρχές του έτους. Αυτό δεν σημαίνει πως ο ανταγωνισμός μεταξύ δύο εταιριών έχει οδηγήσει σε κέρδη για τη μία μετοχή και απώλειες για την άλλη. Τουναντίον, η ευρεία βιομηχανική ανάπτυξη η οποία κινεί τις μετοχές ενός ολόκληρου κλάδου έχει μεγαλύτερη επίδραση στη χρηματιστηριακή αγορά από συγκεκριμένα εταιρικά γεγονότα.

5.3. Αποφυγή Εξόδων Για Διατήρηση Διαχειριστή (Fund Manager)

Στα περισσότερα αμοιβαία κεφάλαια υπάρχει ενεργή διαχείριση. Δηλαδή έχουν διαχειριστές οι οποίοι επιλέγουν το πότε και ποιες μετοχές να αγοράσουν και να πουλήσουν, σύμφωνα με την προσωπική τους κρίση. Οι ενεργοί διαχειριστές γενικά διατηρούν κρυφές τις επιλογές τους μέχρι την ολοκλήρωση των συναλλαγών επί των κεφαλαίων τους. Έτσι, αποφεύγουν το συναγωνισμό παίρνοντας θέσεις ενάντια των ιδιωτών επενδυτών οι οποίοι μπορεί να θέλουν να αντιγράψουν τις ιδέες των διαχειριστών (γι' αυτό πολλές φορές τους προσδίδεται ο χαρακτηρισμός "contrarians").

Τα ΔΑΚ σε αντίθεση με τα Αμοιβαία Κεφάλαια είναι παθητικά διαχειρίσιμα. Παθητική διαχείριση σημαίνει πως ένα προκαθορισμένο σύνολο κανόνων χρησιμοποιούνται για να επιλεγούν οι μετοχές οι οποίες απαρτίζουν το κάθε ΔΑΚ. Ο ανάδοχος ενός ΔΑΚ μπορεί να ανανεώσει την επιλογή των μετοχών σε ένα παθητικά διαχειρίσιμο χαρτοφυλάκιο. Αυτό όμως μπορεί να γίνει

μόνο σε προκαθορισμένες ημερομηνίες. Ο καθένας ξέρει ποιοι είναι οι κανόνες και μπορεί να προβλέπει τις αλλαγές τις οποίες θα γίνουν στις προκαθορισμένες για την ανανέωση του ΔΑΚ χαρτοφυλακίου ημερομηνίες. Καθώς λοιπόν οι κανόνες επιλογής ενός παθητικά διαχειρίσιμου χαρτοφυλακίου είναι γνωστοί σε όλους, είναι άωφελο να υπάρχει διαχειριστής.

Για κάθε παθητικά διαχειρίσιμο ΔΑΚ, ο ανάδοχος επιλέγει ένα σύνολο κανόνων οι οποίοι θα καθορίζουν ποιες μετοχές θα διατηρεί το ΔΑΚ. Αφού τεθούν αυτοί οι κανόνες, το ΔΑΚ δεν παρεκκλίνει. Επομένως, αντίθετα με την περίπτωση ενός ενεργά διαχειρίσιμου κεφαλαίου, οι επενδυτές ενός παθητικά διαχειρίσιμου κεφαλαίου ή ΔΑΚ γνωρίζουν οποιαδήποτε στιγμή ακριβώς ποιες μετοχές αποτελούν το χαρτοφυλάκιο και πότε αυτό είναι προγραμματισμένο να αλλάξει. Η ακριβής γνώση από τους ιδιώτες επενδυτές των συμμετοχών τους αποκαλείται επενδυτική διαφάνεια. Επειδή λοιπόν όταν αγοράζεις ένα ΔΑΚ ξέρεις ακριβώς τι αγοράζεις, για πολλούς επενδυτές αυτή η διαφάνεια θεωρείται πλεονέκτημα.

Η “δεικτοποίηση” ή “indexing” είναι ένας άλλος όρος που χρησιμοποιείται για την περιγραφή της παθητικής επενδυτικής διαχείρισης. Η δευτερεύουσα σημασία ενός δείκτη της αγοράς είναι ότι συνήθως στοχεύει στην αναπαραγωγή της απόδοσης ενός συγκεκριμένου κλάδου της αγοράς. Ευρέως γνωστοί δείκτες μπορούν να απεικονίζουν όλες τις διαπραγματεύσιμες μετοχές των Η.Π.Α., ή ακόμα και ολόκληρου του κόσμου (όπως ο MSCI World Index). Ένας μεγάλος αριθμός δεικτών έχουν σχεδιαστεί ώστε να αναπαριστούν μόνο τη συμπεριφορά βιομηχανικών κλάδων, όπως ο S&P Select Homebuilders Industry Index (ο οποίος προσομοιώνεται από ένα ΔΑΚ, το SPDR Homebuilders ETF, το οποίο έχει σύμβολο διαπραγμάτευσης XHB)

5.4. Διαπραγμάτευση Των ΔΑΚ Στο Χρηματιστήριο

Η μεγαλύτερη διαφορά ανάμεσα στα συνηθισμένα αμοιβαία κεφάλαια και τα ΔΑΚ είναι ότι το ΔΑΚ μπορείς να το αγοράσεις ως ιδιώτης επενδυτής από μια χρηματιστηριακή αγορά. Δεν έρχεσαι σε άμεση συναλλαγή με τον ανάδοχο

του αμοιβαίου κεφαλαίου, ενώ επιβαρύνεσαι με τα κόστη της κάθε συναλλαγής που κάνεις. Το αν αυτό είναι πλεονέκτημα καθορίζεται από το πώς χρησιμοποιείς τα ΔΑΚ.

Όταν, για παράδειγμα, αγοράζεις μερίδια ενός συνηθισμένου αμοιβαίου κεφαλαίου, όπως αυτό πάνω στον δείκτη S&P 500 της Vanguard(VFINX), εσύ δίνεις τα χρήματά σου στην Vanguard, και αυτή δημιουργεί για σένα νέα μερίδια κεφαλαίου. Η τιμή ανά μερίδιο βασίζεται στην αξία των συμμετοχών του κεφαλαίου με το κλείσιμο της αγοράς την ημέρα της αγοράς. Αντίστροφα, αν θέλεις να φύγεις από το κεφάλαιο της Vanguard, η Vanguard αφαιρεί τα μερίδια σου και σου επιστρέφει τη χρηματική αξία, πάλι βάσει της αξίας εκείνη την μέρα των περιουσιακών στοιχείων του κεφαλαίου στο κλείσιμο της αγοράς.

Ασχέτως το πώς κινείται η αγορά και το πόσοι μεριδιούχοι αγοράζουν ή πουλάνε την ίδια μέρα, αγοραστές και πωλητές των αμοιβαίων κεφαλαίων (ανοιχτού τύπου) λαμβάνουν την ίδια τιμή για τα μερίδια τους οποιαδήποτε στιγμή της ημέρας. Αν κάποιος αγοράσει νέα μερίδια, ο διαχειριστής του αμοιβαίου κεφαλαίου μπορεί να μην είναι σε θέση να τοποθετήσει τα λεφτά μέχρι την επόμενη μέρα, όταν το κεφάλαιο θα έχει την ευκαιρία να αγοράσει επιπλέον μετοχές. Αν εξαργυρώσεις τα μερίδια, ο διαχειριστής κεφαλαίου ίσως πρέπει να συλλέξει τα λεφτά που ζητήθηκαν πουλώντας κάποιες συμμετοχές του αμοιβαίου την επόμενη μέρα. Η αναγκαιότητα υιοθέτησης τέτοιων πρακτικών για την εξυπηρέτηση της αύξησης ή μείωσης των μεριδιούχων μπορεί να βλάψει την απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου, χωρίς όμως να επηρεάζει την αναμερίδιο τιμή που πληρώνει ή λαμβάνει ο επενδυτής. Αντιθέτως, όταν κάποιος αγοράζει ένα ΔΑΚ, καλεί τον χρηματιστή του όπως ακριβώς θα έκανε και για να αγοράσει τη μετοχή μιας εταιρίας. Όταν αγοράζει ένα ΔΑΚ, πληρώνει τη προμήθεια του χρηματιστή, με χρέωση παρόμοια με αυτή για την αγορά μετοχών. Επομένως, παρατηρείται διαφορά ανάμεσα στο μέγεθος της προμήθειας για την αγορά τίτλων ΔΑΚ και τη χρέωση στην αγορά μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων μαζί με την επιβάρυνση για την συναλλαγή.

Ο ανταγωνισμός μεταξύ των χρηματιστηριακών έχει οδηγήσει το κόστος αγοράς τίτλων ΔΑΚ σε χαμηλά επίπεδα σε πολλά χρηματιστήρια, ενώ η

επιβάρυνση της συναλλαγής σε αμοιβαία κεφάλαια παραμένει πολύ μεγάλη (περίπου 5% επί των στοιχείων που επενδύεις).

Ο επενδυτής αυτή τη δαπάνη συναλλαγής την πληρώνει είτε απευθείας ως ποσό κατ' αποκοπή είτε σε περίοδο κάποιων ετών. Όταν η χρέωση αυτή συλλέγεται για μία περίοδο ετών (παραδείγματος χάριν, 0.75 τοις εκατό των στοιχείων το χρόνο για επτά έτη σε ένα κλασικό μερίδιο αμοιβαίου κεφαλαίου), πληρώνεται μια «αναβαλλόμενη χρέωση συναλλαγής» ακόμα και εάν προσπαθήσει ο επενδυτής να βγει από το αμοιβαίο κεφάλαιο πριν την πλήρη αποπληρωμή της παραπάνω χρέωσης.

Όταν ο επενδυτής αγοράζει μερίδια ενός κλασικού ανοιχτού τύπου αμοιβαίου κεφαλαίου, ο αριθμός των μεριδίων του κεφαλαίου αυξάνεται επειδή η εταιρία του κεφαλαίου παίρνει τα μετρητά και δημιουργεί νέα μερίδια που παραδίδονται στον λογαριασμό του. Το αμοιβαίο κεφάλαιο βάζει γενικά τα μετρητά που έλαβε σε λειτουργία με τη χρησιμοποίησή τους για την αγορά μετοχών. Ομοίως, όταν εξαγοράζονται τα μερίδια ενός ανοιχτού τύπου αμοιβαίου κεφαλαίου, η εταιρία του αμοιβαίου παίρνει τα μερίδια και τα αφαιρεί, μειώνοντας με αυτόν τον τρόπο τον αριθμό των μεριδίων. Σε αντάλλαγμα των μεριδίων, η εταιρία τοποθετεί μετρητά στον λογαριασμό του επενδυτή. Το αμοιβαίο κεφάλαιο γενικά πουλάει μέρος των μετοχών που κατέχει για να συλλέξει τα μετρητά που πρέπει να καταβάλει στον πελάτη.

Αντίθετα με τα αμοιβαία κεφάλαια, τα οποία πρέπει να δημιουργήσουν νέα μερίδια για να καλύψουν την αγορά σου και να εξαλείψουν υπάρχοντα μερίδια για να καλύψουν τις εξαγορές των πελατών, όταν κάποιος αγοράζει ή πουλά τίτλους ΔΑΚ, πραγματοποιεί συναλλαγή με έναν άλλο επενδυτή. Οι δύο επενδυτές ανταλλάσσουν τίτλους ΔΑΚ και χρήματα, αλλά ο αριθμός των τίτλων ΔΑΚ δεν αλλάζει ως αποτέλεσμα της συναλλαγής. Το μόνο που αλλάζει είναι ο κατάλογος των μεριδιούχων.

Θα συγκρίνουμε τι συμβαίνει όταν ένας επενδυτής αγοράζει 1000 τίτλους ΑΔΑΚ20 (ΔΑΚ που ακολουθεί το δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης της Ελληνικής αγοράς του Χρηματιστηρίου Αθηνών, FTSE-ASE20) στα 12€/τίτλο και τι συμβαίνει όταν ο ίδιος επενδυτής αγοράζει μερίδια ενός ανοιχτού τύπου

αμοιβαίου κεφαλαίου που επενδύει επί του δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης (FTSE-ASE20), το οποίο πωλείται 10€/μερίδιο. Στην περιγραφή που ακολουθεί γίνεται σύγκριση της αγοράς μεριδίων ΔΑΚ με την αγορά μεριδίων ενός ανοιχτού τύπου αμοιβαίου.

Περίπτωση 1η

Ο επενδυτής Α έχει €12.000 τα οποία θέλει να επενδύσει στο ETF το οποίο προσομοιώνει τον δείκτη FTSE ASE20 (σύμβολο ΑΔΑΚ 20). Ο επενδυτής Β έχει 1000 τίτλους του ΑΔΑΚ20 τους οποίους θέλει να πουλήσει στα €12/τίτλο.

Περίπτωση 2η

Ο επενδυτής Α έχει 12.000€ για να επενδύσει σε ανοιχτού τύπου αμοιβαίο κεφάλαιο το οποίο προσομοιώνει τον δείκτη FTSE ASE20. Η τιμή του μεριδίου είναι €10/μερίδιο.

Πριν την αγορά του επενδυτή Α

- Ο επενδυτής Α έχει €12.000
- Ο επενδυτής Β έχει 1000 ΑΔΑΚ20
- Σύνολο εκκρεμών ΑΔΑΚ20 = 1000 τίτλοι

Πριν την αγορά του επενδυτή Α

- Ο επενδυτής Α έχει €12.000
- Το αμοιβαίο κεφάλαιο έχει 20.000 μερίδια με τρέχουσα τιμή €10/μερίδιο, για σύνολο ενεργητικού €200.000. Αυτά τα €200.000 του ενεργητικού του κεφαλαίου είναι υπενδεδυμένα σε ένα καλάθι μετοχών το οποίο προσομοιώνει τον δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης του ελληνικού χρηματιστηρίου FTSE ASE20.

Μετά την αγορά του επενδυτή A

- Ο επενδυτής A έχει 1000 ΑΔΑΚ20
- Ο επενδυτής B έχει €12.000
- Σύνολο εκκρεμών ΑΔΑΚ20 = 1000 τίτλοι

Μετά την αγορά του επενδυτή A

- Ο επενδυτής A έχει 1200 μερίδια του αμοιβαίου κεφαλαίου
 - Το αμοιβαίο κεφάλαιο διατηρεί μερίδια μετοχών αξίας €200.000 συν €12.000 μετρητά, για σύνολο στοιχείων ενεργητικού αξίας €212.000. Τα νέα μετρητά στο αμοιβαίο κεφάλαιο θα χρησιμοποιηθούν για αγορά επιπλέον μετοχών την επόμενη μέρα διαπραγμάτευσης.
 - Ο συνολικός αριθμός των μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου αυξήθηκε από 20.000 σε 21.200, αλλά κάθε μερίδιο συνεχίζει να αξίζει €10.

Σε ένα ανοιχτού τύπου αμοιβαίο κεφάλαιο κάθε συναλλαγή γίνεται με την ίδια τιμή. Μια εντολή τοποθετημένη στις 10:30 πμ. λαμβάνει την ίδια τιμή κλεισίματος της ημέρας με μία που τοποθετήθηκε στις 17:19 μμ. Αυτή η τιμή κλεισίματος βασίζεται στα δεδομένα κλεισίματος της αγοράς στις 17:20μμ. Οποιαδήποτε εντολή λαμβάνεται από ένα αμοιβαίο κεφάλαιο μετά τις 17:20 μμ – ακόμα και 17:21 μμ- λαμβάνει την τιμή κλεισίματος τις επόμενης ημέρας.

Όπως και με τις μετοχές, σε ένα ΔΑΚ η τιμή που μπορείς να πραγματοποιήσεις μια συναλλαγή μπορεί να αλλάξει μέσα στη μέρα. Ας υποθέσουμε ότι αγοράζετε ένα ΔΑΚ στην αρχή της ημέρας (ας πούμε στις 11:00 πμ), και στις 12:00 βγαίνουν κάποιες καλές ειδήσεις οι οποίες οδηγούν την αγορά ψηλότερα. Στην περίπτωση αυτή κερδίζετε από το συγχρονισμό (timing) της εντολής. Αυτό ωστόσο δεν ισχύει για τους αγοραστές αμοιβαίων κεφαλαίων. Μπορεί, φυσικά, να συμβεί και το αντίστροφο, δηλαδή ότι το timing της εντολής μπορεί να οδηγήσει σε χειρότερα αποτελέσματα από αυτά που θα είχαμε αν πραγματοποιούνταν σε τιμές κλεισίματος.

Πολλά επενδυτικά κεφάλαια (hedge funds) χρησιμοποιούν ΔΑΚ για τις ημερήσιες συναλλαγές τους. Όσον αφορά τους ημερήσιους διαπραγματευτές (scalpers), η ικανότητα να εμπορεύονται ΔΑΚ κατά τη διάρκεια της ημέρας είναι πολύ χρήσιμη, κάτι που δεν συμβαίνει με τα αμοιβαία κεφάλαια. Αν κάποιος πραγματοποιεί συναλλαγές πιο μακροπρόθεσμου χαρακτήρα, διατηρώντας θέσεις για μέρες ή βδομάδες ή και περισσότερο, ή είναι μακροπρόθεσμος επενδυτής, η δυνατότητα ημερήσιων συναλλαγών λογικά, είτε με τον ένα, είτε με τον άλλο τρόπο, δεν θα επηρεάσει την απόδοση της επένδυσης του.

Κάποια ΔΑΚ έχουν τρομερό πλεονέκτημα έναντι των μετοχών και των αμοιβαίων κεφαλαίων για τους επενδυτές που χρησιμοποιούν στρατηγικές διαπραγμάτευσης στο κλείσιμο της ημέρας (end-of-day trading strategies). Πολλά ΔΑΚ στην Αμερική διαπραγματεύονται ένα τέταρτο μετά το κλείσιμο της αγοράς. Αυτό επιτρέπει να περιμένει κάποιος να παρακολουθήσει το κλείσιμο, να συγκεντρώσει δεδομένα και μετά να τα αξιοποιήσει για να αποφασίσει ποιες συναλλαγές θα πραγματοποιήσει την ίδια μέρα.

Όταν οι συναλλαγές δεν πραγματοποιούνται την ίδια μέρα οποιοδήποτε

μοντέλο διαπραγμάτευσης αξιοποιεί ημερήσια δεδομένα από το κλείσιμο της αγοράς συνήθως υποαποδίδει. Οι επενδυτές που χρησιμοποιούν αμοιβαία κεφάλαια που επιτρέπουν συνεχή συναλλαγές (δεν υπάρχουν στην Ελλάδα) πρέπει να υποβάλλουν τις εντολές αγοράς και πώλησης στο αμοιβαίο κεφάλαιο πριν το κλείσιμο της αγοράς. Συχνά τυχαίνει οι αποφάσεις που λαμβάνονται πριν το κλείσιμο της αγοράς να αποδεικνύονται πολύ διαφορετικές από αυτές που θα τροφοδοτούσαν με δεδομένα μετά το κλείσιμό της.

5.5. Κρυφά Κόστη Για Τους Επενδυτές Των ΔΑΚ Λόγω Απόκλισης Ζεύγους Εντολών (bid-ask spread)

Σύμφωνα με τα παραπάνω μπορούμε να συμπεράνουμε ότι η τιμή που πληρώνει ο επενδυτής για ένα ΔΑΚ εξαρτάται από την προσφορά και τη ζήτηση για αυτό την στιγμή που τοποθετείται η εντολή. Η τιμή ενός τίτλου ΔΑΚ είναι συνήθως ελαφρώς διαφορετική από την εμπορική αξία των υποκείμενων συμμετοχών του κεφαλαίου. Η τιμή που πληρώνει ένας αγοραστής είναι γενικά υψηλότερη από την τιμή την οποία λαμβάνει ο πωλητής.

Ένα χρήσιμο παράδειγμα για την κατανόηση των παραπάνω αποτελεί η πώληση ενός μεταχειρισμένου αυτοκινήτου. Αν εσύ ξέρεις πόσα θέλεις για το αυτοκίνητο σου, μπορείς να το πουλήσεις μόνος σου. Αν κάποιος αγοραστής δει την διαφήμισή σου, αυτός μπορεί να πάρει το αυτοκίνητο σου σε τιμή δίκαια και για τους δύο. Ωστόσο, μπορεί και να μην μπορείς να βρεις αγοραστή. Σε αυτή την περίπτωση, εσύ μπορείς να αποφασίσεις να πουλήσεις το αυτοκίνητο σου σε έναν έμπορο μεταχειρισμένων. Ο έμπορος τότε θα σου πληρώσει μια τιμή αρκετά χαμηλή γι' αυτόν, ώστε να έχει ικανοποιητικό κέρδος από την μετέπειτα πώληση του. Η γνώση του εμπόρου όσον αφορά την αξία του αυτοκινήτου προέρχεται από την παρακολούθηση της αγοράς μεταχειρισμένων. Το ιδανικό για τον έμπορο θα ήταν να σου προσφέρει όσο το δυνατόν λιγότερα, αλλά αν η προσφορά είναι πολύ χαμηλή, εσύ απλώς θα ψάξεις για κάποιο άλλον έμπορο. Από την άλλη, αν οι απαιτήσεις σου είναι πολύ υψηλές για να αποφέρουν και κάποιο κέρδος στον έμπορο, θα σε αφήσει να φύγεις.

Εφόσον αποδεχθείς την προσφορά του εμπόρου, αυτός θα προσπαθήσει να επαναπωλήσει το αυτοκίνητο σε υψηλότερη τιμή. Υποθέτουμε πως ο έμπορος είναι εξαιρετικά τυχερός και αμέσως μετά την αποχώρησή σου, ένας αγοραστής ψάχνει ακριβώς για το αμάξι που μόλις πουλήσατε. Φυσιολογικά, ο έμπορος θα το πουλήσει με κέρδος αφού το ίδιο αυτοκίνητο την ίδια ημέρα άξιζε λιγότερο για τον πωλητή απ' ό,τι για τον αγοραστή.

Με παρόμοιο τρόπο γίνεται η διαπραγμάτευση των ΔΑΚ στα χρηματιστήρια. Αν εσύ ως αγοραστής ενός ΔΑΚ προσφέρεις την ίδια τιμή που ένας πωλητής απαιτεί, το χρηματιστήριο υποτίθεται ότι θα σας συνταιριάζει ώστε να εκτελεστούν οι εντολές σου. Ας υποθέσουμε ότι θέλουμε να αγοράσουμε ένα ΔΑΚ όταν δεν υπάρχει κάποιος πρόθυμος επενδυτής να πουλήσει. Σε αυτή την περίπτωση, ένας έμπορος ή επαγγελματίας σε ένα χρηματιστήριο (ειδικό διαπραγματευτή- market makers) προσφέρεται να καλύψει την εντολή σου.

Ακριβώς όπως με τον έμπορο των μεταχειρισμένων, ένας έμπορος μετοχών συναλλάσσεται μαζί σου μόνο σε τιμή η οποία του επιτρέπει να βγάλει κάποιο κέρδος. Με την εξέλιξη των ηλεκτρονικών συναλλαγών, μέσω του χρηματιστή του, μπορεί κάποιος να βρει σε διάφορα χρηματιστήρια την καλύτερη διαθέσιμη τιμή για το ΔΑΚ που τον ενδιαφέρει. Αυτό όλο είναι ανάλογο της έρευνας αγοράς σε διάφορες εταιρίες εμπορίας αυτοκινήτων για την καλύτερη τιμή.

Αν ο market maker πουλάει τίτλους που σε ενδιαφέρουν, αυτός αμέσως προσπαθεί να τους επαναγοράσει από κάποιον άλλο σε μικρότερη τιμή. Αν ψάξεις και προσπαθήσεις να ξαναπουλήσεις τους τίτλους σε έναν market maker, εσύ ο ίδιος, θα λάβεις λιγότερα από όσα πλήρωσες ακόμα και αν η αγορά δεν έχει εν τω μεταξύ μεταβληθεί στο παραμικρό.

Όπως και με τα αυτοκίνητα, οι έμποροι μετοχών είναι έτοιμοι ανά πάσα στιγμή να σου πουλήσουν μετοχές στη τιμή πώλησης ή να αγοράσουν μετοχές από σένα στη τιμή αγοράς. Η τιμή που πληρώνει κάποιος για να αγοράσει τίτλους στην χαμηλότερη διαθέσιμη τιμή καλείται τιμή πώλησης ή ask price. Η τιμή που λαμβάνει κάποιος όταν πουλάει τίτλους στην υψηλότερη διαθέσιμη τιμή είναι η τιμή αγοράς ή bid price. Η διαφορά μεταξύ της τιμής που εσύ έχεις να πληρώσεις για να αγοράσεις μετοχές και τι λαμβάνει ένας πωλητής για την πώληση μετοχών καλείται

περιθώριο αγοράς- πώλησης ή bid-ask spread. Αυτό το περιθώριο δεν είναι πάρα ένα κόστος πλέον των προμηθειών του χρηματιστή, το οποίο δεν είναι ορατό. Για τον αδαή επενδυτή, αυτό το περιθώριο είναι ένα κρυφό κόστος. Πριν κάποιος αποφασίσει να αγοράσει ένα ΔΑΚ, καλά θα ήταν για να μπορέσει να αντιληφθεί το κόστος ανά συναλλαγή να ζητάει από τον χρηματιστή και την τιμή πώλησης και την τιμή αγοράς.

Πίνακας 2. Μέσος όρος 30 ημερών ανοίγματος μεταξύ τιμής αγοράς και πώλησης

Μέσο άνοιγμα 30 ημερών Fund Name (Όνομα ΔΑΚ)	Ticker (Σύμβολο)	Spread (Ανοιγμα)	
		%	\$
Dividend Appreciation ETF	VIG	0,07%	\$0,04
Emerging Markets ETF	VWO	0,05%	\$0,04
Energy ETF	VDE	0,07%	\$0,06
European ETF	VGK	0,07%	\$0,05
Extended Market ETF	VXF	0,07%	\$0,08
FTSE All-World Ex - US ETF	VEU	0,11%	\$0,06
REIT ETF	VNQ	0,06%	\$0,05
Small-Cap ETF	VB	0,07%	\$0,05
Small-Cap Growth ETF	VBK	0,07%	\$0,05
Small-Cap Value ETF	VBR	0,07%	\$0,05
Telecommunication Services ETF	VOX	0,08%	\$0,06
Total Stock Market ETF	VTI	0,03%	\$0,04
Πηγή: http://www.vanguard.com		30.04.2007	

Σε σύγκριση με τα συνηθισμένα αμοιβαία κεφάλαια, τα οποία μπορούν να αγοραστούν χωρίς τα προαναφερόμενα έξοδα, το περιθώριο αγοράς-πώλησης και οι προμήθειες του χρηματιστή είναι τα μειονεκτήματα των ΔΑΚ. Ωστόσο, και οι επενδυτές αμοιβαίων κεφαλαίων επιβαρύνονται με παρόμοιου είδους έξοδα (και συνήθως μεγαλύτερα), αλλά με λιγότερο φανερό τρόπο. Αν το αμοιβαίο κεφάλαιο πρέπει να κάνει συναλλαγές ως αποτέλεσμα αγοράς ή πώλησης μεριδίων από κάποιο μεριδιούχο ή βάση επενδυτικών αποφάσεων που έχει λάβει ο διαχειριστής, το αμοιβαίο επιβαρύνεται τα κόστη περιθωρίου αγοράς – πώλησης επιπλέον των προμηθειών της χρηματιστηριακής. Αυτά τα έξοδα δεν ανακοινώνονται ως μέρος του ποσοστού των εξόδων του.

Καθώς τα ΔΑΚ είναι παθητικά διαχειρίσιμα, το υποκείμενο χαρτοφυλάκιο μετοχών αποδίδει πιο αργά σε σχέση με τα περισσότερα αμοιβαία κεφάλαια. Επομένως, η απόδοση του ΔΑΚ μπορεί να είναι αρκετά χειρότερη από την επένδυση στις υποκείμενες μετοχές του αμοιβαίου κεφαλαίου. (Αυτό το μειονέκτημα αντισταθμίζεται από τα μικρότερα κόστη συναλλαγών που επιβαρύνονται οι επενδυτές σε ΔΑΚ). Ο βαθμός στον οποίο τα αμοιβαία κεφάλαια πλήττονται από υψηλά κόστη συναλλαγών στα χαρτοφυλάκια μετοχών ποικίλει, εξαρτώμενος από το επενδυτικό στυλ του διαχειριστή, από τον τύπο των μετοχών στις οποίες επενδύει το κεφάλαιο, και το επίπεδο αυξήσεων και μειώσεων των μεριδιούχων. Οι πληροφορίες σχετικά με τα ποσά που ένα συνηθισμένο αμοιβαίο κεφάλαιο ξοδεύει σε προμήθειες και άλλα έξοδα είναι δύσκολο να αποκαλυφθούν και δεν είναι ενσωματωμένα στο ποσοστό εξόδων του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Όπως μπορεί κάποιος να περιμένει, οι έμποροι ανταποκρίνονται σε αλλαγές της ισορροπίας προσφοράς και ζήτησης. Αν όλοι θέλουν να πουλήσουν την ίδια στιγμή αλλά κανένας δεν θέλει να αγοράσει, η τιμή μειώνεται. Ωστόσο, όλο αυτό είναι ανεξάρτητο από την πραγματική εμπορική αξία των υποκείμενων μετοχών που κατέχει το ΔΑΚ.

Τότε προκύπτει το ζήτημα, τι είναι αυτό που κάνει το ΔΑΚ να διαπραγματεύεται πάνω ή κάτω από την εμπορική αξία των υποκείμενων μετοχών; Στην επόμενη ενότητα θα αναφερθούμε στο ξεχωριστό αυτό χαρακτηριστικό των

ΔΑΚ που τα κρατά σε παραλληλία με τις δίκαιες αξίες της αγοράς.

5.6. Σχέση Εξέλιξης Τιμών ΔΑΚ Και Των Υποκείμενων Τους

Σε σχέση με τα αμοιβαία κεφάλαια το ιδιαίτερο χαρακτηριστικό των ΔΑΚ είναι ότι οι τίτλοι τους μπορούν να δημιουργηθούν ή να μειωθούν με αντάλλαγμα το καλάθι των υποκείμενων μετοχών. Αυτό δε μπορεί να το κάνει ο οποιοσδήποτε, αλλά, όπως αναλύεται παρακάτω, μόνο ορισμένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, αποκαλούμενα εξουσιοδοτημένοι συμμετέχοντες (authorized participants,) συναλλασσόμενοι με τους ιδρυτές του ΔΑΚ.

Όλα τα μερίδια μετοχών ξεχωριστών εταιριών χρειάζεται να στεγαστούν κάπου. Οι ιδιώτες επενδυτές σπάνια κρατούν τα πιστοποιητικά κατοχής μετοχών αυτές τις μέρες. Αντιθέτως, μια χρηματιστηριακή εταιρία ή τράπεζα διατηρεί τις μετοχές για τους επενδυτές και κρατά αρχείο για το πόσες διατηρεί για τον καθένα. Επειδή τα ΔΑΚ αντιπροσωπεύουν μερική ιδιοκτησία ενός μεταφορικά “καλαθιού μετοχών”, οι πραγματικές μετοχές στο καλάθι, όπως και οι μετοχές των ιδιωτών επενδυτών, χρειάζεται να διατηρούνται κάπου.

Κάθε ΔΑΚ έχει για τον σκοπό αυτό έναν “κηδεμόνα” ο οποίος διατηρεί τις μετοχές. Ωστόσο, αντί να κρατά αρχείο ποιες μετοχές ανήκουν στον κάθε επενδυτή ξεχωριστά, αυτό που έχει να κάνει ο “κηδεμόνας”, είναι να διασφαλίζει ότι ο αριθμός τίτλων του ΔΑΚ σε κυκλοφορία είναι ακριβώς ίδιος με αυτόν των συμμετοχών στις υποκείμενες μετοχές του. Ο “κηδεμόνας” απλά προσέχει το αγαθό μέχρι κάποιος να το απαιτήσει. Στη προκειμένη περίπτωση, ένας τίτλος ΔΑΚ (στα χέρια ενός εξουσιοδοτούμενου συμμετέχοντος) είναι σαν τίτλος απαίτησης. Οποιοσδήποτε υποβάλει αυτόν το τίτλο απαίτησης μπορεί να ανακτήσει το αποθηκευμένο στοιχείο, το οποίο σε αυτή την περίπτωση είναι ένα καλάθι μετοχών. Όλοι οι επενδυτές γνωρίζουν τι ακριβώς αντιπροσωπεύει αυτός ο τίτλος, γιατί μπορούν να εμπορευθούν τους τίτλους μεταξύ τους χωρίς να χρειάζεται να επιθεωρούν το υποκείμενο αγαθό για κάθε συναλλαγή.

Μολονότι οι τίτλοι ΔΑΚ διαπραγματεύονται μεταξύ επενδυτών πολύ πιο συχνά απ’ ότι ανταλλάσσονται για το υποκείμενο καλάθι μετοχών, οι

εξουσιοδοτημένοι συμμετέχοντες έχουν την επιλογή της εναλλαγής ανάμεσα σε ΔΑΚ και τις πραγματικές μετοχές των εταιριών που το αποτελούν. Εάν ένας εξουσιοδοτημένος συμμετέχων θέλει να δημιουργήσει τίτλους ενός ΔΑΚ, μπορεί να παραδώσει το καλάθι των μετοχών στον “κηδεμόνα” του ΔΑΚ. Αντιθέτως, αν ο εξουσιοδοτημένος συμμετέχων θέλει να μειώσει τους τίτλους ενός ΔΑΚ που κατέχει, μπορεί να παραδώσει τους τίτλους του ΔΑΚ στον “κηδεμόνα”, ο οποίος μεταφέρει τις υποκείμενες μετοχές στο χρηματιστήριο. Η αύξηση ή μείωση των ΔΑΚ συνήθως πραγματοποιείται σε παρτίδες των 50.000 τίτλων.

Καθώς οι εξουσιοδοτημένοι συμμετέχοντες έχουν τη δυνατότητα να δημιουργήσουν ή να εξαγοράσουν τίτλους ΔΑΚ σε αντάλλαγμα των υποκείμενων αγαθών, έχουν ένα οικονομικό κίνητρο να κρατήσουν την τιμή των ΔΑΚ κοντά στην τιμή αγοράς των υποκείμενων αγαθών. Για να γίνει αντιληπτό, θεωρήστε για παράδειγμα πως ένα ΔΑΚ δέχεται πίεση πωλήσεων. Όπως συζητήθηκε νωρίτερα, ανεξάρτητα από αυτό που συμβαίνει στις υποκείμενες μετοχές, η υπεραφθονία των πωλητών θα οδηγήσει την τιμή του ΔΑΚ κάτω.

Για παράδειγμα μια εταιρία εξουσιοδοτημένων συμμετεχόντων κατέχει 50.000 μετοχές GE (General Electric) στον δικό της λογαριασμό. Αυτή η εταιρία, όταν αντιλαμβάνεται τη διαφορά μεταξύ του GE-ETF και της αληθινής τιμής της μετοχής GE, μπορεί να αγοράσει 50.000 τίτλους του GE-ETF στο μείον 1% και ταυτόχρονα να πουλήσει τις 50.000 μετοχές της GE. Στο τέλος της ημέρας, η εταιρία εξουσιοδοτημένων συμμετεχόντων ζητά να εξαγοραστούν οι 50.000 τίτλοι GE-ETF της και λαμβάνει 50.000 μετοχές GE. Η εταιρία άρχισε και τελείωσε την ημέρα με 50.000 μετοχές της GE. Αλλά κλείδωσε ένα κέρδος 1 τοις εκατό κατά τη διάρκεια των εμπορικών συναλλαγών της ημέρας.

Είναι προφανές ότι κανένα ΔΑΚ δεν δημιουργείται ως καλάθι μιας μετοχής. Εντούτοις, οι εξουσιοδοτημένοι συμμετέχοντες μπορούν να επιτύχουν το ίδιο αποτέλεσμα με ένα καλάθι μετοχών. Εάν η έντονες πωλήσεις οδηγήσουν την τιμή του ΔΑΚ αρκετά πιο κάτω από τη τιμή αγοράς των μετοχών του, ένας εξουσιοδοτημένος συμμετέχων μπορεί να προχωρήσει στην αγορά του υποτιμημένου ΔΑΚ και ταυτόχρονα να πουλήσει (ή να πουλήσει ανοιχτά – short selling) το ισοδύναμο καλάθι των μετοχών.

Αντιθέτως, ο εξουσιοδοτημένος συμμετέχων μπορεί να πουλήσει ή να πουλήσει ανοιχτά (short-sell) τους τίτλους του ΔΑΚ και ταυτόχρονα να αγοράσει το καλάθι των μετοχών από την αγορά εάν έντονες αγορές ωθούν την τιμή ενός ΔΑΚ αρκετά πιο επάνω από τη δίκαιη αξία των υποκείμενων μετοχών του.

Η ταυτόχρονη αγορά και πώληση ουσιαστικά όμοιων καλάθιων μετοχών σε διαφορετικές αγορές με σκοπό το κέρδος από τις αποκλίσεις των τιμών καλείται εξισορροπτική κερδοσκοπία ή arbitrage. Οι εταιρίες που πραγματοποιούν arbitrage βοηθούν στη διατήρηση ένα στενού χάσματος μεταξύ της τιμής αγοράς του ΔΑΚ και της αξία των υποκείμενων μετοχών του.

Το μέγεθος της απόκλισης μεταξύ της τιμής ενός ΔΑΚ και της δίκαιης τιμής του εξαρτάται από το χαρακτήρα των μετοχών του ΔΑΚ. Ένα ΔΑΚ στον S&P 500 διατηρεί μετοχές για τις οποίες υπάρχουν σχεδόν πάντα πρόθυμοι αγοραστές και πωλητές για έναν μεγάλο αριθμό μετοχών. Τέτοιες μετοχές λέγεται ότι έχουν μεγάλη ρευστότητα. Όλων των άλλων σταθερών, είναι ευκολότερο να είσαι επενδυτής μια μετοχής με ρευστότητα παρά το αντίθετο-σε μια μετοχή χωρίς ρευστότητα.

Υποθέστε ότι θέλετε για να αγοράσετε μετοχές της ExxonMobil (XOM) αξίας ενός εκατομμυρίου δολαρίων, μια επιχείρηση της οποίας οι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες μετοχές αξίζουν συνολικά \$349 δισεκατομμύρια. Το \$1 εκατομμύριο είναι ένα ασήμαντα μικρό ποσοστό σε σχέση με ολόκληρη την επιχείρηση και είναι συνήθως εύκολο να βρεθεί κάποιος με τον οποίο να πραγματοποιήσει συναλλαγές. Το μεγαλύτερο μέρος του S&P 500 αποτελείται από εύκολα - διαπραγματεύσιμες μετοχές όπως η XOM. Κατά συνέπεια, το κόστος του arbitrage από ένα εξουσιοδοτημένο συμμετέχων είναι χαμηλό, επιτρέποντας τα ΔΑΚ να διαπραγματεύονται κοντά στις δίκαιες τιμές τους στον S&P 500.

Ένα ΔΑΚ που διατηρεί μετοχές μικρών εταιριών, από την άλλη, επιβάλλει υψηλότερα κόστη στους arbitrageurs. Εάν θέλεις να αγοράσεις μετοχές αξίας ενός εκατομμυρίου δολαρίων μιας επιχείρησης με ελεύθερα διαπραγματεύσιμες μετοχές αξίας \$100 εκατομμυρίων στο σύνολο, πρέπει να εντοπίσεις έναν πωλητή για το 1% των μετοχών της επιχείρησης. Στην περίπτωση της ExxonMobil, δεν είναι δύσκολο

να βρεθούν πωλητές για το 0,286% της επιχείρησης, ενώ είναι αρκετά πιο δύσκολο να βρεθεί κάποιος που να θέλει να πουλήσει ταυτοχρόνως το 1% μιας μικρής επιχείρησης. Θα πρέπει να αυξήσεις την τιμή που είσαι πρόθυμος να πληρώσεις για να προσελκύσεις ένα τόσο μεγάλο μέρος μετοχών.

Αντιθέτως, εάν θέλεις να πουλήσεις το 1% των μετοχών μιας επιχείρησης, θα πρέπει να δεχτείς μια αρκετά χαμηλή τιμή που να προσελκύει πολλούς αγοραστές ταυτοχρόνως. Αν και αυτό είναι ένα ακραίο παράδειγμα, αυτές οι εκτιμήσεις συνήθως προκαλούν περαιτέρω απόκλιση της τιμής του small-cap ETF από τη δίκαιη τιμή του προτού να γίνει κερδοφόρο για arbitrage, σε αντίθεση με την περίπτωση μετοχών μεγάλων εταιριών, οι οποίες έχουν σχεδόν πάντα περισσότερη ρευστότητα.

Κατά τη διάρκεια μιας ημέρας εμπορικών συναλλαγών η αγορά παρέχει δύο τύπους πληροφοριών. Πρώτα είναι η τρέχουσες τιμές αγοράς και πώλησης. Το δεύτερο κομμάτι πληροφοριών είναι η Ενδεικτική Βελτιστοποιημένη Αξία Χαρτοφυλακίου (EBAX) ή Indicative Optimized Portfolio Value (IOPV) (στην χώρα μας χρησιμοποιείται ο όρος Net Asset Value που σημαίνει Καθαρή Αξίων Στοιχείων), η οποία αναφέρεται συχνά με τον πιο αντιπροσωπευτικό όρο: δίκαια αξία ή fair value. Η EBAX είναι η δίκαιη τιμή εμπορίου του υποκείμενου καλάθιού μετοχών του ΔΑΚ. Αυτή ενημερώνεται κάθε 15 δευτερόλεπτα. Κανονικά, η τιμή αγοράς πρέπει να είναι χαμηλότερη, και η τιμή πώλησης πρέπει να είναι υψηλότερη από την EBAX.

Για να κατανοήσουμε το παραπάνω μπορούμε να ανατρέξουμε στο παράδειγμα με το μεταχειρισμένο αυτοκίνητο. Συνήθως υπάρχει μια αληθινή χονδρική τιμή στην οποία ένας έμπορος μπορεί να αγοράσει ή να πωλήσει ένα αυτοκίνητο στη δημοπρασία. Αυτή η τιμή είναι ανάλογη με την EBAX, η οποία είναι αυτή που το καλάθι μετοχών αξίζει - απουσία δαπανών συναλλαγής. Κατά γενική ομολογία, ένας έμπορος αυτοκινήτων δεν θα πληρώσει περισσότερο από την τιμή δημοπρασίας για να αγοράσει ένα χρησιμοποιημένο αυτοκίνητο και δεν θα πωλήσει σε τιμή μικρότερη από αυτή, επειδή η συναλλαγή με άλλους εμπόρους σε μια δημοπρασία αυτοκινήτων παραμένει μια επιλογή. Εάν ένας έμπορος έβαλε τιμή σε ένα αυτοκίνητο για πώληση μικρότερη από την τιμή δημοπρασίας, ένας άλλος έμπορος θα μπορούσε απλά να αγοράσει το αυτοκίνητο (πάλι, απουσία των δαπανών συναλλαγής, οι οποίες για τα αυτοκίνητα

είναι σημαντικές) και να το μεταπωλήσει στη δημοπρασία, παίρνοντας ένα κέρδος χωρίς κανέναν κίνδυνο.

Η τιμή πώλησης ενός ΔΑΚ είναι ομοίως αυτή που θα έπρεπε να πληρώσετε για να το αγοράσετε. Οι Insiders (πρόσωπα που κατέχουν πληροφορίες όπως εξουσιοδοτημένοι συμμετέχοντες, ειδικοί διαπραγματευτές, κ.λπ.) συνήθως δεν θα σας πωλήσουν ένα ΔΑΚ για λιγότερο από αυτό που θα τους κόστιζε για να συγκεντρώσουν εκ νέου το υποκείμενο καλάθι μετοχών μέσω της ελεύθερης αγοράς. Εάν ένας εξουσιοδοτημένος συμμετέχων επρόκειτο να ζητήσει λιγότερα για ένα ΔΑΚ από ότι το υποκείμενο καλάθι μετοχών άξιζε στην ελεύθερη αγορά, που είναι η EBAX, ένας άλλος έμπορος θα άρπαζε απότομα την ευκαιρία κλειδώνοντας έτσι ένα κέρδος, αγοράζοντας τους τίτλους σε χαμηλότερη τιμή και ταυτόχρονα θα πουλούσε ανοιχτά το υποκείμενο καλάθι των μετοχών στην EBAX. Αυτό πραγματικά εμφανίζεται σε σπάνιες περιπτώσεις όταν η προσοχή κάποιου εμπόρου διακοπεί. Σε τέτοιες στιγμές, για να εκμεταλλευτούν την ακίνδυνη ευκαιρία κέρδους άλλοι έμποροι ορμούν σαν αρπαχτικά.

Πριν εισάγουμε μια εντολή είναι σοφό να ελεγχθεί η EBAX. Εάν η τιμή αγοράς - πώλησης είναι πολύ διαφορετική από την δίκαιη, ο επενδυτής θα πρέπει να προσπαθήσει να καταλάβει το γιατί, πριν κάνει τη συναλλαγή. Σε μερικές περιπτώσεις, ειδικά όταν η αγορά κινείται γρήγορα, η καθυστέρηση των 15 δευτερολέπτων μπορεί να οφείλεται εξ ολοκλήρου στις αποκλίσεις μεταξύ αυτής και της τιμής αγοράς-πώλησης στην ενημέρωση της EBAX.

5.7. Η Απόδοση Των ΔΑΚ Και Η Σχέση Της Με Τα Κόστη Συναλλαγών Του Κεφαλαίου

Όπως ήδη αναφέρθηκε, όλοι οι κάτοχοι αμοιβαίων κεφαλαίων επιβαρύνονται τις δαπάνες που συμβαίνουν ως αποτέλεσμα των αγορών ή των εξαγορών από κάθε άλλον κάτοχο. Αυτές οι δαπάνες είναι γενικά χαμηλές για οποιαδήποτε συναλλαγή που ένας μεμονωμένος επενδυτής μπορεί να ζητήσει. Εντούτοις, θα πραγματοποιηθούν σημαντικές δαπάνες, εάν ένας μεγάλος αριθμός μεριδιούχων ζητήσει εξαγορές ή αγορές την ίδια στιγμή.

Πολλά κεφάλαια για να αποφύγουν αυτούς τους τύπους δαπανών

περιορίζουν τον αριθμό συναλλαγών που κάθε επενδυτής μπορεί να κάνει σε ένα δεδομένο έτος. Το μεγαλύτερο πρόβλημα για τους επενδυτές αμοιβαίων κεφαλαίων εντούτοις, είναι τι θα συμβεί εάν ένας μεγάλος αριθμός μακροπρόθεσμων μεριδιούχων αποφασίσει να τρέξει συγχρόνως προς την έξοδο. Αυτό θα μπορούσε να συμβεί μια ημέρα σημαντικής πτώσης της αγοράς, όπως συνέβη στις 24 Οκτωβρίου 2008, όταν ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών έχασε περίπου 10% κατά τη διάρκεια εκείνης της ημέρας. Επειδή ο μόνος τρόπος οι τίτλοι του ΔΑΚ να εξαγοραστούν είναι με μεταφορά των τίτλων των ξεχωριστών μετοχών, τα ΔΑΚ δεν πλήττονται από αυτόν τον κίνδυνο.

Για την απλή μεταφορά μετοχών από έναν λογαριασμό σε άλλο δεν υπάρχει κανένα κόστος. Έτσι η απόδοση για τους εναπομείναντες κατόχους ΔΑΚ δεν επηρεάζεται αρνητικά όταν εξαγοράζονται τίτλοι ΔΑΚ. Αυτές οι δαπάνες αφορούν εξ ολοκλήρου τις εξουσιοδοτημένες εταιρίες συμμετεχόντων, εφόσον έχουν επιλέξει να εκκαθαρίζουν τους τίτλους που έχουν λάβει από δημιουργία ή εξαγορά.

5.8. Αμοιβαία Κεφάλαια Και Φορολόγηση

Όταν πολλοί μεριδιούχοι θέλουν να ξεφορτωθούν τίτλους η ανταλλαγή των τίτλων ΔΑΚ με μετοχές, επίσης αποφεύγει την πραγματοποίηση κεφαλαιακών κερδών. Σε ένα συνηθισμένο αμοιβαίο κεφάλαιο, όταν οι εξαγορές μεριδίων αναγκάζουν το κεφάλαιο να πωλήσει μετοχές για να αυξήσει τα μετρητά που απαιτούνται για την κάλυψη αυτών των εξαγορών, οποιαδήποτε κέρδη στην πώληση μετοχών παράγουν κεφαλαιακά κέρδη τα οποία περνούν στους υπόλοιπους μεριδιούχους κατά την διάρκεια της ετήσιας διανομής κερδών του κεφαλαίου. Αυτό σημαίνει ότι επειδή κάποιοι άλλοι μεριδιούχοι ξεπούλησαν, οι μακροπρόθεσμοι μεριδιούχοι θα πρέπει να πληρώσουν τους φόρους των κεφαλαιακών κερδών.

Οι διαχειριστές των κεφαλαίων μπορεί σε μερικές περιπτώσεις να αποφασίσουν να κατοχυρώσουν κέρδη από μια από τις συμμετοχές τους. Αυτό, επίσης, δημιουργεί ένα φορολογήσιμο κέρδος κεφαλαίου για τους μεριδιούχους, ανεξάρτητα αν πουλάν ή όχι τα μερίδια τους. Ο βαθμός στον οποίο αυτό είναι

σημαντικό “ζήτημα” εξαρτάται από το πόσο συχνά ένας διαχειριστής κεφαλαίων αναπροσαρμόζει το χαρτοφυλάκιο του και από το αν η αγορά ήταν σε ανοδική φάση. (Στο τέλος μιας πτωτικής αγοράς, δεν υπάρχει κανένα κέρδος προς φορολόγηση, οπότε στην περίπτωση αυτή η αξία συναλλαγών του χαρτοφυλακίου δεν δημιουργεί φορολογικές υποχρεώσεις για τους μεριδιούχους).

Η ανταλλαγή τίτλων ΔΑΚ με τις υποκείμενες μετοχές δεν δημιουργεί φορολογήσιμο γεγονός. Ο μόνος τρόπος να πραγματοποιήσει κεφαλαιακά κέρδη χωρίς τη πώληση των δικών του τίτλων για έναν μακροπρόθεσμο κάτοχο ενός ΔΑΚ είναι όταν μια αλλαγή στο καλάθι των μετοχών αναγκάζει την πώληση μερικών μετοχών.

Ένα συνηθισμένο αμοιβαίο κεφάλαιο μπορεί να προκαλέσει μια μεγάλη φορολογήσιμη διανομή στις δύο παρακάτω καταστάσεις: κατ' αρχάς, εάν ο διαχειριστής χαρτοφυλακίου κάνει μια μεγάλη αλλαγή στις συμμετοχές του, ή δεύτερον, εάν ένας μεγάλος αριθμός εξαγορών μεριδίων αναγκάσει το κεφάλαιο να πουλήσει μετοχές. Αντίθετα, επειδή σχεδόν όλα τα ΔΑΚ που διαπραγματεύονται αυτήν την περίοδο στις Ηνωμένες Πολιτείες είναι παθητικά διαχειρίσιμα και επομένως έχουν χαμηλή αξία συναλλαγών χαρτοφυλακίου, ο κίνδυνος μεγάλης διανομής κεφαλαιακών κερδών είναι ελάχιστος.

5.9. Ειδικοί Κίνδυνοι Των ΔΑΚ

Οι τιμές των τίτλων ΔΑΚ όπως ήδη συζητήθηκε, είναι ευαίσθητες στην ισορροπία μεταξύ προσφοράς και ζήτησης – ένας κίνδυνος που απουσιάζει από τα συνηθισμένα αμοιβαία κεφάλαια. Οι επενδυτές ΔΑΚ αντιμετωπίζουν τον πρόσθετο κίνδυνο εμπιστοσύνης στους εξουσιοδοτημένους συμμετέχοντες να κρατήσουν τις τιμές των ΔΑΚ σύμφωνες με τις τιμές των υποκείμενων μετοχών. Κατά την διάρκεια γρήγορων αγορών - περιόδων που χαρακτηρίζονται από υπερβολική δυσαναλογία μεταξύ προσφοράς και ζήτησης – οι εταιρίες εξουσιοδοτημένων συμμετεχόντων και οι ειδικοί ξέρουν να είναι αργοί για να επιταχύνουν και να συμπληρώνουν το κύμα των εντολών. Αφενός το αποτέλεσμα είναι ότι την στιγμή που είσαι αγχωμένος να πουλήσεις, μπορεί να μην είναι δυνατόν να λάβεις μια δίκαιη τιμή

(σχετικά με την αξία των υποκείμενων μετοχών), αφετέρου τα έξοδα που προκύπτουν από την απόκλιση του ζεύγους αγοράς – πώλησης θα είναι υψηλότερα από τα κανονικά αν αγοράζεις ή πουλάς κατά τη διάρκεια μιας γρήγορης αγοράς.

Στην πράξη, η τιμολόγηση του ΔΑΚ μπορεί να λειτουργήσει προς όφελος του εάν κάποιος επιθυμεί να κάνει συναλλαγή ενάντια στο πλήθος. Πρέπει να είναι σε θέση να αγοράσει το ΔΑΚ που θέλει με έκπτωση από τη δίκαιη αξία του εάν εμφανίζεται πανικός πωλήσεων. Πρέπει να είναι σε θέση να λάβει περισσότερα από τη δίκαιη αξία εάν οι αγοραστές επιζητούν αυτό που αυτός πουλά, εάν ψάχνει να πουλήσει τίτλους ΔΑΚ.

5.10. Σχέση Μεταξύ Προθεσμιακής Και Αγοράς Τοις Μετρητοίς

Θα πρέπει σε μια αγορά με πλήρη πληροφόρηση και ρευστότητα, να υπάρχει ισορροπία μεταξύ προθεσμιακής αγοράς και αγοράς μετρητοίς. Αλλιώς θα αναπτυχθεί η διαδικασία εξισορροπητικής διαδικασίας ή arbitrage. Πάντως στις αποτιμήσεις των δύο αγορών που σηματοδοτούν την εκκίνηση της διαδικασίας της εξισορροπητικής κερδοσκοπίας πολλές φορές παρατηρείται απόκλιση.

Δεν είναι πάντα εύκολη υπόθεση και όχι χωρίς κόστος η εφαρμογή της εξισορρόπησης των τιμών του δείκτη στις αγορές μετρητοίς και παραγώγων. Το κόστος συναλλαγής του μεγάλου αριθμού μετοχών είναι ένας ανασταλτικός παράγοντας. Επιπλέον, ενώ η αγορά ή η πώληση συμβολαίων ΣΜΕ (Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης ή Future Contracts) σε δείκτη π.χ. 500 μετοχών αφορά ένα συμβόλαιο και είναι σχετικά εύκολη υπόθεση σε μια αγορά παραγώγων με ρευστότητα, η αγορά ή η πώληση του υποκείμενου χαρτοφυλακίου απαιτεί την εκτέλεση 500 διαφορετικών εντολών. Όπως γίνεται φανερό η εξισορροπητική κερδοσκοπία θα υπόκειται σε κινδύνους ανάλογα με την χρονική υστέρηση εκτέλεσης των εντολών εάν η εκτέλεση των 500 εντολών δεν γίνεται ταυτόχρονα με την αγορά ή πώληση του συμβολαίου ΣΜΕ. Για την αποφυγή αυτού του προβλήματος και προκειμένου να μειωθεί ο κίνδυνος των εξισορροπιστών, εφόσον υπάρχει επί του υποκείμενου δείκτη, μπορεί να χρησιμοποιηθεί ένα ΔΑΚ.

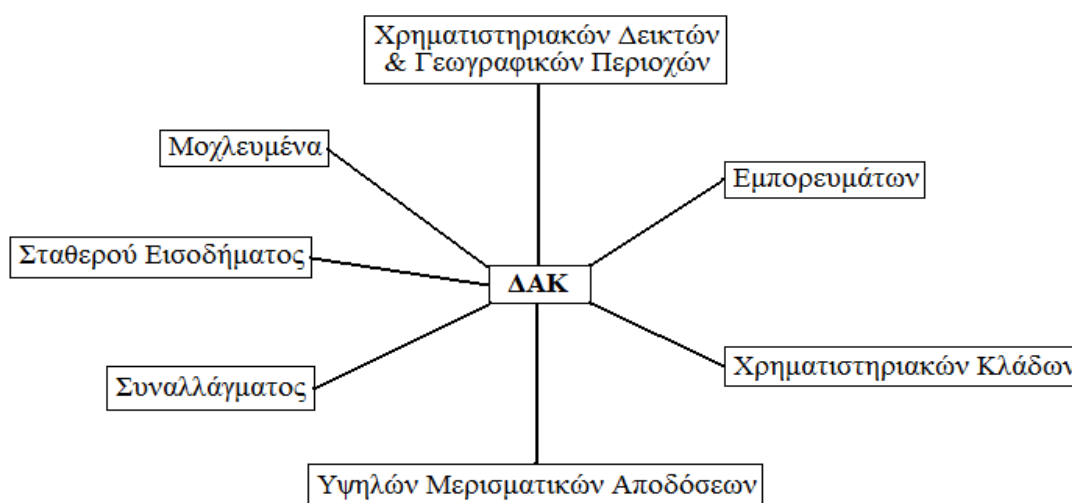
Στην περίπτωση του δείκτη S&P500, για παράδειγμα, μπορεί να χρησιμοποιηθεί το ΔΑΚ με ονομασία "Standard & Poor's 500 Index Depository Receipts" και σύμβολο διαπραγμάτευσης "SPY", το οποίο παρακολουθεί στενά τον υποκείμενο δείκτη. Αντί για 500 εντολές, επομένως, θα δοθεί μία, γεγονός που συμβάλλει στην σημαντική βελτίωση της ταχύτητας τοποθέτησης στην αγορά μετρητοίς εκτός από τη μείωση του κόστους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

Κατηγορίες ΔΑΚ

6.1. Κύριες Κατηγορίες ΔΑΚ

Τα ΔΑΚ συγκριτικά με τα αμοιβαία κεφάλαια, είναι σχετικά καινούργια. Το πρώτο αμερικάνικο ΔΑΚ, όπως αναφέρθηκε, δημιουργήθηκε από την State Street Global Advisors με την έναρξη του S&P 500 depositary receipts, γνωστό ως SPDRs ("spiders"). Ωστόσο παρά το γεγονός ότι τα πρώτα ΔΑΚ ακολουθούσαν γενικούς δείκτες αγορών, σε συνέχεια της εξέλιξης τους αναπτύχθηκαν ΔΑΚ με υποκείμενο σχεδόν ότι διαπραγματεύεται, όπως δείκτες αγορών, κλάδους, ομόλογα, εμπορεύματα και νομίσματα. Συνεπώς δημιουργήθηκαν διάφορες κατηγορίες ΔΑΚ σε όλη την υφήλιο με παρόμοια χαρακτηριστικά, όπως αναλύονται στη παρούσα ενότητα και παριστάνονται στο παρακάτω σχήμα.



Σχήμα 4. Κύριες κατηγορίες διαπραγματεύσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων

6.2. ΔΑΚ Δεικτών Ή Γεωγραφικών Περιοχών

Τα ΔΑΚ δεικτών είναι σχεδιασμένα να παρακολουθούν την πορεία ενός χρηματιστηριακού δείκτη να καλύπτουν συνήθως ολόκληρες αγορές ή οποιοδήποτε χρηματιστηριακό υποκείμενο παρατηρείται με κάποιο δείκτη. Ωστόσο στους δείκτες όπως ο Dow Jones Industrial Average και ο S&P 500 καλύπτουν μόνο 75% της αμερικάνικης αγοράς όσον αφορά την κεφαλαιοποίηση και αποτελείται κυρίως από μετοχές της μεγάλης κεφαλαιοποίησης.

Επομένως η χρήση ενός ΔΑΚ δείκτη, επιτρέπει σε ένα μακροπρόθεσμο επενδυτή να πάρει θέση σε μια ολόκληρη αγορά μόνο με ένα απλό ΔΑΚ. Τα ΔΑΚ δεικτών τείνουν να μην είναι ακριβά, με μικρό ποσοστό εξόδων και δίκαιο άνοιγμα τιμής αγοράς – πώλησης. Επιπλέον επειδή έχουν τόσο μεγάλη διασπορά σε σχέση με οποιοδήποτε άλλο ΔΑΚ, η μεταβλητότητα τους είναι γενικά περιορισμένη.

Κύρια χαρακτηριστικά των ΔΑΚ δεικτών:

- Καλύπτουν όλες τις ανεπτυγμένες αγορές παγκοσμίως.
- Στην περίπτωση των αναπτυσσομένων, καλάθια μετοχών (ETFs) προσπαθούν να προσομοιάσουν την πορεία του δείκτη αναφοράς.
- Υπάρχει και η δυνατότητα κάλυψης ολόκληρων γεωγραφικών περιοχών.
- Ο επενδυτής έχει την δυνατότητα μόχλευσης.
- Ο επενδυτής έχει την δυνατότητα να επενδύσει στην πτώση.

6.3. ΔΑΚ Κλάδων

Τα ΔΑΚ κλάδων, σχεδιασμένα να παρακολουθούν την πορεία ενός συγκεκριμένου χρηματιστηριακού κλάδου, επιτρέπουν την επένδυση σε μετοχές διαφορετικών βιομηχανικών τομέων. Οι επενδυτές μπορούν να χρησιμοποιήσουν τα ΔΑΚ κλάδων είτε ως κύρια μέρη ενός χαρτοφυλακίου είτε ως στοιχήματα σε ένα κλάδο, όπως την επένδυση σε μετοχές ενέργειας ή τεχνολογίας. Αντιθέτως με ένα ΔΑΚ σε μια ολόκληρη αγορά, η οικοδόμηση ενός χαρτοφυλακίου με ΔΑΚ κλάδων, μπορεί να επιτρέψει τον ακριβή καθορισμό ενός χαρτοφυλακίου. Ένα άλλο πλεονέκτημα του είναι ότι επιτρέπει την

αναπροσαρμογή του χαρτοφυλακίου σε συνήθη βάση.

Η διαδικασία πώλησης των κλάδων που έχουν υπεραποδόσει και η αγορά εκείνων που έχουν μείνει πίσω, μπορεί να βελτιώσει την απόδοση. Χρησιμοποιώντας ΔΑΚ κλάδων, και όχι ΔΑΚ ολόκληρης της αγοράς, επιτρέπεται η αποφυγή κλάδων που είναι υπερεκτιμημένοι. Τα ΔΑΚ κλάδων τείνουν να είναι πιο ακριβά από τα ΔΑΚ που ακολουθούν ολόκληρες αγορές. Αν ένας επενδυτής χτίζει ένα χαρτοφυλάκιο με ΔΑΚ κλάδων, τα κόστη συναλλαγών είναι μεγαλύτερα από αυτά που απαιτούνται για να αγοράσει ένα που προσομοιώνει ολόκληρη την αγορά. Ωστόσο, είναι καλύτερο να μην ανακατεύεις συγγενείς κλάδους, καθώς μπορεί περιέχουν κάποιες κοινές μετοχές όταν χρησιμοποιείς ΔΑΚ κλάδων.

Κύρια χαρακτηριστικά των ΔΑΚ κλάδων:

- Καλύπτουν όλους τους χρηματιστηριακούς κλάδους όπως αυτοί ορίζονται από τα χρηματιστήρια (όπως ενέργεια, τεχνολογία, τηλεπικοινωνίες, κοινή ωφέλεια, υγεία, κ.α.).
- Καλύπτουν και κλάδους οι οποίοι μπορεί να μην έχουν δείκτη αναφοράς.
- Ο επενδυτής έχει την δυνατότητα μόχλευσης (να ποντάρει επι 2,3 ή και 4).
- Ο επενδυτής έχει την δυνατότητα να επενδύσει στην πτώση (short).

6.4. ΔΑΚ Εμπορευμάτων

Τα ΔΑΚ εμπορευμάτων, σχεδιασμένα να παρακολουθούν την πορεία ενός εμπορεύματος, επενδύουν σε φυσικά προϊόντα όπως τα γεωργικά αγαθά, οι φυσικοί πόροι και τα πολύτιμα μέταλλα. Μπορούν να στραφούν σε ένα μόνο προϊόν και να το κρατήσουν σε φυσική αποθήκευση ή μπορούν να επενδύσουν σε Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Future Contracts). Άλλα κοιτάζουν να ακλουθούν την απόδοση ενός δείκτη αγαθών που περιλαμβάνει μέσω ενός συνδυασμού φυσικών θέσεων αποθήκευσης και παραγώγων ποικιλία μεμονωμένων προϊόντων.

Πολλά ΔΑΚ εμπορευμάτων μπορούν να έχουν μεγάλες θέσεις σε μη επενδυμένα κεφάλαια, τα οποία χρησιμοποιούνται για να αγοράσουν ομόλογα του δημοσίου και άλλα σχεδόν ακίνδυνα στοιχεία, επειδή χρησιμοποιούν μόχλευση

μέσω της αγοράς των παραγώγων. Τα κεφάλαια που επενδύουν σε εμπορεύματα (commodity funds) δημιουργούν συχνά δείκτες συγκριτικής μέτρησης επιδόσεων τους που μπορούν να περιλάβουν μόνο αγροτικά προϊόντα, φυσικούς πόρους ή μέταλλα. Υπό αυτήν τη μορφή, υπάρχει απόκλιση απόδοσης, γνωστή και ως tracking error (αναλύεται σε παρακάτω ενότητα), γύρω από τους ευρύτερους δείκτες προϊόντων όπως το δείκτη εμπορευμάτων Dow Jones AIG Commodity Index Dow Jones AIG. Οποιαδήποτε ΔΑΚ ακόμα κι έτσι, πρέπει να επενδυθούν παθητικά μιας και η μεθοδολογία του υποκείμενου δείκτη είναι σε εφαρμογή. Η δημοτικότητα των ΔΑΚ εμπορευμάτων έχει αυξηθεί επειδή δίνουν την δυνατότητα στους επενδυτές χωρίς να χρειάζεται να μάθουν πως γίνονται οι συναλλαγές επί παραγώγων να πάρουν θέσεις σε εμπορεύματα .

Κύρια χαρακτηριστικά των ΔΑΚ εμπορευμάτων:

- Καλύπτουν σχεδόν όλα τα εμπορεύματα.
- Καλύπτονται και ομάδες εμπορευμάτων.
- Ο επενδυτής έχει την δυνατότητα μόχλευσης.
- Ο επενδυτής έχει την δυνατότητα να επενδύσει στην πτώση.
- Σε περιπτώσεις όπου η υποκείμενη αγορά δεν διαπραγματεύεται στη θεωρητικά σωστή τιμή της, υπάρχει η πιθανότητα, ειδικά βραχυπρόθεσμα, το ΔΑΚ να αποκλίνει από το υποκείμενο.

6.5. ΔΑΚ Σταθερού Εισοδήματος

Παρά το γεγονός ότι τα πρώτα ΔΑΚ αναπτύχθηκαν μόνο για μετοχικά κεφάλαια, οι εκδότες ΔΑΚ επεκτάθηκαν και σε ΔΑΚ επί ομολόγων, σχεδιασμένα να παρακολουθούν την απόδοση ενός ομολογιακού δείκτη. Η αγορά ομολόγων δεν έχει τόση ρευστότητα, ούτε διαφάνεια όπως αυτή των μετοχών. Επίσης, αντίθετα με τις μετοχές, τα ομόλογα δεν διαπραγματεύονται σε κάποιο χρηματιστήριο. Ωστόσο, τα ΔΑΚ ομολόγων μπορούν να έχουν τόση ρευστότητα και διαφάνεια και να διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο, όσο και τα ΔΑΚ μετοχών.

Το κεφάλαιο σε ένα ΔΑΚ μετοχών αποτελείται γενικά από όλες τις μετοχές του δείκτη. Αυτό δεν συμβαίνει στα περισσότερα ΔΑΚ ομολόγων. Το κεφάλαιο σε

αυτή την περίπτωση διατηρεί μόνο ένα ποσοστό των ομολόγων τα οποία σχηματίζουν τον υποκείμενο δείκτη. Οι τιμές των ομολόγων είναι σχετικά ακριβείς – οι οποίες είναι συνάρτηση του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου, του τοκομεριδίου, της κατηγορίας του ομολόγου και της διάρκειας για την λήξη. Οι διαχειριστές του ΔΑΚ χρησιμοποιώντας αυτούς τους παράγοντες με μία τεχνική η οποία τους επιτρέπει να αντιγράφουν στενά τον υποκείμενο δείκτη ομολόγων.

Οι επενδυτές όπως με τα ΔΑΚ μετοχών μπορούν να αγοράσουν ένα ΔΑΚ ομολόγων το οποίο περιέχει ένα ευρύ μίγμα ομολόγων, κρατικών και εταιρικών, με διαφορετικές ληκτότητες. Ένα τέτοιο ΔΑΚ μπορεί να αποτελεί βασικό συστατικό ενός χαρτοφυλακίου ομολόγων. Κάποια κεφάλαια ομολόγων επιτρέπουν στους επενδυτές να αγοράζουν κρατικά ομόλογα με διάφορες λήξεις κατά μήκος της καμπύλης απόδοσης. Τα μακροπρόθεσμα ΔΑΚ ομολόγων είναι κατάλληλα για κερδοσκοπία σε περιπτώσεις αλλαγής των επιτοκίων, ενώ τα βραχυπρόθεσμα είναι μια καλή τοποθέτηση για μετρητά, η οποία γενικά παρέχει καλύτερες αποδόσεις από τα κεφάλαια διαχείρισης διαθέσιμων.

Τα ΔΑΚ ομολόγων πληρώνουν επιτόκιο μέσω μηνιαίου μερίσματος, ενώ οποιοδήποτε κεφαλαιακό κέρδος καταβάλλεται μέσω ετήσιου μερίσματος. Αυτά τα μερίσματα μεταχειρίζονται είτε ως επιτοκιακό εισόδημα ή ως κεφαλαιακό κέρδος για φορολογικούς λόγους.

Κύρια χαρακτηριστικά των ΔΑΚ εμπορευμάτων:

- Καλύπτουν τους κυριότερους δείκτες ομολόγων.
- Καλύπτουν δείκτες με την διαφορά των επιτοκίων πάνω στην καμπύλη.
- Καλύπτουν τα κυριότερα νομίσματα σε σχέση με το Δολάριο.
- Ο επενδυτής έχει την δυνατότητα μόχλευσης.
- Ο επενδυτής έχει την δυνατότητα να επενδύσει στην πτώση (π.χ.: ProShares UltraShort 20+ Year Treasury ETF με σύμβολο TBT, ProShares UltraShort 7-10 Year Treasury ETF με σύμβολο PST)

6.6. ΔΑΚ Συναλλάγματος

Επενδύουν σε ένα νόμισμα ή σε ένα καλάθι νομισμάτων. Τα ΔΑΚ συναλλάγματος σχεδιασμένα να παρακολουθούν την πορεία κύριων ισοτιμιών στοχεύουν να αντιγράψουν τις κινήσεις σε συνάλλαγμα στις ξένες χρηματιστηριακές αγορές κρατώντας νομίσματα είτε απευθείας ή μέσω σύγχρονων βραχυπρόθεσμων εργαλείων. Τα ΔΑΚ συναλλάγματος είναι ευρέως χρησιμοποιούμενα από επενδυτές που θέλουν να αποκτήσουν έκθεση σε ξένες χρηματιστηριακές αγορές και δεν θέλουν να το κάνουν μέσω της αγοράς παραγώγων ή Forex.

Έχει γίνει εύκολο και φθηνό για τους επενδυτές με την αυξανόμενη δημοτικότητα των ΔΑΚ, να κάνουν συναλλαγές σε ΑΚ συναλλάγματος με σκοπό να εκμεταλλεύονται τις διακυμάνσεις μεταξύ των νομισμάτων. Τα ΔΑΚ συναλλάγματος βασίζονται σε διεθνώς χρησιμοποιούμενα νομίσματα όπως το канаδικό δολάριο και το δολάριο των Ηνωμένων Πολιτειών, το ευρώ, το γιαπωνέζικο γιεν και η αγγλική λίρα.

Κύρια χαρακτηριστικά των ΔΑΚ συναλλάγματος:

- Καλύπτουν τα κυριότερα νομίσματα σε σχέση με το Δολάριο.
- Ο επενδυτής έχει την δυνατότητα μόχλευσης.
- Ο επενδυτής έχει την δυνατότητα να επενδύσει στην πτώση.

6.7. Μοχλευμένα ΔΑΚ

Αξιοποιούν παράγωγα για να ενισχύσουν τις αποδόσεις ενός υποκειμένου δείκτη, ως σχεδιασμένα να αποδίδουν στο διπλάσιο ή στο τριπλάσιο σε σχέση με κάποιο δείκτη αναφοράς. Τα μοχλευμένα ΔΑΚ είναι διαθέσιμα για τους περισσότερους δείκτες (NASDAQ-100 και Dow Jones Industrial Average συγκεντρώνουν τη μεγαλύτερη εμπορευσιμότητα). Αυτά τα κεφάλαια στοχεύουν να διατηρήσουν ένα σταθερό ποσοστό μόχλευσης κατά τη διάρκεια της επενδυτικής περιόδου, όπως οι αναλογίες 2:1 ή 3:1. Ένα μοχλευμένο ΔΑΚ δεν ενισχύει τις ετήσιες αποδόσεις ενός δείκτη, αντιθέτως ακολουθεί της καθημερινές αλλαγές. Ας εξετάσουμε, για παράδειγμα, ένα μοχλευμένο

κεφάλαιο με αναλογία 2:1. Αυτό σημαίνει ότι κάθε ευρώ του χρησιμοποιούμενου επενδυμένου κεφαλαίου αντιστοιχεί με ένα ακόμα επενδυμένο ευρώ χρέους. Αν μια μέρα ο υποκείμενος δείκτης αποδώσει 1%, το κεφάλαιο θεωρητικά αποδίδει 2%. Η απόδοση του 2% είναι θεωρητική, καθώς τα έξοδα διαχείρισης και συναλλαγών περιορίζουν το συνολικό αποτέλεσμα της μόχλευσης. Η αναλογία 2:1 λειτουργεί το ίδιο καλά και προς την αντίθετη κατεύθυνση. Οι ζημιές του κεφαλαίου θα είναι 2% αν ο δείκτης υποχωρήσει 1%..

Κύρια χαρακτηριστικά των ΔΑΚ με μόχλευση:

- Ο επενδυτής έχει την δυνατότητα τοποθέτησης με μόχλευση σε όλες τις προαναφερόμενες κατηγορίες.
- Ο επενδυτής έχει την δυνατότητα να επενδύσει στην πτώση επί 2 ή επί 3.
- Έχουν μικρότερο κίνδυνο από τα παράγωγα.

6.8. ΔΑΚ Μερισματικών Αποδόσεων

Επιλέγουν μετοχές με υψηλές και συνεχώς αυξανόμενες μερισματικές αποδόσεις, σχεδιασμένα να ακολουθούν την πορεία δεικτών όπως ο Dow Jones Select Dividend Index και τον Mergent Dividend Achievers Select Index, οι οποίοι αποτελούνται από μετοχές με υψηλές μερισματικές αποδόσεις.

6.9. Νέες Κατηγορίες ΔΑΚ

Νέοι τύποι ΔΑΚ επινοούνται και εισάγονται προς διαπραγμάτευση χρόνο με το χρόνο και καθώς η αγορά των ΔΑΚ αναπτύσσεται. Στη συνέχεια αναφέρονται τα δύο τελευταία είδη ΔΑΚ που δημιουργήθηκαν:

6.9.1. Hedge Fund ETFs –ΔΑΚ Κερδοσκοπικών Κεφαλαίων

Τα Hedge fund ETFs είναι ένα νέο είδος ΔΑΚ που ακολουθεί τη δραστηριότητα μιας ομάδας hedge funds και προσομοιώνει ένα hedge fund (εκλεκτικές επενδυτικές κοινοπραξίες οργανωμένες ως ιδιωτικοί συνεταιρισμοί).

6.9.2. Actively managed ETFs – Ενεργητικώς διαχειρίσιμα ΔΑΚ

Είναι αρκετά νέα τα ΔΑΚ τα οποία έχουν ενεργητική διαχείριση και υπάρχουν προς το παρόν μόνο στην αγορά των ΗΠΑ. Το πρώτο προσφέρθηκε το Μάρτιο του 2008 αλλά ρευστοποιήθηκε τον Οκτώβριο του ίδιου έτους. Αυτά τα ΔΑΚ δημοσιοποιώντας καθημερινά τις θέσεις τους παρέχουν μέχρι τώρα αυξημένη διαφάνεια. Ωστόσο, η SEC (εποπτική αρχή χρηματιστηρίου ΗΠΑ) σκέφτεται να επιτρέψει στο μέλλον και ΔΑΚ με ενεργή διαχείριση και περιορισμένη διαφάνεια.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

Tracking Error

7.1. Ανάλυση Απόκλισης Απόδοσης ή Tracking Error

Στο κεφαλαίο αυτό θα εξεταστεί πόσο πιστά ακολουθούν τα ΔΑΚ τον υποκείμενο δείκτη. Έχει παρατηρηθεί ότι αρκετές φορές σημειώνονται αποκλίσεις μεταξύ ενός ΔΑΚ και του δείκτη αναφοράς. Ένας απλός και γρήγορος τρόπος για να διαπιστώσουμε την ύπαρξη αυτού του φαινομένου είναι η μέτρηση της απόδοσης του χαρτοφυλακίου του ΔΑΚ και στη συνέχεια η σύγκριση του με την απόδοση του υποκείμενου δείκτη. Κάθε διαφορά μεταξύ της απόδοσης του χαρτοφυλακίου του ΔΑΚ και του δείκτη είναι γνωστή ως “active return”.

Κατά την ίδρυση ενός ΔΑΚ, σκοπός είναι να σχεδιαστεί ένα χαρτοφυλάκιο το οποίο θα πετύχει την επίδοση κάποιου δείκτη αναφοράς (structured portfolio strategy). Η παραπάνω διαδικασία, δηλαδή η στρατηγική η οποία έχει ως στόχο να επιτύχει την απόδοση κάποιου συγκεκριμένου δείκτη, είναι γνωστή και ως “indexing strategy”.

Η τυπική απόκλιση της active return αποτελεί μέτρο κινδύνου και ονομάζεται tracking error (ή Backward-looking tracking error). Ουσιαστικά το tracking error είναι η απόκλιση μεταξύ της συμπεριφοράς τιμών μιας θέσης ή ενός χαρτοφυλακίου και της συμπεριφοράς τιμών ενός δείκτη αναφοράς (benchmark). Αυτό συναντάται συχνά στα πλαίσια ενός hedge fund, ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, αλλά και στο υπό εξέταση είδος επένδυσης, τα διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια, δημιούργησαν ένα απροσδόκητο κέρδος ή μια απώλεια μη λειτουργώντας τόσο αποτελεσματικά όσο θα έπρεπε.

Τα tracking errors είναι ουσιαστικά μία ποσοστιαία διαφορά τυπικής απόκλισης που μετράει τη διαφορά ανάμεσα στην απόδοση που λαμβάνει ο επενδυτής και την απόδοση του δείκτη αναφοράς (benchmark) και την οποία προσπαθεί να μιμηθεί – ακολουθήσει (track) η επένδυση του.

Ένας αριθμός παραγόντων επηρεάζει το tracking error. Για τους δείκτες

αναφοράς αυτοί οι παράγοντες έχουν μοντελοποιηθεί και γνωρίζουμε την επίδραση τους μέσω των αποκαλούμενων “multi-factors risk models”. Ο διαχειριστής ενός ΔΑΚ μπορεί να εκτιμήσει την έκθεση του χαρτοφυλακίου του στους διάφορους κινδύνους και στη συνέχεια να τους συγκρίνει με αυτούς του χαρτοφυλακίου αναφοράς. Χρησιμοποιώντας αυτές τις διαφορές μπορεί να εκτιμήσει το λεγόμενο Forward-looking tracking error, που στην ουσία αποτελεί το αναμενόμενο tracking error.

Παλαιότερη μελέτη (Τα Χρηματιστηριακώς Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια ή ETFs και εμπειρία τους διεθνώς, Γεράσιμος Ρομπότης, 2002) ωστόσο, εκτίμησε με διάφορες μεθόδους την απόκλιση των αποδόσεων των ΔΑΚ από τις αποδόσεις των υποκείμενων δεικτών και διαπιστώθηκε ότι το μέσο ποσοστό της απόκλισης, συνεκτιμούμενης της αυτοσυσχέτισης, κυμαίνεται, ανάλογα με τη μέθοδο, μεταξύ του 0,51% και 0,69%, γεγονός το οποίο υποδηλώνει την μικρή σχετικά επίδραση των παραγόντων αυτών στη συνολική απόδοση μιας επένδυσης. Κρίνεται σκόπιμο πριν προχωρήσουμε στην ανάλυση των παραγόντων, στους οποίους οφείλεται το tracking error, να παρουσιαστεί διαγραμματικά η διαχρονική εξέλιξη των 10 πιο δημοφιλών ΔΑΚ και των αντίστοιχων δεικτών αναφοράς.

7.2. Υπολογισμός Tracking Error

Μέσω υπολογισμού του tracking error (απόκλιση απόδοσης) μπορεί να εξεταστεί η απόδειξη για το αν τα ΔΑΚ ακολουθούν στενά τον δείκτη αναφοράς ή παρουσιάζονται διαφορές μεταξύ των αποδόσεων τους και των αποδόσεων του δείκτη. Ένας από τους πιο διαδεδομένους τρόπους είναι η εφαρμογή της παλινδρόμησης: (υπάρχουν και άλλες μέθοδοι η αναφορά των οποίων δεν θεωρείται σκόπιμη στα πλαίσια της παρούσας μελέτης).

$$R_{pt} = a + b * R_{it} + e_{pt}$$

Όπου,

R_{pt} η απόδοση χαρτοφυλακίου του ΔΑΚ, εκφρασμένη σε όρους κλεισίματος

R_{it} η απόδοση δείκτη i (index), εκφρασμένη σε όρους κλεισίματος

a σταθερός όρος (ποσοστό επένδυσης του ΔΑΚ που δεν είναι τοποθετημένο στο συγκεκριμένο δείκτη)

b ο βαθμός κλίσης της παλινδρόμησης, η οποία μετρά τον συστηματικό κίνδυνο του ΔΑΚ

e_{pt} η απόκλιση των αποδόσεων μεταξύ ΔΑΚ και δείκτη

Από τα τυπικά σφάλματα των καταλοίπων της παλινδρόμησης εκφράζεται το tracking error. Η παραπάνω παλινδρόμηση παρέχει επιπλέον μια ένδειξη της σχέσης απόδοσης – κινδύνου για το ΔΑΚ, μέσω του συντελεστή b , ο οποίος μετρά την κλίση της παλινδρόμησης και επομένως το μέγεθος του συστηματικού κινδύνου του ΔΑΚ. Όταν το b είναι μικρότερο της μονάδας λέγεται πως ακολουθεί αμυντική επενδυτική πολιτική και σαφώς οι αποδόσεις του έχουν μικρότερο κίνδυνο από αυτό των αποδόσεων του δείκτη αναφοράς. Αντιθέτως, αν το b είναι μεγαλύτερο της μονάδας, λέγεται πως ακολουθεί επιθετική επενδυτική επιλογή και οι αποδόσεις του ενέχουν μεγαλύτερο κίνδυνο σε σχέση με αυτές του δείκτη αναφοράς.

7.3. Η Εξέλιξη Των Ηγετών Του Κλάδου Σε Σχέση Με Τους Δείκτες Αναφοράς

Στα τέλη του 2009, παρατηρήθηκε έκρηξη στην αύξηση των ΔΑΚ, με αποτέλεσμα να απαριθμούνται σε τέσσερις χιλιάδες εξακόσια τέσσερα σε όλο τον κόσμο σύμφωνα με το πρακτορείο “Bloomberg”(1/10/2009). Ωστόσο τα περισσότερα βλέμματα συγκεντρώθηκαν μόνο σε κάποια από αυτά. Στην ενότητα αυτή θα παρουσιάσουμε τα δέκα πιο δημοφιλή ΔΑΚ, όπως επιλέχθηκαν από την ομάδα της “etfzone”, βασικά και στατιστικά στοιχεία, όπως δημοσιεύθηκαν από την “etfguide.com”(31/8/2009), την απόκλιση απόδοσης τους (tracking error) και άλλα κύρια χαρακτηριστικά, όπως δημοσιεύθηκαν από το “Bloomberg”(28/9/2008).

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

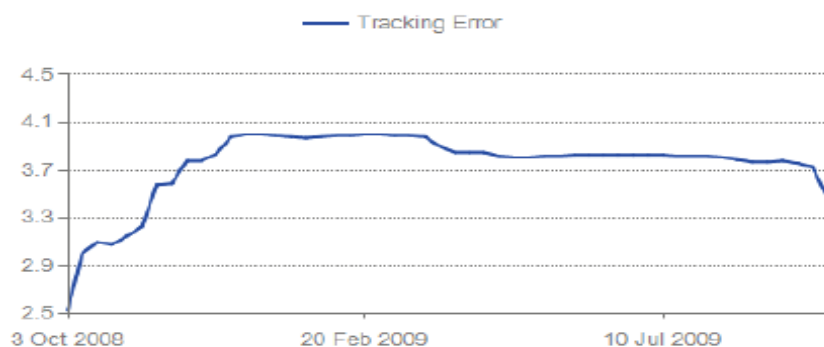
Συνιστά το πρώτο και ακόμη το μεγαλύτερο ΔΑΚ (το οποίο προφέρεται “Spider”, στα ελληνικά “αράχνη”) και ακολουθεί τον δείκτη S&P 500, ο οποίος θεωρείται ευρέως ως το πρότυπο μέτρησης της απόδοσης των μετοχών της μεγάλης κεφαλαιοποίησης της αγοράς των ΗΠΑ.

Βασικά στοιχεία ΔΑΚ	
Όνομασία Διαπραγματεύσιμου Αμοιβαίου Κεφαλαίου	Standard & Poor's 500 Index Depository Receipts
Εκδότρια Εταιρία	State Street Global Advisors
Είδος	Μετοχικό
Κατηγορία επενδύσεων ΔΑΚ	U.S. Large Cap Blend
Σύμβολο Διαπραγμάτευσης	SPY
Ποσοστό εξόδων	0.09%
Μέσο ποσοστό εξόδων κατηγορίας	0.33%
Δικαιώματα	Ναι
Ημερομηνία έναρξης	21/1/1993
Μέθοδος παρακολούθησης	Απόλυτη αντιγραφή
Βασικά στοιχεία δείκτη αναφοράς	
Όνομα δείκτη	S&P 500
Πάροχος δείκτη	Standard & Poor's
Αριθμός συμμετοχών του δείκτη	100-500
Συχνότητα αναπροσαρμογής	Καθημερινά
Ετησιοποιημένες αποδόσεις	
1-χρόνου	-18.14%
3- χρόνων	-5.78%
5-χρόνων	0.45%
10-χρόνων	-0.86%
Ετήσιες αποδόσεις ανά έτος	
2009	14,83%
2008	36,83%
2007	5,43%
2006	15,65%
2005	4,80%
2004	10,76%
2003	28,35%

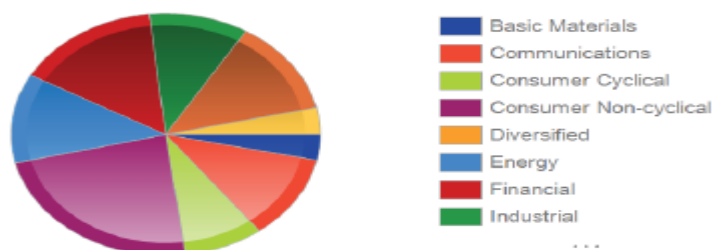
2002	-22,07%
2001	-11,90%
2000	-9,16%
Θεμελιώδη στοιχεία	
Στοιχεία ενεργητικού (σε εκ. \$)	\$72.584,6
Λόγος P/E	14.62
Λόγος P/B	2.06
Ετήσια απόδοση	2.4%
Κίνδυνος - Μέσος όρος τριετίας	
Alpha	0
Beta	1
Τυπική απόκλιση	5.64
Tracking error (τελευταίου έτους)	3.45
Δείκτης Sharpe	-0.45



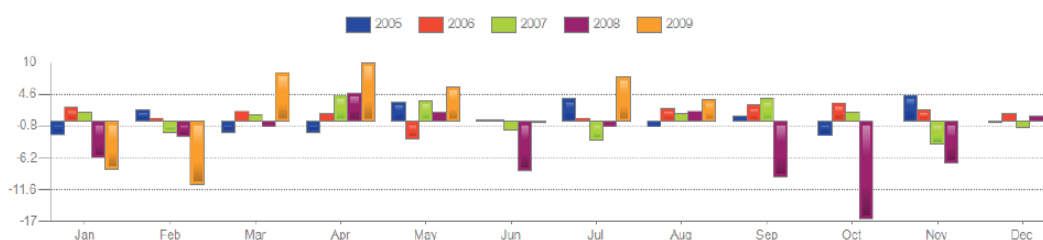
Γράφημα 1. Διαχρονική εξέλιξη τιμών SPY και S&P500



Γράφημα 2. Εξέλιξη απόκλισης απόδοσης (tracking error) τελευταίου έτους



Σχήμα 5. Κατανομή κεφαλαίων του SPY ανά κλάδο



Σχήμα 6. Εποχικότητα αποδόσεων του SPY

7.3.2. Nasdaq-100 Index Tracking Stock (QQQ:AMEX)

Αυτό ακολουθεί τον δείκτη Nasdaq-100, ο οποίος περιλαμβάνει τις 100 μεγαλύτερες εγγεγραμμένες στο Χρηματιστήριο του Nasdaq εταιρίες βάσει κεφαλαιοποίησης. Δεν περιέχει χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ή επενδυτικές εταιρίες. Θεωρείται ευρέως ως μέτρο αναφοράς των επιδόσεων τεχνολογίας και περιλαμβάνει εταιρίες με αντικείμενο, όπως hardware και software υπολογιστών, τηλεπικοινωνίες, λιανικό/χονδρικό εμπόριο και βιοτεχνολογία.

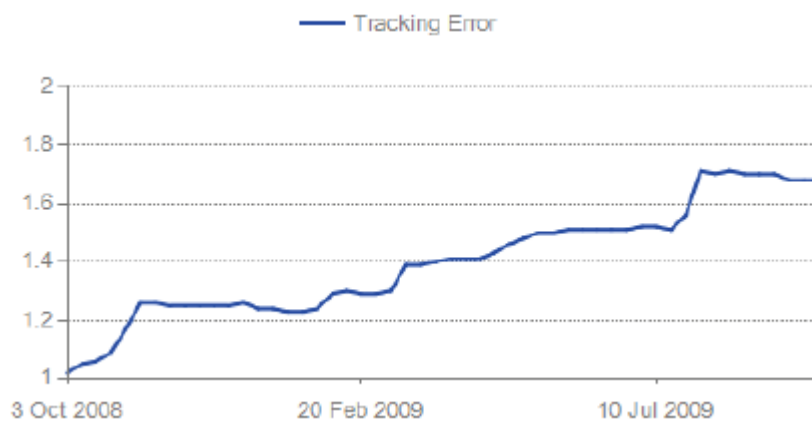
Βασικά στοιχεία ΔΑΚ	
Όνομασία Διαπραγματεύσιμου Αμοιβαίου Κεφαλαίου	Nasdaq-100 Index Tracking Stock
Εκδότρια Εταιρία	PowerShares Capital Management
Είδος	Μετοχικό
Κατηγορία επενδύσεων ΔΑΚ	U.S. Large Cap Blend
Σύμβολο Διαπραγμάτευσης	QQQQ
Ποσοστό εξόδων	0.20%
Μέσο ποσοστό εξόδων κατηγορίας	0.33%
Δικαιώματα	Ναι
Ημερομηνία έναρξης	10/3/1999

Μέθοδος παρακολούθησης	Απόλυτη αντιγραφή
Βασικά στοιχεία δείκτη αναφοράς	
Όνομα δείκτη	Nasdaq-100 Index
Πάροχος δείκτη	Nasdaq
Αριθμός συμμετοχών του δείκτη	Κάτω από 100
Συχνότητα αναπροσαρμογής	Ανά τρίμηνο
Ετησιοποιημένες αποδόσεις	
1-χρόνου	-12.74%
3- χρόνων	1.36%
5-χρόνων	3.82%
10-χρόνων	-3.7%
Ετήσιες αποδόσεις ανά έτος	
2009	34,72%
2008	-41,67%
2007	19,07%
2006	7,02%
2005	1,66%
2004	10,54%
2003	49,17%
2002	-37,66%

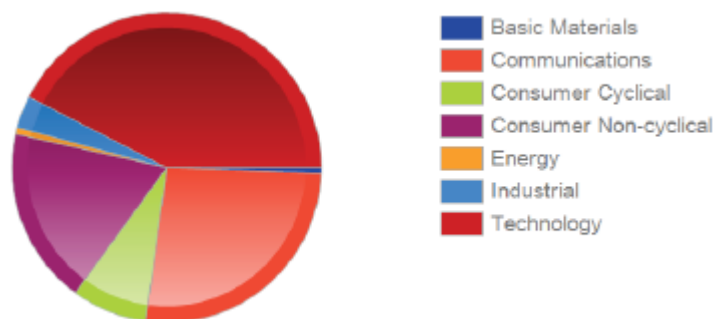
2001	-32,78%
2000	-36,93%
Θεμελιώδη στοιχεία	
Στοιχεία ενεργητικού (σε εκ. \$)	\$16.370,8
Λόγος P/E	23.67
Λόγος P/B	3.49
Ετήσια απόδοση	0.4%
Κίνδυνος - Μέσος όρος τριετίας	
Alpha	0.71
Beta	1.09
Τυπική απόκλιση	6.77
Tracking error (τελευταίου έτους)	1.70
Δείκτης Sharpe	-0.07



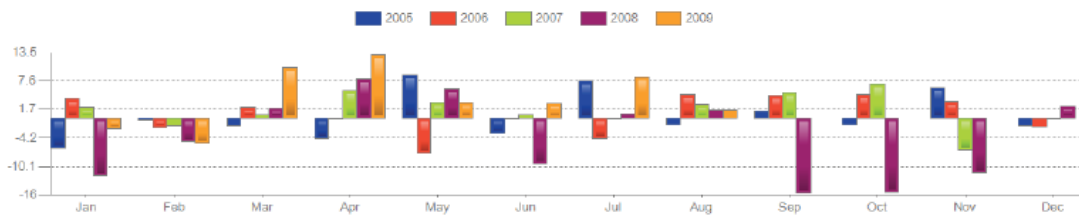
Γράφημα 3. Διαχρονική εξέλιξη τιμών QQQ και NASDAQ 100



Γράφημα 4. Εξέλιξη απόκλισης απόδοσης (tracking error) τελευταίου έτους



Σχήμα 7. Κατανομή κεφαλαίων του QQQ ανά κλάδο



Σχήμα 8. Εποχικότητα αποδόσεων του QQQ

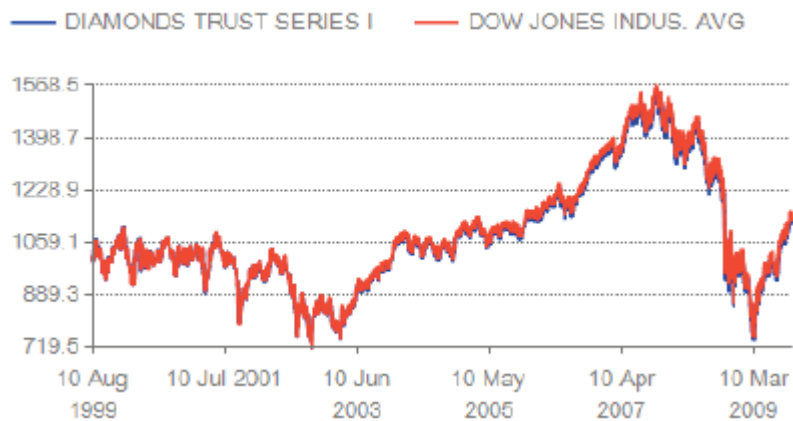
7.3.3. DIAMONDS Trust (DIA:AMEX)

Το δημοφιλές αυτό ΔΑΚ ακολουθεί τον δείκτη Dow Jones Industrial Average, ο οποίος αποτελεί σημείο αναφοράς των επιδόσεων 30 μετοχών της μεγάλης κεφαλαιοποίησης όπως επιλέχθηκαν από τη Wall Street Journal. Ο δείκτης χρησιμεύει ως ένα καλό βαρόμετρο για πολύ μεγάλες μακρόβιες αμερικανικές επιχειρήσεις αν και είναι ιδιαίτερα - υποκειμενικός και μάλλον απαρχαιωμένος στην μέθοδο του.

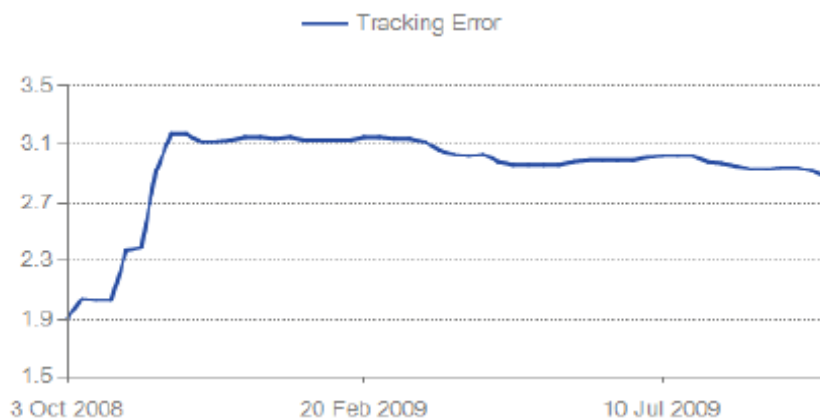
Βασικά στοιχεία ΔΑΚ	
Όνομασία Διαπραγματεύσιμου Αμοιβαίου Κεφαλαίου	DIAMONDS Trust
Εκδότρια Εταιρία	State Street Global Advisors
Είδος	Μετοχικό
Κατηγορία επενδύσεων ΔΑΚ	U.S. Large Cap Blend
Σύμβολο Διαπραγμάτευσης	DIA
Ποσοστό εξόδων	0.18%
Μέσο ποσοστό εξόδων κατηγορίας	0.33%
Δικαιώματα	Ναι

Ημερομηνία έναρξης	13/1/1998
Μέθοδος παρακολούθησης	Απόλυτη αντιγραφή
Βασικά στοιχεία δείκτη αναφοράς	
Όνομα δείκτη	Dow Jones Industrial Average
Πάροχος δείκτη	Dow Jones & Co.
Αριθμός συμμετοχών του δείκτη	Κάτω από 100

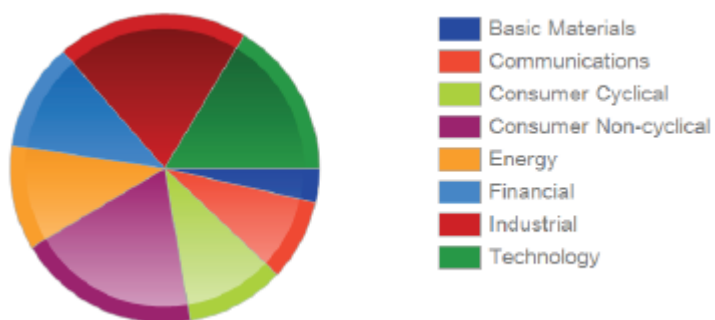
Συχνότητα αναπροσαρμογής	Καθημερινά
Ετησιοποιημένες αποδόσεις	
1-χρόνου	-15.17%
3- χρόνων	-3.45%
5-χρόνων	0.95%
10-χρόνων	0.73%
Ετήσιες αποδόσεις ανά έτος	
2009	10,32%
2008	-31,93%
2007	8,72%
2006	18,81%
2005	1,53%
2004	4,89%
2003	27,95%
2002	-15,10%
2001	-5,52%
2000	-4,84%
Θεμελιώδη στοιχεία	
Στοιχεία ενεργητικού (σε εκ. \$)	\$7.989,7
Λόγος P/E	12.97
Λόγος P/B	2.49
Ετήσια απόδοση	3.1%
Κίνδυνος - Μέσος όρος τριετίας	
Alpha	0.15
Beta	0.9
Τυπική απόκλιση	5.24
Tracking error (τελευταίου έτους)	2.91
Δείκτης Sharpe	-0.35



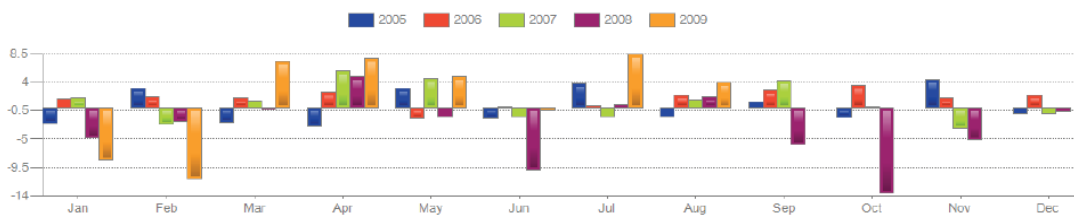
Γράφημα 5. Διαχρονική εξέλιξη τιμών DIA και DJI



Γράφημα 6. Εξέλιξη απόκλισης απόδοσης (tracking error) τελευταίου έτους



Σχήμα 9. Κατανομή κεφαλαίων του DIA ανά κλάδο



Σχήμα 10. Εποχικότητα αποδόσεων του DIA

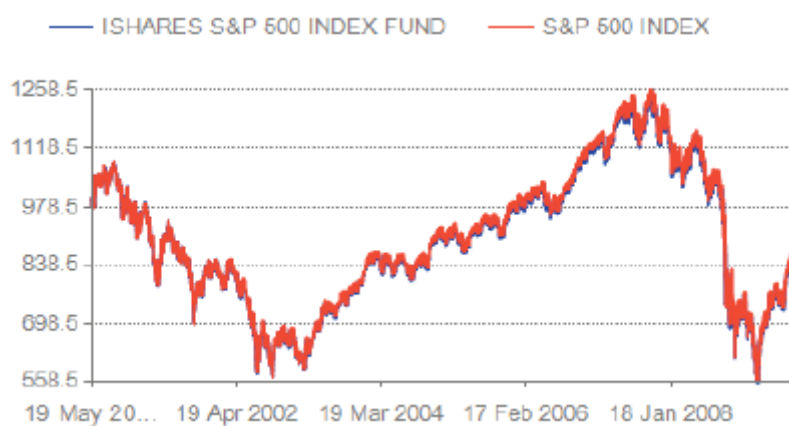
7.3.4. iShares S & P 500 (IVV:AMEX)

Συνιστά την ελαφρώς πιο φθηνή εκδοχή του SPDR που προσφέρει η Barclays, επομένως ακολουθεί τον δείκτη S&P 500, ο οποίος θεωρείται όπως έχει ήδη αναφερθεί ως πρότυπο μέτρησης της απόδοσης των μετοχών της μεγάλης κεφαλαιοποίησης της αγοράς των ΗΠΑ.

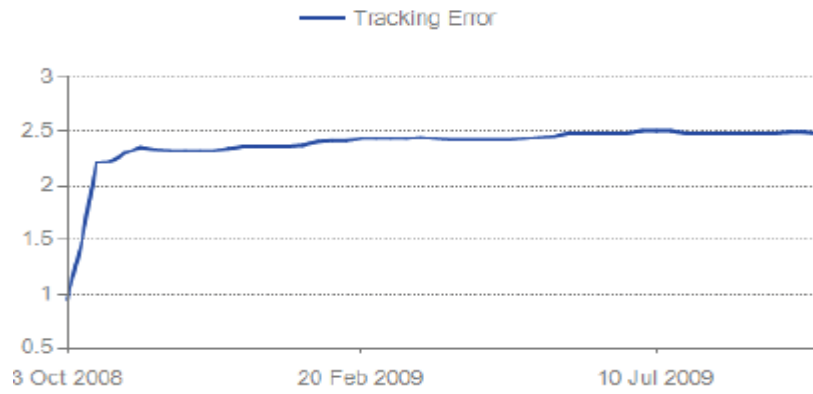
Βασικά στοιχεία ΔΑΚ	
Όνομασία Διαπραγματεύσιμου Αμοιβαίου Κεφαλαίου	iShares S&P 500
Εκδότρια Εταιρία	Barclays Global Investors
Είδος	Μετοχικό
Κατηγορία επενδύσεων ΔΑΚ	U.S. Large Cap Blend
Σύμβολο Διαπραγμάτευσης	IVV
Ποσοστό εξόδων	0.09%
Μέσο ποσοστό εξόδων κατηγορίας	0.33%
Δικαιώματα	Ναι
Ημερομηνία έναρξης	15/5/2002
Μέθοδος παρακολούθησης	Απόλυτη αντιγραφή
Βασικά στοιχεία δείκτη αναφοράς	
Όνομα δείκτη	S&P 500 Index
Πάροχος δείκτη	Standard & Poor's
Αριθμός συμμετοχών του δείκτη	100-500
Συχνότητα αναπροσαρμογής	Καθημερινά
Ετησιοποιημένες αποδόσεις	
1-χρόνου	-18.2%
3- χρόνων	-5.78%

5-χρόνων	0.46%
10-χρόνων	
Ετήσιες αποδόσεις ανά έτος	
2009	14,97%
2008	-36,94%
2007	5,44%

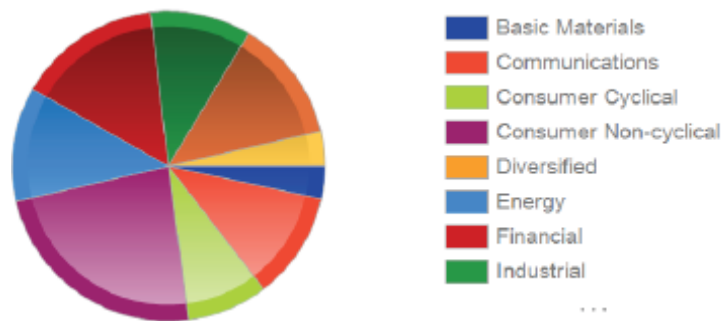
2006	15,68%
2005	4,84%
2004	10,75%
2003	28,49%
2002	-22,10%
2001	-11,96%
2000	
Θεμελιώδη στοιχεία	
Στοιχεία ενεργητικού (σε εκ. \$)	\$19.814
Λόγος P/E	16.11
Λόγος P/B	2.06
Ετήσιο επιτόκιο	2.3%
Κίνδυνος - Μέσος όρος τριετίας	
Alpha	0
Beta	1
Τυπική απόκλιση	5.65
Tracking error (τελευταίου έτους)	2.49
Δείκτης Sharpe	-0.45



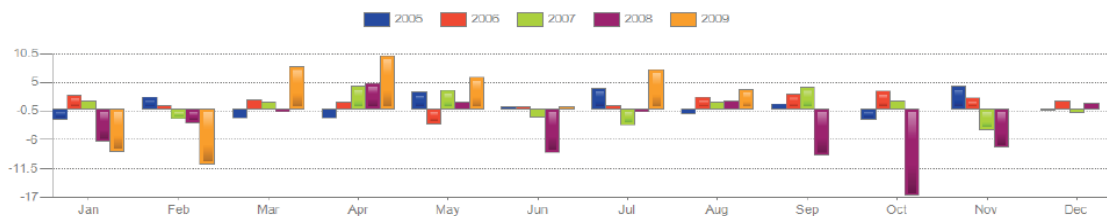
Γράφημα 7. Διαχρονική εξέλιξη τιμών IVV και S&P500



Γράφημα 8. Εξέλιξη απόκλισης απόδοσης (tracking error) τελευταίου έτους



Σχήμα 11. Κατανομή κεφαλαίων του IVV ανά κλάδο



Σχήμα 12. Εποχικότητα αποδόσεων του IVV

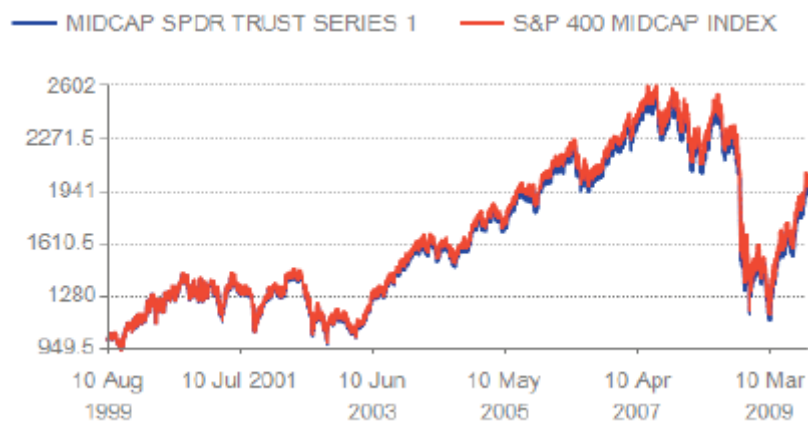
7.3.5. Standard & Poor's MidCap 400 SPDRs (MDY:AMEX)

Ακολουθεί τον δείκτη S&P MidCap 400, ο οποίος μετρά την απόδοση του τομέα επιχειρήσεων μεσαίου μεγέθους της αμερικανικής αγοράς και συμπληρώνει τον S&P 500.

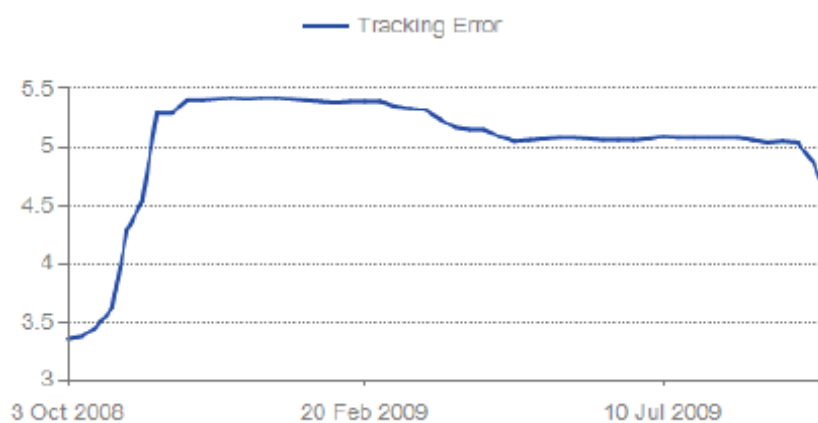
Βασικά στοιχεία ΔΑΚ	
Όνομασία Διαπραγματεύσιμου Αμοιβαίου Κεφαλαίου	Standard & Poor's MidCap 400 SPDRs
Εκδότρια Εταιρία	State Street Global Advisors
Είδος	Μετοχικό
Κατηγορία επενδύσεων ΔΑΚ	U.S. Mid Cap Blend
Σύμβολο Διαπραγμάτευσης	MDY
Ποσοστό εξόδων	0.25%
Μέσο ποσοστό εξόδων κατηγορίας	0.35%
Δικαιώματα	Ναι
Ημερομηνία έναρξης	5/4/1995
Μέθοδος παρακολούθησης	Απόλυτη αντιγραφή
Βασικά στοιχεία δείκτη αναφοράς	
Όνομα δείκτη	S&P MidCap 400 Index
Πάροχος δείκτη	Standard & Poor's
Αριθμός συμμετοχών του δείκτη	100-500

Συχνότητα αναπροσαρμογής	Καθημερινά
Ετησιοποιημένες αποδόσεις	
1-χρόνου	-18.37%
3- χρόνων	-3.27%
5-χρόνων	3.67%
10-χρόνων	6.22%
Ετήσιες αποδόσεις ανά έτος	
2009	22,69%
2008	-36,29%
2007	7,65%
2006	10,02%
2005	12,16%
2004	16,15%
2003	35,16%
2002	-15,74%
2001	0,33%
2000	17,08%
Θεμελιώδη στοιχεία	
Στοιχεία ενεργητικού (σε εκ. \$)	\$7.381,7
Λόγος P/E	15.83
Λόγος P/B	1.74
Ετήσιο επιτόκιο	1.4%
Κίνδυνος - Μέσος όρος τριετίας	
Alpha	0.33
Beta	1.13

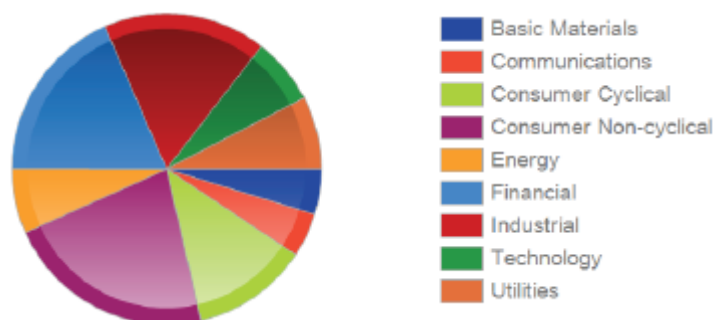
Τυπική απόκλιση	6.66
Tracking error (τελευταίου έτους)	4.58
Δείκτης Sharpe	-0.27



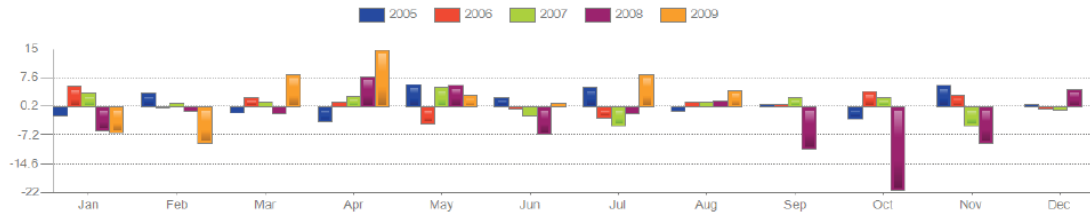
Γράφημα 9. Διαχρονική εξέλιξη τιμών MDY και S&P MidCap 400



Γράφημα 10. Εξέλιξη απόκλισης απόδοσης (tracking error) τελευταίου έτους



Σχήμα 13. Κατανομή κεφαλαίων του MDY ανά κλάδο



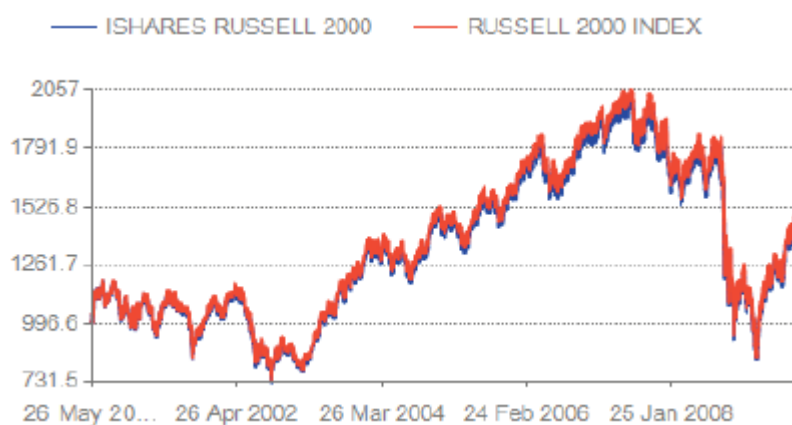
Σχήμα 14. Εποχικότητα αποδόσεων του MDY

7.3.6. iShares Russell 2000 (IWM:AMEX)

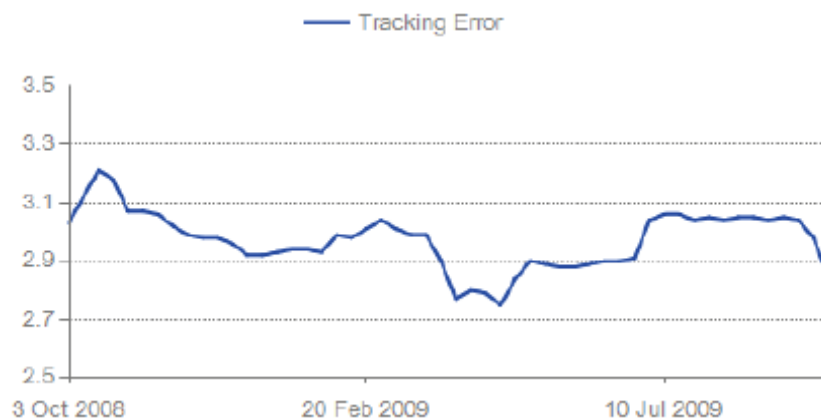
Ακολουθεί ένα δημοφιλές μέτρο των επιδόσεων εταιριών της μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης, το δείκτη Russell 2000. Η μεθοδολογία που χρησιμοποιεί αυτός ο δείκτης οδηγεί σε σχετικά υψηλές αποδόσεις. Ο δείκτης Russell 2000 αντιπροσωπεύει επιχειρήσεις με αγοραία αξία μεταξύ \$20 και \$300 εκατομμυρίων, οι οποίες αποτελούν περίπου το 8 έως 9 τοις εκατό της συνολικής αγοράς.

Βασικά στοιχεία ΔΑΚ	
Όνομασία Διαπραγματεύσιμου Αμοιβαίου Κεφαλαίου	iShares Russell 2000
Εκδότρια Εταιρία	Barclays Global Investors
Είδος	Μετοχικό
Κατηγορία επενδύσεων ΔΑΚ	U.S. Small Cap Blend
Σύμβολο Διαπραγμάτευσης	IWM
Ποσοστό εξόδων	0.20%
Μέσο ποσοστό εξόδων κατηγορίας	0.42%
Δικαιώματα	Ναι
Ημερομηνία έναρξης	22/5/2000
Μέθοδος παρακολούθησης	Απόλυτη αντιγραφή
Βασικά στοιχεία δείκτη αναφοράς	
Όνομα δείκτη	Russell 2000 Index
Πάροχος δείκτη	Russell Investment Group
Αριθμός συμμετοχών του δείκτη	Πάνω από 1.500
Συχνότητα αναπροσαρμογής	Καθημερινά

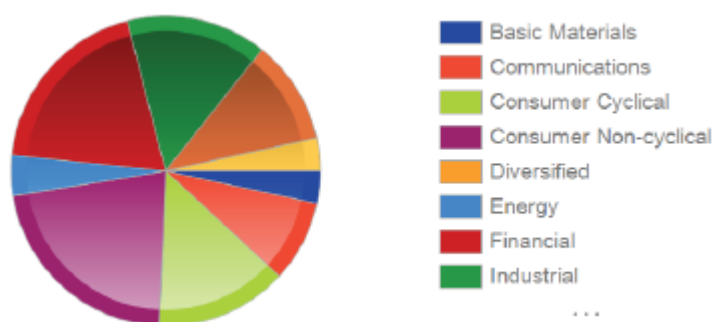
Ετησιοποιημένες αποδόσεις	
1-χρόνου	-21.12%
3- χρόνων	-6%
5-χρόνων	2.2%
10-χρόνων	
Ετήσιες αποδόσεις ανά έτος	
2009	15,78%
2008	-33,65%
2007	-1,47%
2006	18,17%
2005	4,47%
2004	18,14%
2003	46,92%
2002	-20,49%
2001	1,96%
2000	
Θεμελιώδη στοιχεία	
Στοιχεία ενεργητικού (σε εκ. \$)	\$11.949,8
Λόγος P/E	14.88
Λόγος P/B	1.51
Ετήσιο επιτόκιο	1.5%
Κίνδυνος - Μέσος όρος τριετίας	
Alpha	0.13
Beta	1.18
Τυπική απόκλιση	7.03
Tracking error (τελευταίου έτους)	2.76
Δείκτης Sharpe	-0.37



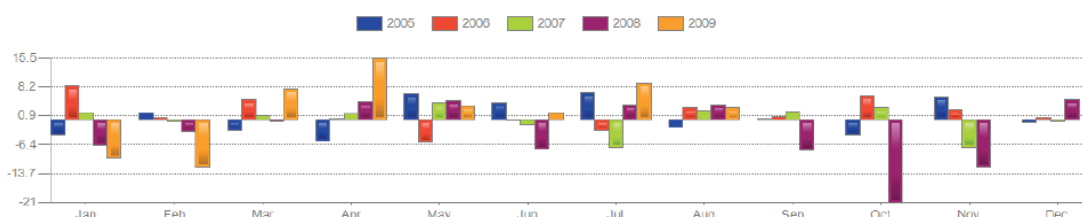
Γράφημα 11. Διαχρονική εξέλιξη τιμών IWM και Russell 2000



Γράφημα 12. Εξέλιξη απόκλισης απόδοσης (tracking error) τελευταίου έτους



Σχήμα 15. Κατανομή κεφαλαίων του IWM ανά κλάδο



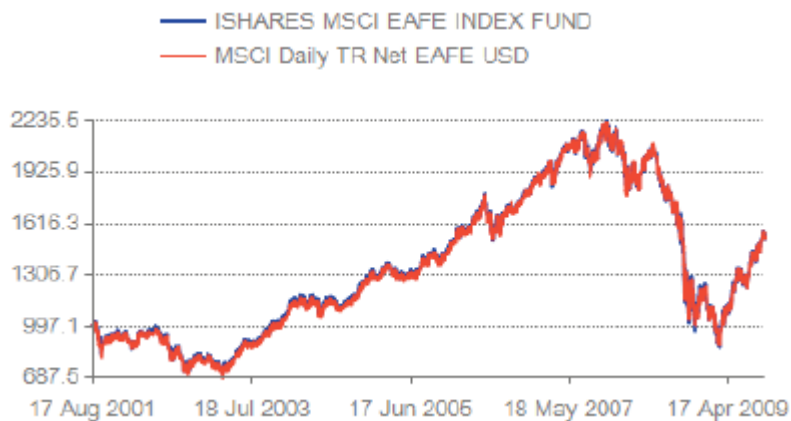
Σχήμα 16. Εποχικότητα αποδόσεων του IWM

7.3.7. iShares MSCI EAFE (EFA:AMEX)

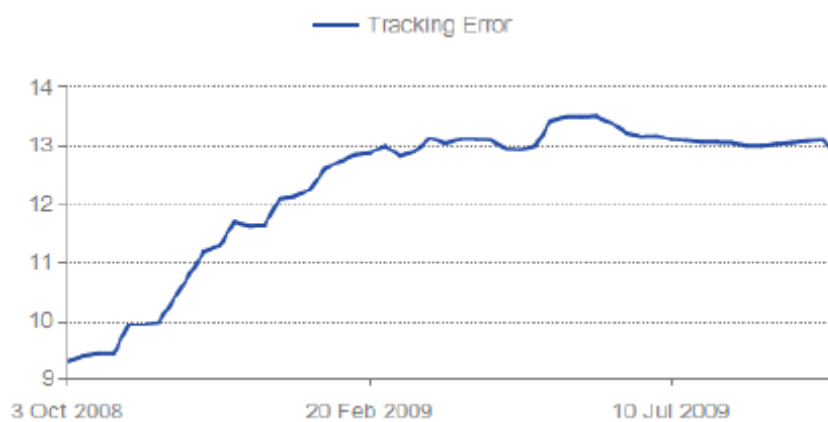
Το iShares MSCI EAFE Index Fund ακολουθεί τον κορυφαίο δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης μη αμερικανικών εταιριών, τον δείκτη MSCI EAFE, που περιλαμβάνει όλες τις σημαντικές οικονομίες εκτός των ΗΠΑ και των αναδυόμενων. Ένας δημοφιλής τρόπος για να αποκτήσει κάποιος έκθεση διεθνώς.

Βασικά στοιχεία ΔΑΚ	
Όνομασία Διαπραγματεύσιμου Αμοιβαίου Κεφαλαίου	iShares MSCI EAFE
Εκδότρια Εταιρία	Barclays Global Investors
Είδος	Μετοχικό
Κατηγορία επενδύσεων ΔΑΚ	International Broad Equity
Σύμβολο Διαπραγμάτευσης	EFA
Ποσοστό εξόδων	0.34%
Μέσο ποσοστό εξόδων κατηγορίας	0.48%
Δικαιώματα	Ναι
Ημερομηνία έναρξης	14/8/2001
Μέθοδος παρακολούθησης	Βάσει δείγματος
Βασικά στοιχεία δείκτη αναφοράς	
Όνομα δείκτη	MSCI EAFE Index
Πάροχος δείκτη	MSCI Barra
Αριθμός συμμετοχών του δείκτη	500-1.500
Συχνότητα αναπροσαρμογής	Καθημερινά
Ετησιοποιημένες αποδόσεις	
1-χρόνου	-14.87%
3- χρόνων	-4.82%
5-χρόνων	5.68%
10-χρόνων	
Ετήσιες αποδόσεις ανά έτος	
2009	23,85%
2008	-43,15
2007	11%
2006	25,99%
2005	13,40%
2004	19,73%
2003	38,39%
2002	-15,64%
2001	
2000	
Θεμελιώδη στοιχεία	
Στοιχεία ενεργητικού (σε εκ. \$)	\$33.471
Λόγος P/E	12.7
Λόγος P/B	1.45

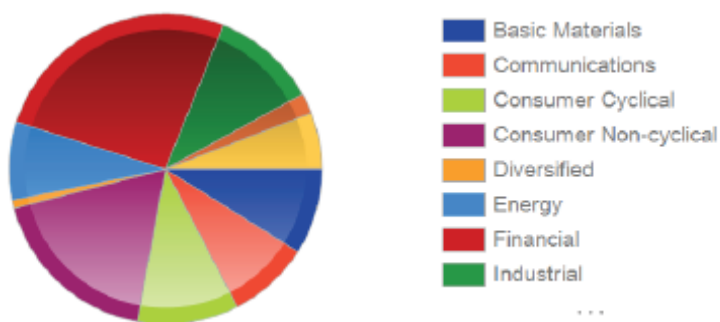
Ετήσιο επιτόκιο	2.8%
Κίνδυνος - Μέσος όρος τριετίας	
Alpha	0.21
Beta	1.13
Τυπική απόκλιση	6.9
Tracking error (τελευταίου έτους)	12.91
Δείκτης Sharpe	-0.33



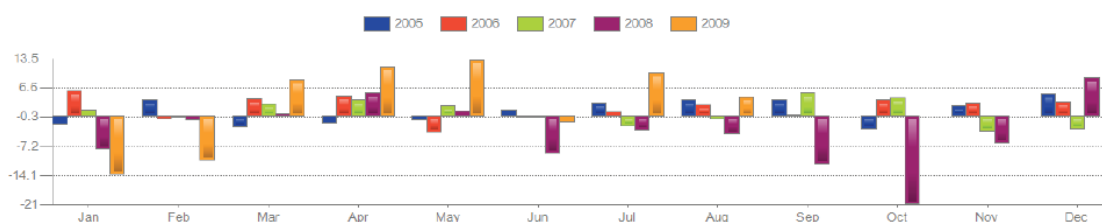
Γράφημα 13. Διαχρονική εξέλιξη τιμών EFA και MSCI EAFE



Γράφημα 14. Εξέλιξη απόκλισης απόδοσης (tracking error) τελευταίου έτους



Σχήμα 17. Κατανομή κεφαλαίων του EFA ανά κλάδο



Σχήμα 18. Εποχικότητα αποδόσεων του EFA

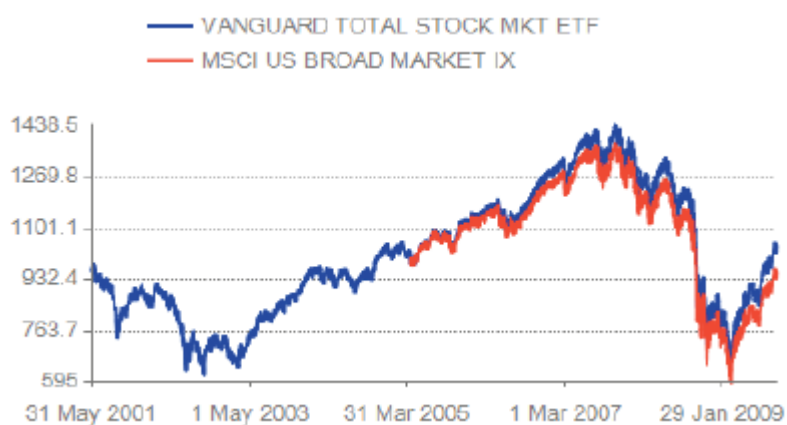
7.3.8. Total Stock Market VIPERs (VTI:AMEX)

Αποτελεί βασικό ΔΑΚ της Vanguard Group, που ακολουθεί τον δείκτη Wilshire 5000 broad market, ο οποίος είναι ένας από τους ευρύτερους δείκτες της αμερικάνικης αγοράς μετοχών. Θεωρείται άριστος δείκτης αναφοράς του συνόλου της αμερικανικής οικονομίας. Αυτός μετρά την απόδοση της μεγάλης πλειοψηφίας όλων των αμερικανικών επιχειρήσεων που διοικούνται από το δημόσιο.

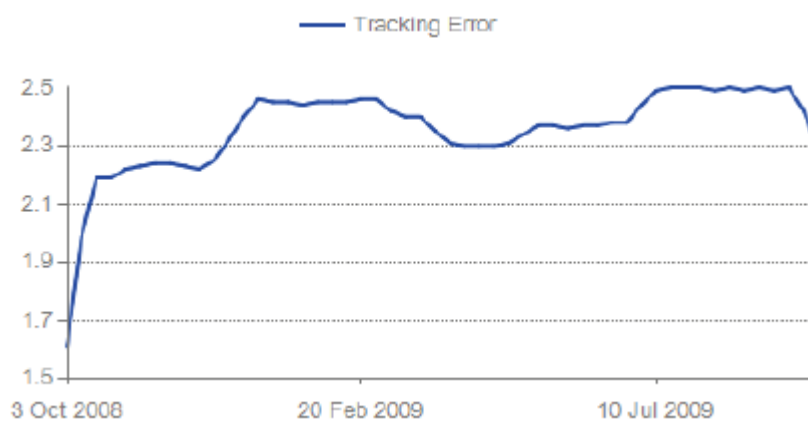
Βασικά στοιχεία ΔΑΚ	
Όνομασία Διαπραγματεύσιμου Αμοιβαίου Κεφαλαίου	Total Stock Market VIPERs
Εκδότρια Εταιρία	Vanguard Group
Είδος	Μετοχικό
Κατηγορία επενδύσεων ΔΑΚ	U.S. Broad Market Equity
Σύμβολο Διαπραγμάτευσης	VTI
Ποσοστό εξόδων	0.09%
Μέσο ποσοστό εξόδων κατηγορίας	0.44%
Δικαιώματα	Ναι
Ημερομηνία έναρξης	24/5/2001
Μέθοδος παρακολούθησης	Βάσει δείγματος
Βασικά στοιχεία δείκτη αναφοράς	
Όνομα δείκτη	MSCI US Broad Market Index
Πάροχος δείκτη	MSCI Barra

Αριθμός συμμετοχών του δείκτη	Πάνω από 1.500
Συχνότητα αναπροσαρμογής	Καθημερινά
Ετησιοποιημένες αποδόσεις	
1-χρόνου	-18.12%
3- χρόνων	-5.25%
5-χρόνων	1.36%
10-χρόνων	
Ετήσιες αποδόσεις ανά έτος	
2009	16,75%
2008	-36,97
2007	5,55%
2006	15,64%
2005	6,08%
2004	12,57%
2003	31,40%
2002	-20,94%

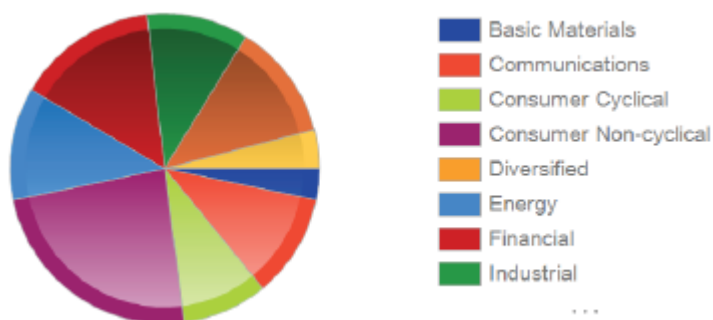
2001	
2000	
Θεμελιώδη στοιχεία	
Στοιχεία ενεργητικού (σε εκ. \$)	\$11.879,5
Λόγος P/E	13.56
Λόγος P/B	1.85
Ετήσιο επιτόκιο	2.2%
Κίνδυνος - Μέσος όρος τριετίας	
Alpha	0.07
Beta	1.03
Τυπική απόκλιση	5.83
Tracking error (τελευταίου έτους)	2.28
Δείκτης Sharpe	-0.41



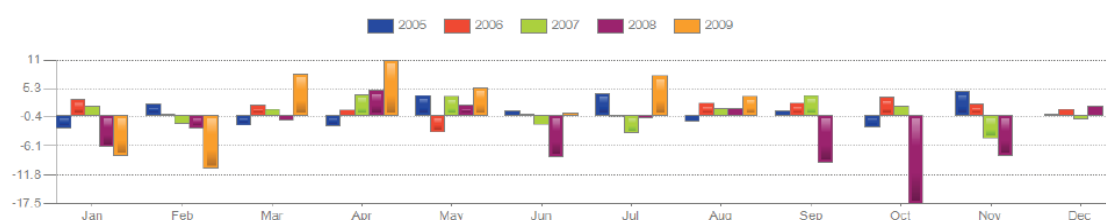
Γράφημα 15. Διαχρονική εξέλιξη τιμών VTI και MSCI US Broad Market Index



Γράφημα 16. Εξέλιξη απόκλισης απόδοσης (tracking error) τελευταίου έτους



Σχήμα 19. Κατανομή κεφαλαίων του VTI ανά κλάδο



Σχήμα 20. Εποχικότητα αποδόσεων του VTI

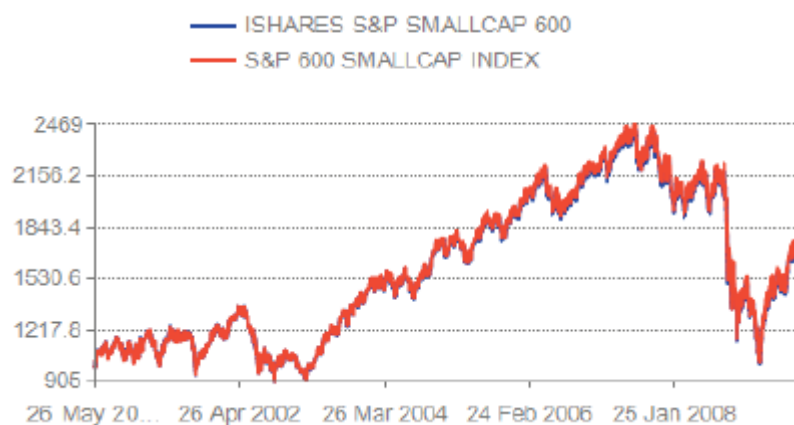
7.3.9. iShares SmallCap 600 (IJR:AMEX)

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

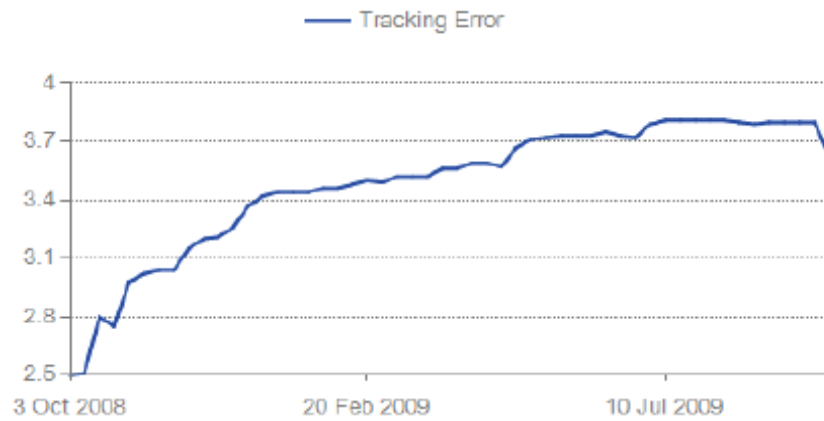
Βασικά στοιχεία ΔΑΚ	
Όνομασία Διαπραγματεύσιμου Αμοιβαίου Κεφαλαίου	iShares SmallCap 600
Εκδότρια Εταιρία	Barclays Global Investors
Είδος	Μετοχικό
Κατηγορία επενδύσεων ΔΑΚ	U.S. Small Cap Blend

Σύμβολο Διαπραγμάτευσης	IJR
Ποσοστό εξόδων	0.20%
Μέσο ποσοστό εξόδων κατηγορίας	0.42%
Δικαιώματα	Ναι
Ημερομηνία έναρξης	22/5/2000
Μέθοδος παρακολούθησης	Απόλυτη αντιγραφή
Βασικά στοιχεία δείκτη αναφοράς	
Όνομα δείκτη	S&P SmallCap 600 Index

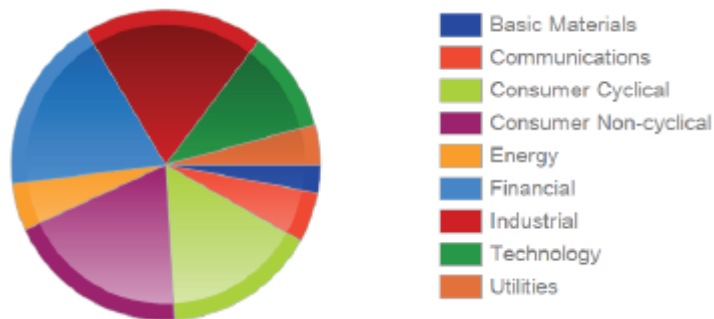
Πάροχος δείκτη	Standard & Poor's
Αριθμός συμμετοχών του δείκτη	500-1.500
Συχνότητα αναπροσαρμογής	Καθημερινά
Ετησιοποιημένες αποδόσεις	
1-χρόνου	-20.81%
3- χρόνων	-5.36%
5-χρόνων	2.74%
10-χρόνων	
Ετήσιες αποδόσεις ανά έτος	
2009	13,58%
2008	-31,09%
2007	-0,44%
2006	14,94%
2005	7,51%
2004	22,43%
2003	38,58%
2002	-14,71%
2001	6,33%
2000	
Θεμελιώδη στοιχεία	
Στοιχεία ενεργητικού (σε εκ. \$)	\$4.536,2
Λόγος P/E	16.27
Λόγος P/B	1.54
Ετήσιο επιτόκιο	1.3%
Κίνδυνος - Μέσος όρος τριετίας	
Alpha	0.18
Beta	1.16
Τυπική απόκλιση	7.01
Tracking error (τελευταίου έτους)	3.4
Δείκτης Sharpe	-0.34



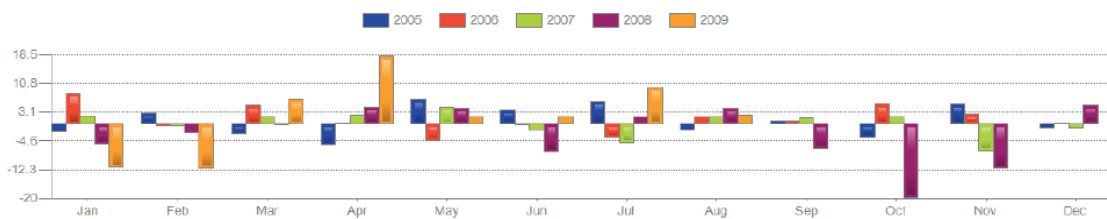
Γράφημα 17. Διαχρονική εξέλιξη τιμών IJR και S&P SmallCap 600



Γράφημα 18. Εξέλιξη απόκλισης απόδοσης (tracking error) τελευταίου έτους



Σχήμα 21. Κατανομή κεφαλαίων του IIR ανά κλάδο



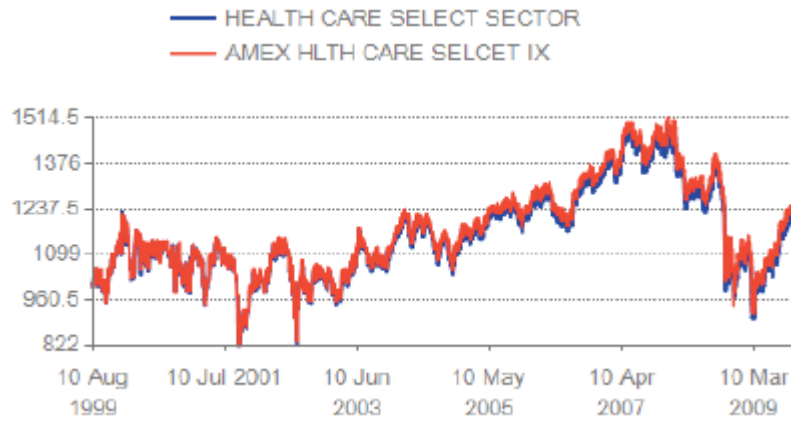
Σχήμα 22. Εποχικότητα αποδόσεων του IIR

7.3.10. Health Care Services Select Sector SPDR (AMEX:XLV)

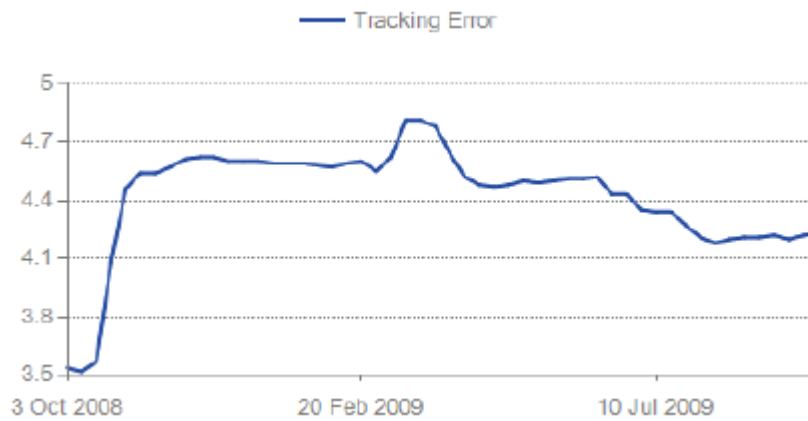
Ένα από τα πολλά ΔΑΚ επί κλάδων που παρέχεται από την S&P, που ακολουθεί επιχειρήσεις υπηρεσιών υγείας επιλεγμένες από τον δείκτη S&P500.

Βασικά στοιχεία ΔΑΚ	
Όνομασία Διαπραγματεύσιμου Αμοιβαίου Κεφαλαίου	Consumer Services Select Sector SPDR
Εκδότρια Εταιρία	State Street Global Advisors
Είδος	Μετοχικό
Κατηγορία επενδύσεων ΔΑΚ	U.S. Industry Sector
Σύμβολο Διαπραγμάτευσης	XLV
Ποσοστό εξόδων	0.21%
Μέσο ποσοστό εξόδων κατηγορίας	0.44%
Δικαιώματα	Ναι
Ημερομηνία έναρξης	16/12/1998
Μέθοδος παρακολούθησης	Απόλυτη αντιγραφή
Βασικά στοιχεία δείκτη αναφοράς	
Όνομα δείκτη	Health Care Select Sector Index
Πάροχος δείκτη	Standard & Poor's
Αριθμός συμμετοχών του δείκτη	Κάτω από 100
Συχνότητα αναπροσαρμογής	Καθημερινά
Ετησιοποιημένες αποδόσεις	
1-χρόνου	-10.54%
3- χρόνων	-2.78%
5-χρόνων	1.03%
10-χρόνων	1.68%
Ετήσιες αποδόσεις ανά έτος	
2009	8,77%
2008	-23,15
2007	6,93%
2006	7,10%
2005	6,43%
2004	1,48%
2003	14,75%
2002	-1,67%
2001	-0,20%
2000	-11,58%
Θεμελιώδη στοιχεία	
Στοιχεία ενεργητικού (σε εκ. \$)	\$1.987,8
Λόγος P/E	14.71
Λόγος P/B	2.71
Ετήσιο επιτόκιο	2%
Κίνδυνος - Μέσος όρος τριετίας	

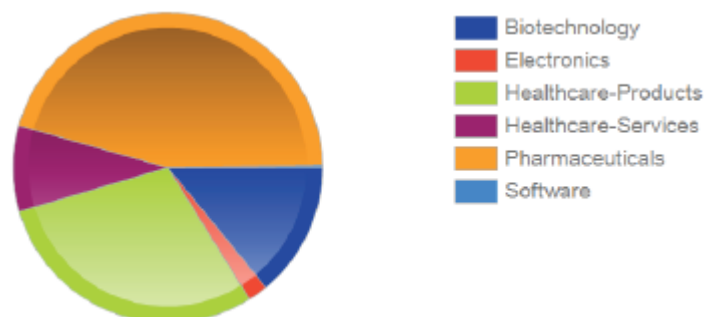
Alpha	0.11
Beta	0.69
Τυπική απόκλιση	4.81
Tracking error (τελευταίου έτους)	3.90
Δείκτης Sharpe	-0.34



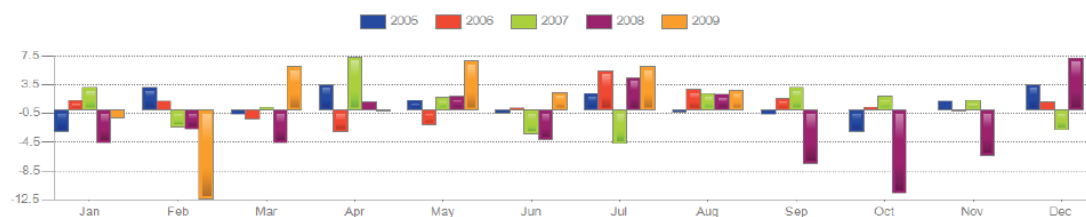
Γράφημα 19. Διαχρονική εξέλιξη τιμών XLV και Health Care Select Sector Index



Γράφημα 20. Εξέλιξη απόκλισης απόδοσης (tracking error) τελευταίου έτους



Σχήμα 23. Κατανομή κεφαλαίων του XLV ανά κλάδο



Σχήμα 24. Εποχικότητα αποδόσεων του XLV

7.4. Που Οφείλεται Το Tracking Error

7.4.1. Έξοδα Και Κόστη Διαχείρισης Συναλλαγών

Από την ίδρυση τους τα ΔΑΚ συνεπάγονται κάποια έξοδα, που αναφέρονται στη λειτουργία του χαρτοφυλακίου, την αναπροσαρμογή του, τις ροές κεφαλαίων από επενδυτές και τα κόστη συναλλαγών. Επομένως, εν αντιθέσει με τον δείκτη αναφοράς που δεν αντανακλά καθόλου έξοδα, παρά το γεγονός ότι τα ΔΑΚ έχουν σχεδόν τα μικρότερα διαχειριστικά έξοδα και κόστη συναλλαγών συγκριτικά με τα λοιπά είδη επενδύσεων, η απόδοσή τους δεν παύει να επιβαρύνεται με αυτά.

7.4.2. Πολιτική Επανεπένδυσης Μερισμάτων

Μολονότι οι αξίες που συνθέτουν το χαρτοφυλάκιο του ΔΑΚ διανέμουν μέρισμα δεν συμβαίνει το ίδιο και με το δείκτη αναφοράς, ο οποίος συνήθως αναπροσαρμόζει την τιμή του. Επιπροσθέτως, δεν ταυτίζονται χρονικά αυτές οι δύο ενέργειες.

7.4.3. Πριμ (premiums) Και Εκπτώσεις (discounts) Στο Τέλος Κάποιας Περιόδου

Καθημερινά, οι μετοχές των εταιριών στις οποίες συμμετέχει το ΔΑΚ ως εισηγμένες στο χρηματιστήριο αποτιμώνται με βάση τη διαπραγμάτευση τους. Κατά συνέπεια η χρηματιστηριακή τιμή που είναι καθαρά θέμα προσφοράς και ζήτησης μπορεί να είναι πάνω ή κάτω από την αποτίμηση των επενδύσεων του. Στην πρώτη περίπτωση λέγεται ότι οι μετοχές της εταιρίας διαπραγματεύονται με premium, ενώ στη δεύτερη περίπτωση με discount. Αυτός είναι ένας ακόμα λόγος εξαιτίας του οποίου προκύπτουν διαφορές στις αποδόσεις των ΔΑΚ και των δεικτών αναφοράς.

7.4.4. Ρευστότητα Μετοχών Που Απαρτίζουν Τον Δείκτη

Τα ΔΑΚ ακολουθώντας στενά τη σύνθεση του υποκείμενου δείκτη αναφοράς, αναγκάζονται εξαιτίας και του κανονισμού τους να προβούν σε υποχρεωτικές επενδύσεις σε μικρές και μικρής ρευστότητας μετοχές, οι οποίες επιφέρουν υψηλότερα έξοδα συναλλαγών. Ωστόσο, η ικανότητα του διαχειριστή διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην εμφάνιση και το μέγεθος της απόκλισης, στην πραγματοποίηση της σχεδιασμένης επενδυτικής στρατηγικής και την επίτευξη των επενδυτικών στόχων.

7.4.5. Αλλαγές Στη Χρηματοοικονομική Διάρθρωση Και Τη Σύνθεση Του Δείκτη

Η μεταβλητότητα των δεικτών και η τακτική αναθεώρηση των δεικτών, οδηγούν στην είσοδο και την έξοδο εταιριών από το δείκτη, αλλά και σε μειωμένη ικανότητα ακριβούς ανταπόκρισης της απόδοσης των ΔΑΚ, καθώς αυξάνονται τα κόστη συναλλαγών, ενώ ταυτόχρονα υπάρχει χρονική υστέρηση όσον αφορά την αναδιάρθρωση μεταξύ ΔΑΚ και του δείκτη.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

Θεωρία Χαρτοφυλακίου Και Τα ΔΑΚ

8.1. Το Μοντέλο του Markowitz

Στον Harry Markowitz οφείλεται η θεωρία χαρτοφυλακίου και απευθύνεται στο πρόβλημα της άριστης επιλογής χρηματοοικονομικών τοποθετήσεων, όταν αυτές χαρακτηρίζονται από ποικιλία βαθμών κινδύνου και προσδοκώμενων αποδόσεων.

Έστω n περιουσιακά στοιχεία και έστω χαρτοφυλάκιο με βάρη w_i τα οποία αθροίζουν στη μονάδα. Για να βρούμε το σύνολο των χαρτοφυλακίων με την ελάχιστη διακύμανση (minimum-variance set) και το σημείο ελάχιστης διακύμανσης (minimum variance point) θεωρούμε μία τυχαία μέση τιμή \bar{r} . Ζητάμε να βρούμε το χαρτοφυλάκιο με την ελάχιστη διακύμανση που έχει αυτή τη μέση τιμή. Δηλαδή:

$$\begin{aligned} \min \quad & \frac{1}{2} \sum_{i,j=1}^n w_i w_j \sigma_{ij} \\ \text{ώστε:} \quad & \sum_{i=1}^n w_i \bar{r}_i = \bar{r} \\ & \sum_{i=1}^n w_i = 1 \end{aligned}$$

Το πρόβλημα αυτό είναι γνωστό ως πρόβλημα του Markowitz.

Η λύση του δίνεται με χρήση των πολλαπλασιαστών Lagrange. Σχηματίζουμε την Lagrangian:

$$L = \frac{1}{2} \sum_{i,j=1}^n w_i w_j \sigma_{ij} - \lambda \left(\sum_{i=1}^n w_i \bar{r}_i - \bar{r} \right) - \mu \left(\sum_{i=1}^n w_i - 1 \right)$$

Παίρνουμε τις μερικές παραγώγους ως προς w_i, λ, μ και θέτουμε ίσες με μηδέν. Οι εξισώσεις που παίρνουμε γίνονται

$$\begin{aligned} \sum_{j=1}^n w_j \sigma_{ij} - \lambda \bar{r}_i - \mu &= 0 \quad \text{για } i=1 \dots n \\ \sum_{i=1}^n w_i \bar{r}_i &= \bar{r} \\ \sum_{i=1}^n w_i &= 1 \end{aligned}$$

Το παραπάνω είναι ένα σύστημα $n+2$ εξισώσεων με $n+2$ άγνωστους τα w_i, λ, μ .

Στα παραπάνω έχουμε υποθέσει ότι επιτρέπεται το short selling. Στην αντίθετη περίπτωση το πρόβλημα ελαχιστοποίησης παίρνει τη μορφή

$$\begin{aligned} \min \quad & \frac{1}{2} \sum_{i,j=1}^n w_i w_j \sigma_{ij} \\ \text{ώστε} \quad & \sum_{i=1}^n w_i \bar{r}_i = \bar{r} \\ & \sum_{i=1}^n w_i = 1 \\ & w_i \geq 0 \quad \text{για } i = 1 \dots n \end{aligned}$$

και είναι γνωστό ως quadratic program.

8.2. Two- Fund Theorem

Αν πάρουμε δύο λύσεις w^1, w^2 του προβλήματος Markowitz παρατηρούμε εύκολα ότι κάθε συνδυασμός τους της μορφής $\alpha w^1 + (1-\alpha)w^2, -\infty < \alpha < \infty$ είναι επίσης λύση του προβλήματος του Markowitz. Αυτό όμως που είναι το πιο σημαντικό είναι το ακόλουθο Θεώρημα: Υπάρχουν δύο efficient χαρτοφυλάκια ώστε κάθε efficient χαρτοφυλάκιο να μπορεί να εκφραστεί σε όρους μέσης τιμής και διακύμανσης σε συνδυασμός τους. Με άλλα λόγια οι επενδυτές που ψάχνουν να βρουν efficient χαρτοφυλάκια αρκεί να επενδύσουν σε συνδυασμούς δύο διαπραγματεύσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων.

Τα αποτελέσματα αυτού του θεωρήματος είναι πολύ σημαντικά καθώς ουσιαστικά μας λέει ότι αρκούν δυο διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια για να μπορέσουμε να κατασκευάσουμε την επενδυτική επιλογή του κάθε επενδυτή. Βέβαια η παραδοχή αυτή προϋποθέτει ότι όλοι οι επενδυτές ενδιαφέρονται για τη μέση τιμή και τη διακύμανση.

8.3. The One – Fund Theorem

Μέχρι στιγμής είχαμε σιωπηρά υποθέσει ότι όλα τα περιουσιακά στοιχεία έχουν κίνδυνο (risky assets), δηλαδή ότι έχουν τυπική απόκλιση $\sigma > 0$. Ένα περιουσιακό

στοιχείο χωρίς κίνδυνο (risk-free asset) έχει απόδοση γνωστή με βεβαιότητα και άρα $\sigma=0$. Το ερώτημα που προκύπτει είναι πως αλλάζουν τα προηγούμενα αποτελέσματα αν ένα από τα περιουσιακά στοιχεία είναι χωρίς κίνδυνο. Έστω r_f η απόδοση του. Τότε αυτή είναι και η αναμενόμενη απόδοση του.

Αν το περιουσιακό στοιχείο χωρίς κίνδυνο συνδυαστεί με ένα περιουσιακό στοιχείο ή χαρτοφυλάκιο με κίνδυνο και απόδοση r_{risk} , τότε είναι άμεσο ότι αυτά τα δύο είναι ασυσχέτιστα (ως προς τις αποδόσεις τους). Αν βάρος α επενδυθεί στο περιουσιακό στοιχείο χωρίς κίνδυνο και $(1-\alpha)$ σε αυτό με κίνδυνο, τότε οι αποδόσεις και διακυμάνσεις γίνονται :

$$\begin{aligned} r &= \alpha r_f + (1-\alpha)r_{risk} \\ \bar{r} &= \alpha r_f + (1-\alpha)\bar{r}_{risk} \\ \sigma &= (1-\alpha)\sigma_{risk} \end{aligned}$$

Οι παραπάνω εξισώσεις δείχνουν ότι στο διάγραμμα μέσης τιμής-τυπικής απόκλισης διατρέχουν μία ευθεία που διέρχεται από το περιουσιακό στοιχείο χωρίς κίνδυνο και αυτό με κίνδυνο.

Επομένως, αν θεωρήσουμε ότι έχουμε στη διάθεση μας επιπλέον και ένα περιουσιακό στοιχείο χωρίς κίνδυνο (και ότι μπορούμε να δανείζουμε και να δανειζόμαστε στο επιτόκιο χωρίς κίνδυνο), τότε μπορούμε να κατασκευάσουμε χαρτοφυλάκια χρησιμοποιώντας ένα οποιοδήποτε χαρτοφυλάκιο από περιουσιακά στοιχεία με κίνδυνο, όπως ένα διαπραγματεύσιμο αμοιβαίο κεφάλαιο, και το περιουσιακό στοιχείο χωρίς κίνδυνο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9

Εργαλεία Επιλογής ΔΑΚ

9.1. Επιλογή Μεταξύ Διαφόρων ΔΑΚΜε Παρόμοιο Επενδυτικό Αντικείμενο

Το πιο ελκυστικό χαρακτηριστικό των ΔΑΚ προς τους ιδιώτες επενδυτές είναι η μεγάλη ποικιλία επιλογών. Παρόλο που ο αριθμός των επιλογών μπορεί να φαίνεται υπερβολικός, σε μερικές περιπτώσεις ο ανταγωνισμός ανάμεσα στα διαφορετικά ΔΑΚ δημιουργεί επενδυτικές ευκαιρίες για εκείνους που επιλέγουν τις καλύτερες εναλλακτικές. Σε άλλες περιπτώσεις, είναι πιθανόν να πετύχεις μικρό κέρδος από τις διαθέσιμες εναλλακτικές. Στο κεφάλαιο αυτό εκτίθενται συγκεκριμένα παραδείγματα ορισμένων επενδυτικών περιοχών οι οποίες έχουν πολλαπλά ΔΑΚ και αποδεικνύουν πως η κατάλληλη επιλογή μπορεί να κάνει τη διαφορά. Ο στόχος είναι να αντιληφθούμε πως μπορούμε να εκτιμούμε τις διαθέσιμες επιλογές και όχι να ασχοληθούμε με κάθε κλάδο που έχει πολλαπλά ΔΑΚ.

9.1.1 Ένα Χρήσιμο Εργαλείο – «Διάγραμμα Πτώσης»

Στην αξία μιας επένδυσης η απόλυτη πτώση αποτελεί το μέγιστο ποσοστό πτώσης. Μέχρι τώρα, η απόλυτη πτώση στατιστικά αναπαρίσταται ως το σημείο μέγιστης πτώσης σε ένα διάγραμμα τιμής. Σε αυτό το σημείο επεκτείνουμε την ιδέα ελαφρώς ερευνώντας κατά πόσο η πτώση εξελίσσεται συνεχόμενα διαχρονικά. Αυτό επιτρέπει τον διαχωρισμό των επενδυτικών ζημιών σε περιόδους (μέσω των ενδιάμεσων κορυφών) και την απόφαση ποιες πτώσεις θα ήταν σημαντικές δεδομένου της ψυχοσύνθεσης και της οικονομικής κατάστασης του καθενός. Όταν μια πτώση απεικονίζεται σε σχέση με το χρόνο, με τρόπο όμοιο με αυτό με τα διαγράμματα διάφορων επενδύσεων σε σχέση με το χρόνο, η πτώση αναπαριστά το σημείο στο οποίο η τρέχουσα αξία μιας επένδυσης είναι κάτω από την τελευταία κορυφή της (προηγούμενο υψηλό).

Αν για παράδειγμα αγοράσεις μια μετοχή στα 80€ και ανέλθει στα 100€

την επόμενη φορά που θα παραλάβεις την έκθεση (statement) της επένδυσης σου, δεν υπάρχει ζημία, άρα δεν υπάρχει πτώση. Τώρα, υποθέτουμε πως πριν την στιγμή της τρίτης έκθεσης της επένδυσης, η μετοχή έχει πέσει στα 90€. Η επένδυση συνεχίζει να είναι κερδοφόρα, αλλά έχει δεχθεί πτώση της τάξης των 10€ ανά μετοχή, ή 10% από το σημείο κορύφωσης της τιμής των 100€ ανά μετοχή.

Αν μετέπειτα η μετοχή ανακάμψει στα 95€, ακόμα θα είσαι 5€ ανά μετοχή κάτω από την τελευταία κορυφή, αξίας 100€ ανά μετοχή, επομένως η τελευταία πτώση θεωρείται 5% (ενώ η μέγιστη πτώση παραμένει 10% από πριν). Έστω μετά, η μετοχή ανέρχεται απότομα στα 110€. Τα 110€ αναπαριστούν μια νέα κορυφή, η οποία σημαίνει πως η τρέχουσα πτώση είναι μηδέν, αφού η επενδυτική σου επιλογή έχει κέρδη. Τελικώς, αν η μετοχή πέσει στα 105€, αυτό είναι 5€ κάτω από την υψηλή τιμή των 110€ ανά μετοχή, επομένως η τρέχουσα πτώση είναι όπως φαίνεται παρακάτω:

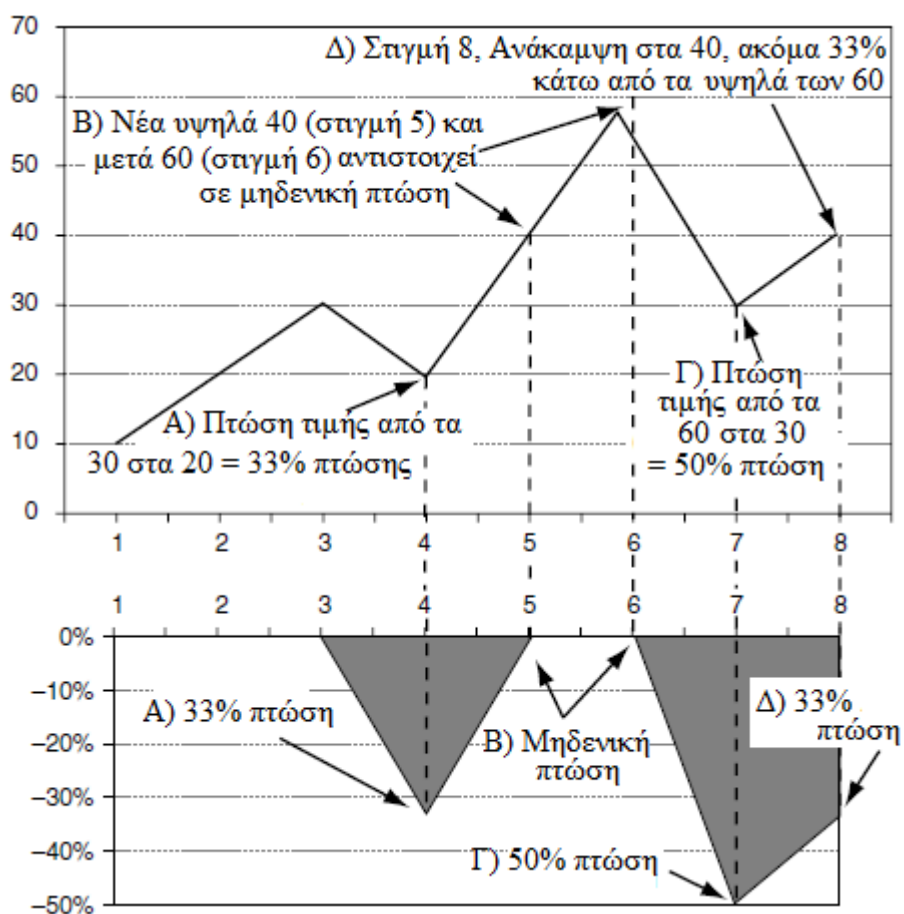
$$5\€/110\€=4,55\%$$

Ο παρακάτω πίνακας συνοψίζει αυτή τη σειρά γεγονότων και τους αντίστοιχους υπολογισμούς:

Χρονική περίοδος	Τιμή μετοχής	Πτώση	Σχόλια
1η έκθεση	80 €	0	Αρχική αγορά μετοχής, δεν υπάρχουν ακόμα κέρδη ή ζημιές, γι' αυτό και η πτώση είναι μηδέν.
2η έκθεση	100 €	0	Η μετοχή είναι σε νέα υψηλή τιμή, επομένως η πτώση είναι μηδέν.
3η έκθεση	90 €	10%	Η μετοχή είναι 10% κάτω από την προηγούμενη υψηλή της τιμή, γι' αυτό η τρέχουσα πτώση είναι 10%.
4η έκθεση	95 €	5%	Η μετοχή είναι 5% κάτω από την προηγούμενη υψηλή τιμή των 100€, επομένως η τρέχουσα πτώση είναι -5%, η μέγιστη ιστορική πτώση παραμένει 10% (από την ημερομηνία της 3ης έκθεσης)
5η έκθεση	110 €	0	Η μετοχή βρίσκεται σε νέα υψηλή τιμή, οπότε η πτώση είναι ξανά μηδέν.

6η έκθεση	105 €	4,55%	Η μετοχή αξίζει 105€, δηλαδή 4,55% λιγότερο από την τελευταία υψηλή της τιμή των 110€, επομένως η τρέχουσα πτώση είναι τώρα 4,55%. Η μέγιστη ιστορική πτώση παραμένει το 10% από την ημερομηνία της 3ης έκθεσης.
--------------	-------	-------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Η εικόνα που ακολουθεί παρουσιάζει ένα διαφορετικό παράδειγμα τιμών μιας υποθετικής επένδυσης και του πως οι αλλαγές στην τιμή αντιστοιχούν σε αλλαγές στην απόλυτη πτώση. Οι χρονικοί άξονες στα δύο παρακάτω σχέδια της εικόνας είναι ευθυγραμμισμένοι (Τα νούμερα στους οριζόντιους άξονες αναπαριστούν χρονικές περιόδους, οι οποίες μπορεί να είναι μήνες, χρόνια, ή συγκεκριμένες ημερομηνίες). Η μέγιστη πτώση, όπως φαίνεται στο δεύτερο γράφημα της εικόνας, η οποία θα μπορούσε να αποτελεί ένα απλό μέτρο κινδύνου χρησιμοποιούμενο για να χαρακτηρίσει τον κίνδυνο της υποθετικής επένδυσης, είναι 50%.



Σχήμα 25. Κατανόηση χρήσης γραφήματος πτώσης

Με αυτό το νέο εργαλείο κατανόησης του συστηματικού κινδύνου, θα εξετάσουμε τώρα τρεις επενδυτικές περιοχές οι οποίες έχουν πολλαπλάσια ελκυστικά ΔΑΚ με επαρκώς μεγάλη επενδυτική πορεία από τις οποίες κάποιος μπορεί να διαλέξει: μετοχές της μικρής κεφαλαιοποίησης (small-cap stocks),

μετοχές μεγάλων εταιριών (value stocks) και εταιριών κοινής ωφέλειας (utility sector). Σε κάθε περίπτωση, γίνεται ανασκόπηση της εξέλιξης της τιμής και του παρελθοντικού κινδύνου για μία περίοδο που περιλαμβάνει και ανοδικές και πτωτικές χρηματιστηριακές περιόδους, διάρκειας πέντε ετών.

9.2. ΔΑΚ Εταιριών Της Μικρής Κεφαλαιοποίησης (small-cap ETFs)

Στην Αμερική κυριολεκτικά υπάρχουν χιλιάδες μικρές εταιρίες, οι οποίες καλύπτουν ένα μεγάλο μέρος της κεφαλαιοποίησης της χρηματιστηριακής αγοράς. Ως αποτέλεσμα, διαφορετικά ΔΑΚ μικρών εταιριών προσπαθούν να προσομοιώσουν τον κλάδο των μετοχών μικρών εταιριών με ένα σχετικά μικρό αριθμό επιλογών να κινούνται διαφορετικά.

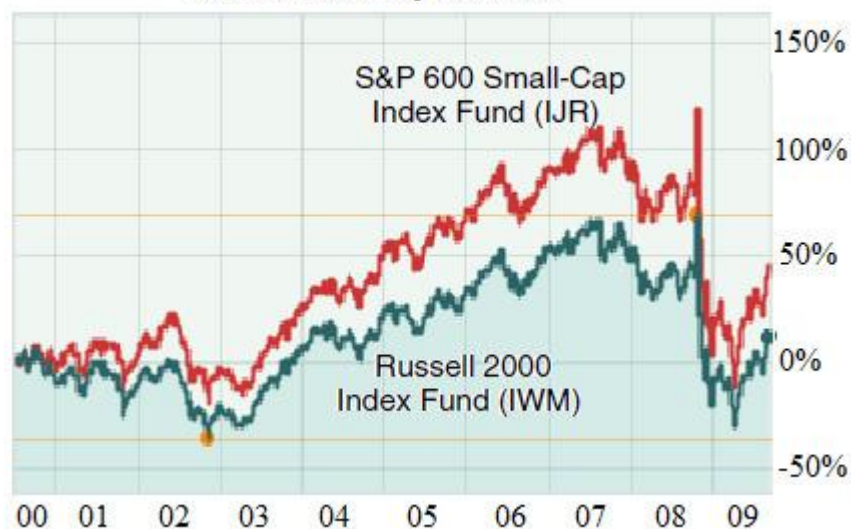
Τα δύο παλαιότερα ΔΑΚ μικρών εταιριών της Αμερικής είναι : το Russell 2000 Index Fund, με σύμβολο διαπραγμάτευσης IWM, και το S&P 600 Small-Cap Index Fund, με σύμβολο IJR (αυτά τα ΔΑΚ ξεκίνησαν να διαπραγματεύονται στα μέσα του 2000 στην αμερικανική αγορά, παρά το ότι οι δείκτες αναφοράς τους ξεκίνησαν το 1979 (Russell 2000 Index) και το 1994 (S&P 600 Small-Cap Index). Οι υποκείμενοι δείκτες αναφοράς κατασκευάστηκαν διαφορετικά.

Όλες οι δημόσια διαπραγματευόμενες μετοχές της Αμερικής κατατάσσονται από τη Russell με βάση τη κεφαλαιοποίηση της αγοράς και έπειτα εκχωρούνται διαφορετικά κομμάτια αυτής της λίστας στους διάφορους δείκτες αναφοράς της. Οι 1.000 πρώτες αποτελούν τον δείκτη Russell, το δείκτη αναφοράς της μεγάλης κεφαλαιοποίησης 1000. Οι επόμενες 2000 μετοχές, από την 1001-3000 σε κεφαλαιοποίηση, αποτελούν το δείκτη Russell 2000. Χρησιμοποιώντας αυτή τη μεθοδολογία, η Russell έκανε τον δείκτη της Russell 2000 μία ολοκληρωμένη αναπαράσταση των μετοχών μικρών εταιριών της αγοράς, ώστε να μην χρειάζεται προσπάθεια συνεχούς αξιολόγησης των εταιριών της λίστας. Η Russell ανέπτυξε αυτή τη μέθοδο αρκετά πριν την εμφάνιση των ΔΑΚ (1979) όταν πιθανότατα μικρή σκέψη υπήρχε όσον αφορά την ιδέα οι επενδυτές να θέλουν να διαπραγματεύονται ολόκληρο καλάθι μετοχών ως μονάδα.

Η Standard and Poor's αντιθέτως, μέσω μιας επιτροπής επενδύσεων επιλέγει 600 μετοχές για δείκτη αναφοράς της μικρής κεφαλαιοποίησης, χρησιμοποιώντας συγκεκριμένα κριτήρια, μερικά από τα οποία μπορεί να είναι και υποκειμενικά. Για παράδειγμα, γενικά αποκλείει μετοχές εταιριών οι οποίες αντιμετωπίζουν αυξημένο κίνδυνο πτώχευσης και μετοχές οι οποίες έχουν υπερβολικά χαμηλή ρευστότητα καθώς θέλει οι διαχειριστές των δεικτών της να μπορούν συνθέτουν το καλάθι των υποκείμενων μετοχών χωρίς να υπάρχει έντονη επίδραση στην αγορά. Επειδή η Standard and Poor's αναλαμβάνει να εντοπίσει και να επιλέξει ποιες μετοχές εταιριών της μικρής κεφαλαιοποίησης θα περιλάβει στους δείκτες της, η επιτροπή επενδύσεων της, παρόλο που αυτό σίγουρα δεν αποτελεί τον κύριο σκοπό της, μπορεί να λάβει υπόψη την επιθυμία σχηματισμού ενός καλάθιου μετοχών οι οποίες θα είναι σχετικά εύκολο να διαπραγματευθούν ως μονάδα.

Η παρακάτω εικόνα παρουσιάζει τα διαγράμματα εξέλιξης των τιμών (ποσοστιαία αλλαγή από την αρχική αξία των τίτλων) των ΔΑΚ τα οποία ακολουθούν τους δύο δείκτες αναφοράς της μικρής κεφαλαιοποίησης, που περιγράφηκαν παραπάνω (μη υπολογίζοντας τα μερίσματα). Κατά τη διάρκεια της περιόδου 2000-2009, το IJR ήταν ξεκάθαρα πιο κερδοφόρο από το IWM.

**Ποσοστιαίες αλλαγές στα δύο Small-Cap ETFs
από 26/5/2000 ως 17/8/2009**

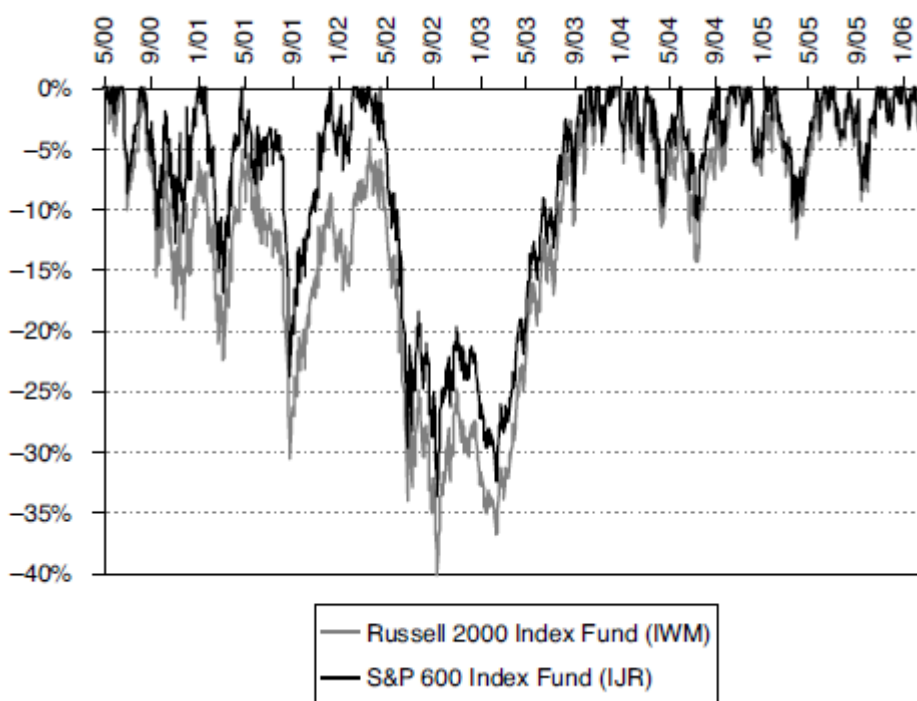


Πηγή: <http://www.marketwatch.com/investing/fund/iwm>

Γράφημα 21. Ποσοστιαίες αλλαγές τιμών από την έναρξη των δύο ΔΑΚ μικρής κεφαλαιοποίησης της αμερικανικής αγοράς: του iShares Russell 2000 Index Fund (IWM) και του iShares S&P 600 Small-Cap Index Fund (IJR)

Η παρακάτω εικόνα παρουσιάζει την κατακόρυφη πτώση από την έναρξη των δύο ΔΑΚ, φανερώνοντας πως το IJR είχε μικρότερη πτώση από αυτή του IWM. Παρατηρήστε στις μεγαλύτερες πτώσεις από το 2000 (συμπεριλαμβανομένου του Σεπτεμβρίου 2001, Ιουλίου 2002, Μαρτίου 2003 και Αυγούστου 2004), το Russell 2000 Index Fund (IWM) υποχωρούσε περισσότερο από τις προηγούμενες κορυφές του σε σχέση με το S&P 600 Small-Cap Index Fund (IJR). Το συμπέρασμα είναι πως το IJR είναι διαρκώς ασφαλέστερο από το IWM.

Ωστόσο, το IJR δεν ήταν πιο κερδοφόρο από IWM κάθε χρόνο. Το IJR ήταν πιο κερδοφόρο (ή λιγότερο ζημιογόνο) από IWM το 2001, το 2002, το 2004 και το 2005. Το IWM ήταν πιο κερδοφόρο από το IJR το 2003 και κατά τη διάρκεια του πρώτου τριμήνου του 2006. Καμία θεμελιώδη αρχή δεν υπαγορεύει ποιος από τους δύο δείκτες αναφοράς αποτελεί εκ των προτέρων την καλύτερη επένδυση. Εξαρχής, το IJR ήταν και πιο κερδοφόρο και λιγότερο επικίνδυνο από το IWM. Για τον λόγο αυτό, το IJR προτείνεται ως καλύτερη μακροπρόθεσμη επένδυση.



Σχήμα 26 . Πτώσεις των iShares Russell 2000 Index Fund (IWM) και iShares S&P 600 Small-Cap Index Fund (IJR) βάση ημερήσιων δεδομένων

9.3. ΔΑΚ Ανάπτυξης (growth ETF) Έναντι ΔΑΚ Αξίας (value ETF)

Επειδή ο μόνος λόγος να αγοραστεί μια μετοχή είναι η πεποίθηση ότι θα αποδώσει καλύτερα από τις διαθέσιμες εναλλακτικές λύσεις, θεωρητικά, οι επενδυτές που πιστεύουν στη θεμελιώδη ανάλυση πρέπει να θεωρούν τους εαυτούς τους επενδυτές αξίας. Αυτό μπορεί να εμφανιστεί μόνο εάν η αγορά έχει υποτιμήσει συνολικά τη συγκεκριμένη μετοχή. Όπως ήταν αναμενόμενο, με τόσους πολλούς θεμελιώδεις αναλυτές να ψάχνουν ευκαιρίες, καμία ομοφωνία δεν έχει προκύψει σχετικά με το τι αποτελεί μετοχή «αξίας». Αντικατοπτρίζοντας το εύρος των απόψεων της αγοράς, είναι διαθέσιμα πολυάριθμα ΔΑΚ που αντιπροσωπεύουν διαφορετικές μεθοδολογίες προσδιορισμού της αξίας (value) και της ανάπτυξης (growth). Μερικές από αυτές τις έννοιες της αξίας έχουν παραγάγει διάφορα αποτελέσματα επένδυσης κατά περιόδους.

Ο απλούστερος ορισμός της αξίας είναι ο λόγος της τιμής του τίτλου προς την υποκείμενη λογιστική αξία ανά τίτλο, ο οποίος καλείται price-to-book value ratio. Book value είναι η αξία των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης όπως αποτυπώνεται στις οικονομικές της καταστάσεις. Όλων των άλλων σταθερών, μια χαμηλότερη τιμή του λόγου price-to-book value αντιπροσωπεύει μια καλύτερη ευκαιρία από μια υψηλότερη τιμή.

Μέχρι το τέλος του 2005, τα ΔΑΚ της iShares τα οποία ακολουθούν υποσύνολα αξίας ή ανάπτυξης διάφορων δεικτών αναφοράς της Standard and Poor's (όπως του S&P 500, του S&P 400 Midcap, και του S&P 600 small-cap) χρησιμοποιούσαν μόνο το λόγο price-to-book value για να ταξινομήσουν τις μετοχές των κύριων δεικτών στους οποίους άνηκαν υποσύνολα αξίας ή ανάπτυξης. Για να σχηματίσει παραδείγματος χάριν ο S&P500 Value Index (σύμβολο SVX), κάθε ένα από τα συστατικά του S&P 500 ταξινομείται με βάση το λόγο price-to-book value, αρχίζοντας από τον χαμηλότερο (φτηνότερο). Οι μετοχές από αυτήν την ταξινόμηση και μέχρι τη μέση της κεφαλαιοποίησης της αγοράς(από πάνω προς τα κάτω) αποτέλεσαν τον S&P Value Index. Οι μετοχές που αντιπροσωπεύουν το υπόλοιπο της κεφαλαιοποίησης

της αγοράς συνθέτουν τον S&P 500 Growth Index (σύμβολο διαπραγμάτευσης SGX).

Αυτή η μέθοδος είχε δύο εμφανείς ιδιαιτερότητες. Κατ' αρχάς, όρισε κυρίως την ανάπτυξη ως απουσία της αξίας παρά ως ενδεχομένως ένα επιθυμητό χαρακτηριστικό μιας μετοχής. Ακριβώς επειδή μια μετοχή είναι ακριβότερη από το σύνολο της αγοράς (όσον αφορά το λόγο price-to-book value) δεν σημαίνει απαραίτητως ότι η υποκείμενη επιχείρηση έχει άνω του μετρίου προοπτικές ανάπτυξης. Μέχρι το σημείο όπου οι επιχειρήσεις με ακριβές μετοχές (δηλαδή μετοχές που διαπραγματεύονται με υψηλό λόγο price-to-book value) δεν έχουν φανερές προοπτικές ανάπτυξης, ένας δείκτης ανάπτυξης (growth index) που επιλέγει μόνο με βάση το λόγο price-to-book value μπορεί να μην είναι κατάλληλος δείκτης αναφοράς όσον αφορά την απόδοση αυτών που επιλέγουν μετοχές ανάπτυξης.

Το δεύτερο πρόβλημα με την κατασκευή των δεικτών που χρησιμοποιούν μόνο το λόγο price-to-book value είναι ότι ορισμένες επιχειρήσεις είχαν ασυνήθιστη σχέση μεταξύ της τιμής του τίτλου και της λογιστικής αξίας τους, προκαλώντας έτσι παράξενες ταξινομήσεις. Παραδείγματος χάριν, η παλαιότερα υψηλής τεχνολογίας μετοχή της JDS Uniphase (JDSU) κατέληξε στον S&P500 Value Index μετά το σκάσιμο της φούσκας της τεχνολογίας (dot-com bubble) το 2000 ακόμα κι αν αυτή δεν είχε ούτε ένα κερδοφόρο έτος από το 1996 (οι περισσότεροι διαχειριστές αξίας θα υποστήριζαν πως μια “μετοχή αξίας” αντιπροσωπεύει μια κερδοφόρα επιχείρηση πριν επένδυσουν σε αυτή). Μετοχές όπως η JDSU παρακάλυαν την απόδοση του S&P 500 Value Index ETF (IVE) κατά τη διάρκεια της περιόδου του 2000-2002, όταν άλλες επενδύσεις μετοχών αξίας υπεραπέδιδαν. (Αντιθέτως, το S&P Growth Index ETF, με σύμβολο IVW, απέδιδε σχετικά καλύτερα από άλλες επενδύσεις ανάπτυξης μεγάλων εταιριών, επιδεικνύοντας την αντίθετη πλευρά των λαθών στην κατασκευή των δεικτών). Για να μειώσει την πιθανότητα τέτοιων ανωμαλιών στο μέλλον, η Standard and Poor's άλλαξε τις μεθόδους υπολογισμού των υποσύνολων των δεικτών ανάπτυξης και αξίας όπως των δεικτών S&P 500, S&P 400 Midcap, και S&P 600 Small-Cap, το Σεπτέμβριο του 2005. Τώρα, οι δείκτες αξίας και ανάπτυξης που

κατασκευάζει η Standard and Poor's (και τα ΔΑΚ που τους ακολουθούν) χρησιμοποιούν μια πιο περίπλοκη μεθοδολογία από το να χωρίζουν τις μετοχές βάση του λόγου price-to-book value.

Πολλοί δείκτες στην πραγματικότητα τοποθετούν τις ίδιες μετοχές ταυτόχρονα και σε δείκτες ανάπτυξης και σε δείκτες αξίας με διαφορετικά βάρη, ανάλογα με τι ποσοστό των χαρακτηριστικών μιας μετοχής ικανοποιεί τα κριτήρια μετοχών ανάπτυξης και τι ποσοστό ικανοποιεί τα κριτήρια μετοχών αξίας. Παραδείγματος χάριν, η ExxonMobil (XOM) είναι ταυτόχρονα και στο S&P 500 Growth Index ETF (IVW) και στο S&P 500 Value Index (IVE) επειδή ο πάροχος των δεικτών θεώρησε πως η XOM είχε χαρακτηριστικά και των μετοχών ανάπτυξης και των μετοχών αξίας (όπως οι μετοχές ανάπτυξης, η XOM έχει ισχυρή επέκταση κερδών, αλλά συγχρόνως, όπως οι μετοχές αξίας, έχει χαμηλότερο λόγο price-to-book value από αυτό της αγοράς).

Ο παρακάτω πίνακας επιδεικνύει τι ποσοστό έχει η XOM στα χαρτοφυλάκια των S&P 500 Value and Growth Index ETFs. Με βάση την προσωπική του ανάλυση, ο πάροχος των δεικτών (Citigroup) αποφάσισε πως η XOM είναι 36% μετοχή αξίας και 64% μετοχή ανάπτυξης. Επομένως, 36% του συνόλου των \$349 δισεκατομμυρίων της κεφαλαιοποίησης της XOM (δηλαδή \$126 δισεκατομμύρια) χρησιμοποιούνται για να υπολογιστεί ο S&P 500 Value Index, και το 64% (δηλαδή \$ 224 δισεκατομμύρια) χρησιμοποιούνται για να υπολογιστεί ο S&P 500 Growth Index. (Τα δεδομένα του πίνακα προέρχονται από το site: www.ishares.com.)

Πίνακας 3. Κατανομή της XOM στον S&P 500/Citigroup Value Index και στον S&P 500/Citigroup Growth Index

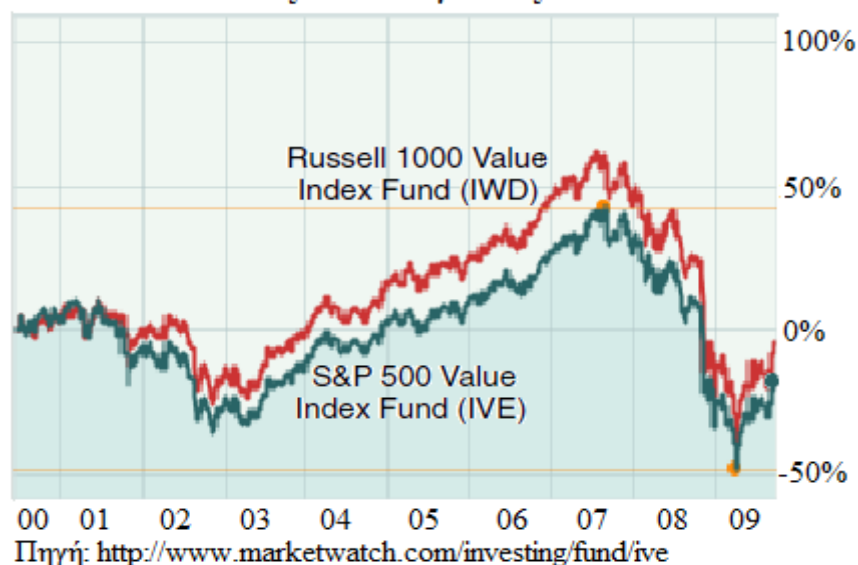
	Συνολική κεφαλαιοποίησης της αγοράς την 31/12/2005	% του δείκτη που η XOM αντιπροσωπεύει	Αγοραία αξία (\$) της XOM στον Δείκτη	% της αγοραίας αξίας της XOM σε κάθε δείκτη
S&P 500	\$11,26 τρις	3.18%	\$349 δις	100%
S&P 500 Value Index	\$5,58 τρις	2.26%	\$126 δις	36%
S&P 500 Growth Index	\$5,73 τρις	3.91%	\$224 δις	64%

Μέσα στον S&P 500/Citigroup Value Index, η XOM αντιμετωπίζεται ως μετοχή με κεφαλαιοποίηση \$126 δισεκατομμύρια. Προσθέτοντας μαζί τις κεφαλαιοποιήσεις της αγοράς όλων των μετοχών που ορίζουν τον S&P 500/Citigroup Value Index παράγεται συνολική κεφαλαιοποίηση \$5.58 τρισεκατομμυρίων, των οποίων 2.26 τοις εκατό (δηλαδή \$126 δισεκατομμύρια) προέκυψαν από τη συμβολή της XOM.

Η XOM δεν αποτελεί εξαίρεση αφού ολόκληρη η κεφαλαιοποίηση των μετοχών του S&P 500 Value Index χρησιμοποιείται για να υπολογίσει τα δεδομένα για τον δείκτη. Για έναν σημαντικό αριθμό εκδόσεων (συμπεριλαμβανομένου της XOM), μόνο ένα μέρος της πραγματικής κεφαλαιοποίησης χρησιμοποιείται στην κατασκευή του S&P 500 Value Index, με το υπόλοιπο να συμβάλει στον S&P 500 Growth Index. Στην πραγματικότητα, ο S&P 500 Value Index έχει 354 μετοχές, και ο S&P 500 Growth Index έχει 298. Ο συνολικός αριθμός των μετοχών του S&P 500 Value Index συν τον αριθμό του S&P 500 Growth Index αθροίζεται σε 652. Εντούτοις, επειδή ο συνολικός αριθμός μετοχών από όπου οι δύο δείκτες επιλέγουν μετοχές είναι μόνο 500 συνολικά, 152 μετοχές συμμετέχουν και στους δύο δείκτες. Από την άλλη, η μεθοδολογία των δεικτών της Russell τοποθετεί την XOM μόνο στο Russell 1000 Value Index ETF (σύμβολο IWD) και όχι στο Russell 1000 Growth Index ETF (σύμβολο IWF).

Κάνει όμως κάτι από αυτά αίσθηση σε έναν ιδιώτη επενδυτή; Η επιτροπή είναι ακόμα σε δίλημμα όσον αφορά τις νέες μεθόδους που χρησιμοποιεί η Standard and Poor's από τα τέλη του 2005. Εντούτοις, προτού να τεθούν οι αλλαγές σε ισχύ, οι διαφορές απόδοσης ήταν σημαντικές. Το παρακάτω σχήμα δείχνει πως από την έναρξη το iShares Russell 1000 Value Index Fund (IWD) είχε μικρότερη πτώση και υπήρξε πιο κερδοφόρο από το iShares S&P 500 Value Index Fund (IVE).

Large-Cap Value ETFs Μάιος 2000 - Αύγουστος 2009



Γράφημα 22. Απόδοση (μόνο τιμές) δύο ΔΑΚ μετοχών αξίας μεγάλης κεφαλαιοποίησης από την έναρξη τους (26/5/2000 – 17/8/2009)

9.4. ΔΑΚ Σε Κλάδο Εταιριών Κοινής Ωφέλειας (Utility Sector ETFs)

Τα πιο γνωστά ΔΑΚ που βασίζονται σε μετοχές εταιριών κοινής ωφέλειας είναι τρία: το Select Utility Sector SPDR (XLU), το iShares Dow Jones U.S. Utility Index Fund (IDU), και το Utilities HOLDR (UTH). Ακόμα κι αν είναι τρία διαφορετικά ΔΑΚ, κανένα από αυτά δεν είναι σχεδιασμένο να ακολουθεί τον πιο γνωστό δείκτη αναφοράς του τομέα της κοινής ωφέλειας, ο οποίος είναι ο Dow Jones Utility Average.

Τα διάφορα ΔΑΚ του κλάδου της κοινής ωφέλειας, όπως στα προηγούμενα παραδείγματα αυτού του κεφαλαίου, κατασκευάζονται χρησιμοποιώντας διαφορετική μεθοδολογία και έχουν παράλληλες αποδόσεις. Το XLU αποτελείται από 32 μετοχές κοινής ωφέλειας του δείκτη S&P 500. Οι υποκείμενες μετοχές στο XLU σταθμίζονται ανάλογα με την κεφαλαιοποίηση τους στην αγορά. Το IDU ακολουθεί τον Dow Jones U.S. Utilities Index. Όπως με το XLU, οι μετοχές στο IDU συμμετέχουν ανάλογα με την κεφαλαιοποίηση τους, αλλά το IDU έχει 73 μετοχές. Ακόμα κι αν κάθε ένα από αυτά τα ΔΑΚ είναι διαφορετικά, έχουν κοινές κάποιες θεωρητικά κορυφαίες επιλογές, όπως η Exelon, η Duke

Energy Corp., και η Dominion.

Θα επιμείνουμε στο τρίτο ΔΑΚ του κλάδου κοινής ωφέλειας, το Utilities HOLDR (UTH), επειδή όπως θα δούμε αργότερα, ήταν το καλύτερο από τα τρία σε αποδόσεις. Επίσης, το HOLDRs (που εκδίδεται από την Merrill Lynch) διαφέρει από όλα τα υπόλοιπα ΔΑΚ που συζητήθηκαν μέχρι τώρα σε αυτή τη μελέτη, ενώ είναι σημαντικό να γίνουν κατανοητοί οι περιορισμοί και τα πλεονεκτήματά τους προτού επενδύσει κάποιος σε αυτά. (Το HOLDRs αντιπροσωπεύει πολυάριθμους τομείς, συμπεριλαμβανομένων μερικών στενών υποτομέων του κόσμου της τεχνολογίας, όπως η αρχιτεκτονική διαδικτύου και οι B2B επιχειρήσεις διαδικτύου.)

Το Utilities HOLDR (UTH) ξεκίνησε το 2000 με ένα καλάθι 20 μετοχών. Αντίθετα από άλλα ΔΑΚ, το HOLDRs δεν έχει κανέναν πάροχο δείκτη ώστε να χρειάζεται να ενημερώνει τα συστατικά αυτού του αρχικού καλάθιού μετοχών. Οι μετοχές του UTH αλλάζουν μόνο μετά από γεγονότα που μπορεί να έχουν επιπτώσεις σε μακροπρόθεσμους επενδυτές που διατηρούν μετοχές σε μεμονωμένες επιχειρήσεις, όπως οι διασπάσεις (splits), οι συγχωνεύσεις, διανομές μερισμάτων ή μετοχών, ή η πτώχευση. Πέρα από το πολύ μακροπρόθεσμο, αυτό θα μπορούσε να γίνει μειονέκτημα για τους επενδυτές του UTH εάν το χαρτοφυλάκιό του εξελίσσεται σε μια κακώς διαφοροποιημένη επένδυση ή σε μια μη αντιπροσωπευτική του τομέα της κοινής ωφέλειας. Οι επενδυτές του UTH πρέπει να ελέγχουν κάτι τέτοιο τα μελλοντικά έτη. Για τώρα (2009), εντούτοις, το UTH έχει το πλεονέκτημα του χαμηλού ποσοστού εξόδων (οκτώ σεντ ανά μερίδιο το χρόνο, το οποίο στην τρέχουσα τιμή των περίπου \$90 ανά τίτλο είναι λίγο παραπάνω από 0.08 τοις εκατό, έναντι του 0.6 τοις εκατό για το IDU και το 0.25 τοις εκατό για το XLU).

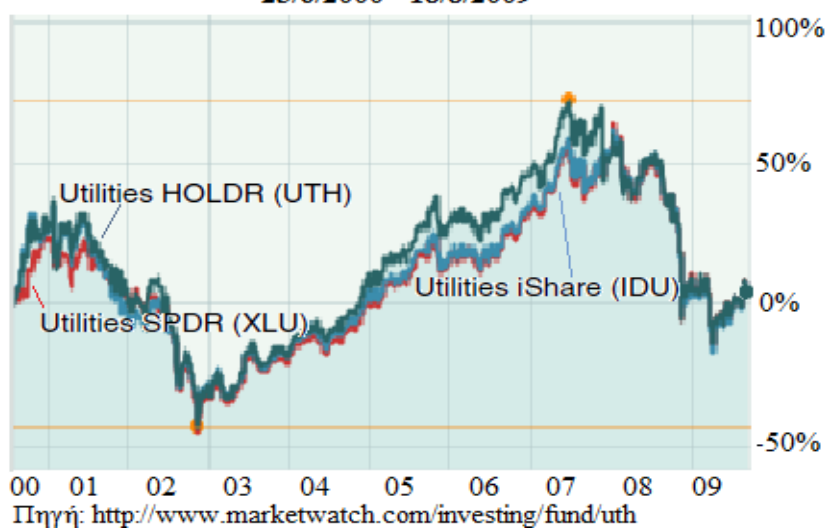
Παρά το χαμηλό ποσοστό εξόδων του, το UTH πληρώνει λιγότερα μερίσματα από τα άλλα ΔΑΚ του κλάδου. Αυτό θα μπορούσε να αποτελεί ανησυχία για τους επενδυτές που ψάχνουν μετοχές του κλάδου που παρέχουν σταθερό εισόδημα, όπως παραδοσιακά είναι ο στόχος πολλών επενδυτών του συγκεκριμένου κλάδου. Υπάρχουν άλλες δύο χρήσιμες πληροφορίες όσον αφορά το UTH. Κατ' αρχάς, μπορείς να το αγοράσεις μόνο σε πολλαπλάσιο των 100 τίτλων, που σημαίνει ότι σε τρέχουσες τιμές, η ελάχιστη επένδυση σε UTH που μπορείς να κάνεις είναι \$9.000.

Αυτός ο περιορισμός μπορεί να θέσει το UTH πέρα από τις οικονομικές δυνατότητες μερικών μεμονωμένων επενδυτών. Δεύτερον, από τα παραπάνω τρία ΔΑΚ, το UTH είναι αυτό που ακολουθεί περισσότερο πιστά τον Dow Jones Utility Average. Αυτό μπορεί να σχετίζεται με τους ενεργούς επενδυτές και τους τεχνικούς αναλυτές που ψάχνουν τρόπους να κάνουν συναλλαγές επί αυτού του μέσου όρου, ο οποίος έχει μακράν ιστορία.

Τα διάφορα ΔΑΚ του κλάδου της κοινής ωφέλειας είχαν πολύ παρόμοια επίπεδα κινδύνου αλλά διαφορετικές επενδυτικές αποδόσεις κατά τη διάρκεια της περιόδου του 2000-2009 (και ειδικότερα κατά τη περίοδο 2000-2006) όπως φαίνεται στη παρακάτω εικόνα. Το σχήμα δείχνει ότι από τα τρία ΔΑΚ του κλάδου, το UTH είχε και την υψηλότερη συνολική απόδοση και την υψηλότερη πτώση κατά τη διάρκεια ολόκληρης της περιόδου. Αν και δεν υπάρχει καμία εγγύηση ότι η μελλοντική απόδοση θα επαναληφθεί βάση των προηγούμενων αποτελεσμάτων, το UTH εμφανίζεται να αποτελεί την προτιμότερη επένδυση σε αυτό το πεδίο.

Γενικά, τα μερίσματα των μετοχών είναι αρκετά χαμηλά, έτσι συγκρίνοντας παρόμοια ΔΑΚ χρησιμοποιώντας μόνο δεδομένα τιμών (που είναι εύκολο να βρεθούν μέσω του διαδικτύου) δεν πρέπει να αποτελεί πρόβλημα. Εντούτοις, στην περίπτωση ενός τομέα όπως της κοινής ωφέλειας, όπου οι μερισματικές αποδόσεις είναι ιστορικά υψηλότερες από αυτές της υπόλοιπης αγοράς, είναι σημαντικό να χρησιμοποιούνται δεδομένα συνολικών αποδόσεων (δηλαδή αποτελέσματα επένδυσης συμπεριλαμβανομένων των αλλαγών στις τιμές αλλά και τις πληρωμές μερισμάτων).

Συνολικές αποδόσεις των τριών ΔΑΚ του κλάδου
κοινής ωφέλειας
23/6/2000 - 18/8/2009



Γράφημα 23 . Ποσοστιαία συνολική απόδοση των τριών ΔΑΚ του κλάδου κοινής ωφέλειας
(23/6/2000 – 18/8/2009)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10

Δημιουργία, Διαπραγμάτευση Και Συσχέτιση ΔΑΚ Με Δείκτη

10.1. Σχηματισμός ΔΑΚ - Διαδικασία

Για να δημιουργηθεί ένα ΔΑΚ, καταρχάς είναι απαραίτητος ο προσδιορισμός της αρχικής τιμής του τίτλου. Η αρχική τιμή του τίτλου ΔΑΚ αποτελεί αναλογία της τιμής του υποκειμένου δείκτη (π.χ. 1/10, 1/100, 1/1000). Στη συνέχεια πρέπει να προσδιοριστεί ο αριθμός των μονάδων της κάθε αξίας του υποκειμένου δείκτη ή αγαθού με τις οποίες θα περιλαμβάνεται στο χαρτοφυλάκιο λαμβάνεται υπόψη το βάρος κάθε αξίας στο δείκτη.

10.1.1. Δημιουργία ΔΑΚ Επί Του Ελληνικού Δείκτη Τραπεζών

Ας υποθέσουμε ότι δημιουργείται ένα ΔΑΚ το οποίο ακολουθεί το δείκτη “FTSE/X.A. Τράπεζες” και ξεκινά να διαπραγματεύεται στις 19 Σεπτεμβρίου 2009. Η αρχική τιμή του τίτλου έστω ορίζεται 1/100 της τιμής του δείκτη. Χρησιμοποιώντας στοιχεία από τη συνεδρίαση της 18/09/2009 προκύπτει ο πίνακας που παρατίθεται παρακάτω.

Η τιμή του δείκτη “FTSE/X.A. Τράπεζες” στις 18/09/2009 είναι 3.236,95. Επομένως η αρχική τιμή του τίτλου ΔΑΚ η οποία είναι το 1/100 ορίζεται στα €32,37. Έστω πως η εταιρία διαχείρισης αποφασίζει τη δημιουργία 50.000 τίτλων. Συνεπώς, η συνολική αξία την οποία θα πρέπει να δαπανήσει είναι $32,37 \times 50.000 = €1.618.500$ (στην Ελλάδα απαιτείται ελάχιστο ενεργητικό €3.000.000). Η αξία ανά μετοχή η οποία χρειάζεται να για το σχηματισμό 50.000 τίτλων ΔΑΚ πρέπει να διανεμηθεί κατά τέτοιο τρόπο ώστε το βάρος της στο ΔΑΚ να διατηρηθεί ίδιο με αυτό στο δείκτη. Επομένως, από €1.618.500 το 14,54% αυτής, δηλαδή τα €235.329,90 θα διατεθούν για την αγορά μετοχών ΑΛΦΑ, το 0,09% αυτής, δηλαδή τα €1.456,65 θα διατεθούν για την αγορά μετοχών της ΑΣΠΤ(ΑΣΠΙΣ ΤΡΑΠΕΖΑ) κοκ. Έπειτα, χρησιμοποιώντας την απλή μέθοδο των τριών, μετατρέπουμε την αξία ανά μετοχή

σε αριθμό. Επομένως, η αξία των €1.618.500 αντιστοιχεί σε 20.481 τίτλους της ΑΛΦΑ, τα €1.456,65 αντιστοιχούν σε 1.348 μετοχές ΑΣΠΤ.

Κατά τον προσδιορισμό του αριθμού των τίτλων ανά μετοχή προκύπτουν κάποια κλασματικά υπόλοιπα (τελευταία στήλη πίνακα), η αξία των οποίων καταβάλλεται και παραμένει στο ΔΑΚ με τη μορφή μετρητών, τα οποία εδώ είναι €21,76.

Κωδικός Μετοχής	Τιμή Κλεισίματος (18/09/2009)	% Συμμετοχή	Χρηματική αξία 50.000 τίτλων ΔΑΚ	Αριθμός στους 50.000 τίτλους ΔΑΚ	Κλασματικά υπόλοιπα
ΑΛΦΑ	11,49	14,54	235.329,90 €	20.481	3,22 €
ΑΣΠΤ	1,08	0,09	1.456,65 €	1.348	0,81 €
ΑΤΕ	1,58	0,88	14.242,80 €	9.014	0,68 €
ΑΤΤ	2,11	0,32	5.179,20 €	2.454	1,27 €
ΓΤΕ	0,87	0,38	6.150,30 €	7.069	0,27 €
ΕΤΕ	22,45	41,95	678.960,75 €	30.243	5,39 €
ΕΥΡΩΒ	9,45	11,75	190.173,75 €	20.124	1,98 €
ΚΥΠΡ	5,04	9,21	149.063,85 €	29.576	0,81 €
ΜΑΡΦΒ	2,54	6,59	106.659,15 €	41.991	2,01 €
ΠΕΙΡ	11,56	11,97	193.734,45 €	16.759	0,46 €
ΠΡΟ	1,55	0,22	3.560,70 €	2.297	0,36 €
ΤΤ	4,8	2,1	33.988,50 €	7.080	4,51 €
Σύνολα		100	1.618.500,00 €		21,76 €

10.1.2. Εισαγωγή ΔΑΚ Προς Διαπραγμάτευση - Προϋποθέσεις

Η λήψη άδειας σύστασης και λειτουργίας ΔΑΚ και εκδότριας από τον εποπτικό φορέα του χρηματιστηρίου, όπως η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για την Ελλάδα και η SEC (Securities and Exchange Commission) στην Αμερική, είναι βασική προϋπόθεση για την εισαγωγή ενός ΔΑΚ σε μία οργανωμένη αγορά. Το ενεργητικό του ΔΑΚ πρέπει να ανέρχεται τουλάχιστον σε ένα ποσό που ορίζεται από το αντίστοιχο χρηματιστήριο, όπως για παράδειγμα για την Ελλάδα είναι 3.000.000 ευρώ. Έπειτα πρέπει να διοριστεί ένας τουλάχιστον ειδικός διαπραγματευτής, ο

οποίος είναι επιφορτισμένος με την παροχή ρευστότητας στον τίτλο αλλά και με την ελαχιστοποίηση της απόκλισης απόδοσης μεταξύ ΔΑΚ και δείκτη. Μετά και την έγκριση του ενημερωτικού δελτίου εισαγωγής από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, τέλος, χορηγείται προς την εκδότρια του ΔΑΚ νόμιμη άδεια χρήσης του υποκείμενου δείκτη στην επωνυμία του από τον πάροχο του δείκτη (index provider).

10.1.3. Μεταβολές Στο ΔΑΚ Λόγω Αλλαγών Στη Σύνθεση Του Δείκτη Που Παρακολουθεί

Σε τακτά χρονικά διαστήματα επανεξετάζονται οι δείκτες (στην Ελλάδα κάθε έξι μήνες) σύμφωνα με τους κανόνες διαχείρισης τους ώστε να περιλαμβάνουν τις αξίες που πληρούν τις προϋποθέσεις που ορίζουν οι συγκεκριμένοι κανόνες. Η παραπάνω διαδικασία, γνωστή και ως αναθεώρηση, επιφέρει και την αντίστοιχη αναπροσαρμογή του χαρτοφυλακίου του ΔΑΚ ώστε να ταυτίζονται οι αξίες του ΔΑΚ και του δείκτη. Σκοπός της αναπροσαρμογής του ΔΑΚ είναι να ακολουθεί η απόδοση του του ΔΑΚ την αντίστοιχη του δείκτη.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Σήμερα η χρηματοπιστωτική κρίση λόγω της παγκοσμιοποίησης έχει πλήξει κάθε πλευρά του πλανήτη, οι αγορές διανύουν, κατά κοινή ομολογία, μια δύσκολη περίοδο, γεμάτη αβεβαιότητα. Παράλληλα, πλήττονται όλες οι αγορές συνολικά (ακίνητα, αυτοκίνητα, εμπόριο, βιομηχανία, εμπορεύματα, μετοχές κλπ). Στο πλαίσιο αυτής της κατάστασης αναζητούνται αμυντικές επιλογές οι οποίες έχουν και χαρακτήρα διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου. Μια τέτοια λύση είναι τα Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια (Exchange Traded Funds). Για το λόγο αυτό, παρά τη δυσμενή οικονομική συγκυρία, περίπου πενταπλασιάστηκε ο αριθμός των ΔΑΚ παγκοσμίως.

Σύμφωνα με τα στοιχεία της παρούσας μελέτης, τα ΔΑΚ αποτελούν επενδυτικά προϊόντα που συνδυάζουν ταυτόχρονα χαρακτηριστικά από τοποθέτηση σε μετοχικούς δείκτες και Αμοιβαία Κεφάλαια. Στην ουσία είναι πιστοποιητικά τίτλων ιδιοκτησίας που υποδηλώνουν το νόμιμο δικαίωμα κατοχής σε ένα καλάθι συγκεκριμένων επενδυτικών προϊόντων, τα οποία μπορεί να είναι μετοχές, ομόλογα, real estate, εμπορεύματα ή οποιοδήποτε άλλο επενδυτικό προϊόν μπορεί να ομαδοποιηθεί, ενώ παράλληλα συγκεντρώνουν μια πλειάδα πλεονεκτημάτων, μερικά εκ των οποίων είναι η διαφοροποίηση, η εύκολη πρόσβαση σε διεθνείς αγορές, τα χαμηλά έξοδα συναλλαγών, η άμεση ρευστοποίηση και τέλος η αυξημένη διαφάνεια.

Το 2008 ιδρύθηκε το πρώτο ΔΑΚ για το Ελληνικό Χρηματιστήριο, το οποίο ακολουθεί το δείκτη των εταιριών μεγάλης κεφαλαιοποίησης, ενώ δεν άργησε να εισαχθεί και δεύτερο το οποίο ακολουθεί τον Γενικό Δείκτη. Η Ελλάδα διαβλέποντας περαιτέρω ανάπτυξη των ΔΑΚ αποφάσισε την έκδοση του πρώτου ETF πολλαπλών αγορών, στο νέο ελληνοτουρκικό δείκτη GT30 αγορά το οποίο άρχισε να διαπραγματεύεται στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά από 3/11/2010.

Η πρόσβαση στις διεθνείς αγορές γίνεται εφικτή με απλό και ευέλικτο τρόπο, με τη δημιουργία νέων ΔΑΚ, που βοηθά σημαντικά στην πολύπλευρη προσέγγιση των αναγκών του επενδυτικού κοινού.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11 - Λεξιλόγιο

11.1. Ελληνική ορολογία

Αρχική τιμή διαπραγμάτευσης μεριδίου

Πρόκειται για την τιμή διαπραγμάτευσης του μεριδίου κατά την ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης του ΔΑΚ Προκύπτει ως αναλογία της τιμής του δείκτη που αναπαράγει το ΔΑΚ (συνήθως 1/10, 1/100 της τιμής του δείκτη κτλ.)

Δείκτης

Είναι ένα αξιόπιστο μέτρο καταγραφής των τάσεων των αξιών που διαπραγματεύονται σε ένα χρηματιστήριο και παρέχει πληροφορία για την πορεία τους με ένα μόνο αριθμό. Κατά το σχηματισμό ενός δείκτη οι αξίες οι οποίες τον συνθέτουν επιλέγονται βάσει συγκεκριμένων κριτηρίων και παρουσιάζουν κοινά χαρακτηριστικά

Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια (ΔΑΚ) - Exchange Traded Funds (ETF)

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια που αναπαράγουν χρηματιστηριακό δείκτη είναι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες της Κοινοτικής Οδηγίας 611/1985, όπως ισχύει, τα οποία έχουν ως επενδυτικό σκοπό την αναπαραγωγή της απόδοσης ενός χρηματιστηριακού δείκτη. Το ενεργητικό του ΔΑΚ, αποτελεί σύνολο περιουσίας χωρίς νομική προσωπικότητα, το οποίο το διαχειρίζεται η διαχειρίστρια εταιρία (ΑΕΔΑΚ) στο όνομα και διά λογαριασμό των μεριδιούχων, στους οποίους ανήκουν τα επιμέρους στοιχεία του ενεργητικού εξ αδιαιρέτου.

Ειδικός διαπραγματευτής

Δημιουργεί/εξαγοράζει τίτλους ΔΑΚ απευθείας μέσω της διαχειρίστριας εταιρίας. Εξασφαλίζει την ύπαρξη ρευστότητας τίτλων ΔΑΚ μέσω της συνεχούς παροχής ζευγών εντολών αγοράς και πώλησης (quotes) στο σύστημα συναλλαγών του χρηματιστηρίου. Συμβάλλει στην εξισορρόπηση της τιμής του τίτλου ΔΑΚ μέσω του μηχανισμού arbitrage ώστε η τελευταία να μην αποκλίνει σημαντικά από την

τρέχουσα αξία του χαρτοφυλακίου που αντιπροσωπεύει και η οποία αποτυπώνεται στην τιμή iNAV.

Ενδεικτική καθαρή αξία ενεργητικού μεριδίου (iNAV)

Πρόκειται για την ενδεικτική καθαρή αξία ανά μερίδιο του ενεργητικού του ΔΑΚ και υπολογίζεται σε πραγματικό χρόνο κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης.

Θεσμικός επενδυτής

Ένας μη τραπεζικός οργανισμός ή πρόσωπο που εμπορεύεται μετοχές σε μεγάλο αριθμό ή μεγάλα ποσά χρημάτων, οι οποίοι απολαμβάνουν προνομιακή μεταχείριση και χαμηλότερα κόστη συναλλαγών. Οι θεσμικοί επενδυτές διέπονται από πιο ελαστικούς κανονισμούς επειδή υποτίθεται ότι είναι πιο έμπειροι και ικανότεροι να προστατευθούν.

Καθαρή αξία ενεργητικού μεριδίου (NAV/μερίδιο)

Πρόκειται για την καθαρή αξία ανά μερίδιο του ενεργητικού του ΔΑΚ η οποία ανακοινώνεται από τον εκδότη στο τέλος κάθε εργάσιμης ημέρας. Και προκύπτει από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{NAV/μερίδιο} = (\text{Τρέχουσα αξία χαρτοφυλακίου} + \text{Μετρητά} - \text{Υποχρεώσεις}) /$$

Συνολικός αριθμός μεριδίων ΔΑΚ

Μονάδα δημιουργίας/εξαγοράς (Creation Unit)

Πρόκειται για την ελάχιστη ποσότητα μεριδίων βάσει της οποίας πραγματοποιείται η δημιουργία/εξαγορά μεριδίων ΔΑΚ. Συνήθως ανέρχεται στο ύψος των 50.000 μεριδίων ανά Creation Unit

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.

11.2. Διεθνής ορολογία

Commodity

Ένα βασικό αγαθό που χρησιμοποιείται στο εμπόριο που είναι ανταλλάξιμο με άλλα προϊόντα του ίδιου τύπου. Τα προϊόντα χρησιμοποιούνται συχνότερα ως πρώτες ύλες στην παραγωγή άλλων αγαθών ή υπηρεσιών. Η ποιότητα ενός συγκεκριμένου προϊόντος μπορεί να διαφέρει ελαφρώς, αλλά ουσιαστικά είναι ομοειδή για τους παραγωγούς. Όταν διαπραγματεύονται σε κάποιο χρηματιστήριο, τα εμπορεύματα πρέπει να ανταποκρίνονται σε ορισμένα ελάχιστα κριτήρια.

Growth stocks

Μετοχές εταιριών των οποίων τα κέρδη αναμένεται να αυξηθούν με ένα μέσο ποσοστό μεγαλύτερο από αυτό του μέσου της αγοράς

Hedge Funds

Ο αρχικός τους σκοπός όπως μαρτυρά και το όνομά τους ήταν η αντιστάθμιση του κινδύνου. Είναι ουσιαστικά εκλεκτικές επενδυτικές κοινοπραξίες οργανωμένες ως ιδιωτικοί συνεταιρισμοί, την διαχείριση των οποίων έχουν αναλάβει επαγγελματίες διαχειριστές, ενώ δεν είναι διαθέσιμα στο ευρύ κοινό.

Long (ή Long position)

Η αγορά ενός τίτλου (μίας αξίας) όπως μετοχή, εμπόρευμα ή νόμισμα, με την προσδοκία ότι η τιμή του στοιχείου αυτού θα αυξηθεί.

Price to book value ratio

Ο λόγος που χρησιμοποιείται για τη σύγκριση της αγοραίας και της λογιστικής αξίας μια μετοχής. Υπολογίζεται με διαίρεση της τρέχουσας τιμής κλεισίματος της μετοχής με την λογιστική αξία της μετοχής το τελευταίο τρίμηνο.

Sharpe ratio

Ο όρος οφείλεται στον νομπελίστα και καθηγητή στο Πανεπιστήμιο του Στάνφορντ

William F. Sharpe. Πρόκειται για μία αναλογία με την οποία πραγματοποιείται η μέτρηση της επιπρόσθετης απόδοσης ενός χαρτοφυλακίου χρεογράφων που είναι σχετική με τη συνολική διαφοροποίηση αυτού. Σαν απόδοση (return) νοείται η αλλαγή στην αξία ενός χαρτοφυλακίου σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο συμπεριλαμβανομένης οποιασδήποτε κατανομής (distribution) στους μετόχους που μπορεί να προκαλείται από μερίσματα, κέρδη κεφαλαίου από πωλήσεις και απόδοση του κεφαλαίου. Στη συνολική διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου (total variability) περιλαμβάνεται το συνολικό ποσό των αγορών και πωλήσεων των ποσών που προέρχονται από τους τόκους. Ο δείκτης Sharpe συμβάλλει στην ανίχνευση της καλύτερης δυνατής αναλογίας των ομολόγων ενός χαρτοφυλακίου που μπορεί να περιέχει και μετρητά. Ο μαθηματικός τύπος στην περίπτωση αυτή είναι: $S(x) = (r_x - R_f) / \text{StdDev}(x)$ όπου x είναι κάποια επένδυση, r_x είναι το ετήσιο μέσο ποσοστό της απόδοσης του x , R_f είναι η καλύτερη διαθέσιμη τιμή της απόδοσης μιας επένδυσης που δεν φέρει κίνδυνο (δηλαδή των μετρητών) και $\text{StdDev}(x)$ είναι η τυπική απόκλιση (standard deviation,) του r_x . Ο δείκτης Sharpe αποτελεί μια άμεση μέτρηση της απόδοσης σε σχέση με τον κίνδυνο και συνέβαλε στη συστηματοποίηση του Capital Asset Pricing Model, CAPM.

Short (ή Short position)

Πώληση μίας δανεισμένης μετοχής, εμπορεύματος ή νομίσματος με την προσδοκία ότι η τιμή του στοιχείου θα μειωθεί.

Ticker symbol

Μια σύνθεση χαρακτήρων (συνήθως γράμματα) που αντιπροσωπεύουν μια συγκεκριμένη μετοχή καταχωρημένη σε κάποιο χρηματιστήριο ή γενικά διαπραγματεύεται δημόσια. Όταν μια επιχείρηση εκδίδει τίτλους σε μία αγορά διαπραγμάτευσης, επιλέγει ένα διαθέσιμο σύμβολο για τους τίτλους της, το οποίο χρησιμοποιούν οι επενδυτές για να τοποθετήσουν τις εντολές αγοράς ή πώλησης. Κάθε εγγεγραμμένη μετοχή έχει ένα μοναδικό σύμβολο, που διευκολύνει τον τεράστιο αριθμό εντολών που τοποθετούνται καθημερινά σε κάποιο χρηματιστήριο.

Tracking error

Είναι μια απόκλιση μεταξύ της συμπεριφοράς τιμών μιας θέσης ή ενός χαρτοφυλακίου και της συμπεριφοράς τιμών ενός σημείου αναφοράς μετρήσεων (benchmark). Αυτό συναντάται συχνά στα πλαίσια ενός hedge fund ή ενός αμοιβαίου κεφαλαίου που δεν λειτούργησαν τόσο αποτελεσματικά όσο θα έπρεπε, δημιουργώντας ένα απροσδόκητο κέρδος ή μια απώλεια.

Value stocks

Μετοχές οι οποίες τίνουν να διαπραγματεύονται με χαμηλότερη τιμή σε σχέση με τα θεμελιώδη στοιχεία τους (όπως μερίσματα, κέρδη, πωλήσεις, κλπ). Και επομένως θεωρούνται υποτιμημένες από ένα θεμελιώδη αναλυτή-επενδυτή. Κοινά γνωρίσματα αυτών των μετοχών είναι η υψηλή μερισματική απόδοση, χαμηλός λόγος τιμής προς λογιστική αξία και/ή χαμηλό λόγο τιμής προς κέρδη ανά μετοχή.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 12 – Παράρτημα (Πίνακες)

ETFs IN COMMODITIES / ΔΑΚ ΣΕ ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΑ							
COMMODITIES	DIRECTION	TICKER	NAME	COUNTRY	CURRENCY	LAST PRICE	
ALL COMMODITIES / ΣΥΝΟΛΟ ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΩΝ							
	Long x 1	AIGC LN EQUITY	ETFS ALL COMMOD DJ-AIGCISM	UK	USD	13.52	
	Short x 1	SALL LN EQUITY	ETFS SHORT ALL COMM DJ-AIGCI	UK	USD	69.64	
ENERGY / ΕΝΕΡΓΕΙΑ							
OIL	Long x 1	USO US EQUITY	UNITED STATES OIL FUND LP	US	USD	38.23	
	Long x 1	OIL US EQUITY	IPATH GOLDMAN SACHS CRUDE	US	USD	25.24	
	Long x 1	OILW LN EQUITY	ETFS WTI 2MTH OIL SECURITIES	UK	USD	53.03	
	Long x 1	OILB LN EQUITY	ETFS BRENT 1MTH OIL SECURIT	UK	USD	45.88	
	Long x 1	OLO US EQUITY	POWERSHARES DB CRUDE OIL LNG	US	USD	13.04	
	Long x 1	AIGC LN EQUITY	ETFS ALL COMMOD DJ-AIGCISM	UK	USD	13.52	
	Long x 1	AIGE LN EQUITY	ETFS ENERGY DJ-AIGCISM	UK	USD	13.53	
	Long x 1	AIGX LN EQUITY	ETFS EX-ENERGY DJ-AIGCISM	UK	USD	9.94	
	Long x 1	AIGO LN EQUITY	ETFS PETROLEUM DJ-AIGCISM	UK	USD	26.58	
	Long x 1	CRUD LN EQUITY	ETFS CRUDE OIL	UK	USD	27.03	
	Long x 1	UGAS LN EQUITY	ETFS GASOLINE	UK	USD	31.88	
	Long x 1	HEAT LN EQUITY	ETFS HEATING OIL	UK	USD	18.94	
	Long x 2	DXO US EQUITY	POWERSHARES DB CRUDE OIL 2X	US	USD	4.66	
	Long x 2	UCO US EQUITY	PROSHRE ULT DJ-AIG CRUDE OIL	US	USD	12.96	
	Short x 1	SZO US EQUITY	POWERSHARES DB CRUDE SHORT	US	USD	49.94	
	Short x 1	SNRG LN EQUITY	ETFS SHORT ENERGY DJ-AIGCI	UK	USD	82.00	
	Short x 1	SPET LN EQUITY	ETFS SHORT PETROLEUM DJ-AIGC	UK	USD	62.46	
	Short x 1	SNEY LN EQUITY	ETFS SHORT EX-ENERGY DJ-AIGC	UK	USD	62.33	
	Short x 1	SOIL LN EQUITY	ETFS SHORT CRUDE OIL	UK	USD	66.45	
	Short x 1	SGAS LN EQUITY	ETFS SHORT GASOLINE	UK	USD	49.92	
	Short x 1	SHEA LN EQUITY	ETFS SHORT HEATING OIL	UK	USD	60.02	
	Short x 2	DTO US EQUITY	POWERSHARES DB OIL 2X SHORT	US	USD	72.75	
	NATURAL GAS	Long x 1	NGAS LN EQUITY	ETFS NATURAL GAS	UK	USD	0.54
	Short x 1	SNGA LN EQUITY	ETFS SHORT NATURAL GAS	UK	USD	132.82	
COAL	Long x 1	KOL US EQUITY	MARKET VECTORS COAL ETF	US	USD	28.95	
METALS / ΜΕΤΑΛΛΑ							
	Long x 1	AIGP LN EQUITY	ETFS PREC METALS DJ-AIGCISM	UK	USD	14.56	
	Long x 1	AIGI LN EQUITY	ETFS INDUST MTLs DJ-AIGCISM	UK	USD	15.75	
	Short x 1	SPMT LN EQUITY	ETFS SHORT PRECIOUS MTLs	UK	USD	45.06	
ALUMINIUM	Long x 1	ALUM LN EQUITY	ETFS ALUMINIUM	UK	USD	5.06	
	Short x 1	SALU LN EQUITY	ETFS SHORT ALUMINIUM	UK	USD	71.23	
COPPER	Long x 1	COPA LN EQUITY	ETFS COPPER	UK	USD	33.34	
	Short x 1	SCOP LN EQUITY	ETFS SHORT COPPER	UK	USD	46.05	
GOLD	Long x 1	BULL LN EQUITY	ETFS GOLD	UK	USD	12.97	
	Long x 1	GBS LN EQUITY	GOLD BULLION SECURITIES LTD	UK	USD	93.48	
	Long x 1	GLD US EQUITY	SPDR GOLD TRUST	US	USD	93.65	
	Long x 2	UGL US EQUITY	PROSHARES ULTRA GOLD	US	USD	34.78	
	Long x 2	DGP US EQUITY	PWRSHS DB GOLD DOUBLE LONG	US	USD	20.71	
	Short x 1	DGZ US EQUITY	POWERSHs DB GOLD SHORT ETN	US	USD	23.57	
	Short x 1	SBUL LN EQUITY	ETFS SHORT GOLD	UK	USD	43.86	
NICKEL	Long x 1	NICK LN EQUITY	ETFS NICKEL	UK	USD	23.11	
	Short x 1	SNIK LN EQUITY	ETFS SHORT NICKEL	UK	USD	44.51	
SILVER	Long x 1	SLV US EQUITY	ISHARES SILVER TRUST	US	USD	13.92	
	Long x 2	AGQ US EQUITY	PROSHARES ULTRA SILVER	US	USD	42.58	
	Short x 1	SSIL LN EQUITY	ETFS SHORT SILVER	UK	USD	44.49	
ZINC	Long x 1	ZINC LN EQUITY	ETFS ZINC	UK	USD	7.50	
	Short x 1	SZIC LN EQUITY	ETFS SHORT ZINC	UK	USD	49.69	
AGRICULTURAL / ΑΓΡΟΤΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ							
	Long x 1	AIGA LN EQUITY	ETFS AGRICULTURE DJ-AIGCISM	UK	USD	6.09	
	Long x 1	AIGG LN EQUITY	ETFS GRAINS DJ-AIGCISM	UK	USD	4.76	
	Long x 1	AIGL LN EQUITY	ETFS LIVESTOCK DJ-AIGCISM	UK	USD	3.55	
	Long x 1	AIGS LN EQUITY	ETFS SOFTS DJ-AIGCISM	UK	USD	5.59	
	Long x 1	DBA US EQUITY	POWERSHARES DB AGRICULTURE F	US	USD	25.17	
	Short x 1	SAGR LN EQUITY	ETFS SHORT AGRICUL DJ-AIGCI	UK	USD	66.65	
	Short x 1	SSFT LN EQUITY	ETFS SHORT SOFTS DJ-AIGCI	UK	USD	55.16	
	Short x 1	SLST LN EQUITY	ETFS SHORT LIVESTOCK DJ-AIGC	UK	USD	79.46	
	Short x 1	SGRA LN EQUITY	ETFS SHORT GRAINS DJ-AIGCI	UK	USD	70.69	
	CATTLE	Long x 1	CATL LN EQUITY	ETFS LIVE CATTLE	UK	USD	7.05
		Short x 1	SLCT LN EQUITY	ETFS SHORT LIVE CATTLE	UK	USD	65.39
COFFEE	Long x 1	COFF LN EQUITY	ETFS COFFEE	UK	USD	2.51	
	Short x 1	SCFE LN EQUITY	ETFS SHORT COFFEE	UK	USD	63.56	
CORN	Long x 1	CORN LN EQUITY	ETFS CORN	UK	USD	1.23	
	Short x 1	SCOR LN EQUITY	ETFS SHORT CORN	UK	USD	76.48	
COTTON	Long x 1	COTN LN EQUITY	ETFS COTTON	UK	USD	1.52	
	Short x 1	SCTO LN EQUITY	ETFS SHORT COTTON	UK	USD	67.62	
HOGS	Long x 1	HOGS LN EQUITY	ETFS LEAN HOGS	UK	USD	0.88	
	Short x 1	SLHO LN EQUITY	ETFS SHORT LEAN HOGS	UK	USD	105.77	
SOYBEANS	Long x 1	SOYO LN EQUITY	ETFS SOYBEANS OIL	UK	USD	6.77	
	Long x 1	SOYB LN EQUITY	ETFS SOYBEANS	UK	USD	15.78	
	Short x 1	SSYO LN EQUITY	ETFS SHORT SOYBEAN OIL	UK	USD	72.05	
	Short x 1	SSOB LN EQUITY	ETFS SHORT SOYBEANS	UK	USD	50.47	
SUGAR	Long x 1	SUGA LN EQUITY	ETFS SUGAR	UK	USD	19.49	
	Short x 1	SSUG LN EQUITY	ETFS SHORT SUGAR	UK	USD	38.10	
WHEAT	Long x 1	WEAT LN EQUITY	ETFS WHEAT	UK	USD	2.06	
	Short x 1	SWEA LN EQUITY	ETFS SHORT WHEAT	UK	USD	91.82	

Πηγή: Bloomberg, 21.08.2009

ETFs IN SECTORS / ΔΑΚ ΣΕ ΚΛΑΔΟΥΣ

SECTOR	DIRECTION	TICKER	NAME	COUNTRY	CURRENCY	LAST PRICE
Financials / Χρηματο- οικονομικός	Long x 1	IYF US EQUITY	ISHARES DJ US FINANCIAL SECT	US	USD	51.35
	Long x 1	XLF US EQUITY	FINANCIAL SELECT SECTOR SPDR	US	USD	14.55
	Long x 1	IYG US EQUITY	ISHARES DJ US FINANCIAL SVCS	US	USD	54.73
	Long x 1	SX7PEX GR EQUITY	ISHARES DJ STOXX 600 BKS DE	GE	EUR	22.72
	Long x 2	UYG US EQUITY	PROSHARES ULTRA FINANCIALS	US	USD	5.63
	Long x 3	FAS US EQUITY	DIREXION DAILY FIN BULL 3X	US	USD	77.43
	Short x 1	SEF US EQUITY	PROSHARES SHORT FINANCIALS	US	USD	46.51
	Short x 2	SKF US EQUITY	PROSHARES ULTRASHORT FINANCI	US	USD	27.16
	Short x 3	FAZ US EQUITY	DIREXION DAILY FINL BEAR 3X	US	USD	23.80
Technology / Τεχνολογία	Long x 1	XLK US EQUITY	TECHNOLOGY SELECT SECT SPDR	US	USD	20.09
	Long x 1	IYW US EQUITY	ISHARES DJ US TECHNOLOGY SEC	US	USD	49.70
	Long x 1	SX8PEX GR EQUITY	ISHARES DJ ST 600 TECHNOL DE	GE	EUR	17.52
	Short x 2	SSG US EQUITY	PROSHARES ULTRASHORT SEMICON	US	USD	25.27
	Short x 2	REW US EQUITY	PROSHARES ULTRASHORT TECHNOL	US	USD	31.22
Telecoms / Τηλεπικοινωνίες	Long x 1	IYZ US EQUITY	ISHARES DJ US TELECOMMUNICAT	US	USD	17.94
	Long x 1	SXKPEX GR EQUITY	ISHARES DJ ST 600 TELECOM DE	GE	EUR	24.70
Healthcare / Υγεία	Long x 1	XLV US EQUITY	HEALTH CARE SELECT SECTOR	US	USD	28.68
	Long x 1	PPH US EQUITY	PHARMACEUTICAL HOLDERS TRUST	US	USD	64.64
	Long x 1	IBB US EQUITY	ISHARES NASDAQ BIOTECH INDX	US	USD	77.86
	Long x 1	XBI US EQUITY	SPDR S&P BIOTECH ETF	US	USD	54.16
	Long x 1	SXDPEX GR EQUITY	ISHARES DJ ST 600 HE CARE DE	GE	EUR	33.24
	Long x 2	RXL US EQUITY	PROSHARES ULTRA HEALTH CARE	US	USD	42.34
Biotechnology / Βιοτεχνολογία	Short x 2	RXD US EQUITY	PROSHARES ULTRASHORT HEALTH	US	USD	42.69
	Long x 1	FBT US EQUITY	FIRST TRUST NYSE ARCA BIOTEC	US	USD	26.69
	Long x 1	XBI US EQUITY	SPDR S&P BIOTECH ETF	US	USD	54.16
	Long x 1	BBH US EQUITY	BIOTECH HOLDERS TRUST	US	USD	100.56
	Long x 1	IBB US EQUITY	ISHARES NASDAQ BIOTECH INDX	US	USD	77.86
Long x 1	PBE US EQUITY	POWERSHARES DYN BIOTECH&GENO	US	USD	16.50	
Energy / Ενέργεια	Long x 1	IYE US EQUITY	ISHARES DJ US ENERGY SECTOR	US	USD	30.87
	Long x 1	XLE US EQUITY	ENERGY SELECT SECTOR SPDR	US	USD	52.35
	Long x 1	OIH US EQUITY	OIL SERVICES HOLDERS TRUST	US	USD	109.15
	Long x 1	SXEPEX GR EQUITY	ISHARES DJ ST 600 OIL&GAS DE	GE	EUR	30.41
	Long x 2	DIG US EQUITY	PROSHARES ULTRA OIL & GAS	US	USD	30.28
	Short x 1	DDG US EQUITY	PROSHARES SHORT OIL & GAS	US	USD	56.78
	Short x 2	DUG US EQUITY	PROSHARES ULTRASHORT OIL & G	US	USD	15.78
Renewable Energy / Ανανεώσιμες	Long x 1	KWT US EQUITY	MARKET VECTORS SOLAR ENERGY	US	USD	13.71
	Long x 1	GEX US EQUITY	MARKET VECTORS GLOBAL ALT	US	USD	24.21
	Long x 1	PBD US EQUITY	POWERSHARES GBL CLEAN ENERGY	US	USD	15.74
	Long x 1	PBW US EQUITY	POWERSHARES WILDERH CLEAN EN	US	USD	10.18
	Long x 1	PUW US EQUITY	POWERSHARES WILDERHILL PROGR	US	USD	21.83
	Long x 1	TAN US EQUITY	CLAYMORE/MAC GLBL SOLAR ENRG	US	USD	8.84
	Long x 1	PZD US EQUITY	POWERSHARES CLEANTECH PORTFO	US	USD	22.51
	Long x 1	QCLN US EQUITY	FIRST TRUST NASDAQ CLEAN EDG	US	USD	14.41
Consumer / Καταναλωτικά αγαθά	Long x 1	XLP US EQUITY	CONSUMER STAPLES SPDR	US	USD	24.74
	Long x 1	IYK US EQUITY	ISHARES DJ US CONSMR GOODS	US	USD	51.19
	Long x 2	UGE US EQUITY	PROSHARES ULTRA CONSUMER GOO	US	USD	42.76
	Short x 2	SCC US EQUITY	PROSHARES ULTRASHORT CONS SV	US	USD	49.08
	Short x 2	SZK US EQUITY	PROSHARES ULTRASHORT CONS GD	US	USD	52.40
Utilities / Κοινής ωφέλειας	Long x 1	IDU US EQUITY	ISHARES DJ US UTILITIES SECT	US	USD	71.62
	Long x 1	XLU US EQUITY	UTILITIES SELECT SECTOR SPDR	US	USD	29.72
	Long x 1	PHO US EQUITY	POWERSHARES WATER RESOURCES	US	USD	16.30
	Short x 2	SDP US EQUITY	PROSHARES ULTRASHORT UTILITI	US	USD	27.59
Industrial / Βιομηχανία	Long x 1	XLI US EQUITY	INDUSTRIAL SELECT SECT SPDR	US	USD	25.30
	Short x 2	SIJ US EQUITY	PROSHARES ULTRASHORT INDUSTR	US	USD	31.70
Real Estate / Αγορά ακινήτων	Long x 1	VNQ US EQUITY	VANGUARD REIT ETF	US	USD	38.75
	Long x 1	IYR US EQUITY	ISHARES DJ US REAL ESTATE	US	USD	40.11
	Long x 1	RWR US EQUITY	SPDR DOW JONES REIT ETF	US	USD	42.46
	Long x 1	XHB US EQUITY	SPDR S&P HOMEBUILDERS ETF	US	USD	15.34
	Long x 2	URE US EQUITY	PROSHARES ULTRA REAL ESTATE	US	USD	5.29
	Short x 2	SRS US EQUITY	PROSHARES ULTRASHORT REAL ES	US	USD	11.73

Πηγή: Bloomberg, 21.08.2009

ETFs IN REGIONS / ΔΑΚ ΣΕ ΔΕΙΚΤΕΣ - ΓΕΩΓΡΑΦΙΚΕΣ ΠΕΡΙΟΧΕΣ

COUNTRY / BENCHMARK	DIRECTION	TICKER	NAME	COUNTRY	CURRENCY	LAST PRICE
NORTH AMERICA / ΝΟΤΙΑ ΑΜΕΡΙΚΗ						
US / S&P 500	Long x 1	SPY US EQUITY	SPDR TRUST SERIES 1	US	USD	102.97
	Long x 1	IVV US EQUITY	ISHARES S&P 500 INDEX FUND	US	USD	103.28
	Long x 2	SSO US EQUITY	PROSHARES ULTRA S&P500	US	USD	32.40
	Short x 1	SH US EQUITY	PROSHARES SHORT S&P500	US	USD	58.24
	Short x 2	SDS US EQUITY	PROSHARES ULTRASHORT S&P500	US	USD	43.28
US / DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE	Long x 1	DIA US EQUITY	DIAMONDS TRUST SERIES I	US	USD	95.03
	Long x 2	DDM US EQUITY	PROSHARES ULTRADOW30	US	USD	36.38
	Short x 1	DOG US EQUITY	PROSHARES SHORT DOW30	US	USD	58.53
	Short x 2	DXD US EQUITY	PROSHARES ULTRASHORT DOW30	US	USD	37.01
US / NASDAQ 100	Long x 1	QQQQ US EQUITY	POWERSHARES QQQ	US	USD	40.29
	Long x 2	QLD US EQUITY	PROSHARES ULTRA QQQ	US	USD	46.34
	Short x 1	PSQ US EQUITY	PROSHARES SHORT QQQ	US	USD	50.43
	Short x 2	QID US EQUITY	PROSHARES QQQ ULTRASHORT	US	USD	25.54
US / RUSSELL 1000	Long x 3	BGU US EQUITY	DIREXION DLY LG CAP BULL 3X	US	USD	46.67
	Short x 3	BGZ US EQUITY	DIREXION DLY LG CAP BEAR 3X	US	USD	24.07
EUROPE / ΕΥΡΩΠΗ						
EU / DJ EUROSTOXX 50	Long x 1	SX5EEX GY EQUITY	ISHARES DJ EURO STOXX 50 DE	GE	EUR	27.94
	Long x 1	EUN2 GY EQUITY	ISHARES DJ EURO STOXX 50	GE	EUR	27.49
	Short x 1	BSX FP EQUITY	SGAM ETF BEAR STXX 50	FR	EUR	49.16
	Short x 2	BXX FP EQUITY	SGAM ETF XBEAR STXX 50	FR	EUR	45.87
EU / DJ STOXX50	Long x 1	SX5PEX GY EQUITY	ISHARES DJ STOXX 50 DE	GE	EUR	24.20
	Long x 1	EUN1 GY EQUITY	ISHARES DJ STOXX 50	GE	EUR	23.77
UK / FTSE 100	Long x 1	ISF LN EQUITY	ISHARES PLC-ISHARES FTSE 100	UK	GBP	490.40
	Short x 1	XUKS LN EQUITY	DB X-TRACKERS FTSE 100 SH DA	UK	GBP	1,053.00
FRANCE / CAC 40	Long x 1	CAC FP EQUITY	LYXOR ETF CAC 40	FR	EUR	37.51
	Short x 1	B40 FP EQUITY	SGAM ETF BEAR CAC 40	FR	EUR	67.32
	Short x 2	BX4 FP EQUITY	SGAM ETF XBEAR CAC 40	FR	EUR	62.68
GERMANY / DAX	Long x 1	DAXEX GY EQUITY	ISHARES DAX DE	GE	EUR	50.97
	Long x 2	LYXLEDAX GY EQUITY	LYXOR ETF LEVDAX	GE	EUR	32.76
	Short x 1	XSDX GY EQUITY	DB X-TRACKERS SHORTDAX DAILY	GE	EUR	72.87
ASIA / ΑΣΙΑ						
JAPAN / MSCI JAPAN	Long x 1	EWJ US EQUITY	ISHARES MSCI JAPAN INDEX FD	US	USD	10.15
HONG KONG / MSCI HONG KONG	Long x 1	EWH US EQUITY	ISHARES MSCI HONG KONG INDEX	US	USD	15.19
EMERGING MARKETS / ΑΝΑΔΥΟΜΕΝΕΣ ΑΓΟΡΕΣ						
B.R.I.C. / SELECTED EQUITIES	Long x 1	BIK US EQUITY	SPDR S&P BRIC 40 ETF	US	USD	21.54
TURKEY / SELECTED TURKISH EQUITIES	Long x 1	TKF US EQUITY	TURKISH INVESTMENT FUND	US	USD	11.75
	Long x 1	TUR US EQUITY	ISHARES MSCI TURKEY INVSTBLE	US	USD	49.87
RUSSIA / SELECTED RUSSIAN & EASTERN EUROPEAN EQUITIES	Long x 1	CEE US EQUITY	CENTRAL EUROPE & RUSSIA FUND	US	USD	28.06
	Long x 1	TRF US EQUITY	TEMPLETON RUSSIA & EAST EURO	US	USD	17.76
	Long x 1	GUR US EQUITY	SPDR S&P EMERGING EUROPE ETF	US	USD	36.78
	Long x 1	IEER LN EQUITY	ISHARES MSCI EAST EUR 10/40	UK	GBP	1,458.00
CHINA / FTSE CHINA 25	Long x 1	FXI US EQUITY	ISHARES FTSE/XINHUA CHINA 25	US	USD	40.78
	Short x 2	FXP US EQUITY	PROSHARES ULTRASHORT FTSE	US	USD	10.13
INDIA / SELECTED INDIAN EQUITIES	Long x 1	INR FP EQUITY	LYXOR ETF MSCI INDIA	FR	EUR	8.87
	Long x 1	IIF US EQUITY	MORGAN STANLEY INDIA INVEST	US	USD	19.25
	Long x 1	IFN US EQUITY	INDIA FUND INC	US	USD	26.80
MEXICO / MSCI MEXICO	Long x 1	EWX US EQUITY	ISHARES MSCI MEXICO INVESTAB	US	USD	44.32
BRAZIL / MSCI BRAZIL	Long x 1	EWZ US EQUITY	ISHARES MSCI BRAZIL	US	USD	61.40

Πηγή: Bloomberg, 21.08.2009

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική βιβλιογραφία και πηγές

Νούλας Αθανάσιος (2005), Χρήμα και Τράπεζες.

Γαλάτσιος Κώστας (2008), Επενδυτικές υπηρεσίες, Ελληνικό Τραπεζικό Ινστιτούτο.

Γεράσιμος Ρομπότης (2002), Τα Χρηματιστηριακώς Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια (Exchange Traded Funds) ή ETFs και εμπειρία τους διεθνώς.

Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. (2009), ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΙΜΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ - Ενημερωτικό Υλικό, Περιγραφή των ΔΑΚ, 21/01/2009, Ανάκτηση από World Wide Web: <http://www.athex.gr/content/gr/ann.asp?AnnID=54464>.

Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. (2009), ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΙΜΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ - Ενημερωτικό Υλικό, Το πλαίσιο λειτουργίας των ΔΑΚ στο Χρηματιστήριο Αθηνών, 21/01/2009, Ανάκτηση από World Wide Web: <http://www.athex.gr/content/gr/ann.asp?AnnID=54464>.

Euro2day.gr, Η ιστορία των ETF's, Ανάκτηση 01/09/2006 από World Wide Web: <http://www.euro2day.gr/SubArticleSpecialFolders.aspx?amid=109652&parent=109642>.

Capital.gr, X.A.: Έκδοση του πρώτου ETF στο νέο ελληνοτουρκικό δείκτη GT30, Ανάκτηση 30/09/2009 από World Wide Web: <http://www.capital.gr/News.asp?id=823009>.

http://news.kathimerini.gr/4dcgi/w_articles_economy_1_13/12/2011_465873: Ανάκτηση 03/08/2012 από World Wide Web

http://www.ase.gr/SmartAccess/files/ETF_Subm_File_User_Manual_v1_0.pdf: Ανάκτηση 03/08/2012 από World Wide Web

<http://www.ase.gr/content/gr/announcements/Files/ATHEX%20Market%20Operation%20-%20ETFs%20in%20ATHEX%20V%200-9.pdf>: Ανάκτηση 03/08/2012 από World Wide Web

<http://www.capital.gr/news.asp?id=1078737>: Ανάκτηση 03/08/2012 από World Wide Web

Διεθνής βιβλιογραφία και πηγές

Marvin Appel (2006), Investing with Exchange Traded Funds Made Easy, Financial Times Press.

Ken Hawkins (2009), Exchange-Traded Funds, INVESTOPEDIA, Ανάκτηση από World Wide Web:

<http://www.investopedia.com/university/exchange-traded-fund/etf1.asp>.

Will McClatchy (2000), Hidden Trading Costs ETF Investors Should Know About, Ανάκτηση από World Wide Web:

http://www.indexfunds.com/articles/20000731_orderflow_iss_etf_WM.htm.

Jim Wiandt (2000), Are the Risks of Exchange-Traded Funds Being Downplayed?, Ανάκτηση από World Wide Web:

http://www.indexfunds.com/articles/20000707_spread2_new_etf_ST.htm.

Mark Kennedy (2008), The History of ETFs, About.com, Ανάκτηση από World Wide Web:

http://etf.about.com/od/etfbasics/a/ETF_History.htm.

Carl Delfeld (2008), New Hedge Fund ETFs Are On the Way, Ανάκτηση από World Wide Web:

<http://seekingalpha.com/article/91446-new-hedge-fund-etfs-are-on-the-way>.

Ian Salisbury (2008), 'Active' ETFs Get a Passive Response, THE WALL STREET JOURNAL, Ανάκτηση από World Wide Web:

<http://online.wsj.com/article/SB121141796203112751.html>.

Dow Jones & Company Inc. (2006), History of ETFs: From Institutions to Individuals, THE WALL STREET JOURNAL, Ανάκτηση από World Wide Web:

<http://online.wsj.com/ad/focusonetfs/history.html>.

IndexFunds Staff (2002), Site Glossary, Ανάκτηση από World Wide Web:

<http://www.indexfunds.com/glossary.asp>.

Wikipedia (2009), Exchange-traded fund, Wikipedia, the free encyclopedia,

Ανάκτηση από World Wide Web: http://en.wikipedia.org/wiki/Exchange-traded_fund.

Wikipedia (2009), Securities Act of 1933, Wikipedia, the free encyclopedia, Ανάκτηση από World Wide Web:
http://en.wikipedia.org/wiki/Securities_Act_of_1933.

Wikipedia (2009), Investment Company Act of 1940, Wikipedia, the free encyclopedia, Ανάκτηση από World Wide Web:
http://en.wikipedia.org/wiki/Investment_Company_Act_of_1940.

Investopedia.com (2009), Tracking error, Dictionary, Investopedia, Ανάκτηση από World Wide Web: <http://www.investopedia.com/terms/t/trackingerror.asp>.

ETFZone staff (2009), Popular ETFs, ETFZone staff, Ανάκτηση από World Wide Web:
<http://finance.yahoo.com/etf/education/04>.

Etfguide.com (2009), The history of Exchange-traded Funds, Ανάκτηση από World Wide Web: <http://www.etfguide.com/exchangetradedfunds.htm>.

Etfguide.com (2009), SPDRs S&P 500 ETF, Fund details, Ανάκτηση από World Wide Web: http://www.etfguide.com/advance_search_view.php?etfTickerSearch=spy.

Etfguide.com (2009), PowerShares QQQ, Fund details, Ανάκτηση από World Wide Web:
http://www.etfguide.com/advance_search_view.php?etfTickerSearch=QQQ.

Etfguide.com (2009), Dow Diamonds, Fund details, Ανάκτηση από World Wide Web:
http://www.etfguide.com/advance_search_view.php?etfTickerSearch=dia.

Etfguide.com (2009), iShares S&P 500 Index Fund, Fund details, Ανάκτηση από World Wide Web:
http://www.etfguide.com/advance_search_view.php?etfTickerSearch=ivv.

Etfguide.com (2009), MidCap SPDRs, Fund details, Ανάκτηση από World Wide Web:
http://www.etfguide.com/advance_search_view.php?etfTickerSearch=MDY.

Etfguide.com (2009), iShares Russell 2000 Index Fund, Fund details, Ανάκτηση από World Wide Web:
http://www.etfguide.com/advance_search_view.php?etfTickerSearch=iwm.

Etfguide.com (2009), iShares MSCI EAFE Index Fund, Fund details, Ανάκτηση από World Wide Web:

http://www.etfguide.com/advance_search_view.php?etfTickerSearch=efa.

Etfguide.com (2009), Vanguard Total Stock Market ETF, Fund details, Ανάκτηση από World Wide Web:

http://www.etfguide.com/advance_search_view.php?etfTickerSearch=vti.

Etfguide.com (2009), iShares S&P SmallCap 600 Index Fund, Fund details, Ανάκτηση από World Wide Web:

http://www.etfguide.com/advance_search_view.php?etfTickerSearch=ijr.

Etfguide.com (2009), Health Care Select Sector SPDR Fund, Fund details, Ανάκτηση από World Wide Web:

http://www.etfguide.com/advance_search_view.php?etfTickerSearch=xlv.

Οργανισμοί-Εταιρίες

Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε., Τμήμα Εκπαίδευσης, Λεωφόρος Αθηνών 110, Αθήνα, Ελλάδα, <http://www.helex.gr>.

Guardian Trust Χρηματιστηριακή Α.Ε.Π.Ε.Υ., Φιλελλήνων 15, Τ.Κ. 105 57, Αθήνα, Ελλάδα, www.guardiantrust.gr.

Foreign Securities Department, Investment Bank of Greece, Member of MARFIN POPULAR BANK, Αιγυλίας 32, Τ.Κ. 151 25, Μαρούσι, Ελλάδα, www.ibg.gr.