

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΠΑΤΡΩΝ

ΣΧΟΛΗ: ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ: ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΘΕΜΑ:

“ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΑΘΗΝΩΝ”

ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ: ΚΑΝΙΣΤΡΑΣ ΑΓΓΕΛΟΣ

ΣΠΟΥΔΑΣΤΡΙΕΣ:

**ΠΕΤΡΟΥ ΜΑΡΙΑ
ΜΑΘΙΟΥΛΑΚΗ ΜΑΡΙΑ**

ΜΑΡΤΙΟΣ 2001

ENCLOSURE	6329
-----------	------

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Προϊόν των ανεπτυγμένων χρηματαγορών, άγνωστο έως πρόσφατα στην πλειονότητα του ελληνικού επενδυτικού κοινού, τα παράγωγα προϊόντα εμφανίστηκαν στην Ιαπωνία μετά το 1600. Ο αρχαιότερος δε «παικτης» επί παραγώγων ήταν ο Θαλής ο Μιλήσιος, ο οποίος μελετώντας τα καιρικά φαινόμενα προέβλεπε την εποχή της συγκομιδής του καρπού των ελαιοδέντρων και με βάση τις προσδοκίες του πουλούσε ελιές και μίσθωνε ελαιοτριβεία με μελλοντική ημερομηνία. Αποτέλεσμα ήταν η σχέση προσφοράς και ζήτησης ελαιοτριβείων και των προς άλεσμα ελιών να διαμορφώνει τις τιμές. Αυτή ήταν η πρώτη μορφή options (δικαιώματα προαίρεσης μετοχών).

Στο σύγχρονο χρηματοοικονομικό κόσμο, οι ανάγκες των συναλλασσόμενων στις διάφορες αγορές αυξάνονται με ιλιγγιώδεις ρυθμούς.

Νέα προϊόντα έρχονται όχι μόνο να υποκαταστήσουν αλλά και να συμπληρώσουν τις εναλλακτικές μορφές επένδυσης ώστε αυτές να ανταποκρίνονται στις απαιτήσεις του καθενός.

Η Ελλάδα ακολουθεί τις εξελίξεις, με βήματα που υπαγορεύει η επενδυτική παιδεία αλλά και η πρόκληση προκειμένου η οικονομία μας να γίνει «ώριμη» και να σταθεί ισάξια δίπλα στις άλλες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Παράγωγα προϊόντα (όπως προθεσμιακά συμβόλαια) υπήρχαν μέχρι σήμερα στην ελληνική αγορά αλλά φτιάχνονταν από πιστωτικά ιδρύματα για να καλύψουν τις απαιτήσεις μεγάλων πελατών αλλά παρουσίαζαν πολλές δυσκολίες.

Τον Αύγουστο του 1999, τα παράγωγα απέκτησαν της δική τους οργανωμένη αγορά. Στόχος του νέου Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών (Χ.Π.Α.), η δημιουργία Παραγώγων Προϊόντων που θα μπορούν να χρησιμοποιηθούν εύκολα και άμεσα από όλους τους επενδυτές και όχι μόνο από όσους διαθέτουν οικονομική επιφάνεια και να ικανοποιούν έτσι την επενδυτική τους φιλοσοφία.

Τα παράγωγα μέσα μπορούν να χρησιμοποιηθούν από ιδιώτες επενδυτές, οργανισμούς χρηματοπιστωτικούς, των οποίων τα προϊόντα και οι υπηρεσίες χρησιμοποιούνται ευρέως. Το αμοιβαίο κεφάλαιο στο οποίο ενδεχομένως να έχουμε επενδύσει και η τράπεζα από την οποία ενδεχομένως να έχουμε δανειστεί, χρησιμοποιούν παράγωγα για την επίτευξη συγκεκριμένων οικονομικών στόχων. Παρόλο που τα παράγωγα χρησιμοποιούνται εδώ και αιώνες, μόνο τα τελευταία χρόνια έχουν έρθει στο προσκήνιο και δυστυχώς, όπως αναμενόταν, η προσοχή δόθηκε στις αρνητικές περιπτώσεις.

Ωστόσο, η χρήση των παραγώγων δεν περικλείει τόσο κίνδυνο όσο τα ΜΜΕ ισχυρίζονται. Στην πραγματικότητα, όλοι σχεδόν οι χρήστες των παραγώγων απολαμβάνουν τα πραγματικά οφέλη των παραγώγων χωρίς να καταστρέφονται. Όταν χρησιμοποιούνται σωστά, τα παράγωγα είναι μια πολύ χρήσιμη και αποτελεσματική μέθοδος επιτυχίας συγκεκριμένων οικονομικών στόχων.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1:

1.1	Ίδρυση και Οργάνωση του Χ.Π.Α	11
1.2	Διοίκηση του Χ.Π.Α	13
1.3	Μέλη του Χ.Π.Α	14
1.4	Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π	19
1.5	Συναλλαγές στο Χ.Π.Α	24
1.6	Διεξαγωγή συναλλαγών	25
1.7	Εκκαθάριση και εξασφάλιση συναλλαγών στο Χ.Π.Α	27
1.7.1	Ημερήσια εκκαθάριση συναλλαγών (marking to market) και ο λογαριασμός περιθωρίου ασφαλείας	
1.8	Νομοθετικό πλαίσιο του Χ.Π.Α	33
1.9	Ελληνική αγορά και παράγωγα προϊόντα	37

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2:

2.1	Τι είναι τα παράγωγα	39
2.2	Χαρακτηριστικά παράγωγων μέσων	41
2.3	Τύποι παράγωγων μέσων	42
2.3.1	Παράγωγα προαιρετικής βάσης	43
2.3.2	Παράγωγα προθεσμιακής βάσης	44
2.4	Διαφορές Παραγώγων Προθεσμιακής – Προαιρετικής βάσης	45
2.5	Χρηματιστηριακά και εξωχρηματιστηριακά Παράγωγα	47
2.5.1	Χρηματοπιστωτικά υποκείμενα μέσα	49
2.6	Τι είναι τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (futures)	51
2.7	Τι είναι τα Δικαιώματα (options)	53
2.8	Στοιχεία των συμβολαίων και δικαιωμάτων	54
2.9	Πώς χρησιμοποιούνται τα Σ.Μ.Ε. και τα δικαιώματα Ποιοι συναλλάσσονται σε Σ.Μ.Ε. και δικαιώματα.	58

2.10 Φορολογία παράγωγων προϊόντων	60
2.11 Δείκτες Χρηματαγοράς	62
2.11.1 Δείκτες FTSE/ASE-80 FTSE/ASE MID 40	63

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3:

3.1 Προϊόντα διαπραγμάτευσης Χρηματιστηρίου Παραγώγων	69
3.2 Συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/ASE20	71
3.2.1 Γενική Περιγραφή του συμβολαίου	71
3.2.2 Θέσεις εργασίας και πώλησης	72
3.2.3 Καθημερινή αποτίμηση	72
3.2.4 Περιθώριο ασφάλισης	73
3.2.5 Κλείσιμο θέσεων	74
3.2.6 Τελική Εκκαθάριση	75
3.2.7 Σχέση τιμής του ΣΜΕ με την τιμή του δείκτη FTSE/ASE20	76
3.2.8 Εξισορροπητική κερδοσκοπία	77
3.2.9 Πλεονεκτήματα για τους επενδυτές	78
3.3 Συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης σε δεκαετές ομόλογα ελληνικού δημοσίου	81
3.3.1 Δευτερογενής αγορά δεκαετών ομολόγων ελληνικού δημοσίου	81
3.3.2 Γενική περιγραφή συμβολαίου	82
3.3.3 Παραδοτέα ομόλογα	84
3.3.4 Θέσεις αγοράς και πώλησης	85
3.3.5 Καθημερινή αποτίμηση	85
3.3.6 Περιθώριο ασφάλισης	86
3.3.7 Κλείσιμο θέσεων	88
3.3.8 Τελική Εκκαθάριση	88
3.3.9 Εκκαθάριση με παράδοση κατά τη λήξη των ΣΜΕ σε δεκαετές ομόλογο	90

3.3.10 Το φθηνότερο για παράδοση ομόλογο (cheapest to deliver bond, CTD)	90
3.3.11 Αναγνώριση του φθηνότερου για παράδοση ομολόγου κατά την ημερομηνία παράδοσης	91
3.3.12 Σχέση της τιμής του ΣΜΕ με την τιμή του φθηνότερου προς παράδοση ομολόγου	93
3.3.13 Πλεονεκτήματα για τους επενδυτές	94
3.3.14 Βασικές στρατηγικές συναλλαγών με ΣΜΕ σε δεκαετές ομόλογο	96
3.3.15 Τεκμαρτό επιτόκιο συμφωνίας επαναγοράς	103
3.4 Δικαιώματα (options)	110
3.4.1 Προτιμισιακά δικαιώματα	110
3.4.2 Options επί μετοχών	113
3.4.3 Χαρακτηριστικά των Options επί μετοχών	115
3.4.4 Διαπραγμάτευση των Options	117
3.4.5 Περιθώρια ασφάλειας Options	119
3.4.6 Εταιρεία εκκαθάρισης συναλλαγών για Options	122
3.4.7 Άσκηση Options	123
3.4.8 Options επί δεικτών μετοχών	124
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4:	
4.1 Γιατί είναι χρήσιμα τα παράγωγα	126
4.1.1 Μείωση κινδύνου / Αντιστάθμιση	127
4.1.2 Μείωση κόστους	131
4.1.3-Είσοδος και έξοδος από την αγορά	132
4.1.4 Ενίσχυση απόδοσης	134
4.1.5 Κερδοσκοπία	137
4.1.6 Κερδοσκοπική αντιστάθμιση (arbitrage)	140

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5:

5.1 Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών – Γενικά	142
5.2 Σκοπός του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών	143
5.3 Αντικείμενο Χρηματιστηριακών Αξιών Αθηνών	144
5.4 Δομή του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών	145
5.5 Διοίκηση Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών	147
5.6 Μετοχές Ανώνυμων Εταιρειών	148
5.7 Προϋποθέσεις εισαγωγής μετοχών στο Χ.Α.Α.	149
5.8 Υποχρεώσεις εταιρειών των οποίων οι μετοχές είναι εισαγμένες στο Χ.Α.Α	151
5.9 Χρηματιστήριο Αξιών και Παραγώγων	152

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6:

6.1 Παράγωγα εξωτερικού	156
6.2 Ιστορία προθεσμιακών συμβολαίων στο εξωτερικό	157
6.3 Προθεσμιακά συμβόλαια σε δείκτες (Stock Index Futures)	158
6.3.1 Προθεσμιακά Συμβόλαια Συναλλάγματος	159
6.4 Δικαιώματα (Options) στο εξωτερικό	159
6.4.1 Δικαιώματα (Options) συναλλάγματος	160
6.5 Χρηματιστήριο Παραγώγων και Ευρώ	161
6.6 Πώς θα εκφράσουν οι ανοικτές θέσεις σε Παράγωγα Προϊόντα	162

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7:

ΕΡΕΥΝΑ

7.1 Συνέντευξη από τον κ. Στρατηγάκη Παναγιώτη, Δ/ντη της εταιρείας «ΔΑΜΙΑΝΑΚΗΣ Α.Ε.Λ.Δ.Ε»	166
7.2 Συνέντευξη από τον κ. Ξενούλη Άρη, Εσωτερικό Ελεγκτή της εταιρείας «ΓΕΡΟΛΥΜΟΣ Α.Ε.Λ.Δ.Ε»	170
7.3 Η πορεία του Χ.Π.Α. τους τελευταίους μήνες	172
7.4 Άποψη των MARKET-MAKERS ΣΙΓΜΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	185
7.5 Το Χρηματιστήριο παραγώγων και οι ξένοι θεσμικοί επενδυτές	188
7.6 Δικαιώματα στο δείκτη FTSE/ASE-20	194
7.7 Δικαιώματα – Τεχνική Ανάλυση Παραγώγων – Αποδόσεις	196
7.8 Πώς μπορείτε να κερδίσετε από τα PUTS	200
7.9 Χρηματοοικονομικά εργαλεία	203

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8:

Επίλογος – Συμπεράσματα	210
-------------------------	-----

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.

ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΕΠΙ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ Α.Ε.

Γραφεία: Λέκκα 23-25, Αθήνα 105 62 Τηλ. Κέντρο: 01-321 7244

Fax: 01-3217302

e-mail: secretariat@adex.ase.gr

Internet URL: <http://www.adex.ase.gr>

Πρόεδρος & διευθύνων Σύμβουλος Χ.Π.Α.: Παναγιώτης Αλεξιάκης

Πρόεδρος ΕΤΕΣΕΠ: Παναγιώτης Αλεξιάκης

Διεύθυνση Ανάπτυξης Εργασιών:

Ν. Πορφύρης

Τμήμα Μάρκετινγκ:

Ν. Παπαγεωργίου

Τμήμα Πωλήσεων:

Δ. Παππάς

Τμήμα Έρευνας & Ανάπτυξης:

Ν. Πορφύρης

Μονάδα Εκπαίδευσης:

Μ. Καππάτου

Διεύθυνση Διεξαγωγής Συναλλαγών

Τμήμα Παρακολούθησης

Διεξαγωγής Συναλλαγών:

Μ. Ζαφειράκη

Τμήμα Υποστήριξης

Διεξαγωγής Συναλλαγών:

Ε. Σακελλάκης

Διεύθυνση Εκκαθάρισης Συναλλαγών:

Κ. Τάντης

Τμήμα Διαχείρισης Κινδύνου:

Κ. Τάντης

Διεύθυνση Οικονομικού και Διοικητικού:

Χρ. Μαγιόγλου

Υποστήριξη Συστημάτων Πληροφορικής:

Π. Στασινόπουλος

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

1.1 ΙΔΡΥΣΗ ΚΑΙ ΟΡΓΑΝΩΣΗ Χ.Π.Α.

Η οργανωμένη αγορά παραγώγων που λειτουργεί στην Ελλάδα βασίζεται στο ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΑΘΗΝΩΝ (Χ.Π.Α.) και στην εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγώγων (ΕΤΕΣΕΠ). Το Χ.Π.Α. και η ΕΤΕΣΕΠ έχουν την ευθύνη δημιουργίας μιας αγοράς όπου εισάγονται και διαπραγματεύονται τυποποιημένα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures) και δικαιώματα (options).

Το χρηματιστήριο παραγώγων Αθηνών ιδρύθηκε τον Απρίλιο του 1998 ως αυτόνομη εταιρία και έχει οργανωθεί βάσει του νόμου Ν.2533/1997. Το Χ.Π.Α. λειτουργεί με τη μορφή ανώνυμης εταιρίας και ισχύουν οι διατάξεις της νομοθεσίας για τις ανώνυμες εταιρίες συμπληρωματικά με τις διατάξεις του Ν 2533/1997. Σκοπός του είναι η υποστήριξη και η οργάνωση των συναλλαγών στη χρηματιστηριακή αγορά παράγωγων καθώς και η οργάνωση της λειτουργίας του συστήματος των συναλλαγών.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει αναλάβει την εποπτεία του Χ.Π.Α. (και της ΕΤΕΣΕΠ) για τη σωστή λειτουργία και την τήρηση των σχετικών διατάξεων και της νομοθεσίας.

Το Χ.Π.Α. έχει αναλάβει την αρμοδιότητα να οργανώνει και να υποστηρίζει την αγορά παράγωγων προϊόντων και συγχρόνως να εποπτεύει τη διεξαγωγή των συναλλαγών σε μια σειρά από τυποποιημένα συμβόλαια, όπως τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures) και δικαιώματα (options) και τη γενικότερη ανάπτυξη των εργασιών του Χρηματιστηρίου Παραγώγων. Για την εκκαθάριση και εγγύηση για τις συναλλαγές των συμβολαίων που διαπραγματεύονται στο Χ.Π.Α. αρμόδια είναι η ΕΤΕΣΕΠ.

Αντικείμενο διαπραγμάτευσης του Χ.Π.Α. είναι τα παράγωγα προϊόντα και τα χαρακτηριστικά τους, τα οποία ορίζονται με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου του Χ.Π.Α. καθώς και με τη σύμφωνη γνώμη του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΤΕΣΕΠ.

Οι εργασίες του Χ.Π.Α. χωρίζονται σε δύο άξονες. Ο πρώτος άξονας αφορά την ανάπτυξη εργασιών όπου είναι υπεύθυνη η Διεύθυνση ανάπτυξης εργασιών με τα τμήματα μάρκετινγκ πωλήσεων, έρευνας και ανάπτυξης. Ο δεύτερος άξονας αφορά τις συναλλαγές και υπεύθυνη είναι η Διεύθυνση διεξαγωγής συναλλαγών με τα τμήματα παρακολούθησης και υποστήριξης διεξαγωγής συναλλαγών

Το μετοχικό κεφάλαιο του Χ.Π.Α. ανέρχεται σε 3δισ δρχ. Οι μετοχές του είναι ονομαστικές και μέτοχοί του είναι το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών που κατέχει ένα ποσοστό 35% έως και 49%, το Κεντρικό Αποθετήριο Αθηνών που κατέχει ποσοστό συμμετοχής 15%, Τράπεζες που λειτουργούν στην Ελλάδα με ποσοστό συμμετοχής 30% και τέλος θεσμικοί επενδυτές με ποσοστό συμμετοχής 5%.

Τέλος, για τη σωστή λειτουργία των καθημερινών χρηματοροών προβλέπονται δύο είδη τραπεζών για το Χ.Π.Α.. Οι Τράπεζες θεματοφύλακας, όπου διατηρούνται οι λογαριασμοί ενεχύρου των επενδυτών στην αγορά παραγώγων και η Τράπεζα διακανονισμού που είναι αρμόδια να τηρεί τους λογαριασμούς ημερησίου χρηματικού διακανονισμού των συναλλαγών των μελών.



1.2 ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΤΟΥ Χ.Π.Α.

Το Χ.Π.Α. διοικείται από το Διοικητικό Συμβούλιο το οποίο αποτελείται από 9 μέλη. Τα τρία μέλη ορίζονται από τον ΥΠΕΘΟ μεταξύ προσώπων που έχουν ειδική πείρα και κύρος. Τα υπόλοιπα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου εκλέγονται από τη Γενική Συνέλευση των μετόχων, σύμφωνα με τις διατάξεις της νομοθεσίας που ισχύουν για τις ανώνυμες εταιρίες.

Ο ΥΠΕΘΟ γνωστοποιεί το διορισμό των συμβούλων που ορίζει τρεις ημέρες πριν τη συνεδρίαση της Γενικής Συνέλευσης που καλείται να εκλέξει τα 6 μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου. Αν οι σύμβουλοι που διόρισε ο ΥΠΕΘΟ παραιτηθούν (αποθάνουν ή εκπέσουν) από το αξίωμά τους, αντικαθίστανται από πρόσωπα που ορίζει ο ίδιος ο Υπουργός.

Το Δ.Σ. του Χ.Π.Α. έχει τις εξής αρμοδιότητες:

- Καθορίζει τα παράγωγα που διαπραγματεύονται στο Χ.Π.Α., μετά από γνώμη του Δ.Σ. της Εταιρίας Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων.
- Απορρίπτει ή αποδέχεται αιτήσεις ΕΠΕΥ για την απόκτηση της ιδιότητας μέλους του Χ.Π.Α.
- Σαν Δ.Σ. Ανώνυμης Εταιρίας ασκεί διαχειριστικές και διοικητικές αρμοδιότητες.
- Ελέγχει και εποπτεύει τα μέλη του Χ.Π.Α. αντλούν τις υποχρεώσεις τους από τη λειτουργία του Χ.Π.Α., την Εκκαθάριση και διακανονισμό των συναλλαγών και την κατάθεση ασφαλειών
- Εκδίδει αποφάσεις κανονιστικού περιεχομένου
- Επιβάλλει τις διοικητικές κυρώσεις και μέτρα που προβλέπονται από το νόμο

Τέλος, ο Πρόεδρος του Χ.Π.Α. εκλέγεται από τα πρόσωπα που έχει ορίσει ο ΥΠΕΘΟ, εκτός αν το Δ.Σ. του Χ.Π.Α. αποφασίσει διαφορετικά με πλειοψηφία των 7/9 του συνόλου των μελών του. Ο Πρόεδρος του Χ.Π.Α. είναι πλήρους απασχόλησης.

1.3 ΜΕΛΗ ΤΟΥ Χ.Π.Α.

Για την απόκτηση της ιδιότητας μέλους από μια εταιρία θα πρέπει να πληρούνται ορισμένες προϋποθέσεις όπως αυτές αναφέρονται παρακάτω, οι οποίες ελέγχονται από το Διοικητικό Συμβούλιο του Χ.Π.Α.:

- Το υποψήφιο μέλος θα πρέπει απαραίτητα να έχει γίνει μέλος της ΕΤΕΣΕΠ

- Το υποψήφιο μέλος να είναι επιχείρηση παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (ΕΠΕΥ) που δικαιούται να εκτελεί τις παραγγελίες και εντολές επί παραγώγων

- Να έχει αποδεχτεί και συνάψει τις συμβάσεις που απαιτούνται μεταξύ αυτού, του Χ.Π.Α. και της ΕΤΕΣΕΠ, όπου καθορίζονται οι υποχρεώσεις αυτού προς το Χ.Π.Α., το ποσό εγγραφής του μέλους και η παροχή ασφάλειας από μέρους του

- Το υποψήφιο μέλος να πληρεί τις Προϋποθέσεις Οργάνωσης και να διαθέτει όλα τα τεχνητά μέσα που είναι απαραίτητα

Επίσης, για να γίνει μια ΕΠΕΥ μέλος του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών, θα πρέπει να διαθέτει ίδια κεφάλαια τουλάχιστον 300 εκατομμύρια δρχ. Για να είναι μέλος και του Χ.Π.Α. και του ΧΑΑ, με δυνατότητα διεκπεραίωσης εντολών θα πρέπει να διαθέτει ίδια κεφάλαια 500εκ.δρχ.

Στο Χ.Π.Α. υπάρχουν τα εξής είδη μελών, τα απλά μέλη και οι ειδικοί διαπραγματευτές Α και ειδικοί διαπραγματευτές Β.

Στα απλά μέλη δεν τους επιτρέπεται να πραγματοποιούν συναλλαγές για λογαριασμό τους. Μπορούν όμως να εισάγουν στο σύστημα εντολές των πελατών τους.

Οι ειδικοί διαπραγματευτές Α εκτός από την εισαγωγή εντολών των πελατών τους στο σύστημα μπορούν να διαπραγματεύονται και για λογαριασμό τους.

Οι ιδιότητες του απλού μέλους και του ειδικού διαπραγματευτή τύπου Α από τη στιγμή που θα αποκτηθούν από ένα Μέλος του Χ.Π.Α., αφορούν όλα τα προϊόντα που διαπραγματεύονται σε αυτό.

Σε περίπτωση που μια εταιρία με την ιδιότητα του ειδικού διαπραγματευτή τύπου Α δεν επιθυμεί να συμμετέχει στη διαπραγμάτευση ενός προϊόντος θα πρέπει να αποστέλλει στο Χ.Π.Α. Δήλωση Άρνησης Διαπραγμάτευσης για το εν λόγω προϊόν. Με τη δήλωση αυτή, η εταιρία παύει να εκτελεί πράξεις για το συγκεκριμένο προϊόν, τόσο για ίδιο λογαριασμό όσο και για την πελατεία της.

Οι ειδικοί διαπραγματευτές τύπου Β μπορούν να εισάγουν εντολές πελατείας και να διαπραγματεύονται για ίδιο λογαριασμό. Έχει την επιπρόσθετη υποχρέωση να διαβιβάζει ταυτόχρονες δηλώσεις αγοράς και πώλησης για τα συγκεκριμένα παράγωγα προϊόντα για τα οποία έχει αναλάβει σχετική υποχρέωση. Για τη δέσμευση αυτή απολαμβάνει μειωμένες προμήθειες συναλλαγών. Οι ειδικοί διαπραγματευτές τύπου Β πρέπει να υπογράφουν σχετική σύμβαση που καταρτίζει το Χ.Π.Α. για τη διαπραγμάτευση του κάθε προϊόντος ξεχωριστά.

Για να επιτραπεί σε κάποιο μέλος να γίνει ειδικός διαπραγματευτής θα πρέπει να είναι ΕΠΕΥ με ελάχιστο κεφάλαιο 1 δις.

Σημειώνεται ότι κριτήρια, όπως μεταξύ άλλων, το κατώτατο κεφάλαιο το οποίο είναι αναγκαίο για κάθε κατηγορία Μέλους του Χ.Π.Α., θέματα διαφάνειας και διενέργειας συναλλαγών, οι υποχρεώσεις ενημέρωσης και πληροφόρησης των εντολοδόχων, η εκκαθάριση των συναλλαγών κατά τη λήξη ή την άσκηση των συμβολαίων, ο ημερήσιος

διακανονισμός των ανοικτών θέσεων, θέματα υπερημερίας μελών και τελικών πελατών ως προς την εκκαθάριση, καθώς και η υποχρέωση ορίου ασφαλειών και καταβολής δικαιώματος από τα Μέλη προς την ΕΤΕΣΕΠ, που καλούνται να πληρούν οι Εταιρίες προκειμένου να γίνουν αποδεκτές ως μέλη του Χ.Π.Α. (και ΕΤΕΣΕΠ), ορίζονται από το νόμο.

Ξένοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί μπορούν, επίσης, να γίνουν μέλη βάσει της σχετικής οδηγίας της Ε.Ε.

Η πολιτική του Χ.Π.Α. αναφορικά με τα ποσά των προμηθειών που καλούνται να καταβάλουν τα μέλη βασίζεται αφενός στην πρόθεση ελαχιστοποίησης του κόστους συναλλαγών για την ενίσχυση της ρευστότητας της αγοράς και αφετέρου στην αρχή της αντιστάθμισης των υποχρεώσεων που αναλαμβάνουν ορισμένες κατηγορίες μελών. Παράλληλα, επιδιώκεται η εξασφάλιση της οικονομικής ευρωστίας των δύο εταιριών (Χ.Π.Α. και ΕΤΕΣΕΠ) και η παροχή υψηλού επιπέδου υπηρεσιών προς τα μέλη τους. Για το ύψος των προμηθειών έχουν επίσης ληφθεί υπόψη οι αντίστοιχες προμήθειες ξένων Χρηματιστηρίων Παραγώγων, το μέγεθος της ελληνικής αγοράς και η ανάγκη για ρευστότητα και όγκους συναλλαγών.

Έτσι υπάρχουν οι παρακάτω προμήθειες: Προμήθεια εγγραφής μέλους, η οποία καταβάλλεται εφ' άπαξ με την αποδοχή του μέλους, πριν ή συγχρόνως με την υπογραφή της σχετικής σύμβασης.

Η ετήσια συνδρομή μέλους, η οποία περιλαμβάνει τη δυνατότητα χρήσης του λογισμικού Διαπραγμάτευσης και Εκκαθάρισης Παραγώγων.

Οι Προμήθειες επί των συναλλαγών, οι οποίες αφορούν τόσο τη διενέργεια συναλλαγών όσο και την εκκαθάριση, αποτελούν ένα σταθερό δραχμικό ποσό ανά συμβόλαιο και μπορεί να διαφοροποιούνται από προϊόν σε προϊόν. Οι προμήθειες αυτές υπολογίζονται από το σύστημα σε καθημερινή βάση και καταβάλλονται από το μέλος Εκκαθάρισης ταυτόχρονα με τον ημερήσιο χρηματικό διακανονισμό προς το Χ.Π.Α. και την ΕΤΕΣΕΠ σε αναλογία 55% και 45% για κάθε Εταιρία αντίστοιχα.

Άλλες προμήθειες και έξοδα, όπου αφορούν ειδικές πράξεις που γίνονται κατ' απαίτηση του μέλους, όπως κυρώσεις και τροποποιήσεις, όπου υπολογίζονται σε καθημερινή βάση και καταβάλλονται στα πλαίσια του ημερήσιου διακανονισμού.

Για τα μέλη ειδικούς διαπραγματευτές τύπου Α και Β, προβλέπονται συγκεκριμένες εκπτώσεις – κίνητρα, σε αναλογία με τους ημερήσιους όγκους συναλλαγών που πραγματοποιούν με την ιδιότητά τους σε αυτή.

ΜΕΛΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

ALPHA BANK	ΕΓΝΑΤΙΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.
ALPHA ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ
CAPITAL BANK OF CYPRUS	ΕΘΝΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.
DB ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.Π.Ε.Υ.	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.Π.Ε.Υ.
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ Α.Χ.Ε.Π.Ε.Υ.	ΕΛΛΗΝΟΑΜΕΡΙΚΑΝΙΚΗ Α.Χ.Ε.
ΕΙΜΥΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.Π.Ε.Υ.	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ
ΕΘΝΟ ΠΑΝΤΕΛΑΚΗΣ Α.Χ.Ε.	ΚΑΠΠΑ Α.Χ.Ε.
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ Α.Χ.Ε.Π.Ε.Υ.	ΚΟΝΤΑΛΕΞΑΚΗΣ Α.Χ.Ε.Π.Ε.Υ.
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.Π.Ε.Υ.	ΚΥΚΛΟΣ Α.Χ.Ε.Π.Ε.Υ.
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ Α.Χ.Ε.	Ν. ΔΕΒΛΕΤΟΓΛΟΥ Α.Χ.Ε.Π.Ε.Υ.
ΕΡΑΚΛΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.Π.Ε.Υ.	Ν. ΣΑΡΡΟΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.
ΕΥΡΩΠΕΙΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.	ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.Π.Ε.Υ.
ΕΥΡΩ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.	Π-Α ΒΟΙΔΗΣ Α.Χ.Ε.
ΕΥΡΩΠΕΙΑ Α.Χ.Ε.Π.Ε.Υ.	Π-Κ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.Π.Ε.Υ.
ΕΥΡΩ Α.Ε.	ΠΗΓΑΣΟΣ Α.Χ.Ε.Π.Ε.Υ.
ΕΥΡΩ ΠΛΕΥΡΑΝΙΚ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ Α.Ε.	ΣΙΓΜΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.Π.Ε.Υ.
ΕΥΡΩΠΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	ΤΕΛΕΣΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.
ΧΕΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.	ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ Α.Ε.
	ΩΜΕΓΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.Π.Ε.Υ.

ΕΙΔΙΚΟΙ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΤΕΣ Β

ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	ΓΕΝΙΚΟ ΜΕΛΟΣ ΕΤΕΣΕΠ, ΜΕΛΟΣ Χ.Π.Α., ΕΔ ΤΥΠΟΥ Β, ΣΜΕ FTSE/ASE MID40, ΣΜΕ 10ΕΤΕΣ ΟΜΟΛΟΓΟ, ΔΙΚ FTSE/ASE-20
ΛΑΜΙΝΩΣΗ ΕΦΑΛΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.	ΑΜΕΣΟ ΜΕΛΟΣ ΕΤΕΣΕΠ, ΜΕΛΟΣ Χ.Π.Α., ΕΔ ΤΥΠΟΥ Α ΣΜΕ 10ΕΤΕΣ ΟΜΟΛΟΓΟ, ΕΔ ΤΥΠΟΥ Β ΣΜΕ FTSE/ASE-20, ΣΜΕ FTSE/ASE MID 40, ΔΙΚ FTSE/ASE-20
Ε.ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Ε.	ΑΜΕΣΟ ΜΕΛΟΣ ΕΤΕΣΕΠ, ΜΕΛΟΣ Χ.Π.Α., ΕΔ ΤΥΠΟΥ Α ΣΜΕ 10ΕΤΕΣ ΟΜΟΛΟΓΟ, ΕΔ ΤΥΠΟΥ Β ΣΜΕ FTSE/ASE-20, ΣΜΕ FTSE/ASE MID 40, ΔΙΚ FTSE/ASE-20
Γ.Μ.Α. ΕΦΑΛΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Ε.Π.Ε.Υ.	ΑΜΕΣΟ ΜΕΛΟΣ ΕΤΕΣΕΠ, ΜΕΛΟΣ Χ.Π.Α., ΕΔ ΤΥΠΟΥ Α ΣΜΕ 1 10ΕΣ ΟΜΟΛΟΓΟ, ΕΔ ΤΥΠΟΥ Β ΣΜΕ
Λ.Α.Π.Ε. ΕΦΑΛΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.	ΑΜΕΣΟ ΜΕΛΟΣ ΕΤΕΣΕΠ, ΜΕΛΟΣ Χ.Π.Α., ΕΔ ΤΥΠΟΥ Α ΣΜΕ 10ΕΤΕΣ ΟΜΟΛΟΓΟ, ΕΔ ΤΥΠΟΥ Β ΣΜΕ FTSE/ASE-20, ΣΜΕ FTSE/ASE MID 40, ΔΙΚ FTSE/ASE-20

1.4 ΕΤΕΣΕΠ

Παρόλο που το Χρηματιστήριο είναι η σκηνή για την αγορά και πώληση των προθεσμιακών συμβολαίων και δικαιωμάτων, στην πραγματικότητα τα χρήματα δεν αλλάζουν χέρια εκεί. Κάθε Χρηματιστήριο Παραγώγων έχει και ένα συνδεδεμένο οργανισμό που αναλαμβάνει τη χρηματική εκκαθάριση και βοηθά στην εξασφάλιση της σωστής λειτουργίας της αγοράς. Αυτός ο οργανισμός ονομάζεται εταιρία εκκαθάρισης και υπάρχει ως ξεχωριστή νομική προσωπικότητα ή ως τμήμα ενός Χρηματιστηρίου.

Στην Ελλάδα και συγκεκριμένα στο Χ.Π.Α. υπεύθυνη για την εκκαθάριση των συναλλαγών είναι η ΕΤΕΣΕΠ. Η ύπαρξη της ΕΤΕΣΕΠ συνεπάγεται πως οι συναλλασσόμενοι δεν χρειάζεται να εξετάζουν την ακεραιότητα και αξιοπιστία του αντισυμβαλλόμενού τους..

Οι εταιρίες εκκαθάρισης είναι σε θέση να εγγυηθούν τη χρηματική ακεραιότητα των προθεσμιακών συμβολαίων μέσω ενός πολυ-επίπεδου συστήματος προστασίας. Οι καταθέσεις περιθωρίου ασφαλείας προσφέρουν το πρώτο επίπεδο προστασίας. Τα μέρη σε μια προθεσμιακή συναλλαγή θα πρέπει να καταθέσουν ένα αρχικό περιθώριο ασφαλείας όταν συμβάλλονται για πρώτη φορά στο συμβόλαιο. Καθ'όλη τη διάρκεια του συμβολαίου, τα κέρδη πιστώνονται και οι ζημιές χρεώνονται στους λογαριασμούς των κατόχων θετικών και αρνητικών θέσεων σε ημερήσια βάση.

Μια σημαντική δραστηριότητα της εταιρίας εκκαθάρισης είναι να συνταιριάζει τις συναλλαγές που υποβάλλονται από τις εταιρίες μέλη. Τα μέλη κατά τη διάρκεια της ημερήσια συναλλαγής αναφέρουν τις εκτελεσθείσες εντολές στην εταιρία εκκαθάρισης.

Καθώς η εταιρία εκκαθάρισης επιβεβαιώνει την ακρίβεια των εντολών, εξασφαλίζει ότι υπάρχει μια αγορά για κάθε πώληση και λαμβάνει το αρχικό περιθώριο από τις εταιρίες μέλη, αναλαμβάνοντας τις χρηματικές υποχρεώσεις που υπάρχουν σε κάθε συμβόλαιο.

Η εταιρία εκκαθάρισης δεν χρειάζεται να γνωρίζει την πραγματική ταυτότητα των μερών μιας συναλλαγής. Χρειάζεται μόνο να ξέρει τις καθαρές θέσεις των εταιριών-μελών. Οι πελάτες ευθύνονται έναντι της χρηματιστηριακής τους εταιρίας, η οποία με τη σειρά της ευθύνεται έναντι της εταιρίας εκκαθάρισης.

Η ΕΤΕΣΕΠ έχει τη μορφή ανώνυμης εταιρίας και διέπεται από τις διατάξεις του Ν. 2533/97 και από την συμπληρωματική νομοθεσία περί ανωνύμων εταιριών.

Σκοπός της ΕΤΕΣΕΠ είναι :

1. Η συμμετοχή στις συμβάσεις επί παραγώγων στο Χ.Π.Α.
2. Η εκκαθάριση των συναλλαγών αυτών

3. Η διασφάλιση της εκπλήρωσης των υποχρεώσεων που απορρέουν από τις συναλλαγές των συμβαλλόμενων με αυτή μερών

Ο τακτικός και έκτακτος έλεγχος της ΕΤΕΣΕΠ όπως αυτός προβλέπεται από τις διατάξεις της νομοθεσίας για τις ανώνυμες εταιρίες ασκείται από δύο ορκωτούς ελεγκτές.

Το αρχικό κεφάλαιο της ΕΤΕΣΕΠ ανέρχεται περίπου στα 8 δισεκατομμύρια δρχ. Οι μετοχές της είναι ονομαστικές και μέτοχοί της είναι α) το ΧΑΑ, β) το Χ.Π.Α. και γ) θεσμικοί επενδυτές. Δεν επιτρέπεται άλλος μέτοχος να αποκτή μετοχές που να αντιπροσωπεύουν ποσοστό μεγαλύτερο του 15% του μετοχικού κεφαλαίου της ΕΤΕΣΕΠ, εκτός από το Χ.Π.Α. και το ΧΑΑ, όπου κατέχουν μετοχές που αντιπροσωπεύουν το 10%-35% του μετοχικού της κεφαλαίου. Οι υπόλοιπες μετοχές κατανέμονται στους θεσμικούς επενδυτές που εκδήλωσαν ενδιαφέρον να συμμετάσχουν στο μετοχικό κεφάλαιο της ΕΤΕΣΕΠ.

Η διοίκηση της ΕΤΕΣΕΠ ασκείται από το διοικητικό της συμβούλιο σύμφωνα με το καταστατικό της και τις διατάξεις για τις ανώνυμες εταιρίες.



Για την απόκτηση ιδιότητας μέλους της ΕΤΕΣΕΠ, το Διοικητικό Συμβούλιο, πρέπει να κάνει δεκτή την αίτηση αφού πρώτα εξετάσει αν ικανοποιούνται ορισμένες προϋποθέσεις όπως αυτές αναφέρονται παρακάτω:

- Το υποψήφιο μέλος θα πρέπει να διαθέτει ίδια κεφάλαια τουλάχιστον 300 εκ. δρχ., όσα δηλαδή απαιτούνται από τα μέλη του ΧΑΑ. Αν το υποψήφιο μέλος είναι ήδη μέλος του ΧΑΑ τα κεφάλαια θα πρέπει να αυξηθούν τουλάχιστον κατά 200 εκ. δρχ. δηλαδή να έχει άθροισμα κεφαλαίων 500 εκ. δρχ.
- Το υποψήφιο μέλος να είναι ΕΠΕΥ που δικαιούται να παρέχει την επενδυτική υπηρεσία της φύλαξης και διοίκησης τίτλων και παραγώγων.
- Το υποψήφιο μέλος να έχει αποδεχθεί και καταρτίσει τις συμβάσεις μεταξύ αυτού και της ΕΤΕΣΕΠ όπου προσδιορίζονται οι υποχρεώσεις και τα δικαιώματα των μελών

Στην ΕΤΕΣΕΠ υπάρχουν τρεις κατηγορίες μελών. Μη εκκαθαριστικό μέλος της ΕΤΕΣΕΠ, πρόκειται για το μέλος το οποίο δεν εκκαθαρίζει τις συναλλαγές που καταρτίζει για τις παραγγελίες ή για ίδιο λογαριασμό, αλλά τις αναθέτει σε κάποιο γενικό μέλος της ΕΤΕΣΕΠ.

Το Άμεσο Εκκαθαριστικό Μέλος της ΕΤΕΣΕΠ, το οποίο εκκαθαρίζει συναλλαγές που καταρτίζει το ίδιο για λογαριασμό του ή για λογαριασμό των παραγγελιών του. Τέλος, υπάρχει και το Γενικό Μέλος όπου εκκαθαρίζει κάθε συναλλαγή που διενεργείται από οποιοδήποτε μέλος του Χ.Π.Α. με το οποίο έχει προηγουμένως συμβληθεί.

Με δεδομένους τους στόχους της; η ΕΤΕΣΕΠ για να φέρει σε πέρας τη βασική αποστολή της, δηλαδή την εκκαθάριση των συναλλαγών και την ανάληψη του πιστωτικού κινδύνου, έχει δημιουργήσει τη Διεύθυνση Εκκαθάρισης, η οποία απαρτίζεται από τα εξής δύο τμήματα:

- Τμήμα διαχείρισης κινδύνου και τμήμα Εκκαθάρισης συναλλαγών.

Σκοπός του τμήματος Διαχείρισης Κινδύνου είναι να παρακολουθεί, να αναλύει και να μετράει όλους τους πιθανούς κινδύνους. Επίσης, να δημιουργεί τις απαραίτητες εκείνες διαδικασίες, τεχνικές και μηχανισμούς παρακολούθησης για τον έλεγχο των κινδύνων αυτών ανά πάσα στιγμή.

Σκοπός του τμήματος εκκαθάρισης συναλλαγών είναι να θέτει τους κανόνες της εκκαθάρισης όλων των συναλλαγών που γίνονται στο χρηματιστήριο παραγώγων, να φροντίζει για την διεξαγωγή τους και να παρακολουθεί την τήρηση των υποχρεώσεων των τελικών πελατών και των Μελών. Σε περίπτωση αθέτησης υποχρέωσης εκ μέρους Μελών ή τελικών Πελατών ενεργοποιεί τις σχετικές διαδικασίες, προκειμένου να διαφυλάξει την οικονομική ακεραιότητα Μελών, Τελικών Πελατών αλλά και της ίδιας της ΕΤΕΣΕΠ, ενώ όποτε χρειάζεται, παρέχει πληροφορίες για την εκκαθάριση.

Τέλος το τμήμα υποστήριξης εκκαθάρισης έχει ως στόχο να υποστηρίζει τους βασικούς συμμετέχοντες στην αγορά Παραγώγων.

Από τη στιγμή που θα πραγματοποιηθεί μια συναλλαγή στο Χρηματιστήριο Παραγώγων η ΕΤΕΣΕΠ έχει να διεκπεραιώσει 4 λειτουργίες: να καταγράψει τη συναλλαγή, να εκκαθαρίσει τη συναλλαγή, να υπολογίσει το περιθώριο ασφάλισης που θα πρέπει να δεσμεύσει από τους επενδυτές, να διακανονίσει τις υποχρεώσεις των συμβαλλομένων.

Πάντοτε, ο αντισυμβαλλόμενος του Τελικού Πελάτη είναι η ΕΤΕΣΕΠ. Σε περίπτωση όπου κάποιος τελικός πελάτης δεν εκπληρώσει τις υποχρεώσεις που απορρέουν από μια συναλλαγή, το Μέλος Εκκαθάρισης είναι υπεύθυνο για την κάλυψή τους. Εάν το μέλος εκκαθάρισης αδυνατεί να καλύψει τις υποχρεώσεις του τελικού πελάτη, τότε η ΕΤΕΣΕΠ είναι υπεύθυνη για την κάλυψή του (χρησιμοποιώντας τα περιθώρια ασφάλισης του Τελικού Πελάτη).

Τέλος, η ΕΤΕΣΕΠ συνεργάζεται για τη διαδικασία εκκαθάρισης με μια Τράπεζα Διακανονισμού και με περισσότερες από μια τράπεζες τήρησης των Περιθωρίων Ασφάλισης. Οι Τράπεζες αυτές έχουν προηγουμένως επιλεγεί από την ΕΤΕΣΕΠ βάσει ορισμένων κριτηρίων που διασφαλίζουν τη λειτουργία της εκκαθάρισης και την παροχή των απαραίτητων υπηρεσιών στα Μέλη και στην ΕΤΕΣΕΠ.

Στην Τράπεζα Διακανονισμού, το κάθε Μέλος της ΕΤΕΣΕΠ τηρεί τους απαραίτητους ειδικούς λογαριασμούς για το διακανονισμό, ενώ από τις επιλεγμένες Τράπεζες Τήρησης των Περιθωρίων Ασφάλισης, το κάθε Μέλος της ΕΤΕΣΕΠ θα επιλέγει μόνο μια Τράπεζα με την οποία θα συνεργάζεται για την εκπλήρωση των υποχρεώσεών του ως Μέλος της ΕΤΕΣΕΠ.

1.5 ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ

Αντικείμενο συναλλαγών αποτελούν αποκλειστικά τα εισαγμένα προς διαπραγμάτευση σε αυτό παράγωγα. Τα προϊόντα που διαπραγματεύονται είναι:

1. Προθεσμιακά συμβόλαια (futures) στο Χρηματιστηριακό δείκτη FTSE/ASE-20

2. Δικαιώματα (options) στον δείκτη FTSE/ASE

3. Δικαιώματα σε μετοχές

4. Προθεσμιακά συμβόλαια σε 10ετή ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου

Οι χρηματιστηριακές συμβάσεις στο Χ.Π.Α. συνάπτονται:

α) με συμμετοχή του μέλους στη συνεδρίαση του Χ.Π.Α. και λέγονται συμβάσεις εντός κύκλου

β) χωρίς τη συμμετοχή του μέλους στη συνεδρίαση και ονομάζονται συμβάσεις εκτός κύκλου

γ) από τους ειδικούς διαπραγματευτές (market makers) που είναι μέλη του Χ.Π.Α., στο όνομα και για λογαριασμό τους.

Κάθε σύμβαση καταρτίζεται μεταξύ α) των μελών του Χ.Π.Α. και της ΕΤΕΣΠ και β) των παραγγελέων τους και της ΕΤΕΣΕΠ.

Στις συμβάσεις εντός κύκλου υπάρχουν δύο αντίθετες δηλώσεις βούλησης, θέση αγοραστή και η θέση πωλητή. Η ΕΤΕΣΕΠ κάνει δεκτές τις δύο αυτές αντίθετες δηλώσεις και καταρτίζει με τον καθένα ομοιόμορφη σύμβαση επί του παραγώγου, έτσι ώστε οι υποχρεώσεις που απορρέουν από τη μια σύμβαση να είναι αντίθετες προς τις υποχρεώσεις που απορρέουν από την άλλη σύμβαση.

Η κατάρτιση συναλλαγών εκτός κύκλου θα επιτραπεί εφόσον η επιτροπή κεφαλαιαγοράς εκδώσει την απόφασή της. Με την απόφαση αυτή θα ορίζονται οι υποχρεώσεις καθώς και οι διαδικασίες γνωστοποίησης των συμβάσεων προς το Χ.Π.Α. και την ΕΤΕΣΕΠ.

1.6 ΔΙΕΞΑΓΩΓΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

Η ομαλή διεξαγωγή συναλλαγών στο Χ.Π.Α. αποτελεί σημαντικό παράγοντα για την επιτυχία των παράγωγων προϊόντων στην αγορά. Έτσι έδωσε ιδιαίτερη βαρύτητα στη σωστή οργάνωση της Διεύθυνσης Διεξαγωγής Συναλλαγών. Σκοπός της διεύθυνσης αυτής είναι η υποστήριξη των συναλλαγών, η ομαλή λειτουργία της αγοράς Παραγώγων κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης ή και πριν από κάθε συνεδρίαση καθώς επίσης και να προσφέρει βοήθεια προς τα μέλη του Χ.Π.Α. αν αυτό της ζητηθεί.

Το τμήμα παρακολούθησης διεξαγωγής συναλλαγών παρακολουθεί τα μέλη του Χ.Π.Α. για την αποφυγή παράνομων ενεργειών από την πλευρά και επιπλέον ελέγχει τις ενέργειες των ειδικών διαπραγματευτών για να διαπιστωθεί αν τηρούν τις υποχρεώσεις που έχουν αναλάβει.

Αντίστοιχα η διαπραγμάτευση των συναλλαγών γίνεται μέσω ηλεκτρονικού συστήματος, του λεγόμενου Ολοκληρωμένου Αυτόματου Συστήματος Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (ΟΑΣΗΣ). Η διεξαγωγή των συναλλαγών με σύγχρονα τεχνολογικά μέσα είναι πρωταρχικός σκοπός του Χ.Π.Α..

Από την αρχή της λειτουργίας του Χ.Π.Α. χρησιμοποιείται το ηλεκτρονικό σύστημα διαπραγμάτευσης. Πρόκειται για ένα σύγχρονο αυτόματο ηλεκτρονικό σύστημα διεξαγωγής συναλλαγών όπου έχει εγκατασταθεί στους χώρους των εταιριών που είναι μέλη του Χ.Π.Α..

Η εγκατάσταση αυτού του συστήματος μειώνει το κόστος των συναλλαγών και εξασφαλίζει έγκυρη και γρήγορη πληροφόρηση. Η διεξαγωγή όλων των συναλλαγών των τυποποιημένων παραγώγων γίνεται μέσω αυτού της ηλεκτρονικής αγοράς όπου υπάρχει πρόσβαση στους ηλεκτρονικούς υπολογιστές που έχουν εγκατασταθεί στους χώρους κάθε εταιρίας-μέλους (καθώς επίσης) υπάρχουν και οι κεντρικοί υπολογιστές του ΧΑΑ όπου είναι συνδεδεμένοι με το ηλεκτρικό σύστημα του Χ.Π.Α. (μέσω του ΟΑΣΗΣ).

Κάθε μέλος του Χ.Π.Α. και της ΕΤΕΣΕΠ υποχρεούται να ενημερώνει τους πελάτες του για τις συναλλαγές της χρηματιστηριακής αγοράς παραγώγων και τις υποχρεώσεις που προκύπτουν από αυτές. Τουλάχιστον κάθε μήνα θα πρέπει οι πελάτες να ενημερώνονται για τις συναλλαγές που τους αφορούν καθώς και για την κίνηση των λογαριασμών τους. Όλες οι εντολές προς κάθε μέλος του Χ.Π.Α. καθώς και οι χρηματιστηριακές συμβάσεις που συνάπτονται στο Χ.Π.Α. θα πρέπει να καταγράφονται με πλήρη-στοιχεία-για να είναι δυνατή η εποπτεία για την τήρηση των σχετικών διατάξεων από τα αρμόδια όργανα.

Τέλος με απόφαση του ΔΣ του Χ.Π.Α. οι συναλλαγές που γίνονται δημοσιεύονται στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του ΧΑΑ.

1.7 ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΕΞΑΣΦΑΛΙΣΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΣΤΟ Χ.Π.Α.

Η εκκαθάριση των συναλλαγών στο Χ.Π.Α. γίνεται μέσω της ΕΤΕΣΕΠ, η οποία ευθύνεται για την ασφαλή εκκαθάριση χρηματιστηριακών συναλλαγών επί παραγώγων. Στη διαδικασία εκκαθάρισης συμμετέχουν μόνο τα μέλη της ΕΤΕΣΕΠ ανεξάρτητα αν συναλλάσσονται για δικό τους λογαριασμό ή για λογαριασμό των πελατών τους.

Κάθε μέλος της ΕΤΕΣΕΠ ανοίγει σε τράπεζα που συνεργάζεται με την ΕΤΕΣΕΠ λογαριασμό, στο όνομα κάθε πελάτη, για λογαριασμό του οποίου ενεργεί και μέσω αυτού γίνονται όλοι οι διακανονισμοί που αφορούν τον πελάτη. Τον λογαριασμό αυτόν κινεί μόνο το μέλος της ΕΤΕΣΕΠ.

Όταν ενεργοποιηθούν τα δικαιώματα του επενδυτή (είτε κατά τη λήξη ή την άσκηση) που απορρέουν από το παράγωγο, γεννώνται για την ΕΤΕΣΕΠ οι αντίστοιχες υποχρεώσεις και δικαιώματα. Ειδικότερα η ΕΤΕΣΕΠ οφείλει να εξασφαλίσει πως όλες οι παραδόσεις θα διεξαχθούν ομαλά. Η διαδικασία της παράδοσης ξεκινά όταν ο κάτοχος μιας αρνητικής θέσης – θέσης πώλησης γνωστοποιεί στο χρηματιστή την πρόθεσή του να παραδώσει. Όταν ο χρηματιστής επιβεβαιώσει πως ο πελάτης όντως κατέχει το υποκείμενο μέσο που επιβάλλουν οι όροι του προθεσμιακού συμβολαίου, ειδοποιεί με τη σειρά του την Εταιρία Εκκαθάρισης. Μόλις η Εταιρία Εκκαθάρισης λάβει το μήνυμα ετοιμάζει ειδοποιήσεις παράδοσης και τις διανέμει στις εταιρίες μέλη με θετικές θέσεις. Με τη σειρά τους οι εταιρίες-μέλη διανέμουν τις ειδοποιήσεις στους πελάτες τους.

Η άσκηση δικαιώματος παραγώγου γίνεται από το δικαιούχο μέσω του μέλους της ΕΤΕΣΕΠ και με γραπτή δήλωσή του στην ΕΤΕΣΕΠ η οποία ανακοινώνει την άσκηση δικαιώματος αμέσως. Ως γραπτή δήλωση

μπορεί να θεωρηθεί και κάθε ηλεκτρονικό μέσο επικοινωνίας με το οποίο εξασφαλίζεται ασφαλής πληροφόρηση, όπως ορίζεται με απόφαση του ΔΣ της ΕΤΕΣΕΠ.

Όσον αφορά την εξασφάλιση των συναλλαγών κάθε μέλος του Χ.Π.Α. και της ΕΤΕΣΕΠ καταβάλλει ένα ποσό σαν ασφάλεια στην ΕΤΕΣΕΠ που θα καλύπτει τις υποχρεώσεις του από τις συναλλαγές προς την ΕΤΕΣΕΠ. Καθώς και κάθε επενδυτής πριν από κάθε συναλλαγή προκαταβάλλει το περιθώριο ασφάλισης (margin amount) στην ΕΤΕΣΕΠ σαν εξασφάλιση της εκπλήρωσης των υποχρεώσεων του από τις συναλλαγές που γίνονται για λογαριασμό του.

Αυτό συνήθως είναι ένα ποσοστό κοινό για όλους που υπολογίζεται επί του ύψους των συναλλαγών. Όμως, δεν είναι σταθερό, μεταβάλλεται καθημερινά, γιατί αλλάζουν και οι τιμές των υποκείμενων τίτλων.

Το περιθώριο ασφάλισης ή η ασφάλεια μπορεί να είναι είτε μετρητά είτε κινητές αξίες στο ελληνικό χρηματιστήριο ή Ευρωπαϊκό ή σε άλλη οργανωμένη αγορά και θα πρέπει να έχουν άμεση εμπορευσιμότητα. Τα μετρητά κατατίθενται σε δεσμευμένο τραπεζικό λογαριασμό στο όνομα του επενδυτή όταν πρόκειται για το περιθώριο ασφάλισης και στο όνομα μέλους της ΕΤΕΣΕΠ ή του Χ.Π.Α., όταν πρόκειται για τις ασφάλειες. Οι κινητές αξίες κατατίθενται από το μέλος της ΕΤΕΣΕΠ στο όνομα του επενδυτή ή του μέλους της ΕΤΕΣΕΠ.

Η ΕΤΕΣΕΠ στο τέλος κάθε συνεδρίαση την ίδια εργάσιμη μέρα ανακοινώνει σε κάθε μέλος της γραπτώς ή με ηλεκτρονικό μέσο το ύψος των περιθωρίων ασφάλισης που πρέπει να δώσει κάθε επενδυτής, πριν από την έναρξη της επόμενης συνεδρίασης, για το σύνολο των συναλλαγών που έχει κατάρτιση μέχρι το τέλος της ημέρας αυτής καθώς και τις ανοικτές θέσεις που πρέπει να έχει διακανονίσει. Ο υπολογισμός του ύψους των ανοικτών θέσεων και του περιθωρίου ασφάλισης γίνεται με βάση τις τιμές κλεισίματος της τελευταίας ημέρας. Η καταβολή των αντίστοιχων οφειλόμενων περιθωρίων ασφάλισης και ο διακανονισμός

των θέσεων γίνεται από το μέλος της ΕΤΕΣΕΠ, για κάθε συναλλασσόμενο, μέσω των τραπεζικών λογαριασμών (δεσμευμένοι).

Στο μέλος της ΕΤΕΣΕΠ δεν επιτρέπεται να καταρτίζει συναλλαγές στο Χ.Π.Α., αν δεν έχει εκπληρώσει όλες του τις υποχρεώσεις στην ΕΤΕΣΕΠ για τις συναλλαγές για λογαριασμό επενδυτή, ο οποίος δεν έχει εκπληρώσει όλες του τις υποχρεώσεις για το διακανονισμό των ανοικτών θέσεων του και την παροχή περιθωρίου ασφάλισης για τις πράξεις που έγιναν για λογαριασμό του στην προηγούμενη συνεδρίαση.

Αν υπάρχουν υποχρεώσεις των συναλλασσόμενων από την εκκαθάριση που είναι ληξιπρόθεσμες για χρονικό διάστημα πάνω από μια ημέρα η ΕΤΕΣΕΠ αφού πρώτα ενημερώσει το μέλος της, μπορεί την επομένη μέρα να εισπράξει τα οφειλόμενα ποσά από τους δεσμευμένους τραπεζικούς λογαριασμούς του οφειλέτη. Επίσης μπορεί να κάνει εκποίηση των κινητών αξιών που έχει πάρει σαν ενέχυρο ή να κάνει χρήση των δικαιωμάτων της πάνω στις ασφάλειες που της έχουν παράσχει το μέλος της ΕΤΕΣΕΠ και του Χ.Π.Α. που έκανε τη συναλλαγή και εκπροσωπεί τον επενδυτή στην εκκαθάριση.

Η εκποίηση των εισαγμένων στο ΧΑΑ κινητών αξιών γίνεται χρηματιστηριακά μέσω μέλους του ΧΑΑ που ορίζει το ΔΣ του ΧΑΑ. Επίσης, για τους δεσμευμένους τραπεζικούς λογαριασμούς των επενδυτών και τις κινητές αξίες, που έχουν κατατεθεί λόγω ενέχυρου σε Τράπεζες σαν περιθώρια ασφάλειας δεν ισχύει το απόρρητο των τραπεζικών καταθέσεων. Οι Τράπεζες μπορούν να παρέχουν στην ΕΤΕΣΕΠ και τα μέλη της, που κινούν και διαχειρίζονται το χρηματιστηριακό λογαριασμό, κάθε πληροφορία για την κίνηση των λογαριασμών του επενδυτή και βοηθούν στην αναγκαστική εκποίηση και εκτέλεση αυτών.

Τέλος, αν το μέλος της ΕΤΕΣΕΠ δεν έχει εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του για την κάλυψη ανοικτών θέσεων και παροχής περιθωρίου ασφαλείας ή δεν καταβάλλει την προμήθεια για τις πράξεις

που συνάπτει για λογαριασμό του επενδυτή ή για λογαριασμό του τότε η ΕΤΕΣΕΠ μπορεί α) να αποφασίσει την αναστολή των δικαιωμάτων του σαν μέλος ακόμα και τη διαγραφή του από μέλος ή β) η ΕΤΕΣΕΠ μπορεί να λάβει μέτρα για την αναγκαστική άσκηση δικαιωμάτων από παράγωγα, γ) αν η αδυναμία του μέλους να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του δεν είναι προσωρινή, τότε η ΕΤΕΣΕΠ αναθέτει σε άλλα μέλη της τους λογαριασμούς των πελατών αυτού του μέλους, δ) αν η αδυναμία του μέλους να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του οφείλεται σε προβλήματα ρευστότητας ή πρόβλημα κεφαλαιακής επάρκειας ή φερεγγυότητας έτσι ώστε να τίθεται σε κίνδυνο η σωστή λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς παραγώγων τότε το ΔΣ της ΕΤΕΣΕΠ μπορεί να αποφασίσει την προσωρινή μέχρι ένα μήνα αναστολή του δικαιώματος συμμετοχής του μέλους ή την ανάκληση της άδειας του μέλους και τη θέση του σε εκκαθάριση.

1.7.1 ΗΜΕΡΗΣΙΑ ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ (MARKING TO MARKET) ΚΑΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΣ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ ΑΣΦΑΛΕΙΑΣ

Η διαδικασία με την οποία τα κέρδη και οι ζημιές εκκαθαρίζονται για τους διαπραγματευτές* καλείται ημερησία εκκαθάριση συναλλαγών (marking to market). Στην αρχή της συναλλαγής κάθε διαπραγματευτής ανοίγει λογαριασμό περιθωρίου ασφαλείας, όπου αποτελείται από μετρητά και ρευστά χρεόγραφα. Το περιθώριο εξασφαλίζει ότι ο επενδυτής είναι ικανός να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του από τα προθεσμιακά συμβόλαια (futures). Επίσης, και τα δύο μέρη ενός προθεσμιακού συμβολαίου πρέπει να καταθέσουν περιθώριο ασφαλείας γιατί και τα δύο είναι εκτεθειμένα σε ζημιές. Το αρχικό περιθώριο ασφαλείας συνήθως είναι ανάμεσα σε 5 και 10% της συνολικής αξίας του

συμβολαίου. Σε ορισμένα συμβόλαια όμως απαιτούνται υψηλότερα περιθώρια ασφαλείας.

Οι τιμές προθεσμιακών συμβολαίων την ημέρα διαπραγμάτευσης, μπορεί να ανέβουν ή να πέσουν. Μια αύξηση των τιμών ευνοεί θετικά ανοίγματα – αγορές και αντίστροφα, μια αύξηση των τιμών βλάπτει τα αρνητικά ανοίγματα – θέσεις πώλησης.

Στα προθεσμιακά συμβόλαια στο δείκτη, αντί να αναμένουν τη λήξη τους, για να πραγματοποιήσουν όλα τα κέρδη ή τις ζημιές τους, η ΕΤΕΣΕΠ απαιτεί όλες οι θέσεις να αναγνωρίζουν τα κέρδη που συσσωρεύονται ημερησίως. Εάν η προθεσμιακή τιμή του δείκτη FTSE/ASE-20 αυξηθεί από 1250 σε 1260 μονάδες, η ΕΤΕΣΕΠ πιστώνει το λογαριασμό περιθωρίου των θετικών θέσεων με 2.000 επί 10 μονάδες δείκτη, άρα με 20.000 το συμβόλαιο. Όμοια για την αρνητική θέση η ΕΤΕΣΕΠ χρεώνει αυτό το ποσό τους λογαριασμούς περιθωρίου ασφαλείας για κάθε συμβόλαιο. Ο ημερήσιος αυτός διακανονισμός είναι η ημερησία εκκαθάριση συναλλαγών (marking to market) η οποία εξασφαλίζει ότι καθώς η τιμή των προθεσμιακών συμβολαίων (futures) αλλάζει τα κέρδη πιστώνονται στο λογαριασμό του διαπραγματευτή άμεσα.

Εάν ο διαπραγματευτής συσσωρεύει ζημιές από την ημερησία εκκαθάριση, ο λογαριασμός περιθωρίου μπορεί να φτάσει κάτω από την κρίσιμη τιμή που λέγεται περιθώριο συντήρησης. Τότε ο διαπραγματευτής καλείται να καλύψει το άνοιγμά του. Έτσι θα πρέπει να κατατεθούν νέα κεφάλαια στο λογαριασμό του. Αυτή η διαδικασία διασφαλίζει τη θέση της ΕΤΕΣΕΠ.

Η τιμή των προθεσμιακών συμβολαίων την ημερομηνία λήξης ισούται με την τιμή του υποκειμένου αγαθού στην αγορά. Επίσης, όπως αναφέρθηκε χρησιμοποιείται η ημερησία εκκαθάριση συναλλαγών. Η συνολική ζημία ή κέρδος που αποκομίζεται από τον διαπραγματευτή με θετικό άνοιγμα- θέση αγοράς, ο οποίος έχει αγοράσει ένα συμβόλαιο με

τιμή A και κλείνει τη θέση του στο συμβόλαιο στη λήξη με αξία B. Είναι απλώς η αλλαγή στην τιμή των προθεσμιακών συμβολαίων (futures) κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου δηλαδή B-A. Αντίστροφα, ο διαπραγματευτής με αρνητικό άνοιγμα-θέση πώλησης κερδίζει ή χάνει A-B.

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ:

Για να περιγράψουμε τη χρονική εξέλιξη των αποδόσεων ενός προθεσμιακού συμβολαίου ας εξετάσουμε το παρακάτω παράδειγμα όπου η τρέχουσα τιμή για τα προθεσμιακά συμβόλαια (futures) στο δείκτη FTSE/ASE-20 παραδοτέα σε πέντε ημέρες από σήμερα είναι 1260. Ας υποθέσουμε ότι η τιμή των προθεσμιακών συμβολαίων (futures) εξελίσσεται ως εξής:

ΗΜΕΡΑ	ΤΙΜΗ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ
0	1260
1	1270
2	1275
3	1268
4	1268
5	1271

Η τιμή του δείκτη την ημερομηνία παράδοσης είναι 1.271 μονάδες.

Οι ημερήσιες εκκαθάρισης για κάθε συμβόλαιο στον FTSE/ASE-20 που βρίσκεται σε μια θετική θέση ως εξής:

ΗΜΕΡΑ	ΚΕΡΔΟΣ (ΖΗΜΙΑ) ΜΟΝΑΔΕΣ ΔΕΙΚΤΗ	ΣΕ Χ 2000ΔΡΧ/ ΣΥΜΒΟΛΑΙΟ - ΗΜΕΡΗΣΙΕΣ ΕΙΣΡΟΕΣ ΣΕ ΔΡΧ

1	1270-1260=10	20.000
2	1275-1270=5	10.000
3	1268-1275=-7	-14.000
4	1268-1268=0	0
5	1271-1268=3	6.000
		22.000

Το κέρδος την πρώτη ημέρα είναι η αύξηση στην τιμή των προθεσμιακών συμβολαίων δηλ. 1270-1260. Κάθε συμβόλαιο στο δείκτη του Χ.Π.Α. θα απαιτεί την παράδοση του δείκτη επί τον πολλαπλασιαστή των 2.000δρχ. Το συνολικό κέρδος ανά συμβόλαιο είναι 2.000δρχ πολλαπλασιαζόμενο επί 10 μονάδες ή 20.000δρχ. Την τρίτη ημέρα όταν πέφτει η τιμή των συμβολαίων, ο λογαριασμός περιθωρίου ασφαλείας θα χρεωθεί με 14.000δρχ. Έως την τελευταία ημέρα το άθροισμα όλων των ημερησίων εισροών είναι 22.000δρχ. Αυτό ισούται με τη διαφορά μεταξύ τελικής τιμής 1271 και της αρχικής 1260 επί 2.000 (B-A).

1.8 ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ Χ.Π.Α.

Ο Ν2533/1997 όπου καθορίζει τις συναλλαγές σε παράγωγα προϊόντα, απέφυγε τη λεπτομερειακή ρύθμιση αυτών, για να δοθεί η δυνατότητα της διαμόρφωσης και της εξέλιξής του από την πράξη, σύμφωνα με τις ανάγκες της ελληνικής αγοράς. Κανόνες αναγκαστικού δικαίου χρησιμοποιήθηκαν για την κατοχύρωση βασικών αρχών λειτουργίας των συναλλαγών επί παραγώγων και των υποχρεώσεων των επιχειρήσεων που τις διενεργούν, ώστε να λειτουργούν σωστά οι ίδιες και η αγορά.

Ο νόμος εξουσιοδοτεί τις εποπτικές αρχές, που είναι ο ΥΠΕΘΟ και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς να ρυθμίσουν ορισμένα θέματα για την ασφάλεια των συναλλαγών και τη σωστή λειτουργία της αγοράς. Σημαντικό πεδίο όμως ρυθμίσεων αφήνεται στα διοικητικά συμβούλια του Χ.Π.Α. και της ΕΤΕΣΕΠ, όπου είναι ιδιωτικές, αλλά λειτουργούν υπό κρατική εποπτεία.

Σύμφωνα με το νόμο αποφασίζουν:

1) Ο ΥΠΕΘΟ για:

- την αύξηση του Ελάχιστου ΜΚ των μελών της ΕΤΕΣΕΠ
- την τροποποίηση των προϋποθέσεων απόκτησης της ιδιότητας του μέλους του Χ.Π.Α. ή και της ΕΤΕΣΕΠ

2) Το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για:

- τα ποσά που καταβάλουν τα μέλη του Χ.Π.Α. και της ΕΤΕΣΕΠ σαν δικαίωμα εγγραφής, μηνιαία εισφορά ή έκτακτη εισφορά για την αντιμετώπιση έκτακτων δαπανών
- τους κανόνες δεοντολογίας της συμπεριφοράς των μελών του Χ.Π.Α. και της ΕΤΕΣΕΠ, συμπληρωματικά με τους κανόνες δεοντολογίας των ΕΠΕΥ
- τις προϋποθέσεις προσωρινής διακοπής της λειτουργίας και αναστολής διαπραγμάτευσης χρηματιστηριακών αξιών της χρηματιστηριακής αγοράς παραγώγων και όρια ημερήσιας διακύμανσης τιμών
- τα βιβλία που πρέπει να τηρούν τα μέλη του Χ.Π.Α. και της ΕΤΕΣΕΠ καθώς και το περιεχόμενο των υποχρεωτικών εγγραφών στα βιβλία
- οι όροι, προϋποθέσεις και διαδικασίες κατάρτισης συμβάσεων επί εισαγμένων στο Χ.Π.Α. Παραγώγων, εκτός κύκλου

- τις κυρώσεις που επιβάλλονται στα στελέχη του Χ.Π.Α. και της ΕΤΕΣΕΠ, όταν παραβούν τις διατάξεις της νομοθεσίας ή του κανονισμού λειτουργίας των εταιριών αυτών
- τις διαδικασίες για τη λήψη μέτρων και τα σχετικά δικαιώματα της ΕΤΕΣΕΠ σε περίπτωση υπερημερίας μέλους του Χ.Π.Α. ή της ΕΤΕΣΕΠ ως προς την εκκαθάριση.

α) Το Διοικητικό Συμβούλιο του Χ.Π.Α. για:

- τη διαδικασία υποβολής και έγκρισης των αιτήσεων συμμετοχής ΕΠΕΥ σαν μέλος του Χ.Π.Α.
- τον τρόπο με τον οποίο γίνονται οι δηλώσεις βούλησης των μελών του Χ.Π.Α. για την κατάρτιση συναλλαγών καθώς και η διαβίβαση και λήψη εντολών
- τα κριτήρια που θα πρέπει να πληρεί το μέλος του Χ.Π.Α. που θα ενεργεί σαν ειδικός διαπραγματευτής σε παράγωγα. Την οργάνωση και στελέχωσή του, τα μέτρα προστασίας των συμφερόντων των επενδυτών. Επίσης, τις υποχρεώσεις που θα έχει το μέλος του Χ.Π.Α. κατά τη διάρκεια της διαπραγμάτευσης
- την αναστολή του δικαιώματος συμμετοχής του μέλους στο Χ.Π.Α. ή και τη διαγραφή της ΕΠΕΥ από μέλος του Χ.Π.Α. αν κριθεί ότι το μέλος δεν διαθέτει τις απαραίτητες προϋποθέσεις οργάνωσης καθώς και τα απαραίτητα τεχνικά μέσα για τη λειτουργία του ή τέλος αν το μέλος υποπέσει σε σοβαρό παράπτωμα.

β) Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΤΕΣΕΠ για:

- τη διαδικασία αίτησης, αποδοχής ή απόρριψης αίτησης για την απόκτηση της ιδιότητας μέλους της ΕΤΕΣΕΠ
- κάθε θέμα που αφορά την εκκαθάριση και το διακανονισμό, μέσω ΕΤΕΣΕΠ, των συναλλαγών που καταρτίζονται στο

Χ.Π.Α., π.χ. λογιστική τακτοποίηση και παρακολούθηση των συναλλαγών, η ενημέρωση της ΕΤΕΣΕΠ, των μελών της και των επενδυτών, δικαιώματα και υποχρεώσεις των μελών της ΕΤΕΣΕΠ

- τις αξίες που μπορούν να κατατεθούν σαν περιθώριο ασφάλισης ή σαν ασφάλεια εκπλήρωσης των υποχρεώσεων από τις συναλλαγές έναντι της ΕΤΕΣΕΠ και τη σχέση της αξίας των κινητών αξιών με το συνολικό ύψος των εξασφαλίσεων
- τις τράπεζες μέσω των οποίων γίνεται ο διακανονισμός πληρωμών και η παροχή περιθωρίων ασφάλισης και ασφαλειών
- την αναστολή και τη διαγραφή του δικαιώματος συμμετοχής του μέλους της ΕΤΕΣΕΠ, αν δεν διαθέτει τις απαραίτητες προϋποθέσεις οργάνωσης ή τα απαραίτητα τεχνικά και οικονομικά μέσα ή υποπέσει σε σοβαρά παραπτώματα ως προς την τήρηση του κανονισμού λειτουργίας της ΕΤΕΣΕΠ.

Το Χ.Π.Α., η ΕΤΕΣΕΠ, το ΧΑΑ και η ΑΕΠΟΘ και οι αρμόδιες αρχές για την εποπτεία των ΕΠΕΥ που είναι μέλη του Χ.Π.Α. ανταλλάσσουν μεταξύ τους κάθε πληροφορία απαραίτητη για τη διεκπεραίωση και ολοκλήρωση των συναλλαγών στη χρηματιστηριακή αγορά παραγώγων.

Τα όργανα αυτών των εταιριών είναι υποχρεωμένα να τηρούν πλήρη εχεμύθεια για τις πληροφορίες που περιέχονται σε γνώση τους κατά την άσκηση των καθηκόντων τους. Αυτές όμως τις πληροφορίες πρέπει να τις παρέχουν στις ελεγκτικές αρχές.

*(η λέξη διαπραγματευτής σε αυτή την ενότητα είναι υπό ευρεία έννοια περιλαμβάνοντας και τους απλούς επενδυτές)

1.9 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΚΑΙ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ

Όπως και σε άλλες χώρες έτσι και στην Ελλάδα η οργανωμένη αγορά παραγώγων έχει προκύψει ως αποτέλεσμα της ωρίμανσης της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς και της οικονομίας.

Σύμφωνα με μελέτες, η δυνατότητα επιτυχίας μιας αγοράς χρηματοοικονομικών παραγώγων προϊόντων σε μια χώρα μπορεί να εκτιμηθεί από μια σειρά παραγόντων που θα προσδιορίζουν την ετοιμότητα της κεφαλαιαγοράς της. Θεωρείται απαραίτητο ο λόγος της αξίας των συναλλαγών προς τη συνολική κεφαλαιοποίηση να είναι τουλάχιστον 25% τα τρία τελευταία χρόνια πριν το ξεκίνημα της λειτουργίας της αγοράς παραγώγων. Ακόμα η συνολική κεφαλαιοποίηση της αγοράς θα πρέπει να ξεπεράσει τα 20 δις δολάρια ώστε να προσελκύσει το ενδιαφέρον των τοπικών και ξένων επενδυτών. Επίσης, ο λόγος της κεφαλαιοποίησης προς το ΑΕΠ να είναι αυξανόμενος, έτσι ώστε να προδιαγράφεται μια τάση αύξησης των επενδύσεων στην αγορά αξιών.

Η Ελληνική Κεφαλαιαγορά φάνηκε έτοιμη στο να δεχθεί μια οργανωμένη αγορά χρηματοοικονομικών παραγώγων προϊόντων. *Ο λόγος της αξίας των συναλλαγών προς τη συνολική κεφαλαιοποίηση είναι μεγαλύτερος από 30% ήδη από το 1994, ενώ το 1998 έφθασε το 62%. Η συνολική κεφαλαιοποίηση από το 1996 έχει διαμορφωθεί σε επίπεδο υψηλό φθάνοντας το 1998 τα 81 δις δολάρια. Τέλος ο λόγος Κεφαλαιοποίησης προς το ΑΕΠ είναι συνεχώς αυξανόμενος από το 1996, ενώ το 1998 διπλασιάστηκε έναντι του προηγούμενου έτους (1997).

Σ' αυτό το κλίμα, η Ελλάδα έχει τη δυνατότητα να αποτελέσει πόλο έλξης για τους ξένους θεσμικούς επενδυτές. Σ' αυτό συντρέχουν οι παρακάτω λόγοι:

- 1) Η Ελληνική Κεφαλαιαγορά ιδιαίτερα μετά την εισαγωγή της δραχμής στο ΜΣΙ, που κατέδειξε τη μη αναστρέψιμη πορεία της Ελληνικής Οικονομίας προς την Ευρωπαϊκή σύγκλιση
- 2) Η ένταξη της δραχμής στο ΜΣΙ περιόρισε τους κινδύνους για επίθεση στη δραχμή
- 3) Τα ελληνικά επιτόκια μέχρι πριν από λίγο χρονικό διάστημα βρίσκονταν σε υψηλότερο επίπεδο από αυτό του μέσου όρου των επιτοκίων των κρατών μελών της Ε.Ε. η απόδοση έτσι τόσο σε ομόλογα όσο και μετοχές, από την επιχειρούμενη μείωση των επιτοκίων θα είναι σημαντικά μεγαλύτερη από αυτή άλλων ευρωπαϊκών κρατών-μελών.

*Στατιστικά Στοιχεία του Χ.Π.Α

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

2.1 ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΠΑΡΑΓΩΓΑ

Τα παράγωγα (derivatives) είναι χρηματοπιστωτικά μέσα των οποίων η τιμή εξαρτάται από την αξία άλλων υποκειμένων μεταβλητών. Οι υποκείμενες μεταβλητές μπορεί να είναι χρηματιστηριακές μετοχές, χρηματιστηριακοί δείκτες μετοχών, συνάλλαγμα, επιτόκια, κρατικά ομόλογα και έντοκα γραμμάτια, εμπορεύματα. Τα παράγωγα είναι γνωστά και σαν εξαρτημένες απαιτήσεις, γιατί εξαρτώνται από τις τιμές άλλων πρωτογενών προϊόντων.

Ένα μέρος των παραγώγων βασίζεται σε προθεσμιακές πράξεις όπως είναι τα futures, forwards και swaps και ένα άλλο βασίζεται σε μελλοντική άσκηση δικαιωμάτων, όπως είναι τα options και τα warrants. Ορισμένα από αυτά διαπραγματεύονται σε Χρηματιστήρια, όπως είναι τα προθεσμιακά συμβόλαια (futures) και τα προθεσμιακά δικαιώματα (options). Τα άλλα παράγωγα όπως τα forwards, τα swaps, τα warrants και διάφοροι τύποι options δημιουργούνται από τα πιστωτικά ιδρύματα για να καλύψουν ανάγκες των πελατών τους.

Τα παράγωγα δημιουργούνται από τους συμμετέχοντες στην αγορά έτσι ώστε να μπορούν να διαπραγματευτούν πιο αποτελεσματικά το περιουσιακό στοιχείο πάνω στο οποίο είναι βασισμένα.

Τα χρηματοοικονομικά παράγωγα δεν είναι νέα αλλά βρίσκονταν γύρω μας εδώ και χρόνια. Μια περιγραφή του πρώτου χρηματοοικονομικού δικαιώματος συναντάται στα γραπτά του Αριστοτέλη, όπου διηγείται την ιστορία του Θαλή, ο οποίος κατασκεύασε μια χρηματοοικονομική διαδικασία, η οποία εμπεριέχει μια αρχή παγκόσμιας εφαρμογής. Ο κόσμος χλεύαζε το Θαλή λέγοντας ότι η έλλειψη πλούτου που τον διακατείχε είναι απόδειξη ότι η φιλοσοφία είναι άχρηστη και χωρίς καμία πρακτική αξία.

Ο Θαλής είχε ιδιαίτερες ικανότητες στην πρόβλεψη, γι' αυτό και προείπε ότι η σοδειά της ελιάς θα ήταν ιδιαίτερα καλή το επόμενο φθινόπωρο. Πειπεισμένος για την πρόβλεψή του, έκανε συμφωνίες με ελαιοτριβές της περιοχής, καταθέτοντας τα λίγα χρήματα που είχε ως εγγύηση για την αποκλειστική χρήση των ελαιοτριβείων τους όταν η σοδειά θα ήταν έτοιμη. Ο Θαλής διαπραγματεύτηκε επιτυχημένα χαμηλές τιμές επειδή η σοδειά ήταν μελλοντική άρα κανείς δεν γνώριζε εάν το επόμενο φθινόπωρο η σοδειά θα ήταν πλούσια ή φτωχή, αλλά και επειδή τα ελαιοτριβεία επιθυμούσαν να αντισταθμίσουν την πιθανότητα ενός μικρού εισοδήματος.

Όταν ήρθε η ώρα της σοδειάς και όλοι οι ελαιοτριβείς ήταν περιζήτητοι, τους αποδέσμευσε αντί όποιας αμοιβής ήθελε και έτσι δημιούργησε περιουσία. Έτσι, ο Θαλής εξάσκησε το πρώτο γνωστό χρηματοοικονομικό δικαίωμα 2.500 χρόνια πριν. Δεν ήταν υποχρεωμένος να το εξασκήσει. Εάν η σοδειά του λαδιού δεν ήταν καλή τότε ο Θαλής θα άφηνε το συμβόλαιο να εκπνεύσει αχρησιμοποίητο και θα περιόριζε τη ζημιά του στα λίγα χρήματα που είχε δώσει ως εγγύηση. Αλλά η σοδειά ήταν επιτυχημένη και ο Θαλής εξάσκησε το χρηματοοικονομικό δικαίωμα και εκποίησε τις απαιτήσεις του ενάντια στους ελαιοτριβείς σε υψηλή τιμή και με μεγάλο κέρδος.

Τα χρηματοοικονομικά δικαιώματα είναι ένας τύπος χρηματοοικονομικών παραγώγων. Τα παράγωγα είναι συμβόλαια που βασίζονται σε κάποιο υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο – μέσο και όπως αναφέρθηκε τα πιο κοινά χρηματοοικονομικά παράγωγα είναι τεσσάρων τύπων: συμφωνίες ανταλλαγής (swaps), προθεσμιακές πράξεις (forwards), προθεσμιακά συμβόλαια (futures) και χρηματοοικονομικά δικαιώματα (options).

Στη χρηματοοικονομία συνεχώς δημιουργούνται νέα πιο πολύπλοκα προϊόντα χρηματοοικονομικών παραγώγων. Ωστόσο αυτά τα προϊόντα είναι χτισμένα επάνω στο θεμέλιο των τεσσάρων βασικών τύπων. Οι

περισσότερες νέες καινοτομίες είναι σχεδιασμένες να προσφέρουν αντιστάθμιση έναντι κινδύνων σε μια προσπάθεια μείωσης των μελλοντικών αβεβαιοτήτων και αποτελεσματικής διαχείρισης κινδύνων.

Τα χρηματοοικονομικά παράγωγα διεθνώς άλλαξαν την επιστήμη της χρηματοοικονομίας με το να δημιουργήσουν νέους τρόπους για την κατανόηση, μέτρηση και διαχείριση κινδύνων. Τα παράγωγα θα πρέπει να θεωρούνται πια μέρος της στρατηγικής διαχείρισης των κινδύνων κάθε εταιρίας ώστε να διασφαλίζεται ότι επιδιώκονται επενδυτικές ευκαιρίες αυξημένης αξίας.



2.2 ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΜΕΣΩΝ

Τα οικονομικά οχήματα που δημιουργούν οι χρήστες για να διαπραγματευτούν ή να διαχειριστούν τα υποκείμενα μέσα είναι συμβατικές συμφωνίες μεταξύ δύο μερών, που είναι οι συμβαλλόμενοι, ένας πωλητής και ένας αγοραστής. Οι συμφωνίες αυτές διατυπώνουν τα ακριβή δικαιώματα και τις υποχρεώσεις κάθε μέρους. Τα παράγωγα συμβόλαια έχουν μια τιμή και οι αγοραστές προσπαθούν να αγοράσουν όσο πιο φθηνά μπορούν ενώ οι πωλητές να πωλήσουν όσο πιο ψηλά μπορούν.

Όλα τα παράγωγα συμβόλαια έχουν ένα συγκεκριμένο χρόνο ως τη λήξη. Τα δύο μέρη πρέπει να τηρήσουν τις υποχρεώσεις του συμβολαίου ή να ασκήσουν τα δικαιώματα, που προκύπτουν από το συμβόλαιο στη λήξη. Το συμβόλαιο τερματίζεται αυτόματα στη λήξη του.

Στην έναρξη των συμβολαίων δημιουργείται μια διαδικασία ανταλλαγής πληρωμών που θα τεθεί σε εφαρμογή σε κάποια χρονική στιγμή στη διάρκεια ζωής του συμβολαίου. Σε κάποια συμβόλαια δεν απαιτείται κάποια εκ των προτέρων πληρωμή. Αυτό που συχνά απαιτείται στην έναρξη του συμβολαίου είναι μια κατάθεση καλής πίστης, που δίνει στο άλλο μέρος της συναλλαγής υψηλότερο επίπεδο βεβαιότητας ότι θα τηρηθούν οι όροι του συμβολαίου.

Σε άλλα παράγωγα, ο αγοραστής κάνει μια πληρωμή στον πωλητή όταν για πρώτη φορά εισέρχεται στη σύμβαση. Η πληρωμή αυτή έχει να κάνει με το δικαίωμά του να αγοράσει ή να πωλήσει το υποκείμενο μέσο σε μια προκαθορισμένη τιμή στη διάρκεια του συμβολαίου.

Άλλο ένα χαρακτηριστικό είναι ότι τα παράγωγα είναι ένα παιχνίδι που το άθροισμα των εκβάσεών του για τους συμμετέχοντες είναι μηδέν. Δηλαδή, αφήνοντας τις προμήθειες και τις αποκλίσεις αγοράς-πώλησης το κέρδος του ενός μέρους από ένα παράγωγο μέσο ισοσκελίζεται με τη ζημιά του άλλου μέρους.

2.3 ΤΥΠΟΙ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΜΕΣΩΝ

Οι δύο βασικές κατηγορίες παραγώγων μέσων είναι οι παρακάτω:

- προαιρετικής βάσης και
- προθεσμιακής βάσης

Μεταξύ αυτών των δύο διαφορετικών παραγώγων, υπάρχουν σημαντικές διαφορές. Παρόλα αυτά και οι δύο τύποι χρησιμοποιούνται για να επιτύχουν παραπλήσιους οικονομικούς στόχους. Έτσι οι χρήστες μπορούν να προτιμήσουν τα χαρακτηριστικά των παραγώγων

προαιρετικής φύσης ή σε άλλες περιπτώσεις ενδέχεται να προτιμήσουν τα Παράγωγα Προθεσμιακής φύσεως ανάλογα όποτε αυτοί θεωρήσουν ότι έτσι πρέπει να γίνει.

2.3.1 ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗΣ ΒΑΣΗΣ (ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ)

Ένα συμβόλαιο δικαιωμάτων δίνει στον κάτοχό του το δικαίωμα επιλογής να αγοράσει ή να πωλήσει ένα υποκείμενο ποσό μέσα σε μια συγκεκριμένη τιμή γνωστή ως τιμή εξάσκησης.

Κάποιος που συμμετέχει στην αγορά θα αγοράσει ένα συμβόλαιο δικαιωμάτων εάν επιθυμεί να εξασφαλίσει μια τιμή αγοράς ή πώλησης υποκειμένου μέσου-αγαθού σε κάποιο σημείο στο μέλλον. Το δικαίωμα να αγοράσει ένα υποκείμενο μέσο-αγαθό (και να εξασφαλίσει μια τιμή αγοράς) είναι γνωστό ως δικαίωμα αγοράς (call), αφού ο αγοραστής έχει το δικαίωμα αγοράς του και να αγοράσει το υποκείμενο μέσο από τον πωλητή του δικαιώματος το δικαίωμα να πωλήσει (και να εξασφαλίσει μια τιμή πώλησης) αναφέρεται ως δικαίωμα πώλησης (put), καθώς ο αγοραστής του δικαιώματος πώλησης έχει το δικαίωμα να εξασκήσει το δικαίωμα πώλησης του και να πωλήσει το υποκείμενο μέσο-αγαθό.

Για να περιγράψουμε ένα δικαίωμα αγοράς (call) ας θεωρήσουμε ότι κάποιος γνωρίζει πως θα χρειαστεί να αγοράσει ένα σπίτι σε 6 μήνες. Το άτομο αυτό ανησυχεί μήπως οι τιμές ανέβουν, αλλά προς το παρόν δεν επιθυμεί να δεσμευτεί για την αγορά. Το συγκεκριμένο σπίτι που θέλει να αγοράσει κοστίζει 24,5 εκατ. δρχ. Αντιμετωπίζοντας αυτή την κατάσταση, προσεγγίζει τον πωλητή και φτάνουν σε μια συμφωνία. Ο μελλοντικός αγοραστής αγοράζει το δικαίωμα να αγοράσει σπίτι σε μια τιμή εξάσκησης 25 εκατ. δρχ. οποιαδήποτε στιγμή κατά τη διάρκεια των επόμενων 6 μηνών. Σε αντάλλαγμα για την παροχή του δικαιώματος, ο μελλοντικός πωλητής θα εισπράξει 500000 δρχ. αυτό το ποσό χαρακτηρίζεται ως η τιμή του δικαιώματος (premium). Καθώς η πράξη

αυτή δίνει το δικαίωμα, (σε αυτόν που θέλει να αγοράσει το σπίτι), να αγοράσει, χαρακτηρίζεται ως δικαίωμα αγοράς.

Εάν οποιαδήποτε στιγμή κατά τη διάρκεια ισχύος του συμβολαίου (6μήνες) αποφασίζει να εξασκήσει το δικαίωμά του (να αγοράσει το σπίτι), θα πρέπει να πληρώσει την τιμή εξάσκησης των 25 εκατ. δρχ. στον πωλητή. Το συνολικό πραγματικό κόστος του αγοραστή θα περιλαμβάνει και την τιμή του δικαιώματος ύψους 500000 δρχ. που καταβλήθηκε για το συμβόλαιο. Κατά συνέπεια, το συνολικό κόστος για τον αγοραστή, εφόσον αγοράσει το σπίτι θα είναι 25,5 εκατ. δρχ.

2.3.2 ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΗΣ ΒΑΣΗΣ

Ενώ τα συμβόλαια δικαιωμάτων δίνουν στους κατόχους τους το δικαίωμα να πωλήσουν και να αγοράσουν χωρίς καμία υποχρέωση, προθεσμιακή σύμβαση είναι αυτή που υποχρεώνει ένα μέρος να αγοράσει και ένα άλλο να πουλήσει ένα ορισμένο μέρος ενός υποκειμένου μέσου-αγαθού σε μια προσυμφωνημένη τιμή σε συγκεκριμένο χρόνο στο μέλλον, εκτός αν τα μέρη αποφασίσουν να ακυρώσουν την υποχρέωσή τους. Σε μια προθεσμιακή συναλλαγή, τα 2 μέρη συμφωνούν στους όρους της συναλλαγής που πρόκειται να εκτελέσουν στο μέλλον. Ο αγοραστής δεν πληρώνει τη προσυμφωνημένη τιμή στη έναρξη ούτε ο πωλητής παραδίδει το αγαθό άμεσα. Πληρωμή και παράδοση λαμβάνουν χώρα σε συγκεκριμένη ημερομηνία στο μέλλον, γνωστή ως ημερομηνία παράδοσης. Η τιμή παράδοσης συμφωνείται όταν δημιουργείται η σύμβαση.

Με βάση πάλι το προηγούμενο παράδειγμα, της αγοράς σπιτιού από κάποιον, αρκεί για να κατανοήσουμε μια προθεσμιακή πράξη. Όταν αγοράζουμε ή πωλούμε ένα σπίτι, οι όροι της συναλλαγής συμπεριλαμβανομένης της τιμής, συμφωνούνται με την κατακύρωση της συμφωνίας. Ο τερματισμός της συμφωνίας συμπεριλαμβανομένης της

πληρωμής και της απόκτησης του αγαθού, λαμβάνουν χώρα κάποιους μήνες αργότερα.

Κάποιος που επιθυμεί να αγοράσει ένα σπίτι σε 1 χρόνο από σήμερα, αντί να αγοράσει ένα δικαίωμα αγοράς (call) που του δίνει το δικαίωμα να αγοράσει ένα σπίτι σε 6 μήνες με τιμή εξάσκησης 25 εκατ. δρχ., αποφασίζει να δεσμευτεί να αγοράσει το σπίτι και ο πωλητής δεσμεύεται να πωλήσει το σπίτι με 24,5 εκατ. δρχ. Η συναλλαγή, που θα συμπεριλάβει την πληρωμή και τη παράδοση του πωλούμενου αγαθού θα ολοκληρωθεί σε 6 μήνες από τη σύναψη της συμφωνίας.

Εάν η τιμή του σπιτιού έπεφτε στα 20 εκατ. δρχ. μεταξύ της ημερομηνίας δέσμευσης και της ημερομηνίας απόκτησης του αγαθού, ο αγοραστής του σπιτιού θα ήταν ακόμη συμβατικά δεσμευμένος να αποκτήσει το σπίτι στη συμφωνημένη τιμή των 24,5 εκατ. δρχ. παρόλο που η τιμή του έπεσε στο μεταξύ.

Αντίθετα από τον αγοραστή του δικαιώματος, ο αγοραστής δεν μπορεί απλώς να αποχωρήσει από τη σύμβαση εάν οι όροι της συναλλαγής επιφέρουν ζημιά εξαιτίας δυσμενών μεταβολών της αγοράς. Το πλεονέκτημα της προθεσμιακής αγοράς ωστόσο, είναι ότι δεν χρειάζεται να καταβληθεί τιμή εκ των προτέρων.

2.4 ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΜΕΤΑΞΥ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΗΣ ΒΑΣΗΣ

Ο βασικός διαχωρισμός μεταξύ αυτών των 2 βασικών τύπων παραγώγων είναι ότι τα παράγωγα δίνουν στους κατόχους τους το δικαίωμα να αγοράσουν ή να πωλήσουν ένα υποκείμενο μέσο σε κάποια στιγμή στο μέλλον, ενώ τα παράγωγα προθεσμιακής βάσης αντιπροσωπεύουν μια υποχρέωση για αγορά ή πώληση.

Μια δεύτερη διαφορά είναι ότι στη λήξη τα δικαιώματα έχουν αξία μόνο εάν η τιμή του υποκειμένου μέσου (στη περίπτωση δικαιωμάτων

αγοράς) είναι επάνω ή κάτω (στην περίπτωση δικαιωμάτων πώλησης) από το κρίσιμο σημείο που ορίζεται ως τιμή εξάσκησης.

Τα παράγωγα προθεσμιακής βάσης έχουν αξία για τους αντισυμβαλλόμενους από τη στιγμή που υπάρχουν αλλαγές τιμών. Μέσα σε αυτά τα πλαίσια, μπορεί να ειπωθεί πως ένα δικαίωμα έχει μια μη γραμμική σχέση με το υποκείμενο μέσο του. Η τιμή, η αξία του δικαιώματος δεν μεταβάλλεται βήμα προς βήμα με την τιμή του υποκειμένου μέσου του. Με τα προθεσμιακά παράγωγα, υπάρχει μια γραμμική σχέση με το υποκείμενο μέσο τους. Συνήθως ακολουθούν τις τιμές του υποκειμένου μέσου πολύ στενά.

Μια τρίτη διαφορά είναι ότι υπάρχει κόστος κατά τη σύναψη ενός συμβολαίου δικαιωμάτων. Οι αγοραστές πληρώνουν μια τιμή στους πωλητές γνωστή ως premium. Το ύψος της τιμής λαμβάνει υπόψη την τρέχουσα εσωτερική αξία του δικαιώματος στην εκπνοή-λήξη του.

Τα παράγωγα προθεσμιακής βάσης από την άλλη, δεν έχουν αξία για κανένα από τα μέρη στην έναρξη. Το συμβόλαιο δημιουργεί αξία (θετική ή αρνητική) για τους συμβαλλόμενους μόνο όταν η τιμή της αγοράς αρχίζει να παρεκκλίνει από τη συμφωνημένη. Έτσι καθώς δεν έχουν στην έναρξη αξία, για την αρνητική ή θετική θέση, δεν υπάρχει κόστος κατά τη σύναψη ενός προθεσμιακού συμβολαίου.

2.5 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΑ ΚΑΙ ΕΞΩΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΑ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ

Τα παράγωγα μέσα διακρίνονται σε 2 κατηγορίες με κριτήριο το είδος των αγορών στις οποίες διαπραγματεύονται.

Στην πρώτη κατηγορία ανήκουν τα παράγωγα μέσα τα οποία αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένα χρηματιστήρια. Τέτοια είναι τα προϊόντα που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών.

Στη 2^η κατηγορία ανήκουν τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα μέσα, τα οποία μέσα, τα οποία δεν τα συναντάμε μέσα σε οργανωμένα μέρη διαπραγμάτευσης όπου η προσφορά και η ζήτηση συγκεντρώνονται σε ένα ορισμένο χώρο. Οι τιμές τους δεν προκύπτουν από συνήθεις χρηματιστηριακές διαδικασίες, αλλά αποφασίζονται μετά από διαπραγμάτευση των δύο συμβαλλομένων, άρα τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα μέσα δεν υπόκεινται σε τυποποιημένη διαπραγματευτική διαδικασία.

Τα προθεσμιακά και τα παράγωγα μέσα προαιρετικής βάσης, μπορούν να διαπραγματευθούν είτε σε ένα οργανωμένο χρηματιστήριο, όπου και αναφέρονται ως χρηματιστηριακά παράγωγα, είτε έξω από τα χρηματιστήρια όπου και αναφέρονται ως εξωχρηματιστηριακά παράγωγα μέσα.

Ένα Χρηματιστήριο είναι ένα νομικό πρόσωπο που έχει οργανωθεί με σκοπό τη διαπραγμάτευση χρεογράφων, προθεσμιακών με σκοπό τη διαπραγμάτευση συμβολαίων ή δικαιωμάτων. Όχι μόνο παρέχει ένα φυσικό χώρο στους διαπραγματευτές για να ασκήσουν τη δραστηριότητά τους, αλλά καθορίζει επίσης και ένα σύνολο από κανόνες και αρχές που ρυθμίζουν τις συναλλαγές ,με σκοπό τη διατήρηση της τάξης ,της δικαιοσύνης και της διαφάνειας στην αγορά. Στις αγορές των παραγώγων, τα οργανωμένα χρηματιστήρια αναπτύχθηκαν ως αντιστάθμισμα στη έλλειψη τυποποίησης και ρευστότητας στις εξωχρηματιστηριακές αγορές.

Η εξωχρηματιστηριακή αγορά είναι μια ενεργή αγορά που αποτελείται από ένα συνδεδεμένο δίκτυο -από- χρηματιστές και διαπραγματευτές που συναλλάσσονται μεταξύ τους κυρίως μέσω τηλεφώνου και οθόνες υπολογιστών. Ένα από τα ελκυστικά χαρακτηριστικά των εξωχρηματιστηριακών παραγώγων είναι ότι μπορούν να σχεδιαστούν σύμφωνα με τις ανάγκες του πωλητή και του αγοραστή. Κατά συνέπεια, τα προϊόντα αυτά είναι αρκετά πιο περίπλοκα

από τα τυποποιημένα καθώς ανάλογα με την περίπτωση προστίθενται ειδικά χαρακτηριστικά στις βασικές ιδιότητες των χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων (options) και των προθεσμιακών συμβολαίων (futures).

ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΚΑΙ ΕΞΩΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΜΕΣΩΝ

ΚΡΙΤΗΡΙΟ ΔΙΑΚΡΙΣΗΣ	ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΑ ΜΕΣΑ	ΕΞΩΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΑ ΜΕΣΑ
Ιδιότητες προϊόντων	Τυποποιημένοι συμβατικοί όροι	Προσαρμοσμένα τις ανάγκες των συμβαλλομένων
	Περιορισμένος αριθμός	
Διακανονισμός συναλλαγών	Μέσο εταιρίας Εκκαθάρισης	Μεταξύ των συμβαλλομένων
Αποτίμηση θέσεων	Καθημερινά	Σύμφωνα με τις συνήθειες της αγοράς
Κόστος συναλλαγών	Χαμηλό	Υψηλό
Συναλλασσόμενοι	Θεσμικοί και ιδιώτες επενδυτές	Θεσμικοί και ιδιώτες επενδυτές
Συνήθης σκοπός συναλλασσομένων	Κερδοσκοπία-Αντιστάθμιση	Αντιστάθμιση

2.5.1 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΥΠΟΚΕΙΜΕΝΑ ΜΕΣΑ

Τις τελευταίες δεκαετίες είμαστε μάρτυρες μιας εκρηκτικής αύξησης των παραγώγων ειδικά των χρηματοπιστωτικών. Αυτή η αύξηση πυροδοτήθηκε από τα ευμετάβλητα επιτόκια ,τις ισοτιμίες των νομισμάτων ,τις τιμές των εμπορευμάτων ,τον ανταγωνισμό των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, την παγκοσμιοποίηση του εμπορίου και τη μεγάλη πρόοδο της πληροφορικής .Έτσι τα πιο συνήθη χρηματοπιστωτικά υποκείμενα μέσα είναι τα ακόλουθα :

- **Μετοχές:**Οι μετοχές είναι το υποκείμενο μέσο μιας μεγάλης κατηγορίας χρηματοπιστωτικών παραγώγων .Το κυρίαρχο παράγωγο προϊόν είναι τα δικαιώματα σε μετοχές. Κάθε χρηματιστήριο επιλέγει μία ομάδα συγκεκριμένων μετοχών επάνω στις οποίες θα εκδοθούν τα δικαιώματα. Αυτές οι μετοχές συνήθως έχουν μεγάλο κύκλο διαπραγμάτευσης και είναι υψηλής κεφαλαιοποίησης.
- **Επιτόκια:**Με την αυξημένη μεταβλητότητα των επιτοκίων η ανάγκη για παράγωγα επιτοκίων είναι προφανής .Τα χρηματιστηριακά παράγωγα επιτοκίων βασίζονται γενικότερα σε χρεόγραφα ευαίσθητα στις κινήσεις επιτοκίων, παρά στα ίδια επιτόκια .Στις εξωχρηματιστηριακές αγορές ,τα παράγωγα των επιτοκίων βασίζονται σε απόλυτα καθορισμένα κυμαινόμενα επιτόκια που δεν μπορούν να επηρεαστούν εύκολα από συμμετέχοντες στην αγορά.
- **Ξένο συνάλλαγμα.** Τα πιο συνηθισμένα νομίσματα που χρησιμοποιούνται ως υποκείμενα μέσα σε παράγωγα ξένου συναλλάγματος, είναι το δολάριο των Η.Π.Α., η Βρετανική λίρα, το ιαπωνικό γιέν, το ελβετικό φράγκο,

το γερμανικό μάρκο, και το γαλλικό φράγκο. Οι τίτλοι των παραγώγων που διαπραγματεύονται περιλαμβάνουν δικαιώματα και προθεσμιακά συμβόλαια, και σε χρηματιστηριακές και εξωχρηματιστηριακές αγορές. Τα προθεσμιακά συμβόλαια ξένου συναλλάγματος άρχισαν να διαπραγματεύονται το 1972. Η Διεθνής Νομισματική Αγορά ιδρύθηκε ειδικά για την διαπραγμάτευση των προθεσμιακών συμβολαίων σε ξένο συνάλλαγμα. Τα δικαιώματα σε ξένο συνάλλαγμα άρχισαν να διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο της Φιλαδέλφειας των Η.Π.Α. το 1982.

- Δείκτες: Τα παράγωγα που βασίζονται σε δείκτη είναι μια από τις περιπτώσεις επιτυχημένης αγοράς στην πρόσφατη ιστορία. Αυτά τα συμβόλαια βασίζονται σε δείκτες μετοχών ευρείας βάσης όπως ο δείκτης S.P. ή ο δείκτης FTSE/ASE-20 στην Ελλάδα. Τα προθεσμιακά συμβόλαια και τα δικαιώματα είναι τα πιο διαπραγματεύσιμα παράγωγα βασισμένα σε δείκτες.

Ο διακανονισμός του συμβολαίου δεν βασίζεται στην αγορά ή στην πώληση του υποκείμενου δείκτη. Οι ζημιές και τα κέρδη διακανονίζονται με μετρητά. Ένας μεγάλος αριθμός επενδυτών χρησιμοποιούν αυτά τα συμβόλαια για να αντισταθμίσουν θέσεις σε μετοχές, να κερδοσκοπήσουν με βάση την πρόβλεψή τους για την πορεία της αγοράς και να προσαρμόσουν τα χαρτοφυλάκιά τους:

ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΜΕΣΑ

ΕΙΜΕΝΟ

ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΑ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΜΕΣΑ

ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΜΕΣΑ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ

	ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΑ	ΕΞΩΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΑ	ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΑ	ΕΞΩΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΑ
ΣΙΑ-ΦΓΑ	Προθεσμιακά συμβόλαια επιτοκίων (futures)	Προθεσμιακές πράξεις επιτοκίων	Δικαιώματα αγοράς επιτοκίων (calls)	-caps -collars floors barrier option
	Προθεσμιακά συμβόλαια ομολόγων (futures)	Συμφωνίες ανταλλαγής Επιτοκίων (swaps)	Δικαιώματα πώλησης επιτοκίων (puts)	
ΕΣ-Σ	Προθεσμιακά συμβόλαια μετοχών	Προθεσμιακές πράξεις μετοχών	Δικαιώματα αγοράς μετοχών ή δείκτη (calls)	
	Προθεσμιακά συμβόλαια επί Μετοχικού δείκτη (futures)	Συμφωνίες ανταλλαγής δείκτη (swaps)	Δικαιώματα πώλησης μετοχών ή δείκτη (puts)	
ΣΥΛΛΙΓΜΑ	Προθεσμιακά συμβόλαια συναλλάγματος (futures)	Προθεσμιακές πράξεις συναλλάγματος	Δικαιώματα αγοράς Συναλλάγματος (calls)	Δικαιώματα αγοράς συναλλάγματος (calls)
		Συμφωνίες ανταλλαγής συναλλάγματος (swaps)	Δικαιώματα πώλησης Συναλλάγματος (puts)	Δικαιώματα πώλησης συναλλάγματος (puts)
		Συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων (swaps)		

2.6 ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΤΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΙΛΗΡΩΣΗΣ (FUTURES). ΣΜΕ

Πρόκειται για συμφωνίες με τις οποίες η αγορά ή πώληση ενός προϊόντος είναι καθορισμένη τη στιγμή που συμφωνείται το συμβόλαιο, ενώ η παράδοση και η πληρωμή προγραμματίζονται για μια καθορισμένη μελλοντική ημερομηνία σε μια συγκεκριμένη τιμή εξάσκησης, ενώ ο αγοραστής αναλαμβάνει την υποχρέωση να παραλάβει το προϊόν στην τιμή αυτή.

Τα ΣΜΕ βασίζονται στη φιλοσοφία των προθεσμιακών συμβολαίων τα οποία χρησιμοποιούνται και στην ελληνική αγορά.

Τα ΣΜΕ είναι συμφωνίες με τις οποίες οι αντισυμβαλλόμενοι (ένας αγοραστής και ένας πωλητής) αναλαμβάνουν την υποχρέωση να

αγοράσουν ή να πωλήσουν συγκεκριμένη ποσότητα (το μέγεθος του συμβολαίου) της υποκείμενης αξίας σε προκαθορισμένη μελλοντική ημερομηνία (η ημέρα λήξης του συμβολαίου) και σε προκαθορισμένη τιμή.

Ο αγοραστής ενός ΣΜΕ που έχει την υποχρέωση να αγοράσει την υποκείμενη αξία σε μια μελλοντική ημερομηνία , μπορεί αν θελήσει να πουλήσει στη χρηματιστηριακή αγορά το συμβόλαιο του σε τρίτο , απαλλασσόμενος έτσι από την υποχρέωση του να αγοράσει την υποκείμενη αξία.

Τα ΣΜΕ υπόκεινται σε καθημερινή διαδικασία αποτίμησης (Ημερήσιος Διακανονισμός) . Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι στο τέλος κάθε ημέρας, οι θέσεις των οποίων (αγοράς ή πώλησης) , σημειώσαν ζημιές, πληρώνουν το αντίστοιχο αντίτιμο στους επενδυτές των οποίων οι θέσεις σημειώσαν κέρδη.

Ο πωλητής ενός ΣΜΕ συμφωνεί να παραδώσει το υποκείμενο προϊόν σε μια μελλοντική ημερομηνία σε μια προκαθορισμένη τιμή, ενώ ο αγοραστής αναλαμβάνει την υποχρέωση να παραλάβει το αγαθό στην ίδια προκαθορισμένη τιμή .Η θέση του συναλλασσόμενου που αναλαμβάνει να πουλήσει ονομάζεται θέση πώλησης (short position) , ενώ η θέση αυτού που αναλαμβάνει να αγοράσει ονομάζεται θέση αγοράς (long position).Ο όρος θέση περιγράφει τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις που απορρέουν για κάθε αντισυμβαλλόμενη από την επιλογή κάποιου συγκεκριμένου διαπραγματεύσιμου παράγωγου προϊόντος . Τα βασικά χαρακτηριστικά που προσδιορίζουν ένα ΣΜΕ ,του προσδίδουν μεγάλη εμπορευσιμότητα και αποτελούν προσδιοριστικό παράγοντα επιλογής για τον επενδυτή είναι τα ακόλουθα:

1. Υποκείμενο προϊόν
2. Ποσότητα υποκείμενου προϊόντος προς αγοροπωλησία
3. Τιμή συμβολαίου
4. Ημερομηνία λήξης.

Από τα παραπάνω χαρακτηριστικά , η τιμή του συμβολαίου διαμορφώνεται ανά πάσα στιγμή βάση της προσφοράς και ζήτησης .Είναι ο μοναδικός παράγοντας με τον οποίο υποδηλώνεται η προσδοκία ή η τάση της αγοράς.

2.7 ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΤΑ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ (OPTIONS)

Με τα συμβόλαια δικαιωμάτων , διαχωρίζονται θέσεις αγοράς και θέσει πώλησης .Η θέση αγοράς είναι η θέση του συναλλασσόμενου που αποκτά το δικαίωμα να εξασκήσει ένα δικαίωμα και πληρώνει την τιμή του δικαιώματος (premium) .Ο συναλλασσόμενος δεν έχει καμία άλλη υποχρέωση .Μπορεί να εξασκήσει το δικαίωμα μέχρι ή και το τέλος της περιόδου που ορίζει το συμβόλαιο ή μπορεί να αφήσει το δικαίωμα να εκπνεύσει . Αυτός ο συναλλασσόμενος είναι ο κάτοχος των δικαιωμάτων (buyer/holder).

Η θέση της πώλησης είναι η θέση του συναλλασσόμενου που πουλά το δικαίωμα και σύμφωνα με το συμβόλαιο λαμβάνει την τιμή του δικαιώματος . Παραχωρώντας στον έχοντα θέση αγοράς το δικαίωμα να αγοράσει ή να πουλήσει αυτός ο συναλλασσόμενος αναλαμβάνει να παραδώσει ή να αποκτήσει υποκείμενο τίτλο ,αν αυτό ζητηθεί από τον κάτοχο του δικαιώματος . Αυτός ο συναλλασσόμενος ονομάζεται “πωλητής του δικαιώματος” (writer seller).

Τα δύο είδη συμβολαίων δικαιωμάτων είναι :

- Δικαίωμα αγοράς = Το δικαίωμα να αποκτήσει το υποκείμενο.
- Δικαίωμα πώλησης = Το δικαίωμα να πουλήσει το υποκείμενο.

Βάση αυτών ,η αγορά δικαιωμάτων διακρίνει τέσσερις βασικές θέσεις:

	Αγοραστής του δικαιώματος	Πωλητής του δικαιώματος
ΔΙΚΑΙΩΜΑ ΑΓΟΡΑΣ (CALL)	Δικαιούται να αγοράσει το υποκείμενο προϊόν στην τιμή εξάσκησης	Υποχρεούται να πουλήσει το υποκείμενο προϊόν στην τιμή εξάσκησης
ΔΙΚΑΙΩΜΑ ΠΩΛΗΣΗΣ (PUT)	Δικαιούται να πουλήσει το υποκείμενο προϊόν στην τιμή εξάσκησης	Υποχρεούται να αγοράσει το υποκείμενο προϊόν στην τιμή εξάσκησης

2.8 ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ

Η επιτυχημένη και δίκαιη συναλλαγή σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και δικαιώματα βασίζεται στο γεγονός ότι τα συμβόλαια αυτά είναι τυποποιημένα . Αυτό σημαίνει ότι λαμβάνοντας μια θέση , όλοι οι συμμετέχοντες στην αγορά αναλαμβάναν δικαιώματα και υποχρεώσεις που βασίζονται στους ίδιους ,προσδιορισμένους ,όρους και συνθήκες .Για καθένα από αυτά τα τυποποιημένα συμβόλαια, το Χ.Π.Α. θέτει τιμές σε πραγματικό χρόνο ,τις οποίες οι συναλλασσόμενοι μπορούν να δούνε οθόνες συναλλαγών .Οι ημερήσιες εφημερίδες δημοσιεύουν τις τιμές προηγούμενης ημέρας συναλλαγών.

Τα τυποποιημένα στοιχεία στα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης περιλαμβάνουν:

- Το υποκείμενο προϊόν της συναλλαγής ή το συμβόλαιο.
- Τη μονάδα συναλλαγής ή το μέγεθος του συμβολαίου.
- Την περίοδο ή την λήξη.

Αυτό το ποίο τιμολογείται είναι η προθεσμιακή τιμή για κάθε υποκείμενο προϊόν για κάθε λήξη ,δηλαδή την τιμή στην οποία ο πωλητής και ο αγοραστής αναλαμβάνουν να αγοράσουν ή να πουλήσουν

το υποκείμενο προϊόν την ημέρα της παράδοσης .Οι ημερήσιες εφημερίδες δημοσιεύουν τις τελευταίες τιμές προσφοράς και ζήτησης καθώς και την υψηλότερη και την χαμηλότερη προθεσμιακή τιμή και την τιμή διακανονισμού που ίσχυε την ημέρα της συμφωνίας.

- Η χαμηλότερη τιμή, είναι η τιμή ζήτησης (bid price) στην οποία μπορεί κανείς οποιαδήποτε στιγμή να πάρει μια θέση πώλησης στο αντίστοιχο συμβόλαιο .(οι εφημερίδες δημοσιεύουν τις τιμές της προηγούμενης ημέρας συναλλαγών.
- Η υψηλότερη τιμή προσφοράς (offer price) είναι η τιμή στην οποία μπορεί κανείς να αγοράσει μια θέση αγοράς στο αντίστοιχο συμβόλαιο.
- Το στοιχείο ψηλή/χαμηλή τιμή (high/low price) δίνει την υψηλότερη και την χαμηλότερη προθεσμιακή τιμή κατά την διάρκεια της συνεδρίασης.
- Η τιμή διακανονισμού (settlement price) είναι η μέση τιμή των προθεσμιακών τιμών που καταβλήθηκαν τελευταία στην αγορά. Χρησιμεύει για την αξιολόγηση των ανοιχτών θέσεων και θέτει την βάση και τον καθορισμό των ελαχίστων καταθέσεων.
- Ο αριθμός των ανοιχτών συμβολαίων (open interest) υποδεικνύει τον αριθμό των θέσεων που δεν έχουν κλείσει, δηλαδή τον αριθμό των ανοιχτών θέσεων αγοράς και θέσεων πώλησης (ανοιχτά συμβόλαια). Αυτό το στοιχείο είναι μια ένδειξη του βάθους της αγοράς.

Ο υπολογισμός της αξίας του συμβολαίου είναι απλώς θέμα πολλαπλασιασμού του μεγέθους του συμβολαίου με την τρέχουσα τιμή. Στην περίπτωση των προθεσμιακών συμβολαίων που διαπραγματεύονται στο Χ.Π.Α το τυπικό μέγεθος ενός συμβολαίου είναι ο δείκτης επί 2000

δρχ. Για παράδειγμα το συμβόλαιο του Μαΐου του 2001 με τιμή 1264 έχει αξία 2.529.000 δρχ (2000 x 1264)

ΜΗΝΑΣ ΠΑΔΟΣΗΣ	OPEN	HIGH	LOW	SETTLE	CHQ	HIGH	LOW	ΑΡΙΘΜΟΣ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ
ΙΟΣ	1261	1262	1260	1261	+1 ^{1/4}	1316 ^{1/4}	1238	65.167
ΑΓΙΟΣ	1265	1265	1264	1265	+3/4	1316 ^{1/2}	1241	125.394
Π.	1258	1259	1258	1259	+1 ^{1/4}	1292	1240	28.408
Σ.	1252	1254	1251	1253	+2	1273	1236	72.391
P. 2001	1258	1260	1258	1260	+2	1279	1253	6.513
ΙΟΣ	1262	1264	1262	1264	+2	1282	1258	775

Τα τυποποιημένα δικαιώματα, ονομάζονται και σειρές δικαιωμάτων (option series) και τα τυποποιημένα στοιχεία περιλαμβάνουν :

- Το υποκείμενο μέσο της συναλλαγής
- Το μέγεθος του συμβολαίου
- Τη διάρκεια του συμβολαίου και την ημερομηνία εκπνοής της τελευταίας συνεδρίασης
- Τις διαθέσιμες τιμές εξάσκησης

Η αγορά θέτει, ανάλογα με την προσφορά και τη ζήτηση, την τιμή του δικαιώματος για κάθε σειρά δικαιωμάτων, δηλαδή για δικαιώματα του ίδιου τύπου (αγοράς ή πώλησης) τα οποία έχουν το ίδιο υποκείμενο προϊόν, ίδια τιμή εκτέλεσης και ίδια ημερομηνία λήξης.

Οι εφημερίδες, οι οποίες δημοσιεύουν καθημερινές λίστες τιμών, σημειώνουν, για κάθε σειρά δικαιωμάτων, το μέσο όρο της τελευταίας δηλωμένης τιμής προσφοράς και ζήτησης (μέσος

προσφοράς/ζήτησης). Επιπλέον οι λίστες αυτές περιέχουν πληροφορίες ως προς τον αριθμό των συμβολαίων δικαιωμάτων, που έγιναν κατά τη διάρκεια της τελευταίας ημέρας συναλλαγών, τον αριθμό των ανοικτών θέσεων αγοράς ή θέσεων πώλησης και το λόγο των δικαιωμάτων πώλησης προς τα δικαιώματα αγοράς (Put/Call).

Σε αντίθεση με τον παραδοσιακό τρόπο συναλλαγών στο χρηματιστήριο, οι συναλλαγές με δικαιώματα και συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, δεν απαιτούν από τους συμμετέχοντες να βρίσκονται στο χώρο συναλλαγών, αλλά είναι όλοι ηλεκτρονικά συνδεδεμένοι με το χώρο των συναλλαγών. Όλες οι εντολές αγοράς και πώλησης συγκεντρώνονται και εκτελούνται μέσω του ηλεκτρονικού συστήματος συναλλαγών του Χ.Π.Α.

Αν κάποιος επιθυμεί να πάρει μια θέση δικαιωμάτων ή συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης στο Χ.Π.Α., απλά δίνει μια εντολή αγοράς ή πώλησης σε μία εταιρία μέλος του Χ.Π.Α., με την οποία συνεργάζεται, η οποία με τη σειρά της, περνά την εντολή στο ηλεκτρονικό σύστημα συναλλαγών του Χ.Π.Α.

Στις εντολές προσδιορίζεται ο υποκείμενος τίτλος (μετοχή, FTSE/ASE-20, ομόλογο) του οποίου ο επενδυτής θέλει να αγοράσει ή να πουλήσει δικαιώματα αγοράς ή πώλησης, ή συμβόλαια μελλοντικής (θέση αγοράς ή θέση πώλησης). Επιλέγει επίσης τη διάρκεια ζωής του συμβολαίου και στη περίπτωση των δικαιωμάτων, την επιθυμητή τιμή εξάσκησης του δικαιώματος αγοράς ή πώλησης. Επιπλέον, δηλώνει αν επιθυμεί να ανοίξει ή να κλείσει μία θέση.

Αμέσως μετά την εισαγωγή της εντολής, το σύστημα συναλλαγών αρχίζει να ψάχνει για εντολή διασταύρωσης (matching) αγοράς ή πώλησης που έχει υποβληθεί από έναν άλλο συναλλασσόμενο. Αν μια τέτοια εντολή βρεθεί, η πρώτη εντολή θα

εκτελεστεί αμέσως. Αν δεν βρεθεί, η εισαγωγή της σώζεται στο κεντρικό βιβλίο εντολών. Όταν δίνει κάποιος μια εντολή, μπορεί να προσδιορίσει και το χρονικό ορίζοντα για την ισχύ της.

2.9 ΠΟΙΟΙ ΣΥΝΑΛΛΑΣΣΟΝΤΑΙ ΣΕ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΚΑΙ ΣΕ Σ.Μ.Ε. – ΠΩΣ ΜΠΟΡΟΥΝ ΝΑ ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΗΘΟΥΝ

Σχεδόν κάθε επενδυτής μπορεί να εκμεταλλευτεί τις ευκαιρίες που προσφέρονται στην αγορά συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και δικαιωμάτων. Ανάλογα με τις προσδοκίες του για τις τάσεις της αγοράς και τη στάση του απέναντι στον κίνδυνο, ένας επενδυτής θα λειτουργήσει στην αγορά για λόγους αντιστάθμισης του κινδύνου ή σαν συναλλασσόμενος. Τα δικαιώματα και τα Σ.Μ.Ε. προσφέρουν μια μεγάλη σειρά ευκαιριών.

Οι ιδιώτες επενδυτές συχνά χρησιμοποιούν την αγορά δικαιωμάτων για να εκμεταλλευτούν τις τάσεις των τιμών χρησιμοποιώντας ισχυρή μόχλευση με στόχο να αποκτήσουν πολύ ισχυρά κέρδη, ενώ συγχρόνως είναι εκτεθειμένοι σε περιορισμένο κίνδυνο. Αν κάποιος σχεδιάζει να επενδύσει βραχυχρόνια στο Χρηματιστήριο Αθηνών, το να αγοράσει ένα δικαίωμα αγοράς μπορεί συχνά να αποδειχτεί πιο κατάλληλη επιλογή από την επένδυση στην ανάλογη μετοχή με το σύνολο του κεφαλαίου του. Τα δικαιώματα πώλησης αποτελούν μια εναλλακτική στρατηγική για κέρδος, ακόμη και σε περιόδους που οι μετοχές έχουν πτωτική τάση.

Οι ιδιώτες επενδυτές επίσης, χρησιμοποιούν την αγορά δικαιωμάτων για να μετατρέψουν τις προσδοκίες τους σχετικά με τις μελλοντικές τάσεις των τιμών σε κερδοφόρες στρατηγικές. Αν η εκτίμησή τους για την αγορά εκτιμηθεί σωστή, το αποτέλεσμα μόχλευσης του δικαιώματός τους, θα αποδώσει πολύ υψηλά κέρδη.

Οι θεσμικοί επενδυτές, όπως οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων ή οι ασφαλιστικές εταιρίες χρησιμοποιούν την αγορά δικαιωμάτων και συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης για να επιτύχουν επιπλέον απόδοση. Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης σε ομόλογα μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να γίνει αντιστάθμιση κινδύνου, έναντι ανεπιθύμητων μεταβολών των επιτοκίων ή για να επιδιωχθούν στρατηγικές που αποσκοπούν στο κέρδος. Τα δικαιώματα και τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης είναι το τέλειο μέσο για ευέλικτη διαχείριση κινδύνου.

Τέλος οι τράπεζες συχνά εμφανίζονται ως «παίκτες» στην αγορά δικαιωμάτων και συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης, άλλοτε εκτελώντας εντολές για λογαριασμό των πελατών τους και άλλοτε λειτουργώντας ως θεσμικοί επενδυτές, για δικό τους λογαριασμό.

Οι τράπεζες επίσης λαμβάνουν και το ρόλο τους ως ειδικοί διαπραγματευτές της αγοράς (market makers). Οι ειδικοί διαπραγματευτές της αγοράς είναι συναλλασσόμενοι (dealers), οι οποίοι αναλαμβάνουν να θέτουν δεσμευτικές τιμές για τα δικαιώματα αγοράς και πώλησης σε συνεχή χρόνο. Κατά συνέπεια, οι επενδυτές μπορούν ανά πάσα στιγμή να πάρουν θέση στην αγορά ή να ρευστοποιήσουν τις θέσεις τους στην αγορά δικαιωμάτων και συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης.

Στα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης ο επενδυτής περιμένει τη λήξη του και ύστερα εκπληρώνει την υποχρέωση αγοράς ή πώλησης. Στην περίπτωση της φυσικής παράδοσης (ομολογιακά συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης) ο επενδυτής πραγματοποιεί κέρδος ή ζημία από τη διαφορά αγοράζοντας ξανά ή μεταπωλώντας τον τίτλο στο χρηματιστήριο ενώ οι χρηματικές ρυθμίσεις υπονοούν την άμεση πληρωμή του κέρδους ή της ζημιάς. Στο κλείσιμο των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης, κάποιος εκπληρώνει την υποχρέωση του κατά τη διάρκεια της ζωής του συμβολαίου, κλείνοντας μια θέση αγοράς μέσω μιας θέσης πώλησης ή το αντίστροφο. Το κέρδος ή η ζημία που

αντιστοιχεί , καταβάλλεται σε ρευστό είτε στον επενδύτη, είτε από τον επενδυτή.

Στην περίπτωση των δικαιωμάτων τώρα, ο κάτοχος ενός δικαιώματος (θέση αγοράς) εξασκεί το δικαίωμα του αγοράζοντας ή πουλώντας τον υποκείμενο τίτλο. Φυσικά θα εξασκήσει κάποιος το δικαίωμά του μόνο όταν μπορεί να αποκομίσει κέρδος από αυτή την πράξη. Αλλιώς αφήνει το δικαίωμά να εκπνεύσει. Αν κάποιος είναι πωλητής ενός δικαιώματος και ο αγοραστής του το εξασκεί, τότε ο πρώτος πρέπει να εκπληρώσει την υποχρέωσή του , αγοράζοντας ή πουλώντας , με ανάληψη της ζημιάς που αναλογεί.

Τέλος , το κλείσιμο της θέσης δικαιωμάτων , τα συμβόλαια δικαιωμάτων ανεξάρτητα από την αρχική θέση , παρέχουν τη δυνατότητα να κλείσει κάποιος τη θέση οποιαδήποτε στιγμή. Έτσι , ο αγοραστής ενός δικαιώματος αγοράς μπορεί να το μεταπωλήσει ή ο πωλητής ενός δικαιώματος πώλησης να το αγοράσει ξανά. Τέτοιες συναλλαγές επιτρέπουν στο χρήστη να πραγματοποιήσει κέρδη ή ζημιές. Οι συναλλαγές κλεισίματος αντιπροσωπεύουν τα πιο συχνά και γενικώς τα πιο βολικά εργαλεία για την πραγματοποίηση κέρδους και τον περιορισμό της ζημιάς μελλοντικά , μέσα στα πλαίσια της αγοράς δικαιωμάτων και συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης.

2.10 ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ

Απαλλάσσονται παντός φόρου και ΦΠΑ, τέλος και δικαιώματος υπέρ του δημοσίου ή τρίτων:

- Η κτήση παραγώγων χρηματιστηριακών αξιών
- Τα κεφαλαιακά κέρδη από τις συναλλαγές επί παραγώγων στο Χ.Π.Α..

- Η παροχή ασφαλειών στην ΕΤΕΣΕΠ και στα μέλη του Χ.Π.Α. και της ΕΤΕΣΕΠ.
- Η μεταβίβαση εννόμων σχέσεων επί παραγώγων και ασφαλειών μεταξύ των μελών του Χ.Π.Α. και της ΕΤΕΣΕΠ.
- Κάθε πράξη και συμφωνία παρεπόμενη αυτών.

Φορολογούνται με 15% τα εισοδήματα από συμβάσεις ή πράξεις επί παραγώγων, εφόσον ο δικαιούχος είναι κάτοικος Ελλάδας και δεν είναι επιτηδευματίας που τηρεί βιβλία Γ' κατηγορίας του ΚΣΒ ή εταιρία επενδύσεων χαρτοφυλακίου (ΕΕΧ) ή αμοιβαίο κεφάλαιο (Α/Κ). η παρακράτηση ενεργείται από το πρόσωπο που καταβάλλει τα εισοδήματα κατά το χρόνο λήξης της σύμβασης ή κατά την καταβολή τους. Με την παρακράτηση φόρου αυτού εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση για τα εισοδήματα αυτά.

Οι αποδόσεις από συμβάσεις ή πράξεις επί παραγώγων προϊόντων από όσους τηρούν βιβλία Γ' κατηγορίας του ΚΣΒ θεωρούνται εισοδήματα από εμπορικές πράξεις και φορολογούνται ανάλογα.

Στις ΕΕΧ και τα Α/Κ επιβάλλεται φόρος εισοδήματος στις αποδόσεις που προκύπτουν από συμβάσεις ή πράξεις επί παραγώγων προϊόντων. Όσοι τηρούν βιβλία Γ' κατηγορίας οι οποίοι διενεργούν πράξεις επί παραγώγων (εκτός από τις ΕΧΧ και Α/Κ) και τα πιστωτικά ιδρύματα είναι υποχρεωμένοι να υποβάλλουν στον προϊστάμενο της αρμόδιας Δ.Ο.Υ μέσα στον επόμενο μήνα από τη λήξη του ημερολογιακού τριμήνου αναλυτικές καταστάσεις με στοιχεία των πράξεων που πραγματοποιήθηκαν μέσα στο τρίμηνο αυτό.

2.11 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ

Η ημερήσια συμπεριφορά του Dow Jones είναι πια σταθερό σημείο αναφοράς των βραδινών δελτίων ειδήσεων. Παρόλο που ο δείκτης αυτός μάλλον είναι το πιο αντιπροσωπευτικό μέτρο για την πορεία της Αμερικάνικης Οικονομίας και του Χρηματιστηρίου, είναι μόνο ένας από πολλούς δείκτες που υπολογίζονται και εκδίδονται καθημερινά.

Ο συνεχώς ανερχόμενος ρόλος του διεθνούς εμπορίου και των επενδύσεων έχουν καταστήσει μέρος της ζωής μας και άλλους δείκτες αλλοδαπών χρηματαγορών όπως ο δείκτης Νίκκεί του Τόκιο και ο δείκτης Financial Times του Λονδίνου.

Η μέτρηση των μεταβολών μιας χρηματιστηριακής αγοράς γίνεται με την παρακολούθηση των μεταβολών των τιμών των μετοχών, που διαπραγματεύονται σε αυτή.

Είτε παρακολουθούνται οι μεταβολές του συνόλου των μετοχών, είτε ενός αντιπροσωπευτικού δείγματος μετοχών. Αντιπροσωπευτικές είναι κατ'αρχήν το δείγμα, όταν οι μετοχές που περιλαμβάνονται σε αυτό παρουσιάζουν μεγάλη συχνότητα συναλλαγών, δηλαδή υψηλή εμπορευσιμότητα.

Οι τιμές των μετοχών που επιλέγονται συγχωνεύονται σε ένα μοναδικό αριθμό, ο οποίος δείχνει τη σχετική μεταβολή των τιμών μεταξύ δύο χρονικών σημείων και ονομάζεται χρηματιστηριακός δείκτης.

Για την κατάρτιση ενός χρηματιστηριακού δείκτη πρέπει να ληφθούν υπόψη τρία πράγματα:

— Το μέγεθος: Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός των μετοχών, που περιλαμβάνονται σε ένα δείκτη, τόσο πιο αντιπροσωπευτικός είναι ο δείκτης της τάσης της αγοράς.

Το είδος των μετοχών: Για να είναι αντιπροσωπευτικός ο δείκτης, πρέπει να περιέχει μετοχές ΑΕ από όλους τους κλάδους. Οι μετοχές πρέπει να είναι υψηλής ποιότητας και να έχουν ικανοποιητική διασπορά.

Μετοχές με μικρή διασπορά αποκλείονται, γιατί η τιμή τους εξαρτάται από λίγους μετόχους και όχι από την προσφορά και ζήτηση στη χρηματιστηριακή αγορά.

Η στάθμιση: Η στάθμιση ενδείκνυται ώστε κάθε μετοχή να συμμετέχει στο δείκτη ανάλογα με τη συμμετοχή της και τη σπουδαιότητά της στη χρηματιστηριακή αγορά. Συνήθως, η στάθμιση γίνεται με βάση τη χρηματιστηριακή αξία κάθε μετοχής

Οι περισσότεροι χρηματιστηριακοί δείκτες είναι αριθμητική μέσος και αυθαίρετα πολλαπλασιάζονται με έναν αριθμό π.χ. 100 ώστε να μετατρέπονται σε ποσοστό τοις εκατό, για να διευκολύνονται οι συγκρίσεις.

2.11.1 Ο ΔΕΙΚΤΗΣ FTSE/ASE-20

i) Ο δείκτης FTSE/ASE-20 σχεδιάστηκε για να παρουσιάσει μια πραγματική εικόνα μέτρησης της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς, στην οποία γίνεται και η διαπραγμάτευση παραγώγων προϊόντων, τα οποία διαπραγματεύονται κι έχουν συνδεθεί με αυτόν το δείκτη.

Το δείκτη FTSE/ASE-20 παρουσίασε η FTSE International Limited στις 24 Σεπτεμβρίου 1997, εντάσσοντας σε αυτόν τις είκοσι μεγαλύτερες εταιρίες του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, που συνδύαζαν τα κριτήρια μεγάλης κεφαλαιοποίησης και αυξημένης διασποράς. Εξαιτίας του μικρού αριθμού μετοχών που τον απαρτίζουν, έχει καθιερωθεί ως μέσο για την αξιολόγηση επενδύσεων αλλά και ως βάση για την ανάπτυξη νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Παρόλο που λειτουργεί τα τελευταία χρόνια, έχει παρουσιάσει μια σημαντική απόδοση και επιτυχημένη λειτουργία, ξεπερνώντας σε απόδοση άλλους σημαντικούς δείκτες μετοχών με υψηλή κεφαλαιοποίηση. Οι επενδυτές μέσω του ΣΜΕ μπορούν να έχουν

σημαντικές αποδόσεις εξαιτίας της ανταγωνιστικότητας των χαρακτηριστικών του δείκτη.

Η ομαλή λειτουργία του δείκτη εξασφαλίζεται μέσω αρμοδίων οργάνων, τα οποία διενεργούν βάσει ορισμένων κανονισμών. Την εποπτεία για τη σωστή λειτουργία και την ευθύνη διαχείρισης του δείκτη έχουν το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και η FTSE International καθώς και η Συμβουλευτική Επιτροπή του δείκτη FTSE/ASE-20. το ΧΑΑ και η FTSE International έχουν αναλάβει την παρακολούθηση των εταιριών που αποτελούν το δείκτη καθώς και την πορεία του. Επιπλέον το ΧΑΑ μπορεί να πραγματοποιήσει οποιαδήποτε αλλαγή στη σύνθεση του δείκτη καθώς και στο ποσοστό συμμετοχής των εταιριών, όταν το κρίνει αναγκαίο. Η Συμβουλευτική Επιτροπή του δείκτη αποτελείται από έξι μέλη και εξασφαλίζει την καθημερινή. Ομαλή και ανεξάρτητη λειτουργία του δείκτη.

Τέλος, η Συμβουλευτική Επιτροπή επανεξετάζει τις μετοχές που συμμετέχουν στο δείκτη FTSE/ASE-20 δύο φορές το χρόνο, κάθε Απρίλιο και Οκτώβριο και προτείνει οποιαδήποτε αλλαγή.

Κριτήρια επιλογής εταιριών

Στο δείκτη FTSE/ASE-20 συμμετέχουν οι είκοσι καλύτερες μετοχές με τη μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση, οι οποίες έχουν εισαχθεί στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Εκτός από την υψηλή κεφαλαιοποίηση θα πρέπει να πληρούν τα εξής κριτήρια:

- Θα πρέπει να είναι κοινές μετοχές εταιριών που έχουν εισαχθεί στο ΧΑΑ.
- Οι συγκεκριμένες μετοχές να βρίσκονται σε ευρεία διασπορά. Θα πρέπει, δηλαδή το 50% του συνόλου των μετοχών της εταιρίας να ανήκει στο ευρύ επενδυτικό κοινό.
- Οι μετοχές επενδυτικών εταιριών εξαιρούνται από το δείκτη.

- Η συνολική αξία του κύκλου εμπορευσιμότητας της μετοχής θα πρέπει να υπερβαίνει το 10% της χρηματιστηριακής αξίας της εταιρίας ανά έτος.
- Μια μετοχή για να περιληφθεί στο δείκτη υποχρεούται να διαθέτει την απαραίτητη ρευστότητα, δηλαδή πρέπει να διακινείται τις μισές εργάσιμες μέρες στο διάστημα των 6 μηνών που προηγούνται κάθε αναθεώρησης του δείκτη.
- Τέλος για να συμμετέχει μια εταιρία στο δείκτη θα πρέπει να έχει συσταθεί και να υπόκειται σε φορολογία στην Ελλάδα,

Η παρουσία των τραπεζών στο δείκτη είναι μεγάλη, καθώς έξι από τις είκοσι εταιρίες που τον αποτελούν είναι τράπεζες: Εθνική Τράπεζα, Άλφα Τράπεζα, Εμπορική, Τράπεζα Πειραιώς, Eurobank, Εγνατία Τράπεζα

Ο τραπεζικός τομέας κατέχει ένα μεγάλο ποσοστό στο δείκτη, που φανερώνει τη μεγάλη επίδραση των τραπεζών στην τιμή του δείκτη. Αν υπάρξει αύξηση της κεφαλαιοποίησης των τραπεζών και ταυτόχρονα μείωση στους άλλους κλάδους ο δείκτης θα παρουσιάσει άνοδο.

Μερικές από τις εταιρίες που αποτελούν το δείκτη FTSE/ASE-20, έχουν εισαχθεί σχετικά πρόσφατα στο Χρηματιστήριο Αξιών. Έτσι, παρόλο που διαπραγματεύονται λίγο καιρό, έχουν υψηλή επίδοση, για αυτό και συμμετέχουν στον FTSE/ASE-20.

Ο δείκτης FTSE/ASE-20 δεν περιλαμβάνει εταιρίες από την παράλληλη αγορά. Αυτό μπορεί να θεωρηθεί φυσιολογικό καθώς η παράλληλη αγορά περιλαμβάνει εταιρίες που είναι μικρές, δυναμικές και αναμένεται να αναπτυχθούν, αλλά ακόμη δεν πληρούν τις προϋποθέσεις για να συμμετάσχουν στο δείκτη.

Η Άλφα Τράπεζα, η Εθνική Τράπεζα και ο ΟΤΕ είναι οι μεγάλες εταιρίες που ασκούν καταλυτική επίδραση στον FTSE/ASE-20.

Πλεονεκτήματα χρήσης δεικτών

Η διεθνοποίηση των αγορών και η τεχνολογική ανάπτυξη έχει οδηγήσει σε εκτενέστατη χρήση των δεικτών από όλα τα ανεπτυγμένα Χρηματιστήρια. Ενδεικτικό της τάσης και της αντίληψης που επικρατεί είναι ότι σύμφωνα με έρευνες, το 75% των διαχειριστών χαρτοφυλακίων χρησιμοποιούν τους δείκτες στη σχεδίαση και αποτίμηση των επενδυτικών τους κινήσεων. Γενικότερα, η χρήση δεικτών όπως του FTSE/ASE-20, παρέχει οφέλη για τους επενδυτές και συνεισφέρει στην αποτελεσματικότερη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς

Παράλληλα, η χρήση δεικτών συντελεί στον ευκολότερο έλεγχο και διαχείριση των επενδύσεων καθώς και στη μείωση του επενδυτικού κινδύνου.

ΜΕΤΟΧΕΣ ΠΟΥ ΑΠΟΤΕΛΟΥΝ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ FTSE/ASE-20

5/3/1999	11/12/2000
ΕΘΝΙΚΗ, ΕΡΓΑΣΙΑΣ, ΠΙΣΤΕΩΣ, ΙΟΝΙΚΗ, ΕΜΠΟΡΙΚΗ, ΠΕΙΡΑΙΩΣ, ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ-ΘΡΑΚΗΣ, ΧΙΟΥ ΟΕΤ, ΠΑΝΑΦΟΝ, 3 Ε, GOODY'S ΤΙΤΑΝ, ΗΡΑΚΛΗΣ, ΒΙΟΧΑΛΚΟ, ΕΛΒΑΛ, ΙΝΤΡΑΚΟΜ, ΕΛΠΕ, ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ, ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ	ΕΘΝΙΚΗ, EUROBANK, ΑΛΦΗΑ ΕΜΠΟΡΙΚΗ, ΠΕΙΡΕΙΩΣ, ΕΓΝΑΤΙΑ, ΔΗΜΟΣΙΟΓΡΑΦΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΑΜΠΡΑΚΗ, ΟΤΕ, ΠΑΝΑΦΟΝ, ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΜΦΙΑΛΩΣΕΩΣ, ΕΛΒΑ, ΤΙΤΑΝ, ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ, ΒΙΟΧΑΛΚΟ ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΑΕ, ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ ΑΕ, ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ, ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ

ii) Ο Δείκτης FTSE/ASE Mid 40

Η διαπραγμάτευση των συμβολαίων στον FTSE/ASE Mid 40 πραγματοποιείται κατά το μοντέλο των συμβολαίων στον FTSE/ASE 20. Η τιμή του συμβολαίου εκφράζεται σε μονάδες δείκτη, ενώ η δραχμική αξία του συμβολαίου υπολογίζεται με τον πολλαπλασιασμό της τιμής του συμβολαίου επί της αξίας της κάθε μονάδας του δείκτη μεσαίας κεφαλαιοποίησης που είναι 4000 δρχ. Η διαπραγμάτευση του δείκτη εταιριών μεσαίας κεφαλαιοποίησης αναμένεται να αυξήσει το ενδιαφέρον στην αγορά παραγώγων, καθώς περιλαμβάνει τις μετοχές δυναμικών και αναπτυσσόμενων εταιριών, για τις οποίες το επενδυτικό κοινό στο ΧΑΑ επιδεικνύει ιδιαίτερο ενδιαφέρον.

Τα συμβόλαια στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40 μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τους επενδυτές, είτε ως εργαλεία αντιστάθμισης ή κερδοσκοπίας, είτε σε συνδυασμό με τα συμβόλαια στο δείκτη FTSE/ASE 20 για την αντιστάθμιση ενός χαρτοφυλακίου μετοχών ή τη δημιουργία θέσης ανοίγματος μεταξύ των δύο δεικτών.

ΔΕΙΚΤΗΣ FTSE/ASE-MID 40

ΜΕΤΟΧΕΣ

ΕΥΔΑΠ (ΚΟ)	ΑΝΕΚ-LINES (ΚΟ)
ΕΤΒΑ (ΚΟ)	ΑΣΦ. ΕΘΝΙΚΗ (ΚΟ)
ΑΛ. ΕΛΛΑΔΟΣ (ΚΟ)	ΚΑΕ (ΚΟ)
ΑΚΤΩΡ (ΚΟ)	ΦΟΥΡΛΗΣ ΑΕ ΣΥΜ/ΧΩΝ
GOODY'S ΑΕ	ΜΗΧΑΝΙΚΗ
ALPHA FINANCE ΑΕ (ΚΟ)	HYATT REGENCY
ALPHA ALPHA ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ	ΓΕΝΙΚΗ (ΚΟ)
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ	ΑΤΤΙΚΗΣ (ΚΟ)
ΓΕΡΜΑΝΟΣ ΑΕΒΕ (ΚΟ)	ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ (ΚΟ)
ΠΑΠΑΣΤΡΑΤΟΣ	ΣΙΔΕΝΟΡ ΑΕ
ΙΑΣΩ ΑΕ (ΚΟ)	ΣΑΡΑΝΤΗΣ
ΑΕΓΕΙΣ	ΤΕΧΝ. ΕΤ. ΒΟΛΟΥ
ΗΡΑΚΛΗΣ	ΙΑΤΡΙΚΟ ΚΕΝΤΟ
ΧΑΛΚΟΡ	ΜΕΤΚΑ
ΜΑΪΛΗΣ	ΣΑΝΥΟ ΕΛΛΑΣ
ΔΕΛΤΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	TELESIS ΤΡΑΠ. ΕΠΕΝ. (ΚΟ)
ΕΛΒΑΛ	ΚΑΜΠΑΣ Α. ΑΝ. ΟΙΝ. ΒΙ
INTERAMERICAN (ΚΟ)	ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΤΙΚΗ
ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ	SINGULAR (ΚΟ)
ΣΤΡΙΝΤΖΗΣ ΝΑΥΤ.	ΚΛΩΝΑΤΕΞ

3.2.2 ΘΕΣΕΙΣ ΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ ΠΩΛΗΣΗΣ

Ένας επενδυτής με θέση αγοράς στο ΣΜΕ (που έχει δηλαδή συμβόλαιο) κερδίζει από άνοδο της τιμής του ΣΜΕ, ενώ ένας επενδυτής με θέση πώλησης στο ΣΜΕ (που έχει δηλαδή πωλήσει το συμβόλαιο), κερδίζει από μια πτώση της τιμής του ΣΜΕ.

Για κάθε θέση αγοράς και πώλησης που προέρχεται από μια συναλλαγή, αντισυμβαλλόμενος στον κάθε επενδυτή, αγοραστή ή πωλητή, είναι η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. Κάθε αγοραστής ή πωλητής μπορεί να κλείσει τη θέση του πουλώντας ή αγοράζοντας αντίστοιχα τον απαραίτητο αριθμό σειρών, συμβολαίων ΣΜΕ, δηλαδή με την ίδια ημέρα εκπνοής με τα αρχικά ΣΜΕ.

3.2.3 ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

Οι ανοιχτές θέσεις στο ΣΜΕ υπόκεινται σε καθημερινή διαδικασία αποτίμησης (mark to market) κατά την οποία στο τέλος κάθε ημέρας οι επενδυτές των οποίων οι θέσεις (αγοράς ή πώλησης) σημείωσαν ζημιές, πληρώνουν τις ζημιές τους αυτές στους επενδυτές των οποίων οι θέσεις σημείωσαν κέρδη. Για παράδειγμα, αν ένας επενδυτής αγόρασε δυο ΣΜΕ στο δείκτη FTSE/ASE-20 στις 2.185 μονάδες και η τιμή του ΣΜΕ ανέβηκε στις 2.190 μονάδες κατά το κλείσιμο της αγοράς, τότε το ίδιο βράδυ, στο λογαριασμό του επενδυτή πιστώνεται το ποσό των 20.000 δραχμών (=2x10x2.000). Αν την επόμενη η τιμή του δείκτη πέσει στις 2.180 μονάδες, τότε το ποσό των 40.000 (=2x10x2.000) δραχμών χρεώνεται στον λογαριασμό του επενδυτή. Η διαδικασία αυτή διενεργείται καθημερινά μέχρι τη λήξη του συμβολαίου ή μέχρι ο επενδυτής να κλείσει τη θέση του. Με βάση το νόμο 2533/97, ο δραχμικός διακανονισμός εξαιτίας της ημερήσιας αποτίμησης θέσης είναι υποχρέωση του μέλους της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. Πρέπει λοιπόν να εξοφλείται

από το εκκαθαριστικό μέλος του κάθε επενδυτή προς την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. και αντίστροφα, πριν ανοίξει η αγορά των παραγώγων την επόμενη της ημέρας των συναλλαγών (T + 1)

Το σύστημα παρέχει μια σειρά από αλγόριθμους υπολογισμού της ημερήσιας τιμής κλεισίματος των ΣΜΕ, με βάση τις οποίες υπολογίζεται η ημερήσια αποτίμηση της θέσης.

3.2.4 ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ

Με βάση το Νόμο 2533/97, η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. υπολογίζει ένα περιθώριο ασφάλισης ανά κωδικό εκκαθάρισης το οποίο πρέπει να τηρείται στην Τράπεζα Θεματοφυλακής. Το ποσό αυτό είναι δεσμευμένο υπέρ της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., σε ένα λογαριασμό ενεχύρου στο όνομα του τελικού επενδυτή, με χρεοπίστωση από το εκκαθαριστικό μέλος του επενδυτή.

Το περιθώριο ασφάλισης που παρέχεται από κάθε πελάτη είναι το ελάχιστο ποσό που ζητάει ως ασφάλιση η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. (το εκκαθαριστικό μέλος έχει δικαίωμα να ζητήσει επιπρόσθετη ασφάλιση, ανάλογα με την πιστοληπτική ικανότητα του πελάτη του). Χρησιμοποιείται δε, όταν ο πελάτης δεν μπορεί να αντεπεξέλθει στις υποχρεώσεις του που απορρέουν από τον ημερήσιο διακανονισμό.

Ο ακριβής υπολογισμός του απαιτούμενου περιθωρίου ασφάλισης γίνεται μέσω του μοντέλου διαχείρισης κινδύνου RIVA (Risk valuation), το οποίο βασίζεται στον υπολογισμό της μέγιστης αρνητικής μεταβολής μιας ανοιχτής θέσης λόγω της διακύμανσης της τιμής της υποκείμενης αξίας, μέσα στο χρονικό διάστημα που θα απαιτηθεί από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. για να καλύψει τις τυχόν ζημιές από το κλείσιμο της θέσης αυτής στην αγορά. Ο υπολογισμός του RIVA εξαρτάται από δυο βασικές παραμέτρους: το χρονικό διάστημα (lead time) που μεσολαβεί από τη στιγμή που το μέλος αθετεί την υποχρέωσή του να καλύψει το

απαιτούμενο περιθώριο ασφάλισης μέχρι τη στιγμή που η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. προβαίνει στο κλείσιμο της θέσης του μέλους αυτού στην αγορά, καθώς και από το μέγεθος της μεταβλητότητας της τιμής της υποκείμενης αξίας για το παρακάτω διάστημα, όπως αυτό προκύπτει από ιστορικά στοιχεία τιμών.

Πέρα από το περιθώριο ασφάλισης, κάθε επενδυτής ο οποίος επιθυμεί να έχει λογαριασμό για την διενέργεια πράξεων στην επίσημη αγορά παραγώγων, θα πρέπει να διατηρεί ένα Ελάχιστο Υπόλοιπο Λογαριασμού (Minimum Account Balance), ανεξάρτητα από το αν έχει ανοιχτές θέσεις στην αγορά. Το ποσό αυτό κατατίθεται σε μετρητά σε δεσμευμένο λογαριασμό υπέρ της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. πριν από το άνοιγμα κάποιας θέσης και διατηρείται σε μόνιμη βάση, ανεξάρτητα από τα υπόλοιπα περιθώρια ασφάλισης που μπορεί να υπολογίζονται. Το Ελάχιστο Υπόλοιπο Λογαριασμού είναι 20 εκατομμύρια δραχμές.

3.2.5 ΚΛΕΙΣΙΜΟ ΘΕΣΕΩΝ

Η πλειοψηφία των θέσεων σε ΣΜΕ δεν διατηρούνται ανοιχτές μέχρι την ημέρα εκπνοής, αφού το κλείσιμο της θέσης, ειδικά όταν δεν υπάρχει φυσική παράδοση της υποκείμενης αξίας, επιτυγχάνει τον αρχικό σκοπό του επενδυτή. Το κλείσιμο μιας θέσης ΣΜΕ συνίσταται στην είσοδο σε μια αντίθετη θέση. Για παράδειγμα, μια θέση short (πώλησης) στο ΣΜΕ Μαρτίου του δείκτη FTSE/ASE-20, κλείνει με μια θέση long (αγοραστής) στο ίδιο συμβόλαιο, με αποτέλεσμα να μην εμφανίζεται πλέον στις θέσεις του επενδυτή.

Επομένως, θέσεις αγοράς ή πώλησης στο ΣΜΕ του FTSE/ASE-20 μπορούν να διατηρηθούν μέχρι τη λήξη του συμβολαίου ή να κλειστούν οποιαδήποτε στιγμή με μια αντίθετη συναλλαγή ίσου αριθμού συμβολαίων. Αν για παράδειγμα ο παραπάνω επενδυτής του οποίου η θέση αγοράς δυο ΣΜΕ έχει την προηγούμενη ημέρα αποτιμηθεί (marked

to market) στις 2.180 μονάδες, πουλήσει τα δυο ΣΜΕ στις 2.183 μονάδες, το ίδιο βράδυ στο λογαριασμό του θα πιστωθεί το ποσό των 12.000 δραχμών (2x3x2.000). Με το κλείσιμο της θέσης απελευθερώνεται το δεσμευμένο υπέρ της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. περιθώριο ασφάλισης του επενδυτή.

3.2.6 ΤΕΛΙΚΗ ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗ

Οι θέσεις στο ΣΜΕ που παραμένουν ανοιχτές κατά τη λήξη του συμβολαίου υπόκεινται στη διαδικασία της τελικής εκκαθάρισης η οποία γίνεται με χρηματικό διακανονισμό και όχι με παράδοση ενός χαρτοφυλακίου μετοχών του δείκτη. Κατά την τελική εκκαθάριση γίνεται μια τελική χρεοπίστωση των λογαριασμών των επενδυτών αποτιμώντας τις ανοιχτές τους θέσεις με βάση την τιμή κλεισίματος του δείκτη FTSE/ASE-20 την ημέρα λήξης του συμβολαίου. Αν για παράδειγμα η θέση πώλησης πέντε ΣΜΕ ενός επενδυτή, η οποία έχει αποτιμηθεί στις 2.190 μονάδες την προηγούμενη της λήξης του συμβολαίου και ο δείκτης κλείσει στις 2.187 μονάδες, τότε ο λογαριασμός του επενδυτή πιστώνεται με 30.000 (=5x3x2.000) δραχμές και η θέση του κλείνει χωρίς καμία υποχρέωση. Όπως, επίσης και για το κλείσιμο μιας θέσης πριν από την ημέρα τελικής εκκαθάρισης, το δεσμευμένο υπέρ της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. περιθώριο ασφάλισης του επενδυτή απελευθερώνεται.

3.2.7. ΣΧΕΣΗ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΤΟΥ Σ.Μ.Ε. ΜΕ ΤΗΝ ΤΙΜΗ ΤΟΥ ΔΕΙΚΤΗ FTSE/ASE 20

Η τιμή του Σ.Μ.Ε. στο δείκτη FTSE/ASE 20 γενικά ακολουθεί τις αλλαγές στην τιμή του δείκτη, αλλά συνήθως είναι διαφορετική από αυτήν του δείκτη. Η τιμή του Σ.Μ.Ε. καθορίζεται από την προσφορά και τη ζήτηση (πωλητές και αγοραστές) του συμβολαίου στην αγορά του Χ.Π.Α. Όταν η τιμή του Σ.Μ.Ε. αρχίσει να αποκλίνει σημαντικά από τη θεωρητική τιμή του, τότε η αυξημένη προσφορά ή ζήτηση μέσω μηχανισμού εξισορροπητικής κερδοσκοπίας, μεταξύ της αγοράς παραγωγών και της υποκείμενης αγοράς, τείνει να επαναφέρει κοντά στη θεωρητική της σχέση με την τιμή του δείκτη.

Η κατοχή ενός Σ.Μ.Ε. στο δείκτη FTSE/ASE-20 αναλογεί σε κατοχή του χαρτοφυλακίου μετοχών του δείκτη. Το κέρδος ή η ζημιά που θα πραγματοποιηθεί από τις αλλαγές των τιμών των μετοχών είναι σχεδόν ανεξάρτητο από το αν κατέχει κανείς το Σ.Μ.Ε. ή το αντίστοιχο χαρτοφυλάκιο μετοχών. Η διαφορά των δύο θέσεων βρίσκεται στο ότι ο κάτοχος του χαρτοφυλακίου τίτλων σε αντίθεση με τον κάτοχο του Σ.Μ.Ε. , εισπράττει μερίσματα από τις μετοχές. Επίσης ο κάτοχος του χαρτοφυλακίου κατά την αγορά τίτλων χρειάζεται να καταβάλει ολόκληρη την αξία των μετοχών. Αντιθέτως, ο κάτοχος του Σ.Μ.Ε. δε χρειάζεται παρά να διατηρεί ένα μέρος του ποσού αυτού σε ένα τοκοφόρο λογαριασμό περιθωρίου ασφάλισης, ενώ μπορεί να επενδύσει το υπόλοιπο ποσό σε εναλλακτικά χρηματοοικονομικά προϊόντα.

Με βάση τα παραπάνω, η θεωρητική σχέση μεταξύ της τιμής του Σ.Μ.Ε. στο δείκτη FTSE/ASE 20 και της τιμής του δείκτη δίδεται από την παρακάτω σχέση :

$$F = S \times [1 + (I - d) / 100 \times T] / 100$$

Όπου :

F= Η θεωρητικά τιμή του Σ.Μ.Ε. τη χρονική στιγμή t

S= Η τιμή του δείκτη τη χρονική στιγμή t

T= Ο χρόνος σε έτη από τη χρονική στιγμή t ως τη λήξη του συμβολαίου

I= Το δίχως κίνδυνο επιτόκιο σε ετήσια ποσοστιαία μορφή.

D= Η μερισματική απόδοση του χαρτοφυλακίου των μετοχών του δείκτη σε ετήσια ποσοστιαία μορφή

Όπως είναι φανερό και από την παραπάνω σχέση, η διαφορά μεταξύ των τιμών του Σ.Μ.Ε. και του δείκτη εξαρτάται από το χρόνο μέχρι τη λήξη του συμβολαίου και καθώς αυτός πλησιάζει το μηδέν, η τιμή του Σ.Μ.Ε. συγκλίνει με την τιμή του δείκτη. Η διαφορά μεταξύ των δύο τιμών, του δείκτη και του Σ.Μ.Ε., ονομάζεται βάση και είναι συνήθως διάφορη του μηδενός πριν από τη λήξη του συμβολαίου.

3.2.8. ΕΞΙΣΟΡΡΟΠΗΤΙΚΗ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΑ

Αν η σχέση μεταξύ της τιμής του Σ.Μ.Ε. και της τιμής του δείκτη διαφέρει σημαντικά από την παραπάνω σχέση, τότε ένας επενδυτής θα μπορούσε να αγοράσει τη σχετικά οικονομικότερη και να πουλήσει τη σχετικά ακριβότερη από τις δύο επενδύσεις. Επειδή, θεωρητικά, οι δύο αυτές εναλλάκτικες επενδύσεις θα έχουν ακριβώς την ίδια αξία κατά τη λήξη του συμβολαίου, ο επενδυτής θα ρευστοποιήσει και τις δύο θέσεις του πραγματοποιώντας σίγουρο κέρδος. Αυτή η τακτική της εξισορροπητικής κερδοσκοπίας (arbitrage) είναι αυτή που επιβιβάζει τη θεωρητική σχέση μεταξύ των τιμών του Σ.Μ.Ε. και του δείκτη και

χρησιμοποιείται μέχρι η σχέση αυτή να αποκατασταθεί. Μπορεί να υπάρξουν βεβαίως και περιπτώσεις, όπου εξαιτίας της αυξημένης ζήτησης ή της αυξημένης προσφοράς σε ορισμένες σειρές της Σ.Μ.Ε. ακόμα και κατά την εκπνοή, η θεωρητική αυτή σχέση να μην πληρούται.

3.2.9. ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ

Τα Σ.Μ.Ε. στο δείκτη FTSE.ASE 20 είναι συμβόλαια που επιτρέπουν σε Έλληνες και ξένους επενδυτές να αγοράζουν και να πωλούν ένα χαρτοφυλάκιο 20 σημαντικών ελληνικών μετοχών. Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά τους τα καθιστούν ισχυρά χρηματοοικονομικά εργαλεία στις υπηρεσίες θεσμικών και ιδιωτών επενδυτών, είτε αυτοί θέλουν να προστατεύσουν τις επενδύσεις από τις αυξομειώσεις της αγοράς, είτε θέλουν να ρισκάρουν το κεφάλαιό τους αποβλέποντας σε αυξημένες αποδόσεις. Τα Σ.Μ.Ε. στο δείκτη συνδυάζουν μοναδικά πλεονεκτήματα για τους επενδυτές, επιτρέποντάς τους να :

- Συμμετέχουν στην άνοδο ή πτώση της αγοράς με μία μόνο συναλλαγή, χωρίς να χρειάζεται να διαλέξουν συγκεκριμένες μετοχές,
- Προστατεύσουν, δυναμικά την αξία των χαρτοφυλακίων τους στην περίπτωση μιας πτωτικής αγοράς
- Επιτυγχάνουν επαρκή προσφορά του ειδικού κινδύνου στο χαρτοφυλάκιο που αντιπροσωπεύει ο δείκτης FTSE.ASE 20,
- Χρησιμοποιούν το μοχλευμένο αποτέλεσμα του λογαριασμού περιθωρίου ασφάλισης στο οποίο βασίζεται το Σ.Μ.Ε.
- Απολαμβάνουν μειωμένες προμήθειες συναλλαγών

- Απολαμβάνουν μεγαλύτερη ρευστότητα στις συναλλαγές λόγω της τυποποίησης των συμβολαίων
- Απολαμβάνουν μικρότερα ανοίγματα τιμών σε σύγκριση με αυτά της υποκείμενης αγοράς



ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ
ΠΑΡΑΣΠΕΓΩΝ
ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.

Συμβόλαια
Μελλοντικής
Εκπλήρωσης σε
Δεκαετές Ομόλογο
Ελληνικού Δημοσίου



3.3 ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΣΕ ΔΕΚΑΕΤΕΣ ΟΜΟΛΟΓΟ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

3.3.1 ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΗΣ ΑΓΟΡΑ ΔΕΚΑΕΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

Η διαπραγμάτευση των 10-ετών ομολόγων Ελληνικού Δημοσίου γίνεται μόνο μέσω του συστήματος της Ηλεκτρονικής Αγοράς Τίτλων (ΗΔΑΤ) το οποίο διαχειρίζεται η Τράπεζα της Ελλάδος. Σε αυτήν την αγορά συμμετέχουν φορείς που διενεργούν πράξεις είτε για ίδιο λογαριασμό είτε για λογαριασμό της πελατείας τους. Η αγορά βασίζεται στις προσφορές (quote driven), αλλά υπάρχουν και οι βασικοί διαπραγματευτές (primary dealers), οι οποίοι προσφέρουν συνεχώς ρευστότητα στους τίτλους τους οποίους έχουν αναλάβει. Η αγορά λειτουργεί μεταξύ 10:15 και 17:00 κατά τις ημέρες των συναλλαγών.

Τα 10-ετή ομόλογα ΕΔ σταθερού επιτοκίου πληρώνουν κουπόνι σε ετήσια βάση και ο υπολογισμός των ημερών για το δεδουλευμένο τοκομερίδιο γίνεται με βάση το ευρωπαϊκό σύστημα υπολογισμού των ημερών εντοκισμού, 30/360. η εκκαθάριση της αγοράς ή της πώλησης γίνεται με παράδοση μέσω πληρωμής κατά την T+3.

Τα 10-ετή ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου, τα οποία κατά την παρούσα στιγμή πληρούν τις αναγκαίες συνθήκες για να χαρακτηριστούν ως παραδοτέα είναι οι εξής δύο σειρές:

1. 10-ετές ομόλογο ΕΔ 6,3% 2901/09 (συνολική αξία έκδοσης 1.470.250.000.000 δρχ.).
2. 10-ετές ομόλογο ΕΔ 8,6 26/03/08 (συνολική αξία έκδοσης 1.244.300.000.000 δρχ.).

3.3.2 ΓΕΝΙΚΗ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΟΥ ΣΥΜΒΟΛΑΙΟΥ

Ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης (ΣΜΕ- futures contract) είναι μια συμφωνία μεταξύ του αγοραστή και του πωλητή, να παραδώσει ο δεύτερος και να δεχτεί την παράδοση ο πρώτος, συγκεκριμένης ποσότητας του υποκείμενου τίτλου του συμβολαίου, σε μια μελλοντική ημερομηνία, στην τιμή που διαπραγματεύθηκε το συμβόλαιο.

Για τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (ΣΜΕ) σε 10-ετές ομόλογο Ελληνικού Δημοσίου (bond futures), που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών, ο υποκείμενος τίτλος είναι ένα συνθετικό ομόλογο ονομαστικής αξίας 2500000 δρχ. και διάρκειας δέκα χρόνων από την ημέρα τελικής εκκαθάρισης. Το τοκομερίδιό του είναι 6% και εκδότης θεωρείται το Ελληνικό Δημόσιο. Η τιμή του ΣΜΕ εκφράζεται ως (επί τοις εκατό) ποσοστό της ονομαστικής αξίας του συνθετικού ομολόγου με ακρίβεια 2 δεκαδικών ψηφίων.

Το ΣΜΕ σε ομόλογο έχει κάποιο βαθμό πολυπλοκότητας για 2 λόγους:

1. Υπάρχει φυσική παράδοση του υποκείμενου τίτλου.
2. Ο υποκείμενος τίτλος είναι συνθετικός και δεν διαπραγματεύεται.

Μπορεί μόνο να προσομοιαστεί με ορισμένα από τα ομόλογα που διαπραγματεύονται στην υποκείμενη αγορά, καθώς κανένα ομόλογο με αυτά ακριβώς τα χαρακτηριστικά του υποκειμένου ομολόγου δεν διαπραγματεύεται στην υποκείμενη αγορά ομολόγων. Για αυτό το λόγο υπάρχει ένας αριθμός συμβολαίων

(καλάθι ομολόγων) τα οποία έχουν προσδιοριστεί από το Χ.Π.Α.

ως παραδοτέα για κάθε σειρά των ΣΜΕ. Ο πωλητής του συμβολαίου μπορεί να διαλέξει ποιο (η ποια) από αυτά θα παραδώσει στον αγοραστή του συμβολαίου κατά την ημέρα εκκαθάρισης του συμβολαίου.

Το ΣΜΕ σε ομόλογο θα μπορούσε να είχε οριστεί έτσι ώστε ένα μόνο ομόλογο να είναι παραδοτέο. Σε μια τέτοια, όμως, περίπτωση, θα υπήρχε το ενδεχόμενο να υπάρξει ένας όμιλος επενδυτών που θα μπορούσε ταυτόχρονα να πάρει μια θέση αγοράς στο ΣΜΕ και να αγοράζε μια μεγάλη ποσότητα από το (μοναδικό) υποκείμενο ομόλογο. Στην ημερομηνία λήξης του ΣΜΕ θα έσπευδαν να αγοράσουν το ομόλογο ώστε να το παραδώσουν. Έτσι, ο όμιλος επενδυτών θα πωλούσε το ομόλογο σε, τεχνητά, υψηλότερη τιμή προβαίνοντας σε χειραγώγηση της αγοράς.

Για να αποφευχθεί αυτό το φαινόμενο, ορίζεται ένας αριθμός προς παράδοση ομολόγων (delivered bond). Φυσικά, όλα αυτά τα ομόλογα δεν αξίζουν το ίδιο. Ένας ορθολογικός επενδυτής θα παρέδιδε το φθηνότερο ομόλογο κάτι τι οποίο θα δημιουργούσε ένα ανάλογο πρόβλημα με αυτό που η εισαγωγή των προς παράδοση ομολόγων προσπάθησε να λύσει. Έτσι, το Χ.Π.Α. δημοσιεύει συντελεστές μετατροπής (conversion factors) που προσδιορίζουν την αξία του συνθετικού των παραδοτέων ομολόγων ε σχέση με την αξία του συνθετικού υποκείμενου ομολόγου.

Ο συντελεστής μετατροπής ορίζεται ως:

$$CF = \frac{PV(6\%)}{100}$$

Όπου:

CF: ο συντελεστής μεταβολής

PV (6%): Η παρούσα αξία του ομολόγου την ημέρα παράδοσης όπου υποθέτουμε ότι η καμπύλη αποδόσεων είναι οριζόντια στο 6%

100: Υποθέτουμε ότι αν είχαμε μια οριζόντια καμπύλη επιτοκίων στα 6%, η τιμή του συνθετικού υποκειμένου τίτλου με τοκομερίδιο 6% είναι 100

Για παράδειγμα, ένας συντελεστής μετατροπής 1,2 σημαίνει ότι το παραδοτέο ομόλογο έχει αξία ίση με 1,2 επί την αξία του συνθετικού υποκείμενου ομολόγου. Κατά αυτόν τον τρόπο, εάν ο συντελεστής

μετατροπής λειτουργούσε τέλεια, μια μονάδα από κάθε προς παράδοση ομόλογο θα άξιζε ακριβώς CF μονάδες από το σύνθετο υποκείμενο ομόλογο. Έτσι, ο επενδυτής θα ήταν αδιάφορος ποιο ομόλογο θα παραδώσει μεταξύ των παραδοτέων ομολόγων.

Η σχέση
$$CF = \frac{PV(6\%)}{100}$$

μπορεί να γραφεί και ως εξής:
$$\left[\frac{C}{6} \times \{1.06 - \frac{1}{(1.06)^n}\} + \frac{1}{(1.06)^n} \right] - \frac{C \times \{1 - \frac{x}{6}\}}{100}$$

Όπου

CF: ο συντελεστής μετατροπής υποθέτοντας ότι η καμπύλη επιτοκίων είναι σταθερή στο 6%.

n: Ο αριθμός των υπολοίπων ολοκλήρων χρόνων από την ημέρα παράδοσης μέχρι τη λήξη του ομόλογου

x: ο αριθμός των ημερών από την ημέρα παράδοσης μέχρι το επόμενο τοκομερίδιο (χρησιμοποιείται ο τρόπος υπολογισμού 30/360)

c: Το τοκομερίδιο της έκδοσης (σε ποσοστό επί τοις εκατό, δηλαδή, εάν το ποσοστό του τοκομεριδίου είναι 6,5%, τότε C: 6,5).

3.3.3 ΠΑΡΑΔΟΤΕΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

Το Χ.Π.Α. αρχικά καθορίζει ποια ομόλογα θα είναι παραδοτέα για κάθε σειρά, πέντε εργάσιμες μέρες πριν από την πρώτη μέρα συναλλαγής κάθε καινούργιας σειράς συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης. Δύο εβδομάδες πριν από την τελευταία ημέρα συναλλαγής του μηνός που θα γίνει η παράδοση, το Χ.Π.Α. εκδίδει μια τελική λίστα των ομολόγων που είναι παραδοτέα προς εκκαθάριση του συμβολαίου με τους αντίστοιχους συντελεστές μετατροπής.

Τα παραδοτέα ομόλογα επιλέγονται έτσι ώστε η εναπομένουσα διάρκεια ζωής τους από τη στιγμή λήξης του ΣΜΕ (που είναι η δέκατη ημέρα του μήνα λήξης) να προσομοιάζει όσο το δυνατόν περισσότερο τη

διάρκεια ζωής του συνθετικού ομολόγου (π.χ., από 7.5 έως 11 χρόνια). Επιπρόσθετα, θα πρέπει το συνολικό ποσό έκδοσης αυτών να είναι τουλάχιστον 22 δις δρχ., έτσι ώστε να υπάρχει επαρκής ρευστότητα στην υποκείμενη αγορά. Σε περίπτωση που το ποσό της έκδοσης των παραδοτέων ομολόγων πέσει κάτω από 200 δις δρχ., πρόσθετα ομόλογα θα χαρακτηριστούν από το Χ.Π.Α. σαν παραδοτέα για να καλυφθούν οι απαιτήσεις.

3.3.4 ΘΕΣΕΙΣ ΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ ΠΩΛΗΣΗΣ

Ένας επενδυτής με θέση αγοράς στο ΣΜΕ, που έχει δηλαδή αγοράσει το συμβόλαιο, κερδίζει από άνοδο της τιμής του ΣΜΕ. Ένας επενδυτής με θέση πώλησης στο ΣΜΕ, που έχει δηλαδή πωλήσει το συμβόλαιο, κερδίζει από πτώση της τιμής του ΣΜΕ. Για κάθε θέση αγοράς και πώλησης που προέρχεται από μια συναλλαγή, αντισυμβαλλόμενος στον κάθε επενδυτή, αγοραστή ή πωλητή είναι η ΕΤΕΣΕΠ

3.3.5 ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

Οι ανοικτές θέσεις στο ΣΜΕ υπόκεινται σε καθημερινή διαδικασία αποτίμησης (mark to market) κατά την οποία στο τέλος κάθε ημέρας οι επενδυτές των οποίων οι θέσεις (αγοράς ή πώλησης) σημείωσαν ζημιές πληρώνουν τις ζημιές τους στους επενδυτές των οποίων οι θέσεις σημείωσαν κέρδη. Για παράδειγμα, αν ένας επενδυτής αγόρασε 2 ΣΜΕ σε 10-ετές ομόλογο Ελληνικού Δημοσίου στα 101,23 και η τιμή εκκαθάρισης του ΣΜΕ είναι 101,34, τότε το ίδιο βράδυ, στο λογαριασμό του επενδυτή πιστώνεται το ποσό των 55000 δρχ. ($2 \times 0,11 \times 250000$) χρεώνεται στο λογαριασμό του επενδυτή. Η διαδικασία αυτή διενεργείται

καθημερινά μέχρι τη λήξη του συμβολαίου ή μέχρι ο επενδυτής να κλείσει τη θέση του.

Με βάση το νόμο 2533/7, ο δραχμικός διακανονισμός εξαιτίας της αποτίμησης θέσης είναι υποχρέωση του μέλους της ΕΤΕΣΕΠ. Πρέπει, λοιπόν, να εξοφλείται από το εκκαθαριστικό μέλος του κάθε επενδυτή προς την ΕΤΕΣΕΠ και αντίστροφα, πριν ανοίξει η αγορά των παραγώγων την επόμενη της ημέρας των συναλλαγών.

Το σύστημα παρέχει μια σειρά από αλγόριθμους υπολογισμού της ημερήσιας τιμής κλεισίματος των ΣΜΕ, με βάση τις οποίες υπολογίζεται η ημερήσια αποτίμηση της θέσης.

3.3.6 ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ

Με βάση το νόμο 2533/97, η ΕΤΕΣΕΠ υπολογίζει ένα περιθώριο ασφάλισης ανά κωδικό εκκαθάρισης, το οποίο πρέπει να τηρείται σε Τράπεζα Θεματοφυλακής. Το ποσό αυτό είναι δεσμευμένο υπέρ της ΕΤΕΣΕΠ, σε ένα λογαριασμό ενέχυρου στο όνομα του τελικού επενδυτή, με χρεοπίστωση από το εκκαθαριστικό μέλος του επενδυτή.

Το περιθώριο ασφάλισης που παρέχεται από κάθε πελάτη, είναι το ελάχιστο ποσό που ζητάει ως ασφάλιση η ΕΤΕΣΕΠ (το εκκαθαριστικό μέλος έχει δικαίωμα να ζητήσει επιπρόσθετη ασφάλιση ανάλογα με την πιστοληπτική ικανότητα του πελάτη του). Χρησιμοποιείται δε, όταν πελάτης δεν μπορεί να αντεπεξέλθει στις υποχρεώσεις του δεν μπορεί να αντεπεξέλθει στις υποχρεώσεις του που απορρέουν από τον ημερήσιο διακανονισμό.

Ο ημερήσιος υπολογισμός του απαιτούμενου περιθωρίου ασφάλισης γίνεται μέσω του μοντέλου διαχείρισης κινδύνου RIVA (risk valuation), το οποίο βασίζεται στον υπολογισμό της μέγιστης αρνητικής μεταβολής μιας ανοικτής θέσης λόγω διακύμανσης της τιμής της υποκείμενης αξίας, μέσα στο χρονικό διάστημα που θα απαιτηθεί από την

ΕΤΕΣΕΠ για να καλύψει τις τυχόν ζημιές από το κλείσιμο της θέσης αυτής στην αγορά. Ο υπολογισμός του RIVA εξαρτάται από δύο βασικές παραμέτρους: (α) το χρονικό διάστημα (lead time) που μεσολαβεί από τη στιγμή που η ΕΤΕΣΕΠ προβαίνει στο κλείσιμο της θέσης του μέλους αυτού στην αγορά και (β) από το μέγεθος της μεταβλητότητας της τιμής της υποκείμενης αξίας για το παραπάνω διάστημα, όπως αυτό προκύπτει από ιστορικά στοιχεία τιμών.

Σε αρχική φάση, το περιθώριο ασφάλισης που απαιτείται από την ΕΤΕΣΕΠ για ανοικτές θέσεις στο ΣΜΕ σε 10-ετές ομόλογο Ελληνικού Δημοσίου είναι 3% επί της αξίας της θέσης με βάση την τιμή κλεισίματος του συμβολαίου.

Σημειώνεται ότι η ΕΤΕΣΕΠ, έχει τη δυνατότητα που της παρέχεται από το νομικό πλαίσιο και τον κανονισμό λειτουργίας, να πραγματοποιεί ενδοημερήσια απαίτηση περιθωρίου ασφάλισης (intra-day margin call) σε περιπτώσεις κρίσεων της αγοράς.

Πέρα από το περιθώριο ασφάλισης, κάθε επενδυτής ο οποίος επιθυμεί να έχει λογαριασμό για τη διενέργεια πράξεων στην επόμενη αγορά παραγώγων θα πρέπει να διατηρεί ένα Ελάχιστο Υπόλοιπο Λογαριασμό (minimum account balance), ανεξάρτητα από το αν έχει ανοικτές θέσεις στην αγορά. Το ποσό αυτό κατατίθεται σε μετρητά (αργότερα θα επιτρέπεται σε μετοχές και σε ομόλογα) σε δεσμευμένο λογαριασμό υπέρ της ΕΤΕΣΕΠ πριν το άνοιγμα κάποιας θέσης και διατηρείται σε μόνιμη βάση συμψηφιζόμενο με το περιθώριο ασφάλισης που μπορεί να προκύπτει από άλλες ανοικτές θέσεις. Το ελάχιστο Υπόλοιπο Λογαριασμού είναι 20 εκατομμύρια δραχμές.

3.3.7 ΚΛΕΙΣΙΜΟ ΘΕΣΕΩΝ

Η πλειοψηφία των θέσεων σε ΣΜΕ δεν διατηρείται ανοικτή μέχρι την ημέρα εκπνοής, αφού το κλείσιμο της θέσης επιτυγχάνει τον αρχικό σκοπό του επενδυτή (κερδοσκοπία, αντιστάθμιση κινδύνου, εξισορροπητική κερδοσκοπία χωρίς κίνδυνο). Το κλείσιμο μιας θέσης ΣΜΕ συνίσταται στην είσοδο σε μια αντίθετη θέση, σε ΣΜΕ με τον ίδιο υποκείμενο τίτλο και λήξη. Για παράδειγμα, μια θέση short (πωλητής) στο ΣΜΕ Μαρτίου στο 10-ετές συμβόλαιο, κλείνει με μια θέση long (αγοραστής) στο ίδιο συμβόλαιο, με αποτέλεσμα αυτό να μην εμφανίζεται πλέον στις θέσεις του επενδυτή.

Επομένως, θέσεις αγοράς ή πώλησης στο ΣΜΕ μπορούν να διατηρηθούν μέχρι τη λήξη του συμβολαίου ή να κλειστούν οποιαδήποτε στιγμή με μια αντίθετη συναλλαγή ίσου αριθμού συμβολαίων. Αν για παράδειγμα, ο παραπάνω επενδυτής του οποίου η θέση αγοράς δύο ΣΜΕ έχει την προηγούμενη ημέρα αποτιμηθεί (marked to market) στο 101,14, πουλήσει δύο ΣΜΕ στο 101,18 το ίδιο βράδυ στο λογαριασμό του θα πιστωθεί το ποσό των 20000 μέρα ($=2 \times 0,04 \times 250000$). Με το κλείσιμο της θέσης απελευθερώνεται το δεσμευμένο υπέρ της ΕΤΕΣΕΠ περιθώριο ασφάλισης του επενδυτή.

3.3.8 ΤΕΛΙΚΗ ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗ

Οι θέσεις στο ΣΜΕ που παραμένουν ανοικτές κατά τη λήξη του συμβολαίου, υπόκεινται στη διαδικασία της τελικής εκκαθάρισης η οποία γίνεται με φυσική παράδοση. Κατά την ημέρα της παράδοσης, ο πωλητής υποχρεούται να παραδώσει για κάθε συμβόλαιο ονομαστική αξία 25 εκατ. δρχ. σε παραδοτέο ομόλογο της εκλογής του.

Το ποσό των χρημάτων που ο πωλητής ενός ΣΜΕ σε ομόλογο εισπράττει όταν παραδώσει το παραδοτέο ομόλογο στον αγοραστή του ΣΜΕ ονομάζεται ποσό τιμολογίας (invoice amount). Το ποσό τιμολογίου προσδιορίζεται από το συντελεστή μετατροπής σε συνδυασμό με την τιμή διακανονισμού χρηματιστηριακής παράδοσης (exchange delivery settlement price EDSP). Η τιμή διακανονισμού χρηματιστηριακής παράδοσης υπολογίζεται έτσι ώστε να εξασφαλίσει τη σύγκλιση τιμής του ΣΜΕ και του υποκείμενου τίτλου την ημέρα λήξης του ΣΜΕ (για να αποφευχθεί χειραγώγηση της αγοράς, η τιμή διακανονισμού χρηματιστηριακής παράδοσης μπορεί να είναι ένας σταθμισμένος μέσος όρος διαφόρων τιμών ΣΜΕ που επικράτησαν κατά την τελευταία μέρα των συναλλαγών). Ο υπολογισμός του ποσού τιμολογίου γίνεται από τον ακόλουθο τύπο (για κάθε 100 δρχ. ονομαστικής αξίας του υποκείμενου συνθετικού ομολόγου.)

Ποσό τιμολογίου: $(ESDP \times CF) + A1$

Παράδειγμα υπολογισμού ποσού τιμολογίου

Ένας επενδυτής παίρνει θέση πώλησης σε ένα ΣΜΕ σε ομόλογο, που έχει τιμή 88,30. ο συντελεστής μετατροπής ενός παραδοτέου ομολόγου είναι 1,209159 και οι δεδουλευμένοι τόκοι στη λήξη είναι 5,7500 (ανά 100 δρχ. ονομαστικής αξίας). Η τιμή διακανονισμού χρηματιστηριακής παράδοσης είναι 88,10.

Το κέρδος του επενδυτή από την καθημερινή αποτίμηση είναι $(88,30 - 88,10) \times 250.000 = 50.000$ δρχ. την ημέρα λήξης θα παραδώσει το παραπάνω ομόλογο και θα εισπράξει

$$[(88,10 \times 1,209159) + 5,75] \times 250.000 = 28.069.225 \text{ δρχ.}$$

3.3.9 ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗ ΜΕ ΠΑΡΑΔΟΣΗ ΚΑΤΑ ΤΗ ΛΗΞΗ ΤΩΝ ΣΜΕ ΣΕ 10-ΕΤΕΣ ΟΜΟΛΟΓΟ

Το ΣΜΕ σε 10-ετές ομόλογο προβλέπει την εκκαθάριση των ανοικτών θέσεων κατά τη λήξη του συμβολαίου, μέσω φυσικής παράδοσης 10-ετών ομολόγων, υπό μορφή άυλων τίτλων. Για αυτή τη διαδικασία της παράδοσης προβλέπεται οι μεταβιβάσεις των τίτλων να γίνονται μέσω του Συστήματος Άυλων Τίτλων (ΣΤΑ) του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών (ΚΑΑ), απευθείας από μερίδα επενδυτή σε μερίδα επενδυτή, με εντολή της ΕΤΕΣΕΠ. Για αυτήν την περίπτωση το ΚΑΑ έχει ήδη γίνει φορέας στο σύστημα της εκκαθάρισης άυλων τίτλων της Τράπεζας της Ελλάδος. Για τις μεταβιβάσεις τίτλων λόγω παράδοσης 10-ετών ομολόγων μετά τη λήξη του ΣΜΕ, η εκκαθάριση γίνεται σε επίπεδο τελικού επενδυτή την T+5 (πέμπτη ημέρα συναλλαγών μετά την ημέρα εκπνοής του συμβολαίου) πριν την έναρξη της συνεδρίασης με παράδοση έναντι πληρωμής.

3.3.10 ΤΟ ΦΘΗΝΟΤΕΡΟ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΑΡΑΔΟΣΗ ΟΜΟΛΟΓΟ (cheapest to deliver bond, CTD)

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, σε κάθε δεδομένη χρονική στιγμή, υπάρχει ένας αριθμός ομολόγων που μπορούν να παραδοθούν στη λήξη του ΣΜΕ σε ομόλογο. Τα ομόλογα αυτά διαφέρουν όσον αφορά τη λήξη και τα τοκομερίδιά τους. Εάν ο υπολογισμός του συντελεστή μετατροπής ήταν ακριβής, τότε ο επενδυτής που έχει πάρει θέση πώλησης στο ΣΜΕ θα ήταν πρόθυμος να παραδώσει οποιοδήποτε ομόλογο, καθώς θα είχε μηδενικό κέρδος/ ζημία από την αγορά και πώληση του κάθε ομολόγου. Όμως ο συντελεστής μετατροπής δεν έχει υπολογιστεί με ακρίβεια, αφού

στηρίζεται στην υπόθεση ότι καμπύλη αποδόσεων είναι σταθερή και ίση με 6%, κάτι το οποίο δεν ισχύει στην πράξη. Έτσι, ο επενδυτής που έχει παρεί θέση πώλησης στο ΣΜΕ, επιλέγει ποιο ή ποια είναι τα φθηνότερα για αυτόν ομόλογα για παράδοση (quality option). Για το λόγο αυτό, κάθε χρονική στιγμή αναφέρεται ως φθηνότερο προς παράδοση (cheapest to deliver) το ομόλογο το οποίο αν αγοραστεί στην τρέχουσα τιμή και παραδοθεί κατά την τελική εκκαθάριση του ΣΜΕ θα αποφέρει στον πωλητή τη μεγαλύτερη απόδοση.

3.3.11 ΑΝΑΓΝΩΡΙΣΗ ΤΟΥ ΦΘΗΝΟΤΕΡΟΥ ΓΙΑ ΠΑΡΑΔΟΣΗ ΟΜΟΛΟΓΟΥ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΠΑΡΑΔΟΣΗΣ

Για να αναγνωρίσει ο πωλητής το φθηνότερο προς παράδοση ομόλογο κατά την ημερομηνία παράδοσης, πρέπει να συγκρίνει τα ποσά τιμολογίου των προς παράδοση ομολόγων με τις αντίστοιχες τιμές αγοράς των ομολόγων.

Από την παράδοση του ομολόγου, ο επενδυτής λαμβάνει το ποσό τιμολογίου, ενώ για την αγορά του ομολόγου πρέπει να πληρώσει την καθαρή τιμή του ομολόγου και τους δεδουλευμένους τόκους που αντιστοιχούν. Το φθηνότερο προς παράδοση ομόλογο είναι αυτό για το οποίο η διαφορά των δύο αυτών ποσών είναι μέγιστη, δηλαδή:

$(EDSP \times CF + A1) - (\text{καθαρή τιμή ομολόγου} + A1) \rightarrow \text{μέγιστο}$

που γράφεται και ως

$EDSP \times CF - \text{Καθαρή τιμή ομολόγου} \rightarrow \text{μέγιστο}$

(είναι προφανές ότι εάν ο συντελεστής μετατροπής είχε υπολογιστεί με ακρίβεια, τότε η διαφορά αυτή θα ήταν μηδέν)

Παράδειγμα αναγνώρισης του φθηνότερου για παράδοση ομόλογου

Ας υποθέσουμε ότι η τιμή διακανονισμού χρηματιστηριακής παράδοσης είναι $EDSP=92.11$. επιπρόσθετα, υποθέτουμε ότι δύο είναι τα ομόλογα που έχουν οριστεί σαν παραδοτέα κατά την ημερομηνία λήξης του ΣΜΕ σε ομόλογο.

Αυτά έχουν τα παρακάτω χαρακτηριστικά:

	<u>Ομόλογο1</u>	<u>Ομόλογο2</u>
Καθαρή τιμή (στην ημερομηνία λήξης)	93,96	107,35
Δεδουλευμένος τόκος (στην ημερομηνία λήξης)	5,90	6,21
Τοκομερίδιο	6,30%	8,60
Συντελεστής μετατροπής	1,020422	1,165557

Για να προσδιορίσουμε το φθηνότερο προς παράδοση ομόλογο ενεργούμε ως εξής:

	Ποσό τιμολογίου (εισπράξεις)	Ακαθάριστη τιμή ομόλογου (κόστος)	Καθαρό αποτέλεσμα
Ομόλογο 1	$(92,11 \times 1,020422 + 5,90) \times 250000 = 24972768$	$(93,96 + 5,90) \times 250000 = 24965000$	Ζημία/ κέρδος $= 24972768 - 24965000 = 7768000$ δρχ.
Ομόλογο 2	$(92,11 \times 1,165557 + 6,21) \times 250000 = 28392364$ δρχ.	$(107,35 + 6,21) \times 250000 = 28390000$	Ζημία/ κέρδος $= 28392364 - 28390000 = 2364$ δρ.

Συνεπώς το ομόλογο 1 είναι το φθηνότερο για παράδοση (CTD)

3.3.12 ΣΧΕΣΗ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΤΟΥ ΣΜΕ ΜΕ ΤΗΝ ΤΙΜΗ ΤΟΥ ΦΘΗΝΟΤΕΡΟΥ ΠΡΟΣ ΠΑΡΑΔΟΣΗ ΟΜΟΛΟΓΟΥ

Καθώς ο πωλητής του ΣΜΕ μπορεί να επιλέξει το ομόλογο που θα παραδώσει κατά την τελική εκκαθάριση, είναι λογικό η τιμή του ΣΜΕ να βασίζεται στο φθηνότερο προς παράδοση ομόλογο. Η θεωρητική σχέση μεταξύ της τιμής του ΣΜΕ στο 10-ετές ομόλογο και της τιμής του φθηνότερου προς παράδοση ομολόγου διέπεται από τον παρακάτω τύπο:

$$F_t = \frac{P_t + K - I}{CF}$$

Όπου:

F_t: Η θεωρητική τιμή του ΣΜΕ τη χρονική στιγμή t.

P_t: Η καθαρή τιμή του φθηνότερου προς παράδοση ομολόγου τη χρονική στιγμή t

K: Το κόστος χρηματοδότησης κατοχής, από τη χρονική στιγμή t ως τη λήξη του ΣΜΕ, του φθηνότερου προς παράδοση ομολόγου. Το κόστος υπολογίζεται με βάση το αντίστοιχο δίχως κίνδυνο επιτόκιο.

I: Το εισόδημα που αποφέρει το φθηνότερο προς παράδοση ομόλογο στον κάτοχο του από τη χρονική στιγμή t ως τη λήξη του συμβολαίου.

Cf: Ο συντελεστής μετατροπής του φθηνότερου προς παράδοση ομολόγου.

Η αγοραία τιμή του ΣΜΕ σε ομόλογο καθορίζεται από την προσφορά και ζήτηση (πωλητές και αγοραστές) του συμβολαίου στην αγορά του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών. Μπορεί να υπάρξουν περιπτώσεις όπου η αγοραία τιμή του ΣΜΕ αποκλίνει από την τιμή που καθορίζεται από τη θεωρητική σχέση με την τιμή του φθηνότερου προς παράδοση ομολόγου στην υποκείμενη αγορά. Τότε αυξημένη προσφορά ή ζήτηση που θα δημιουργηθεί από εξισορροπητική κερδοσκοπία χωρίς

κίνδυνο (arbitrage) θα επαναφέρει την αγοραία τιμή στο επίπεδο της θεωρητικής τιμής, με αποτέλεσμα η σχέση να ικανοποιείται.

$$F_t = \frac{P_t + K - I}{CF}$$

Πρέπει να σημειωθεί ότι η θεωρητική αυτή σχέση δεν λαμβάνει υπόψη την αξία του δικαιώματος που δίνει το ΣΜΕ στον πωλητή να επιλέξει το ομόλογο που θα παραδώσει στον αγοραστή κατά την τελική εκκαθάριση (quality option). Εάν λάβουμε υπόψη αυτό το δικαίωμα, η θεωρητική τιμή του ΣΜΕ σε ομόλογο θα πρέπει να είναι μικρότερη από την τιμή που προκύπτει από την παραπάνω σχέση. Ο λόγος είναι ότι ο αγοραστής του ΣΜΕ θα θέλει να πληρώσει λιγότερο στον πωλητή επειδή του εκχωρεί το δικαίωμα αυτό.

Η κατοχή ενός ΣΜΕ το 10-ετές ομόλογο αναλογεί σε κατοχή του φθηνότερου προς παράδοση ομολόγου. Το κέρδος (ή η ζημιά), που θα πραγματοποιηθεί από αλλαγές της τιμής του ομολόγου, είναι ανεξάρτητο από το αν κατέχει κανείς το ΣΜΕ ή το ίδιο το ομόλογο. Η διαφορά των δύο θέσεων βρίσκεται στο ότι ο κάτοχος του ομολόγου, σε αντίθεση με τον κάτοχο του ΣΜΕ εισπράττει τοκομερίδια. Επίσης ο κάτοχος του ομολόγου κατά της αγορά του τίτλου χρειάζεται να καταβάλει ολόκληρο το αντίτιμο ενώ ο κάτοχος του ΣΜΕ που δεν χρειάζεται παρά να διατηρεί ένα μέρος του ποσού αυτού να επενδύσει το υπόλοιπο ποσό σε εναλλακτικά χρηματοοικονομικά προϊόντα.

3.3.13 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ

Τα ΣΜΕ στο 10-ετές ομόλογο είναι συμβόλαια που επιτρέπουν σε έλληνες και ξένους επενδυτές να παίρνουν θέσεις αγοράς ή πώλησης στα μακροπρόθεσμα επιτόκια της ελληνικής χρηματαγοράς. Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που τα καθιστούν ισχυρά χρηματοοικονομικά εργαλεία στις υπηρεσίες θεσμικών και ιδιωτών επενδυτών, είτε αυτοί θέλουν να

προστατεύσουν τις επενδύσεις τους από τις αυξομειώσεις της αγοράς, είτε αυτοί θέλουν να ρισκάρουν το κεφάλαιό τους αποβλέποντας σε αυξημένες αποδόσεις. Τα ΣΜΕ στο 10-ετές ομόλογο συνδυάζουν μοναδικά πλεονεκτήματα στους επενδυτές επιτρέποντας τους να:

- Προστατεύονται από έκθεση σε μακροπρόθεσμα επιτόκια της ελληνικής χρηματαγοράς
- Επενδύουν με βάση τις προβλέψεις τους για τα μακροπρόθεσμα επιτόκια της ελληνικής χρηματαγοράς
- Μεταβάλλουν τη σύνθεση χαρτοφυλακίων σταθερού εισοδήματος
- Μεταβάλλουν την ευαισθησία χαρτοφυλακίων σταθερού εισοδήματος σε αυξομειώσεις επιτοκίων
- Εκμεταλλευτούν περιπτώσεις δυνατότητας εξισορροπητικής κερδοσκοπίας εξασφαλίζοντας κέρδος χωρίς κίνδυνο
- Χρησιμοποιούν το μοχλευμένο αποτέλεσμα του λογαριασμού περιθωρίου ασφάλισης στο οποίο βασίζεται το ΣΜΕ
- Απολαμβάνουν μειωμένες προμήθειες συναλλαγών
- Απολαμβάνουν μεγάλη ρευστότητα στις συναλλαγές τους λόγω της τυποποίησης των συμβολαίων και
- Απολαμβάνουν μικρότερα ανοίγματα τιμών σε σύγκριση με αυτά της υποκείμενης αγοράς

3.3.14 ΒΑΣΙΚΕΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΜΕ ΣΜΕ ΣΕ 10-ΕΤΕΣ ΟΜΟΛΟΓΟ

Το ΣΜΕ σε 10-ετές ομόλογο μπορεί να χρησιμοποιηθεί για αντιστάθμιση κινδύνου (hedging), για απλή κερδοσκοπία (speculation) και για κερδοσκοπία χωρίς κίνδυνο (arbitrage).

ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Ένας επενδυτής που σκοπεύει να αγοράσει κάποιο αγαθό ε κάποια συγκεκριμένη στιγμή στο μέλλον μπορεί να προφυλαχτεί από το χρηματοοικονομικό κίνδυνο (hedge) με το να αγοράσει ένα ΣΜΕ. Αυτό ονομάζεται αντισταθμιστική θέση αγοράς (long hedge). Εάν η τιμή του αγαθού που πρόκειται να αγοράσει αυξηθεί, θα τον επιβαρύνει οικονομικά, αλλά από την άλλη πλευρά, θα κερδίσει από το ΣΜΕ. Εάν η τιμή του αγαθού μειωθεί, ο αγοραστής κερδίζει από την αγορά του αγαθού και χάνει από την αγορά του ΣΜΕ. Με την ίδια λογική, εάν ο επενδυτής σκοπεύει να πωλήσει ένα αγαθό σε κάποια συγκεκριμένη στιγμή στο μέλλον, μπορεί να προφυλαχτεί από τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο με το να πωλήσει ένα ΣΜΕ. Αυτό ονομάζεται αντισταθμιστική θέση πώλησης (short hedge).

ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΤΙΚΗ ΘΕΣΗ ΑΓΟΡΑΣ (long hedge)

Ένας θεσμικός επενδυτής μαθαίνει σήμερα στο χρόνο $t=0$, ότι μια σημαντική εισροή κεφαλαίων, έστω 25000000δρχ., θα γίνει τη χρονική στιγμή $t=T1$. Έστω ότι ο χρόνος $T1$ είναι 20 μέρες από σήμερα. Αποφασίζει να επενδύσει το κεφάλαιο σε 10-ετή ομόλογα αμέσως μόλις εισρεύσει.

Ο επενδυτής προσδοκεί ότι οι τιμές των 10-ετών ομολόγων θα κινηθούν ανοδικά (δηλαδή η απόδοσή τους θα πέσει) στο διάστημα από σήμερα μέχρι την $T1$. αν περιμένει να αγοράσει ομόλογα την $T1$, θα

πρέπει να αγοράσει σε υψηλότερη τιμή. Έτσι, αγοράζει σήμερα ένα ΣΜΕ σε 10-ετές ομόλογο. Υποθέτουμε ότι η τιμή του ΣΜΕ είναι 92,91 και η τιμή του αντίστοιχου φθηνότερου προς παράδοση ομολόγου είναι 94,80.

Έστω ότι η προσδοκία του επαληθεύεται και στο χρόνο T1 το φθηνότερο προς παράδοση ομόλογο βρίσκεται στις 95,12. η τιμή του ΣΜΕ είναι 93,22. το αποτέλεσμα της αντισταθμιστικής θέσης αγοράς απεικονίζεται στον παρακάτω πίνακα.

ΧΡΟΝΟΣ	Αγορά παραγώγων	Υποκείμενη Αγορά
(t=0) Σήμερα	Αγορά ενός ΣΜΕ σε δεκαετές ομόλογο στο 92,91	Αποσκοπεί να αντισταθμίσει μερικώς την προβλεπόμενη θέση αγοράς του φθηνότερου προς παράδοση ομολόγου που σήμερα έχει τιμή 94,80
(t=T1) Ημέρα εισροής Κεφαλαίων	Πώληση ενός ΣΜΕ στο 93,22	Αγορά ομολόγων ονομαστικής αξίας 25000000δρχ. στο 95,12
Καθαρό Αποτέλεσμα (t=T1)	Κέρδος =(93,22-92,91) X250000 =77500 δραχμές	Απώλεια σε αξία προβλεπόμενης θέσης =(95,12-94,80) X250000=80000 δρχ.

Στο παράδειγμα αυτό, ο επενδυτής επιχειρεί να αντισταθμίσει μερικώς την προβλεπόμενη θέση του σε ομόλογα, αγοράζοντας ΣΜΕ ονομαστικής αξίας ίσης με αυτή των ομολόγων που σκοπεύει να αγοράσει

ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΤΙΚΗ ΘΕΣΗ ΠΩΛΗΣΗΣ (short hedge)

Ο επενδυτής κατέχει 10-ετή ομόλογα ονομαστικής αξίας 10.000.000 δρχ., αναμένει όμως ότι η τιμή τους θα πέσει (δηλαδή η απόδοσή τους θα ανέβει) στο διάστημα από σήμερα μέχρι την T1. για να μην πληγεί από αυτήν την πτώση πουλάει 4 ΣΜΕ σε ομόλογο. Υποθέτουμε ότι η τιμή των ομολόγων του χαρτοφυλακίου του είναι 92,57 ενώ η τιμή των ομολόγων του χαρτοφυλακίου του είναι 94,50.

Εστω ότι η προσδοκία του επαληθεύεται και στο χρόνο T1 τα ομόλογα που κατέχει βρίσκονται στο 93,56 και το ΣΜΕ στο 91,68. το αποτέλεσμα της αντισταθμιστική θέσης πώλησης απεικονίζεται στον παρακάτω πίνακα:

ΧΡΟΝΟΣ	Αγορά παραγώγων	Υποκείμενη Αγορά
(t=0) Σήμερα	Πώληση 4 ΣΜΕ σε 10-ετές ομόλογο στο 92,57	Αποσκοπεί να αντισταθμίσει μερικώς την θέση του σε 10-ετή ομόλογα που σήμερα έχουν τιμή 94,50
(t=T1) Ημέρα κλεισίματος θέσης	Αγορά 4 ΣΜΕ στο 91,68	Η τιμή των ομολόγων έχει πέσει στο 93,56
Καθαρό Αποτέλεσμα (t=T1)	Κέρδος =(92,57-98,68) 4X250000 =890000δραχμές	Απώλεια σε αξία χαρτοφυλακίου =(94,50-93,56) X1000000=94000 δρχ.

ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΒΑΣΙΣΜΕΝΕΣ ΣΤΗ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Η διάρκεια μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τον υπολογισμό του λόγου αντιστάθμισης (duration based hedging strategies) σε περιπτώσεις όπου διατρέχουμε κίνδυνο βάσης. Ας ορίσουμε ως:

F: Τιμή του ΣΜΕ

CTD: Ακαθάριστη τιμή (ανά 100 δρχ. ονομαστική αξία του φθηνότερου προς παράδοση ομολόγου CTD

MDCTD: Τροποποιημένη διάρκεια του φθηνότερου προς παράδοση ομολόγου

B: Ακαθάριστη τιμή του ομολόγου X (ανά 100 δρχ.) που κατέχουμε και θέλουμε να προστατευθούμε από τον κίνδυνο που πηγάζει από αυτό

MDX: Τροποποιημένη διάρκεια του προστατευόμενου ομολόγου

Tx, TCTD: Απόδοση στη λήξη των ομολόγων X και CTD, αντίστοιχα.

Σκοπός μας είναι να βρούμε τον αριθμό N^* των ΣΜΕ στα οποία πρέπει να πάρουμε θέση έτσι ώστε να μπορέσουμε να «κλειδώσουμε» την τιμή αγοράς ή πώλησης του ομολόγου X ανεξάρτητα από τις διακυμάνσεις των επιτοκίων. Αυτό επιτυγχάνεται με το να εξισώσουμε με τη διάρκεια του Χαρτοφυλακίου που αποτελείται από ομόλογα και ΣΜΕ με το μηδέν. Τότε από τη σχέση

$$N^* = (B1 \times MD1) / (B1 \times MD2) \times \text{ονομ.αξία}X / \text{ονομ.αξία}Y$$

βλέπουμε ότι ο αριθμός συμβολαίων N^* που πρέπει να πάρουμε θέση δίνεται από τον ακόλουθο τύπο:

$$N^* = \text{ονομ. αξία}x / \text{ονομ.αξία ΣΜΕ} \times CFX \times MDx / MDCTD \times XB / CTD$$

Όπου:

Ονομαστική αξία ομολόγου X: Συνολική ονομαστική αξία του ομολόγου X τον κίνδυνο της οποίας θέλουμε να αντισταθμίσουμε.

Ονομαστική αξία ΣΜΕ: ονομαστική αξία του υποκειμένου συνθετικού ομολόγου (25000000δρχ.)

CF: Συντελεστής μετατροπής του φθηνότερου για παράδοση ομολόγου CTD

Τα παραπάνω θα γίνουν πιο κατανοητά με το ακόλουθο παράδειγμα: έστω ότι θέλουμε να αντισταθμίσουμε τον κίνδυνο από μια θέση αγοράς σε ένα ομόλογο X με 250000000δρχ. Η ακαθάριστη τιμή του ομολόγου X είναι $B=91,23$, $Y_X=8,46\%$ και $D_X=6,481$ χρόνια. Ας υποθέσουμε επίσης ότι το φθηνότερο για παράδοση ομολόγου CTD έχει ακαθάριστη τιμή $CTD=101,14$, $Y(CTD)=8,32\%$, $D(CTD)=7,09$ χρόνια $CF=10182682$.

Η τροποποιημένη διάρκεια της X είναι:

$$MD_X = 7.090 / 1.08324 = 6.545179$$

Συνεπώς η σχέση

$$N^* = \text{ονομ.αξία } X / \text{ονομ.αξία ΣΜΕ } X \cdot CF \cdot X \cdot MD_X / MD(CTD) \cdot X \cdot B / CTD \text{ μας δίνει: } 250000000 / 250000000 \cdot X \cdot 1,182682 \cdot X \cdot 5,97525 / 6,545179 \cdot X \cdot 91,23 / 101,14 = 9,739$$

Επομένως, πρέπει να πουληθούν 10 συμβόλαια.

ΑΠΑΗ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΚΗ ΣΧΕΣΗ ΘΕΣΗ (speculation)

Μια θέση σε ΣΜΕ πάνω σε ομόλογο μπορεί επίσης να χρησιμοποιηθεί για κερδοσκοπικούς λόγους. Ας υποθέσουμε ότι ο επενδυτής αναμένει ότι τα επιτόκια θα πέσουν και συνεπώς οι τιμές των ομολόγων θα αυξηθούν. Έτσι, αγοράζει 20 ΣΜΕ πάνω στο 10-ετές ομόλογο στη σημερινή τιμή των 114,50.

Αν μετά από μερικές ημέρες η τιμή του ΣΜΕ διαμορφωθεί στο 118,50, ο επενδυτής μπορεί να κλείσει τη θέση του πουλώντας τα 20 συμβόλαια στη διαμορφωθείσα τιμή. Τότε θα αποκομίσει από αυτήν τη συναλλαγή του στα παράγωγα 2000000 δρχ. ($4 \cdot 20 \cdot 250000$).

Στην περίπτωση, βέβαια που αντίθετα με τις αρχικές προβλέψεις του επενδυτή, η τιμή του ΣΜΕ διαμορφωθεί στο 110,50, τότε ο αγοραστής του συμβολαίου έχει ζημιά 20000000 δρχ. ($4 \cdot 20 \cdot 250000$).

Μια άλλη στρατηγική κερδοσκοπίας είναι να πάρουμε ταυτόχρονα αντίθετες θέσεις στο ΣΜΕ σε ομόλογο και σε ΣΜΕ στο τριμηνιαίο ΑΤΗΙΒΟΡ. Για παράδειγμα, εάν αναμένουμε μία άνοδο των μακροπρόθεσμων επιτοκίων έναντι των βραχυπρόθεσμων, η στρατηγική μας θα αποτελείτο από αγορά ΣΜΕ στο ΑΤΗΙΒΟΡ και πώλησης ΣΜΕ σε ομόλογο.

ΕΞΙΣΟΡΡΟΠΗΤΙΚΗ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΑ (arbitrage)

Κατά τη διάρκεια των συναλλαγών μπορεί η αγοραία τιμή (market price) του ΣΜΕ να διαφέρει από τη θεωρητική τιμή του (theoretical price) με αποτέλεσμα η θεωρητική σχέση μεταξύ τιμής ΣΜΕ και τιμής του υποκειμένου ομόλογου να μην ικανοποιείται. Σε τέτοιες περιπτώσεις, μπορεί κάποιος επενδυτής να προβεί στη λεγόμενη εξισορροπητική κερδοσκοπία και να αποκομίσει ένα σίγουρο κέρδος.

Για να το δείξουμε αυτό, ας υποθέσουμε ότι τη χρονική στιγμή και η αγοραία τιμή του ΣΜΕ που έχει λήξη τη χρονική στιγμή $T(t < T)$ είναι μεγαλύτερη από τη θεωρητική, δηλαδή $F + Pt + K - 1/CF$,

Σε μια τέτοια περίπτωση το ΣΜΕ είναι υπερτιμημένο και συνεπώς ο επενδυτής πρέπει ταυτόχρονα να πάρει θέση πώλησης σε αυτό και να αγοράσει το φτηνότερο προς παράδοση ομόλογο δανειζόμενος χρήματα. Ο δανεισμός των χρημάτων συνεπάγεται ένα κόστος χρηματοδότησης K για τον κερδοσκόπο. Όταν το ΣΜΕ λήξει στο χρόνο T , ο κερδοσκόπος θα εισπράξει $FtXCF$ από την παράδοση του φτηνότερου προς παράδοση ομολόγου, καθώς επίσης και το εισόδημα $1 - (P + K)$ (σε μορφή κουπονιών και τόκων από το δανεισμό τους) από την κατοχή του ομολόγου* (στην πραγματικότητα, στην ημερομηνία λήξης το ποσό εισπράξης είναι $EDSP \times CF$ και το καθαρό αποτέλεσμα από την καθημερινή διαδικασία αποτίμησης). Από την άλλη πλευρά, το κόστος που έχει υποστεί είναι $Pt + K$. Κατά αυτόν τον τρόπο ένα κέρδος $Ft \times CF + 1 - (P + K)$ θα πραγματοποιηθεί στο χρόνο T .

Εάν η πραγματική τιμή του ΣΜΕ είναι μικρότερη από τη θεωρητική, δηλαδή, $F_t < P_t + K - I/CF$ το ΜΕ είναι υποτιμημένο. Τότε, ο κερδοσκόπος θα αγοράσει το ΜΕ και θα προχωρήσει σε ανοικτή πώληση (short sell) του φθηνότερου προς παράδοση ομολόγου (με τον όρο «ανοικτή πώληση» εννοούμε ότι ο επενδυτής δανείζεται το ομόλογο από το δικαιούχο του για να το πωλήσει και έχει την υποχρέωση να του επιτρέψει σε κάποια χρονική στιγμή στο μέλλον, μαζί με τα τοκομερίδια που έχουν αποκοπεί στο διάστημα αυτό), δανείζοντας τα χρήματα που θα εισπράξει από την ανοικτή πώληση. Όταν το ΣΜΕ λήξει στο χρόνο T , ο κερδοσκόπος θα έχει εισπράξει $P_t + K$ (όπου K είναι οι τόκοι από την αποταμίευση των χρημάτων), ενώ θα έχει υποστεί κόστος $F_t \times CF + I$ από την αγορά του φθηνότερου προς παράδοση ομολόγου από την θέση της αγοράς του ΣΜΕ. Κατά αυτόν τον τρόπο, ένα κέρδος $P_t + K - (F_t \times CF + I)$ θα πραγματοποιηθεί στο χρόνο T .

Οι πράξεις αυτές θα συνεχιστούν έως ότου η διαφορά μεταξύ πραγματικής και θεωρητικής τιμής εξαλειφθούν μέσα από τους μηχανισμούς προσφοράς και ζήτησης.

Θα πρέπει να σημειώσουμε ότι η παραπάνω ανάλυση προϋποθέτει ότι το ομόλογο που είναι φθηνότερο προς παράδοση, τη στιγμή και που ο εξισορροπητικός κερδοσκόπος παίρνει θέση στο ΣΜΕ παραμένει το φθηνότερο προς παράδοση και τη στιγμή T που το ΣΜΕ λήγει. Αλλαγή του φθηνότερου προς παράδοση ομολόγου καθιστά αβέβαιη την αποκόμιση κέρδους από τη στρατηγική στο ΣΜΕ και στο ομόλογο.

3.3.15 ΤΕΚΜΑΡΤΟ ΕΠΙΤΟΚΙΟ ΣΥΜΦΩΝΙΑΣ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ

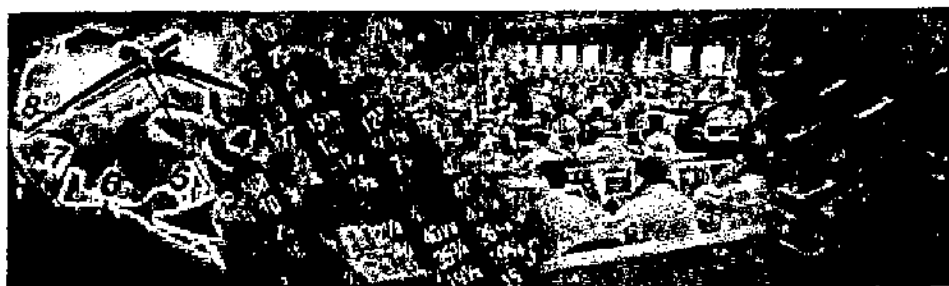
Σε αυτή την ενότητα παρουσιάζουμε την έννοια του τεκμαρτού επιτοκίου συμφωνία επαναγοράς. Το επιτόκιο αυτό είναι ένας εναλλακτικός τρόπος εντοπισμού ευκαιριών για εξισορροπητική του φθηνότερου προς παράδοση ομολόγου.

Το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο που χρησιμοποιούν οι διαπραγματευτές που ασκούν εξισορροπητική κερδοσκοπία χωρίς κίνδυνο (arbitrage) στην αγορά των ΣΜΕ είναι το λεγόμενο **επιτόκιο επαναγοράς** (repo rate). Μια συμφωνία επαναγοράς (repo ή repurchase agreement) είναι μια συμφωνία όπου ο κάτοχος τίτλων συμφωνεί να τους πουλήσει σε ένα ελαφρά υψηλότερη τιμή στο μέλλον. Ουσιαστικά, το αντισυμβαλλόμενο μέρος παρέχει ένα δάνειο, έναντι των τίτλων. Η διαφορά μεταξύ της τιμής όπου οι τίτλοι πωλούνται και της τιμής που αγοράζονται, είναι το επιτόκιο επαναγοράς που εισπράττει ο αντισυμβαλλόμενος. Το δάνειο είναι χωρίς κίνδυνο καθώς εάν υπάρξει χρεοκοπία του δανειζόμενου, ο δανειστής θα κρατήσει τους τίτλους.

Το τεκμαρτό επιτόκιο επαναγοράς χρησιμοποιεί μια παρόμοια ιδέα, με τη διαφορά ότι επάγεται από την τιμή του ΣΜΕ σε ομόλογο και σε ένα παραδοτέο ομόλογο, ισοδυναμεί με τη δημιουργία ενός δανείου (συνθετικό δάνειο). Το επιτόκιο του συνθετικού δανείου ονομάζεται **τεκμαρτό επιτόκιο συμφωνίας επαναγοράς (implied repo rate)**.

Για να γίνουν τα παραπάνω κατανοητά, ας υποθέσουμε ότι αγοράζουμε ένα 10-ετές συμβόλαιο και παίρνουμε μια θέση πώλησης σε ένα ΣΜΕ που λήγει σε τρεις μήνες από σήμερα. Η θέση αυτή είναι χωρίς κίνδυνο (riskless), καθώς έχουμε προκαθορίσει την τιμή στην οποία θα πουλήσουμε το ομόλογο σε τρεις μήνες από σήμερα, στην τιμή του ΣΜΕ. Συνεπώς, η απόδοσή μας από τη «συνθετική» θέση (τεκμαρτό επιτόκιο συμφωνίας επαναγοράς) πρέπει να είναι ίση με την χωρίς κίνδυνο

απόδοση του τριμηνιαίου ομολόγου, διαφορετικά υπάρχουν ευκαιρίες για εξισορροπητική κερδοσκοπία χωρίς κίνδυνο.



Εάν το συνθετικό δάνειο έχει μεγαλύτερη απόδοση από το πραγματικό, θα αγοράσουμε το συνθετικό (δηλαδή θα δανείσουμε) και θα πουλήσουμε το πραγματικό (δηλαδή θα δανειστούμε). Αυτή όμως είναι και η εξισορροπητική χωρίς κίνδυνο στρατηγική που θα ακολουθούσαμε, εάν η αγοραία τιμή του ΣΜΕ ήταν μεγαλύτερη από τη θεωρητική του. Εάν το συνθετικό δάνειο έχει μικρότερη απόδοση από το πραγματικό, θα πουλήσουμε το συνθετικό (δηλ θα δανειστούμε) και θα αγοράσουμε το πραγματικό(δηλ. θα δανείσουμε). Αυτή όμως είναι και η εξισορροπητική χωρίς κίνδυνο στρατηγική που θα ακολουθούσαμε, εάν η αγοραία τιμή του ΣΜΕ ήταν μικρότερη από τη θεωρητική του.

Βλέπουμε λοιπόν ότι συγκρίνονται το τεκμαρτό επιτόκιο επαναγοράς με το επιτόκιο της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης, είναι ισοδύναμο με το να συγκρίνουμε την αγοραία τιμή του ΣΜΕ σε ομόλογο με τη θεωρητική του τιμή .

Το τεκμαρτό επιτόκιο συμφωνίας επαναγοράς υπολογίζεται ως εξής: $ImpR.R=R-E/E \times 365/(T-t)$

Όπου:-

ImpR.R: τεκμαρτό επιτόκιο συμφωνίας επαναγοράς

R: έσοδα από την παράδοση του παραδοτέου ομολόγου

(T-t):η διάρκεια κατοχής της συνθετικής θέσης

Από την παραπάνω θέση είναι φανερό ότι το φθηνότερο προς παράδοση ομόλογο είναι αυτό που έχει το υψηλότερο τεκμαρτό επιτόκιο συμφωνίας επαναγοράς.

ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΣΕ 10-ΕΤΕΣ ΟΜΟΛΟΓΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

Χαρακτηριστικά συμβολαίου

Είδος συμβολαίου: Τυποποιημένα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (ΣΜΕ) όπου η εκκαθάριση γίνεται με φυσική παράδοση ομολόγων σε καθορισμένη τιμή (fix).

Υποκείμενο στοιχείο: Το υποκείμενο στοιχείο είναι ένα συνθετικό ομόλογο, τα χαρακτηριστικά του οποίου καθορίζονται σύμφωνα με τα ακόλουθα: το Ελληνικό Κράτος θεωρείται ότι είναι ο εκδότης. Το ομόλογο είναι 10-ετές με εκκίνηση την ημέρα εκκαθάρισης και το τοκομερίδιο είναι 6%. Το τοκομερίδιο θεωρείται ότι καταβάλλεται μια φορά το χρόνο με ημέρα εκπνοής που θα αντιστοιχεί στην ημέρα και το μήνα στον οποίο το ομόλογο καθίσταται οφειλόμενο και πληρωτέο.

Μέγεθος συμβολαίου: Η ονομαστική αξία του συνθετικού ομολόγου είναι εικοσιπέντε εκατομμύρια (25000000)δρχ.

Τιμή διαπραγμάτευσης Συμβολαίου: Η τιμή του συμβολαίου εκφράζεται ως ποσοστό επί της ονομαστικής αξίας του συνθετικού ομολόγου με ακρίβεια 2 δεκαδικών ψηφίων.

Ελάχιστο Μέγεθος Μεταβολής Τιμής (tick) : Το ελάχιστο μέγεθος καταβολής είναι 0,01%.

Αγορές: Απλή αγορά (single market): Συναλλαγές σε πολλαπλάσια του ενός (1) συμβολαίου

Αγορά πακέτων (block market): Συναλλαγές σε πολλαπλάσια των δέκα (10) συμβολαίων

Μέγεθος Tick: 2500 δρχ.

Ώρες συναλλαγής: 10.30 μέχρι 17.00, ώρα Ελλάδος

Μήνες λήξης: Όλες οι σειρές ακολουθούν τον τριμηνιαίο κύκλο εκπνοής, Μαρτίου, Ιουνίου, Σεπτεμβρίου και Δεκεμβρίου. Έξι βδομάδες πριν τη λήξη μιας σειράς εισάγεται προς διαπραγμάτευση μια νέα σειρά.

Ημέρα τελικής εκκαθάρισης: Η ημέρα τελικής εκκαθάρισης είναι η δέκατη ημερολογιακή ημέρα του μήνα λήξης του συμβολαίου. Όταν δεν είναι εργάσιμη ημέρα, αμέσως επόμενη εργάσιμη ημέρα είναι η ημέρα τελικής εκκαθάρισης.

Ημέρα λήξης και ημέρα τελικής συναλλαγής: Η ημέρα λήξης είναι η πέμπτη εργάσιμη ημέρα, πριν από την ημέρα τελικής εκκαθάρισης. Ημέρα λήξης είναι επίσης η τελευταία ημέρα συναλλαγής. Οι συναλλαγές σταματούν στις 12.00 ώρα Ελλάδος της ημέρας λήξης.

Εκκαθάριση: Τα συμβόλαια αποτιμούνται κάθε ημέρα, συμπεριλαμβανομένης και της ημέρας τελικής συναλλαγής με βάση την ημερήσια τιμή εκκαθάρισης που υπολογίζεται με βάση το κατάλληλο αλγόριθμο. Πιο συγκεκριμένα, προτείνεται για όλες τις σειρές συμβολαίων και για τις ημέρες συναλλαγών πλην της τελικής, να χρησιμοποιείται ο μέσος όρος τιμών σταθμισμένος με βάση τον όγκο συναλλαγών για το χρονικό διάστημα ης μίας ώρας πριν τη λήξη της συνεδρίασης της αγοράς παραγώγων. Την ημέρα τελικής συναλλαγής να χρησιμοποιείται αλγόριθμος για το χρονικό διάστημα από τις 11.00 έως τις 12.00 ώρα Ελλάδος.

Παράδοση: Δύο εβδομάδες πριν από την τελευταία ημέρα συναλλαγής του μηνός παράδοσης, το Χ.Π.Α. εκδίδει μια τελευταία λίστα των ομολόγων που είναι παραδοτέα προς εκκαθάριση του συμβολαίου. Κατά την ημέρα παράδοσης, ο πωλητής υποχρεούται να παραδώσει για κάθε συμβόλαιο ονομαστική αξία 25 εκατ. δρχ. σε παραδοτέο(α) ομόλογο(α) της εκλογής του. Ο αγοραστής υποχρεούται να καταβάλλει το πληρωτέο ποσό όπως υπολογίζεται χρησιμοποιώντας την καθορισμένη τιμή (fix)

του συμβολαίου πολλαπλασιασμένη με τον συντελεστή τιμής που χρησιμοποιείται για να προσαρμόσει τα διάφορα παραδοτέα ομόλογα σε κοινή βάση για παράδοση. Το πληρωτέο ποσό για κάθε ομόλογο που παραδίδεται προσαρμόζεται ώστε να εμπεριέχει τους δεδουλευμένους τόκους.

Πληρωτέο ποσό ανά συμβόλαιο $= (F \times PF \times 25000000 \text{ δρα.}) + A1$

Όπου:

F: Καθορισμένη τιμή (fix)

PF: Συντελεστής τιμής

A1: Δεδουλευμένοι τόκοι, προσαρμοσμένοι για παρακρατήσεις φόρων.

Ο συντελεστής τιμής για κάθε παραδοτέο ομόλογο καθορίζεται από:

- 1) Το χρόνο μέχρι τη λήξη της παραδοτέας έκδοσης ομολόγου την δέκατη ημέρα του μήνα λήξης του συμβολαίου.
- 2) Το τοκομερίδιο της παραδοτέας έκδοσης του ομολόγου. Ο συντελεστής τιμής υπολογίζεται από τον ακόλουθο τύπο:

$$\frac{1}{(1.06)^{\frac{x}{\psi}}} \left[\frac{C}{6} \left\{ 1.06 - \frac{1}{(1.06)^n} \right\} + \frac{1}{(1.06)^n} - \frac{C \left\{ 1 - \frac{x}{\psi} \right\}}{100} \right]$$

Όπου:

PF (6): Ο συντελεστής τιμής

n: Ο αριθμός των υπολοίπων ολόκληρων χρόνων μέχρι τη λήξη.

x: Ο αριθμός των ημερών από την ημέρα παράδοσης μέχρι το επόμενο τοκομερίδιο.

y: Ο αριθμός των ημερών από το τελευταίο τοκομερίδιο ή, αν δεν έχει ακόμα πληρωθεί το τοκομερίδιο, από την ημέρα έκδοσης μέχρι το επόμενο τοκομερίδιο.

C: Το τοκομερίδιο της έκδοσης (σε %) (δηλαδή, εάν ποσοστό τοκομερίδιο= 6,50%); Τότε (=6,5)

Παραδοτέα ομόλογα: Το Χ.Π.Α. καθορίζει ποια ομόλογα θα είναι για κάθε σειρά, πέντε εργάσιμες ημέρες πριν από την πρώτη μέρα

συναλλαγής κάθε καινούργιας σειράς συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης. Αυτό συμβαίνει μέσω του προσδιορισμού ενός χρονικού διαστήματος του οποίου η διάρκεια προσομοιάζει όσο το δυνατό περισσότερο με τη χρονική διάρκεια του συνθετικού ομολόγου. Τα παραδοτέα ομόλογα πρέπει να εμπίπτουν μέσα στο εν λόγω χρονικό διάστημα και πρέπει να χαρακτηρίζονται σαν ομόλογα ορόσημα (benchmark bonds) με συνολικό ποσό έκδοσης-κυκλοφορίας τουλάχιστον 200 δις ελληνικών δραχμών. Η εναπομένουσα διάρκεια αυτών των ομολόγων θα πρέπει να κυμαίνεται μεταξύ 7,5 και 11 χρόνων. Σε περίπτωση που το ποσό της έκδοσης των παραδοτέων ομολόγων πέσει κάτω από 200 δις δρχ., πρόσθετα ομόλογα θα χαρακτηριστούν από το Χ.Π.Α. σαν παραδοτέα για να καλυφθούν οι απαιτήσεις. Δύο εβδομάδες πριν από την τελευταία μέρα συναλλαγής του μηνός που θα πρέπει να γίνει η παράδοση, το Χ.Π.Α. εκδίδει μια τελική λίστα των ομολόγων που είναι παραδοτέα προς εκκαθάριση του συμβολαίου και με τους αντίστοιχους συντελεστές τιμής.

Αγορά Ειδικών Διαπραγματευτών (Market making): Υπάρχει και είναι διαρκής κατά τη διάρκεια συναλλαγών της υποκείμενης αγοράς για την απλή (single) αγορά. Δεν υπάρχουν υποχρεώσεις για την αγορά πακέτων (block market). Οι υποχρεώσεις των Ειδικών Διαπραγματευτών Β αίρονται από το Τμήμα Παρακολούθησης Διεξαγωγής Συναλλαγών σε περιπτώσεις γρήγορης αγοράς (fast market). Οι Ειδικοί Διαπραγματευτές τύπου Β έχουν τις εξής υποχρεώσεις:

Δηλώσεις βούλησης:

1) Παρέχουν συνεχώς δηλώσεις βούλησης αγοράς και πώλησης για τη σειρά κοντινότερης λήξης.

2) Έξι βδομάδες πριν τη λήξη της κοντινότερης σειράς, υποχρεούνται να παρέχουν συνεχώς δηλώσεις βούλησης αγοράς και πώλησης και για τη σειρά με την επόμενη κοντινότερη ημερομηνία λήξης..

Ελάχιστος αριθμός συμβολαίων:

1) Είκοσι συμβόλαια ανά δήλωση βούλησης αγοράς και είκοσι συμβόλαια ανά δήλωση βούλησης πώλησης.

Μέγιστο άνοιγμα τιμής:

1) Είκοσι μονάδες βάσης

Όρια θέσης: Η ΕΤΕΣΕΠ διατηρεί το δικαίωμα να θεσπίσει όριο ανοικτής θέσης, είτε για το συνολικό λογαριασμό εκκαθάρισης, είτε για το συνολικό αριθμό των λογαριασμών ώστε να αποφεύγεται η χειραγώγηση της αγοράς.

Όρια εξάσκησης: Το Χ.Π.Α. και η ΕΤΕΣΕΠ διατηρούν το δικαίωμα να θέσουν όρια εξάσκησης κατά την ημερομηνία παράδοσης των ομολόγων.

Διαπραγμάτευση και εκκαθάριση: Τα ΣΜΕ διαπραγματεύονται κανονικά μέσω του ηλεκτρονικού συστήματος διαπραγμάτευσης ΟΑΣΗΣ. Οι προσφορές και οι συναλλαγές είναι ανώνυμες για όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά. Όλες οι συναλλαγές συνταιριάζονται στο βιβλίο εντολών σύμφωνα με τα κριτήρια τιμής και χρόνου.

Ενεχύρο και Περιθώριο Ασφάλισης: Οι απαιτήσεις ενεχύρου των λογαριασμών εκκαθάρισης υπολογίζονται χρησιμοποιώντας το σύστημα περιθωρίου ασφάλισης του ΟΑΣΗΣ RIVA (SPAN-like). Για τον καθορισμό του διαστήματος αποτίμησης (valuation interval)

χρησιμοποιείται η ημερήσια τιμή εκκαθάρισης σαν το μέσο σημείο. Οι αλλαγές στα περιθώρια ασφάλισης είναι αναδρομικές για όλες τις ανοικτές θέσεις. Κάτω από ακραίες συνθήκες αγοράς ή οποιαδήποτε στιγμή κριθεί απαραίτητο, η ΕΤΕΣΕΠ έχει το δικαίωμα να αυξήσει ή να μειώσει το απαιτούμενο περιθώριο ασφάλισης για προκαταβολή, σύμφωνα με άλλες αρχές όπως αυτή θεωρεί απαραίτητο.

3.4 ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ (OPTIONS)

3.4.1 ΠΡΟΤΙΜΗΣΙΑΚΑ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ

ΓΕΝΙΚΑ

Τα δικαιώματα ή **options** είναι συμβάσεις που δίνουν τη δυνατότητα στον επενδυτή να αγοράσει ή να πουλήσει ένα συγκεκριμένο προϊόν σε μια προκαθορισμένη τιμή, χωρίς όμως να είναι υποχρεωμένος να κάνει αυτή την αγορά ή την πώληση.

Υπάρχουν δύο κατηγορίες δικαιωμάτων, τα **call-options** και τα **put options**.

Ένα call-option δίνει το δικαίωμα στον κάτοχο του να αγοράσει το υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο σε ορισμένη ημερομηνία και σε ορισμένη τιμή. Ένα put-option δίνει το δικαίωμα στον κάτοχό του να πουλήσει το υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο σε ορισμένη ημερομηνία και σε ορισμένη τιμή.

Η τιμή του συμβολαίου ονομάζεται **τιμή άσκησης (exercise price)** ή **strike price** και η **ημερομηνία λήξης ή άσκησης expiration date, exercise date, maturity date**.

Τα **αμερικάνικου τύπου δικαιώματα (american options)** μπορούν να ασκηθούν οποιαδήποτε στιγμή μέχρι την ημερομηνία λήξης. Τα **ευρωπαϊκού τύπου δικαιώματα (european options)** μπορούν να ασκηθούν μόνο την ημερομηνία λήξης τους. Τα περισσότερα options που

διαπραγματεύονται στα Χρηματιστήρια είναι αμερικανικού τύπου. Πρέπει να διευκρινιστεί ότι ο τύπος των options που έχει σχέση με τον τόπο που βρίσκεται το Χρηματιστήριο. Μερικά options που διαπραγματεύονται σε Χρηματιστήρια της Νότιας Αμερικής είναι Ευρωπαϊκού τύπου. Τα ευρωπαϊκού τύπου options είναι ευκολότερο να αναλυθούν και πολλές φορές ιδιότητες ενός αμερικανικού τύπου option συμπεραίνονται από αυτές του ευρωπαϊκού.

Στο συμβόλαιο option ο κάτοχος έχει το δικαίωμα, αλλά όχι την υποχρέωση να αγοράσει ή να πουλήσει. Για να έχει αυτό το δικαίωμα πληρώνει στον αντισυμβαλλόμενο πωλητή του option (**writer**) ένα ποσό το λεγόμενο **ασφάλιστρο**. Η τιμή του ασφαλίστρου που είναι και η τιμή απόκτησης του option, εξαρτάται από την τιμή άσκησής του. Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή άσκησης τόσο μικρότερο το ύψος του ασφαλίστρου και αντίθετα και μεταβάλλεται καθημερινά στο Χρηματιστήριο ανάλογα με την προσφορά και τη ζήτηση. Αντίθετα, στα συμβόλαια futures, forwards και swaps η συμφωνία είναι δεσμευτική και για τα δύο μέρη.

EIAH OPTIONS

Υπάρχουν προτιμησιακά δικαιώματα που διαπραγματεύονται σε πολλά Χρηματιστήρια ανά τον κόσμο και διακρίνονται σε:

Options επί μετοχών (stock options)

Είναι τα πιο δημοφιλή και διαπραγματεύονται σε πάνω από 500 διαφορετικές μετοχές. Προσφέρουν τη δυνατότητα προφύλαξης από τις μεγάλες αυξομειώσεις των τιμών των μετοχών, αλλά και μεγάλες ευκαιρίες κερδοσκοπίας. Στην Αμερική, ο κάτοχος ενός συμβολαίου option έχει το δικαίωμα να αγοράσει ή να πουλήσει 100 μετοχές, αριθμός που βολεύει, γιατί και οι ίδιες οι μετοχές διαπραγματεύονται ανά 100.

Options επί δείκτη

Το υποκείμενο στοιχείο τους είναι οι δείκτες μετοχών. Οι πιο γνωστοί από αυτούς είναι ο δείκτης Standard και Poor's 100 (S και P 100) και ο S και P 500. Τα options επί του S και P 500 είναι αμερικανικού τύπου. Η εκκαθάρισή τους γίνεται με μετρητά, γιατί η παράδοση του υποκειμένου στοιχείου (δείκτης ίσος με χαρτοφυλάκιο μετοχών) είναι δύσκολη.

Futures options

Στα options επί futures το υποκείμενο στοιχείο είναι συμβόλαια futures. Το συμβόλαιο futures συνήθως λήγει αμέσως μετά τη λήξη του option. Υπάρχουν futures options για τα περισσότερα στοιχεία για τα οποία διαπραγματεύονται τα futures.

Όταν ο κάτοχος ενός call options ασκεί το δικαίωμά τους, αποκτά από τον πωλητή (writer) θέση αγοραστή (long position) στο υποκείμενο συμβόλαιο futures, συν είναι ποσό μετρητών ίσο με τη διαφορά της τιμής του futures από την τιμή άσκησης. Όταν ο κάτοχος ενός put option ασκεί το δικαίωμά του, αποκτά τη θέση short στο υποκείμενο συμβόλαιο futures, συν ένα ποσό μετρητών ίσο με τη διαφορά της τιμής άσκησης από την τιμή futures. Και στις δύο περιπτώσεις, τα συμβόλαια futures έχουν μηδενική αξία και οι θέσεις μπορούν να κλείσουν αμέσως. Συνεπώς, η εκκαθάριση ενός futures option είναι η ίδια με την εκκαθάριση ενός option μετοχών, όπου η τιμή της μετοχής αντικαθίσταται με την τιμή των futures.

Ένα μεγάλο μέρος options διαπραγματεύεται απευθείας μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων και των μεγάλων εταιριών και ονομάζονται **τραπεζικά options (over the Counter)**. Τα περισσότερα από αυτά είναι options επί συναλλάγματος και επί επιτοκίων.

Το πλεονέκτημα ενός τραπεζικού option για μια εταιρία είναι ότι μπορεί το πιστωτικό ίδρυμα να το διαμορφώσει έτσι ώστε να ικανοποιεί τις ατομικές ανάγκες της.

Η τιμή άσκησης και η ημερομηνία λήξης των τραπεζικών options δεν είναι απαραίτητα ίδιες με αυτές των χρηματιστηριακών options. Επίσης μπορούν να ενσωματωθούν ασυνήθιστα χαρακτηριστικά στο σχεδιασμό τραπεζικών options. Στη διεθνή βιβλιογραφία είναι γνωστά και σαν εξωτικά δικαιώματα (**exotic options**).

3.4.2 OPTIONS ΕΠΙ ΜΕΤΟΧΩΝ

Για να καταλάβουμε το μηχανισμό ενός option μετοχών είναι καλύτερα να δώσουμε ένα παράδειγμα.

Ο επενδυτής X αγοράζει στις 2/1/1999 100 call- options επί της μετοχής A με τιμή άσκησης (strike price) 10.000 δρχ. η τιμή απόκτησης του call option (ασφάλιστρο) είναι 800 δρχ. ανά μετοχή. Έστω ότι η τρέχουσα τιμή της μετοχής A είναι 9.800 δρχ. και η ημερομηνία λήξης του option είναι σε 2 μήνες. Επειδή το option είναι ευρωπαϊκού τύπου, ο X μπορεί να ασκήσει το δικαίωμά του, δηλαδή να αγοράσει τις 100 μετοχές A μόνο στην ημερομηνία λήξης στις 2/3/99. αν στις 2/3/99 η τιμή της μετοχής είναι μικρότερη από τις 10.000 δρχ., ο επενδυτής δεν θα ασκήσει το δικαίωμά του και θα χάσει το ασφάλιστρο $100 \times 800 = 80.000$ που έδωσε αρχικά. Αν η τιμή της μετοχής είναι μεγαλύτερη από τις 10.000 δρχ., έστω 12.000 δρχ., θα ασκήσει το δικαίωμά του και θα αγοράσει 100 μετοχές προς 10.000 δρχ. αν τις πουλήσει αμέσως θα έχει κερδίσει 2.000 δρχ. για κάθε μετοχή και $(100 \times 2.000) = 200.000$ δρχ. συνολικά. Αν αφαιρέσουμε και το αρχικό ασφάλιστρο των 80.000 δρχ. θα κερδίσει τελικά 120.000 δρχ., (χωρίς να υπολογίσουμε τα έξοδα της συναλλαγής).

Πρέπει να λάβουμε υπόψη ότι σε μερικές περιπτώσεις ο επενδυτής ασκεί το δικαίωμά του από ένα call option, ενώ έχει συνολικά ζημία. Έστω ότι στην προηγούμενη περίπτωση η τιμή της μετοχής στη λήξη είναι 10.500 δρχ. τότε σύμφωνα με την παραπάνω ισότητα:

Ζημία $(10.500 - 10.000 - 800) \times 100 = (-300) \times 100 = -30.000$ δρχ. που είναι προτιμότερο από το να έχει ζημία 80.000 δρχ., αν δεν ασκήσει το δικαίωμά του.

Ενώ ο αγοραστής ενός call option ελπίζει ότι η τιμή της μετοχής θα ανέβει, αντίθετα ο αγοραστής ενός put option ελπίζει ότι θα μειωθεί.

Παράδειγμα:

Έστω ότι ο επενδυτής Ψ αγοράζει 100 put options μετοχής Β, ευρωπαϊκού τύπου με τιμή άσκησης (strike price) 7.000 δρχ. Η τρέχουσα τιμή της μετοχής είναι 6.000 δρχ., η λήξη του option είναι σε τρεις μήνες και η τιμή αγοράς του option είναι 700 δρχ. ανά μετοχή. Στην ημερομηνία λήξης η τιμή της μετοχής είναι 5.000 δρχ. τότε ο επενδυτής μπορεί να αγοράσει 100 μετοχές προς 5.000 δρχ. η κάθε μια και να πουλήσει τις ίδιες μετοχές μέσω του put option αντί 7.000 δρχ.

Έτσι πραγματοποιείται ένα κέρδος 2.000 δρχ. ανά μετοχή και $(100 \times 2.000) = 200.000$ δρχ. συνολικά. Αγνοούμε τα έξοδα των συναλλαγών. Αν αφαιρεθεί και το αρχικό κόστος του option $(100 \times 700) = 70.000$ δρχ., θα έχει καθαρό κέρδος 130.000 δρχ. φυσικά, αν η τιμή της μετοχής είναι κάτω από την τιμή άσκησης των 7.000 δρχ., το put option λήγει και ο επενδυτής χάνει τις 70.000 δρχ. αρχικό κόστος.

Σε κάθε συμβόλαιο option υπάρχουν δύο πλευρές. Αυτή του αγοραστή (long position) και αυτή του πωλητή (short position) ο οποίος λέγεται και writer. Ο writer ενός συμβολαίου option στην αρχή του συμβολαίου εισπράττει σε μετρητά το ασφάλιστρο, αλλά αργότερα έχει και δυνατότητες κερδών. Τα κέρδη του είναι αντίστροφα από αυτά του αγοραστή του ίδιου του option.

Άρα για κάθε option είναι δυνατές 4 θέσεις:

1. Θέση αγοραστή σε ένα call option.
2. Θέση αγοραστή σε ένα put option.
3. Θέση πωλητή σε ένα call option.
4. Θέση πωλητή σε ένα put option.

3.4.3 ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ OPTIONS ΕΠΙ ΜΕΤΟΧΩΝ

Το Χ.Π.Α έχει αναγγείλει ότι μελλοντικά θα εισαχθούν σε αυτό options επί μετοχών εισηγμένων στην Κύρια Αγορά του Χ.Α.Α. Οι μετοχές που θα επιλέγουν θα πρέπει να έχουν μεγάλη εμπορευσιμότητα, επαρκή διασπορά και μέση μηνιαία διακύμανση 25% από τον προηγούμενο χρόνο. Μετοχές που φαίνονται να πληρούν αυτές τις προδιαγραφές είναι αυτές του ΟΤΕ, της Τντρακομ, της 3 Ε, της Μηχανικής, των Τσιμέντων Ηρακλής, των Επιχειρήσεων Αττικής, της Τράπεζας Πειραιώς, της Πίστεως, και της Εθνικής. Η εκκαθάριση θα γίνεται με την παράδοση των υποκείμενων μετοχών. Θα υπάρχουν τουλάχιστον τρεις ειδικοί διαπραγματευτές, οι οποίοι ανά πάσα στιγμή θα μπορούν να δώσουν τιμές. Επειδή δεν γνωρίζουμε περισσότερες λεπτομέρειες, θα εξετάσουμε τι ισχύει στα υπόλοιπα χρηματιστήρια όπου διαπραγματεύονται options επί μετοχών.

Το Χρηματιστήριο των options είναι υποχρεωμένο να καθορίσει όχι μόνο το μήνα λήξης αλλά και τη συγκεκριμένη ημέρα και ώρα π.χ. ένα call Ιανουαρίου στη μετοχή ΙΜΒ είναι ένα call option που λήγει το μήνα Ιανουάριο και συγκεκριμένα ώρα 10.59 πμ κεντρική ώρα του Σαββάτου, που ακολουθεί αμέσως μετά από την Τρίτη Παρασκευή του Ιανουαρίου. Ο πελάτης πρέπει να δώσει την εντολή άσκησης του δικαιώματος στο χρηματιστή του μέχρι τις 4.00 μ.μ την Παρασκευή και ο χρηματιστής να ειδοποιήσει το Χρηματιστήριο μέχρι τις 10.59 π.μ. την επόμενη ημέρα. Αν δεν ασκηθεί στη λήξη του μήνα Ιανουαρίου,

συνεχίζει να διαπραγματεύεται στους επόμενους μήνες του κύκλου του. Υπάρχουν οι κύκλοι του Ιανουαρίου, του Φεβρουαρίου και του Μαρτίου. Ο κύκλος Ιανουαρίου αποτελείται από τους μήνες Ιανουάριο, Απρίλιο, Ιούλιο και Οκτώβριο. Ο κύκλος Φεβρουαρίου αποτελείται από τους μήνες Φεβρουάριο, Μαΐο, Αύγουστο και Νοέμβριο. Ο κύκλος Μαρτίου από τους μήνες Μάρτιο, Ιούνιο, Σεπτέμβριο και Δεκέμβριο.

Οι τιμές άσκησης των options επίσης καθορίζονται από το Χρηματιστήριο. Συνήθως αυτές αυξάνονται με κλίμακα σταθερών ποσών, η οποία εξαρτάται από την τιμή της μετοχής π.χ. αν η τιμή της μετοχής είναι μικρότερη από 5.000 δρχ. η τιμή άσκησης μεταβάλλεται κατά 250 δρχ., αν η τιμή της μετοχής είναι μεταξύ 5.000 και 10.000 δρχ. μεταβάλλεται κατά 500 δρχ. και αν είναι πάνω από 10.000 δρχ. η τιμή άσκησης μεταβάλλεται κατά 100 δρχ. Έτσι για μια μετοχή 10.000 δρχ. υπάρχουν options που διαπραγματεύονται με τιμές άσκησης 11.000 δρχ., 12.000 δρχ., 13.000 δρχ. κ.λ.π.

Πάνω στην ίδια μετοχή κάθε στιγμή υπάρχουν διαφορετικά συμβόλαια με 4 ημερομηνίες λήξης και πέντε τιμές άσκησης. Αν υπάρχουν call και put options για κάθε ημερομηνία λήξης και κάθε τιμή άσκησης σημαίνει ότι διαπραγματεύονται διαφορετικά συμβόλαια επί της ίδιας μετοχής. Έτσι για να ξεχωρίσουν μεταξύ τους τα κατατάσσουν σε **κατηγορίες** (classes) και **σειρές** (series) π.χ. όλα τα συμβόλαια calls πάνω στη μετοχή IMB είναι μια τάξη, ενώ όλα τα συμβόλαια puts πάνω στη ίδια μετοχή αποτελούν άλλη τάξη. Σειρά είναι όλα τα συμβόλαια μιας τάξης με την ίδια ημερομηνία λήξης και τιμή άσκησης π.χ. όλα τα συμβόλαια calls επί της μετοχής IMB που λήγουν τον Ιανουάριο και έχουν τιμή εξάσκησης 100 δολάρια αποτελούν μια σειρά.

Το Χρηματιστήριο επίσης καθορίζει **όρια θέσης (position limits)** για κάθε μετοχή πάνω στην οποία διαπραγματεύονται options. Αυτό σημαίνει ότι ορίζει τον αριθμό των συμβολαίων που μπορεί να αποκτήσει ένας επενδυτής στην κάθε πλευρά της αγοράς. Για το σκοπό αυτό τα

συμβόλαια long calls και short puts θεωρούνται ότι είναι στη ίδια πλευρά και τα short calls και τα long puts στη άλλη πλευρά. Παρόμοιου περιορισμού είναι το **όριο άσκησης (exercise limit)**. Ορίζει τον ανώτατο αριθμό συμβολαίων που μπορούν να ασκηθούν από ένα πρόσωπο (ή ομάδα προσώπων που δρουν μαζί) σε κάθε περίοδο πέντε συνεχών εργάσιμων ημερών.

Ο σκοπός των παρακάτω ορίων είναι να εμποδίσει έναν επενδυτή ή μια ομάδα επενδυτών να επηρεάζει υπερβολικά την αγορά.

Τα options των μετοχών διακρίνονται σε:

- **«Μέσα στο χρήμα» (in the money)**. Ένα option in the money είναι αυτό που δίνει στον κάτοχο του κέρδη αν το ασκήσει αμέσως μετά την αγορά του.
- **«Στο χρήμα» (at the money)**. Option που η τυχόν άσκησή του θα έχει μηδέν αποτέλεσμα για τον κάτοχό του.
- **«Εκτός χρήματος» (out of the money)**. Option που η άμεση άσκησή του φέρνει ζημιές στον κάτοχό του.

3.4.4 ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗ ΤΩΝ OPTIONS

Η διαπραγμάτευση των options μοιάζει σε πολλά σημεία με τη διαπραγμάτευση των συμβολαίων futures. Γίνεται μέσω των μελών του Χρηματιστηρίου Παραγωγών που, όπως λέγεται έχουν θέσεις (seats) σε αυτό. Αυτό σημαίνει ότι δίνει το δικαίωμα στο μέλος να κάνει συναλλαγές «εντός κύκλου» στη αίθουσα μαζί με άλλα μέλη.

Πολλά όμως Χρηματιστήρια Παραγωγών χρησιμοποιούν τους Εθνικούς Διαπραγματευτές (Market Makers) για διευκόλυνση των συναλλαγών. Ο ειδικός διαπραγματευτής για κάθε option όπου δραστηριοποιείται παραθέτει δύο τιμές, μια τιμή αγοράς (bid price) και μια τιμή πώλησης (ask price), όταν του ζητηθεί. Αυτό λέγεται Δυναστικό Σύστημα τιμών. Όταν καθορίζει την τιμή αγοράς και τη τιμή

πώλησης, δεν γνωρίζει αν αυτός που ενδιαφέρεται για τα options θέλει να πουλήσει ή να αγοράσει.

Η τιμή πώλησης είναι υψηλότερη από την τιμή αγοράς, ώστε η διαφορά τους να αποτελεί κέρδος για αυτόν και ονομάζεται **εύρος των τιμών αγοράς-πώλησης** (bid-ask spread). Το Χρηματιστήριο καθορίζει συνήθως ανώτατα όρια για το εύρος τιμών αγοράς-πώλησης. Δεν πρέπει να είναι μεγαλύτερο από 0.25 Δολάρια για options αξίας 10 Δολαρίων, 0.75 Δολάρια για options αξίας μεταξύ 10 και 20 Δολαρίων και 1 Δολάριο για options αξίας πάνω από 20 Δολάρια.

Η ύπαρξη του ανεξάρτητου διαπραγματευτή εξασφαλίζει ότι οι εντολές αγοράς και πώλησης μπορούν οπωσδήποτε να εκτελεστούν σε μια τιμή χωρίς καθυστερήσεις. Προσθέτει ρευστότητα στην αγορά και οι ίδιοι οι ανεξάρτητοι διαπραγματευτές επιτυγχάνουν κέρδη από το bid-ask spread.

Οι χρηματιστηριακοί εκπρόσωποι (floor brokers) συναλλάσσονται για λογαριασμό πελατών «εντός κύκλου». Όταν ένας επενδυτής δίνει εντολή στο χρηματιστή του να αγοράσει ή να πουλήσει ένα εκπρόσωπο εταιρίας στο Χρηματιστήριο Παραγωγών όπου διαπραγματεύεται το option. Αν το χρηματιστηριακό γραφείο δεν έχει δικούς του χρηματιστηριακούς εκπροσώπους, κάνει συμφωνία για να χρησιμοποιεί ανεξάρτητους χρηματιστηριακούς εκπροσώπους ή το χρηματιστηριακό εκπρόσωπο άλλης εταιρίας.

Ο χρηματιστηριακός εκπρόσωπος συναλλάσσεται με άλλο χρηματιστηριακό εκπρόσωπο ή με ανεξάρτητο διαπραγματευτή (market maker). Ο χρηματιστηριακός εκπρόσωπος μπορεί να είναι υπάλληλος χρηματιστηριακού γραφείου με μισθό, ή να πληρώνεται με ποσοστά από αυτό.

Οι περισσότερες εντολές που μεταβιβάζονται στο χρηματιστηριακό εκπρόσωπο είναι **εντολές στο όριο** (limit orders). Αυτό σημαίνει ότι μπορούν να εκτελεστούν σε ορισμένη τιμή ή προς το

καλύτερο. Πολλές φορές αυτές δεν μπορούν να εκτελεστούν αμέσως π.χ. εντολή αγοράς ενός option στις 2.000 δρχ. δεν μπορεί να εκτελεστεί γιατί ο market maker προσφέρει τιμή αγοράς (bid) 1.600 δρχ. και τιμή πώλησης (ask) 5.100 δρχ. Τότε η εντολή αυτή περνά σε κάποιο άλλο χρηματιστή ονομαζόμενο **order book official** ή **board broker**, σε ελεύθερη μετάφραση μεταφραστή του πίνακα. Αυτός περνά την εντολή στο κομπιούτερ μαζί με άλλες παρόμοιες εντολές επενδυτών. Μόλις η τιμή φτάσει στο όριο που δίνει ο επενδυτής, εκτελείται η εντολή. Όσες εντολές δεν εκτελεστούν, είναι διαθέσιμες για όλους τους συναλλασσόμενους.

Ένας επενδυτής που αγόρασε option μπορεί να κλείσει τη θέση του δίνοντας μια **συμψηφιστική εντολή** (offsetting order) για να πουλήσει το ίδιο δίνοντας συμψηφιστική εντολή για να αγοράσει το ίδιο option.

Όταν διαπραγματεύεται ένα option και καθένας από τους δύο επενδυτές δίνει συμψηφιστική εντολή ο αριθμός των ανοικτών συμβολαίων αυξάνονται κατά ένα συμβόλαιο. Αν ο ένας κλείσει την ανοικτή θέση του και ο άλλος όχι, τότε ο αριθμός των συμβολαίων παραμένει ο ίδιος. Αν και οι δύο επενδυτές κλείσουν τις ανοικτές θέσεις τους ο αριθμός των ανοικτών συμβολαίων μειώνεται κατά ένα.

3.4.5 ΠΕΡΙΘΩΡΙΑ ΑΣΦΑΛΕΙΑΣ OPTIONS

Όταν κάποιος αγοράζει call και put options, η τιμή του option πρέπει να πληρώνεται ολόκληρη σε μετρητά. Ο αγοραστής του option έχει ήδη πλεονέκτημα να κάνει την πώληση ή την αγορά, αν το θελήσει. Έτσι δεν του επιτρέπεται να αγοράσει τα options μέσω λογαριασμού περιθωρίων (mark account). Η αγορά με λογαριασμό περιθωρίων ενός option έδινε στον αγοραστή απαράδεκτο βαθμό πλεονεκτημάτων.

Όταν ένας επενδυτής πουλά options (writer), του ζητείται να διατηρεί κεφάλαια σε λογαριασμό περιθωρίων. Αυτό γίνεται για να

μπορεί να αποφύγει ο χρηματιστής και το Χρηματιστήριο τους κινδύνους αθέτησης, αν το option ασκηθεί. Το ύψος του περιθωρίου κυμαίνεται ανάλογα με τις περιστάσεις.

ΠΩΛΗΣΗ «ΓΥΜΝΟΥ» OPTION (WRITING NAKED OPTION)

Ένα option επί μετοχής λέγεται «γυμνό» (naked) όταν δεν συνοδεύεται με αντίθετη θέση στη υποκείμενη μετοχή. Το αρχικό περιθώριο που ζητείται από τον επενδυτή είναι μεγαλύτερο από τα δύο παρακάτω ποσά.

- 1) Σύνολο του (100% των εισπράξεων της πώλησης + 20% της τιμής της υποκείμενης μετοχής-το τυχόν ποσό της ζημίας όταν το option είναι εκτός χρήματος)
- 2) Το σύνολο του (100% εισπράξεων της πώλησης + 10% της αξίας της υποκείμενης μετοχής)

Παράδειγμα

Ένας επενδυτής πουλά τέσσερα ακάλυπτα (γυμνά) συμβόλαια call options επί μιας μετοχής. Η αξία του option είναι 2.000 δρχ., η τιμή άσκησης 16.000 δρχ. και η τιμή της μετοχής 15.200 δρχ. Το option είναι εκτός χρήματος με ζημία $16.000 - 15.200 = 800$ δρχ. Κάθε option σημαίνει πώληση 100 μετοχών. Άρα τα παραπάνω ποσά υπολογίζονται ως εξής:

$$1^{\circ} 400 \times (2.000 + 20\% \times 15.200 - 800) = 1.696.000 \text{ δρχ.}$$

$$2^{\circ} 400 \times (2.000 + 10\% \times 15.200) = 1.408.000 \text{ δρχ.}$$

Το αρχικό περιθώριο που θα ζητηθεί είναι 1.696.000 δρχ. που είναι το μεγαλύτερο ποσό. Αν τα options ήταν put options θα ήταν κατά 800 δρχ. κέρδος, οπότε το αρχικό περιθώριο που θα χρειαζόταν θα ήταν

$$400 \times (2.000 + 20\% \times 15.200) = 2.016.000 \text{ δρχ.}$$

Καθημερινά για να βρίσκεται το περιθώριο συντήρησης γίνεται ένας παρόμοιος υπολογισμός, όπου οι εισπράξεις των πωλήσεων

αντικαθιστώνται από την τρέχουσα τιμή της αγοράς. Όταν ο υπολογισμός δείχνει ότι το τρέχον ποσό είναι μεγαλύτερο από το περιθώριο που χρειάζεται, τότε μπορεί να γίνει ανάληψη μετρητών από τον επενδυτή. Αν πάλι το περιθώριο που απαιτείται είναι υψηλότερο από το τρέχον ποσό, τότε καλείται ο επενδυτής να το συμπληρώσει (margin call).

ΠΩΛΗΣΗ ΚΑΛΥΜΜΕΝΟΥ CALL OPTION (WRITING COVERED CALLS)

Αφορά την πώληση call options όπου ο πωλητής έχει ήδη στην κατοχή του τις μετοχές τις οποίες τυχόν θα χρειαστεί να παραδώσει. Τα καλυμμένα call options είναι σαφώς λιγότερο επικίνδυνα από τα γυμνά call options, γιατί το χειρότερο που μπορεί να συμβεί είναι ο επενδυτής να χρειαστεί να πουλήσει τις μετοχές που ήδη έχει σε τιμή μικρότερη της τιμής που έχουν στην αγορά. Αν τα καλυμμένα call options είναι «εκτός χρήματος» δεν χρειάζονται περιθώρια ασφαλείας. Οι μετοχές που οφείλονται μπορούν να αγοραστούν χρησιμοποιώντας ένα ποσό από λογαριασμό περιθωρίων όπως στο προηγούμενο παράδειγμα και πληρώνοντας το 50% της αξίας τους και το ποσό που θα εισπράξει από το option μπορεί εν μέρει να χρησιμοποιηθεί για να καλύψει τις ανάγκες αυτής της αγοράς. Αν τα options είναι «μέσα στο χρήμα» δεν χρειάζονται περιθώρια για τα options. Για να υπολογιστεί η θέση ισορροπίας του επενδυτή, η τιμή της μετοχής μειώνεται κατά το ποσό (αν υπάρχει) κέρδους του option που είναι «μέσα στο χρήμα». Αυτό σημαίνει ότι αν η τιμή της μετοχής αυξηθεί, μειώνεται το ποσό που μπορεί να σηκώσει από το λογαριασμό περιθωρίων ο επενδυτής.

Παράδειγμα

Ένας επενδυτής αποφασίζει να αγοράσει 200 μετοχές με λογαριασμό περιθωρίων και να πουλήσει και τα δύο call options επί της μετοχής. Η τιμή της μετοχής είναι 25.200 δρχ., η τιμή άσκησης 26.000δρχ. και η τιμή του option 2.800 δρχ.

Καθώς τα options είναι «εντός χρήματος» ο λογαριασμός περιθωρίων επιτρέπει στον επενδυτή να δανειστεί το 50% της αξίας των μετοχών, δηλαδή $(200 \times 25.200) \times 50\% = 2.520.000$ δρχ.

Επίσης μπορεί να χρησιμοποιήσει της αξία που εισέπραξε από τα options $(2.800 \times 200) = 560.000$ δρχ. για να χρηματοδοτήσει την αγορά των μετοχών. Οι μετοχές στοιχίζουν $25.200 \times 200 = 5.040.000$ δρχ.

Άρα ο επενδυτής θα χρειαστεί δικά του κεφάλαια για τη συναλλαγή.

$5.040.000 - 2.520.000 - 560.000 = 1.960.000$ δρχ.

3.4.6. ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΓΙΑ OPTIONS

Οι υπηρεσίες που προσφέρει είναι οι ίδιες περίπου με αυτές της Εταιρίας Εκκαθάρισης για συμβόλαια futures.

Εξασφαλίζει ότι ο πωλητής (writer) του option θα εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του και καταγράφει τις θέσεις long και short. Έχει έναν αριθμό μελών και όλες οι συναλλαγές μπορούν να εκκαθαριστούν μόνο μέσω των μελών της. Αν το χρηματιστηριακό γραφείο δεν είναι τι ίδιο μέλος της Εταιρίας Εκκαθάρισης Συναλλαγών (ΕΤ.Ε.Σ.ΕΠ.) κανονίζει να γίνει η εκκαθάριση με κάποιο μέλος της. Τα μέλη είναι υποχρεωμένα να καταθέτουν ένα κατώτερο ποσό σαν ασφάλεια στην ΕΤ.Ε.Σ.ΕΠ., για τυχόν αθέτηση των υποχρεώσεών τους από τη εκκαθάριση των options.

Ο αγοραστής του οption πρέπει να εκπληρώσει όλο το ποσό το πρωί της επόμενης εργάσιμης ημέρας. Αυτά τα ποσά κατατίθενται από την ΕΤ.Ε.Σ.ΕΠ. σε τραπεζικούς λογαριασμούς.

3.4.7. ΑΣΚΗΣΗ OPTIONS

Όταν ο επενδυτής θέλει να ασκήσει το οption πρέπει να το δηλώσει στο χρηματιστή του. Ο χρηματιστής με τη σειρά του το δηλώνει στο μέλος της ΕΤ.Ε.Σ.ΕΠ. στο οποίο κάνει τις εκκαθαρίσεις των συναλλαγών. Το μέλος της ΕΤ.Ε.Σ.ΕΠ. καταθέτει μια εντολή άσκησης στην ΕΤ.Ε.Σ.ΕΠ. Η ΕΤ.Ε.Σ.ΕΠ. διαλέγει τυχαία ένα άλλο μέλος της με σημαντικό αριθμό πωλήσεων στο ίδιο οption. Το μέλος με τη σειρά του χρησιμοποιεί μια διαδικασία που έχει καθοριστεί εκ των προτέρων, για να επιλέξει έναν επενδυτή που έχει πουλήσει (writer) το ίδιο οption. Αν το οption είναι call, τότε ζητά από τον επενδυτή να πουλήσει τη μετοχή στην τιμή άσκησης. Αν είναι put option, ο επενδυτής πρέπει να αγοράσει τη μετοχή στην τιμή άσκησης. Όταν ασκείται το οption, ο αριθμός των ανοικτών συμβολαίων μειώνεται κατά ένα.

Στη λήξη του οption, όλα τα options «μέσα στο χρήμα» θα πρέπει να ασκούνται, εκτός αν το κόστος των συναλλαγών είναι τόσο υψηλό ώστε να αναιρεί τα κέρδη από τις εισπράξεις. Μερικά χρηματιστηριακά γραφεία ασκούν αυτόματα τα options στη λήξη τους, όταν συμφέρει τους πελάτες τους. Επίσης, μερικά Χρηματιστήρια έχουν κανόνες για την άσκηση στη λήξη options «μέσα στο χρήμα».

3.4.8 OPTIONS ΕΠΙ ΔΕΙΚΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

Το Χ.Π.Α έχει αναγγείλει ότι θα διαπραγματεύονται μελλοντικά σε αυτό options επί του δείκτη FTSE/ASE 20, με πολλαπλασιαστή 2.000 δρχ. ανά μονάδα του δείκτη. Αυτό σημαίνει ότι ένα συμβόλαιο option επί του FTSE/ASE 20 θα δίνει δικαίωμα στον κάτοχό του να αγοράσει ή να πουλήσει 2.000 φορές το δείκτη, στην τιμή άσκησης που θα καθορίζεται.

Παράδειγμα

Έστω ένας επενδυτής αγοράζει ένα call option επί του δείκτη FTSE/ASE 20 με τιμή άσκησης 1.500. Αν ασκηθεί όταν ο δείκτης βρίσκεται στις 1550 μονάδες, τότε ο πωλητής (writer) του συμβολαίου θα πληρώσει στον αγοραστή μετρητά $(1.550-1.500) \times 2.000 = 100.000$ δρχ.

Αν την ημέρα αγοράς του call option η τιμή του δείκτη είναι στις 1.520 μονάδες, τότε λέμε ότι το option είναι μέσα στο χρήμα, γιατί αν ασκηθεί αμέσως, ο κάτοχός του θα εισπράξει από τον πωλητή $(1.480-1.500) \times 2.000 = 40.000$ δρχ.

Αν αγοραστεί ένα put option επί του FTSE/ASE 20 με τιμή άσκησης 1.500 και στη λήξη του η τιμή του δείκτη είναι 1.480, τότε ο κάτοχος του θα εισπράξει από τον πωλητή $(1.480-1.500) \times 2.000 = 40.000$ δρχ.

Γενικά σε ένα option επί του δείκτη, αν παραστήσουμε την τιμή άσκησης με X και την τιμή του δείκτη με S κατά την άσκηση του δικαιώματος, έχουμε ότι:

Ο αγοραστής ενός call option εισπράττει σε μετρητά $(S-X)$ επί του πολλαπλασιαστού και ο πωλητής (writer) του option πληρώνει το ίδιο ποσό σε μετρητά. Ο αγοραστής ενός put option εισπράττει $(X-S)$ επί του πολλαπλασιαστού και ο πωλητής πληρώνει το ίδιο ποσό σε μετρητά.

Επειδή η πληρωμή σε μετρητά βασίζεται στην τιμή του δείκτη στο κλείσιμο της ημέρας, συνήθως οι εντολές άσκησης των options επί δεικτών από τους επενδυτές δίνονται στο τέλος της ημέρας

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

4.1 ΓΙΑΤΙ ΕΙΝΑΙ ΧΡΗΣΙΜΑ ΤΑ ΠΑΡΑΓΩΓΑ

Οι εταιρίες λειτουργούν σε ολόένα και πιο επικίνδυνο και ευμετάβλητο οικονομικό περιβάλλον. Η κατάρρευση, στις αρχές της δεκαετίας του 1970, της συμφωνίας του Bretton Woods και η αποδέσμευση του δολαρίου Η.Π.Α. από τον κανόνα της εξάρτησης από τα αποθέματα χρυσού της χώρας, που πραγματοποιήθηκε κατά τη διάρκεια της προεδρίας του Νίχσον οδήγησε σε δραματική αύξηση της μεταβλητότητας των επιτοκίων, των ισοτιμιών, των τιμών των αγαθών και των δεικτών του Χρηματιστηρίου. Αυτή η αυξημένη μεταβλητότητα προκάλεσε εκτεταμένες αυξομειώσεις στις εταιρικές κερδοφορίες.

Με την αυξανόμενη οικονομική απελευθέρωση και παγκοσμιοποίηση, η επίδραση αυτής της μεταβλητότητας γίνεται ακόμη περισσότερο προφανής και δραματική. Η χρήση κάθε χρηματοοικονομικού εργαλείου συνήθως προκύπτει από αναγκαιότητα και αυτό είναι επίσης αληθές και για τα παράγωγα. Ευμετάβλητες συνθήκες αγοράς δημιούργησαν την ανάγκη για νέα και καινοτόμα χρηματοπιστωτικά μέσα για τη διαχείριση του κινδύνου. Υποστηριζόμενη από την εντυπωσιακή ανάπτυξη της πληροφορικής και της τεχνολογίας, η παγκόσμια αγορά των παραγώγων γνώριζε εκρηκτική ανάπτυξη και καινοτομία.

Επιπλέον της διαχείρισης του κινδύνου, τα παράγωγα προϊόντα έχουν πολλές άλλες αποτελεσματικές και χρήσιμες εφαρμογές για ένα μεγάλο εύρος τελικών χρηστών, συμπεριλαμβανομένων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, κατασκευαστών, εταιριών εξόρυξης και εκμετάλλευσης φυσικών πόρων, αγροτών, λιανοπωλητών και

κυβερνήσεων. Οι πιο γνωστές εφαρμογές πέραν της διαχείρισης του κινδύνου, είναι η μείωση του κόστους, η είσοδος και η έξοδος από την αγορά, η κερδοσκοπική αντιστάθμιση, η κερδοσκοπία και η ενίσχυση αποδόσεων.

Για κάθε μια από αυτές τις εφαρμογές, υπάρχουν πολλά διαφορετικά διαθέσιμα παράγωγα μέσα. Για παράδειγμα, ένας διαχειριστής μετοχικού χαρτοφυλακίου που επιθυμεί να εισέλθει σε μια αλλοδαπή μετοχική αγορά θα μπορούσε να χρησιμοποιήσει προθεσμιακά συμβόλαια ή δικαιώματα στο δείκτη αυτής της αγοράς ή ακόμη και μια συμφωνία ανταλλαγής μετοχών (equity swap). Εάν επιλέξει δικαιώματα στο δείκτη, ο διαχειριστής θα πρέπει κατόπιν να αποφασίσει ποια τιμή εξάσκησης θα χρησιμοποιήσει και ποια στρατηγική θα είναι η πιο κατάλληλη. Εάν ο διαχειριστής επιλέξει να χρησιμοποιήσει δικαιώματα στο δείκτη ή προθεσμιακά συμβόλαια, θα πρέπει μετά να αποφασίσει και για τη χρήση χρηματιστηριακών ή εξωχρηματιστηριακών μέσων.

4.1.1. ΜΕΙΩΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ /ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗ

Η μείωση του κινδύνου ή αντιστάθμιση είναι ίσως η πιο κοινή χρήση των παραγώγων. Έρευνες συμπεραίνουν πως η ελαχιστοποίηση των μεταβολών των χρηματοροών είναι ο σημαντικότερος στόχος διαχείρισης κινδύνου για τα παράγωγα. Δεδομένης της ευκολίας και της ταχύτητας των συναλλαγών παραγώγων, μαζί με τα υπόλοιπα λογιστικά και άλλα πλεονεκτήματα, τα παράγωγα δίνουν στο διαχειριστή κινδύνου πολύτιμα εργαλεία για τη διαχείριση ή την προσαρμογή συγκεκριμένων κινδύνων.

Η αντιστάθμιση είναι η προσπάθεια για την εξάλειψη και τη μείωση του κινδύνου είτε της παρακράτησης ενός περιουσιακού στοιχείου με σκοπό τη μελλοντική πώλησή του είτε της αναμονής μιας μελλοντικής αγοράς ενός περιουσιακού στοιχείου. Η αντιστάθμιση με

παράγωγα περιλαμβάνει την κατάληψη με το παράγωγο μέσο μιας αντίθετης θέσης με υποκείμενο μέσο το περιουσιακό στοιχείο που αντισταθμίζεται (ή κάποιο συγγενικό) και ίση σε μέγεθος με τη θέση που αντισταθμίζεται. Εάν ο αντισταθμιστής κατέχει ένα περιουσιακό στοιχείο και ανησυχεί μήπως η τιμή του πέσει στο μέλλον, τότε μια αντίθετη ή αρνητική θέση-θέση πώλησης (short position) είναι η δέουσα. Μια πτώση της τιμής θα συντελούσε σε ζημία του κατόχου, η οποία θα αντισταθμιστεί με το κέρδος από τη θέση στο παράγωγο μέσο. Εάν ο αντισταθμιστής σκοπεύει να αποκτήσει ένα περιουσιακό στοιχείο στο μέλλον και ανησυχεί μήπως η τιμή του αυξηθεί μέχρι να πραγματοποιηθεί η αγορά, μια αντίθετη ή θετική θέση-θέση αγοράς (long position) είναι η πιο κατάλληλη. Μια αύξηση της τιμής θα συντελέσει σε υψηλότερο τίμημα για τον αγοραστή-αντισταθμιστή, η οποία όμως θα αντισταθμιστεί από το κέρδος από τη θέση στο παράγωγο μέσο.

Ένας αντισταθμιστής αρχίζει από μια προϋπάρχουσα θέση κινδύνου που δημιουργείται από ένα συνήθη κύκλο δραστηριοτήτων. Για παράδειγμα, ένας αγρότης που καλλιεργεί σιτάρι, έχει μια προϋπάρχουσα θέση κινδύνου, ότι δηλαδή ενδέχεται η τιμή του σιταριού να πέσει μέχρι η σοδειά να είναι έτοιμη προς πώληση. Με την ίδια λογική, ένα διωλιστήριο πετρελαίου που έχει αποθηκεύσει αργό πετρέλαιο προς διύλιση σε δεξαμενές είναι εκτεθειμένο σε έναν προϋπάρχοντα κίνδυνο, ότι η τιμή του διωλισμένου προϊόντος θα πέσει στο μεταξύ. Για να μειώσουν ή να εξαλείψουν αυτόν τον κίνδυνο των τιμών, και ο αγρότης και το διωλιστήριο, θα μπορούσαν να λάβουν αρνητικές θέσεις-θέσεις πώλησης στα αντίστοιχα παράγωγα μέσα των εμπορευμάτων τους. Τα κέρδη και οι ζημιές στα υποκείμενα αγαθά θα αντισταθμίζονται από τις ζημιές και τα κέρδη των παραγώγων μέσων.

Η κερδοσκοπία με βάση την πρόβλεψη για την πορεία των τιμών των αντιστοιχών αγαθών όταν είναι έτοιμα προς πώληση, δεν ανήκει στο συνήθη κύκλο δραστηριοτήτων ούτε του αγρότη ούτε του διωλιστηρίου.

Ο στόχος και των δύο επιχειρήσεων είναι να πωλούν τα προϊόντα τους με κέρδος. Μη επιχειρώντας να αντισταθμίσουν και ο αγρότης και το διυλιστήριο γίνονται στην ουσία κερδοσκόποι.

ΝΑ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΖΕΙ ΚΑΝΕΙΣ Η ΝΑ ΜΗΝ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΖΕΙ;

Παρόλο που φαίνεται απλή υπόθεση, η απόφαση για την αντιστάθμιση ή μη, μπορεί να είναι πολύ περίπλοκη.

Πρώτον, είναι σημαντικό να αντιληφθούμε ότι η αντιστάθμιση δεν αποσκοπεί οπωσδήποτε στην απόλυτη εξάλειψη όλων των κινδύνων. Η τιμή ενός παραγώγου μέσου ενδέχεται να μην συμπορεύεται απόλυτα με την τιμή του αγαθού που αντισταθμίζεται. Ένας λόγος για αυτό μπορεί να είναι το ότι το παράγωγο μέσο αντιπροσωπεύει διαφορετική ποικιλία του αντισταθμιζόμενου αγαθού. Εάν ο αγρότης που περιγράψαμε παραπάνω, χρησιμοποιούσε προθεσμιακά συμβόλαια σε σιτάρι, το σιτάρι ως υποκείμενο των συμβολαίων αυτών μπορεί να ήταν της ποικιλίας Α αντί της ποικιλίας Β που ο αγρότης καλλιεργεί. Ενώ οι τιμές των δύο τύπων του σιταριού πιθανότατα συμβαδίζουν αρκετά, η πορεία τους ενδέχεται να μην είναι ταυτόσημη.

Πέρα από τις διαφορές στις ποικιλίες των υποκείμενων μέσων, οι αντισταθμιστές μπορεί να αποφασίσουν να χρησιμοποιήσουν ένα παράγωγο μέσο που είναι παραπλήσιο αλλά όχι το ίδιο με το αγαθό που αντισταθμίζεται. Για παράδειγμα, ένας κτηματομεσίτης που ζημιώνεται με μια πιθανή άνοδο του ελαχίστου δανειστικού επιτοκίου (ΕΔΕ), μπορεί να χρησιμοποιήσει προθεσμιακά συμβόλαια σε ΑΤΗΒΟΡ-επιτόκιο*, (το προσφερόμενο επιτόκιο της διαπραπειακής αγοράς των Αθηνών), αφού δεν υπάρχουν προθεσμιακά συμβόλαια στο ΕΔΕ. Ενώ τα δύο επιτόκια μπορεί να συμπορεύονται στενά, ενδέχεται επίσης να υπάρχουν σημαντικές διαφορές στις μεταβολές τους.

Χρησιμοποιώντας ένα παράγωγο μέσο που δεν ταιριάζει ακριβώς με το αγαθό που αντισταθμίζεται, ο αντισταθμιστής κατ'ουσίαν αντικαθιστά ένα είδος κινδύνου με κάποιο άλλο. Ο κτηματομεσίτης εξάλειψε τον γενικό κίνδυνο από τα επιτόκια με τη χρήση των προθεσμιακών συμβολαίων (futures), αλλά απέκτησε τον κίνδυνο των διαφορετικών στις κινήσεις τους ΕΔΕ και ΑΤΗΒΟΡ. Αυτός ο τύπος κινδύνου είναι γνωστός ως κίνδυνος βάσης.

Επιπλέον του κινδύνου βάσης, οι αντισταθμιστές πρέπει να αντιληφθούν πως κίνδυνοι και απόδοση πορεύονται χέρι-χέρι. Η εξάλειψη όλων των κινδύνων συνοδεύεται απαραίτητα και από χαμηλές αναμενόμενες αποδόσεις. Ο αγρότης, το διυλιστήριο και ο κτηματομεσίτης μπορεί να επιθυμούν να αναδεχτούν τέτοιο κίνδυνο που θα τους φέρει μεγαλύτερες αποδόσεις. Ο αγρότης, για παράδειγμα, μπορεί να προαισθάνεται πως μέχρι το θερισμό οι τιμές του σιταριού θα αυξηθούν και να αποδέχεται τον κίνδυνο της μείωσης των τιμών, έτσι ώστε να απολαύσει και τις, κατά τη δική του άποψη, μεγαλύτερες αποδόσεις χωρίς την αντιστάθμιση.

Παράδειγμα: Αντιστάθμιση συναλλαγματικού κινδύνου

Μια ελληνική εταιρία αναμένει να λάβει πληρωμή \$ 1 εκατομμυρίου για εμπορεύματα που απέστειλε στις Η.Π.Α. Η πληρωμή πρόκειται να γίνει σε ένα μήνα. Η εταιρία ανησυχεί μήπως το δολάριο υποτιμηθεί σε σχέση με τη δραχμή. Εάν συμβεί αυτό, η πληρωμή του \$ 1 εκατομμυρίου θα αξίζει λιγότερο σε δραχμές. Στη τρέχουσα ισοτιμία των δραχμών 280 ανά δολάριο, η εταιρία θα λάβει σε δραχμές το ισότιμο του ενός εκατομμυρίου δολαρίων, δηλαδή 280 εκατομμύρια δραχμές. Εάν το δολάριο υποτιμηθεί σε σχέση με τη δραχμή, σε 260 δρχ. για παράδειγμα, το ένα εκατομμύριο δολάρια θα αξίζει 260 εκατ. δρχ. Η εταιρία θα υποστεί μια ζημιά ύψους 20 εκατ. δρχ.

Η εταιρία μπορεί να αντισταθμίσει την έκθεσή της σε δολάρια, συμβαλλόμενη σε μια προθεσμιακή πράξη με ένα τραπεζικό ίδρυμα και πωλώντας το αναμενόμενο ποσό των δολαρίων με μελλοντική παράδοση του ποσού σε ένα μήνα και στη τιμή των 280 δρχ. ανά δολάριο. Όταν η εταιρία παραλάβει το ποσό των δολαρίων σε ένα μήνα, θα τα παραδώσει στην Τράπεζα για να ικανοποιήσει τους όρους του συμβολαίου και θα λάβει 280 εκατ. δρχ. ανεξάρτητα από την τρέχουσα ισοτιμία. Με άλλα λόγια, η προθεσμιακή πράξη έδωσε στην εταιρία τη δυνατότητα να εξασφαλίσει την ισοτιμία των 280 δρχ. ανά δολάριο και να αποφύγει συναλλαγματική ζημία.

4.1.2. ΜΕΙΩΣΗ ΚΟΣΤΟΥΣ

Τα παράγωγα χρησιμοποιούνται συχνά για τη μείωση του κόστους νέου ή υπάρχοντος χρέους. Στις περισσότερες από αυτές τις περιπτώσεις, χρησιμοποιούνται συμφωνίες ανταλλαγής (swaps) επιτοκίων ή συναλλάγματος, για τη μείωση χρηματοοικονομικού κόστους του υπόχρεου. Τέτοιες οικονομίες κόστους είναι δυνατές χάρις στο επονομαζόμενο συγκριτικό πλεονέκτημα. Συγκεκριμένα, δύο εταιρίες με συμπληρωματικά συγκριτικά πλεονεκτήματα μπορούν να συμβληθούν με ένα swap.



4.1.3. ΕΙΣΟΔΟΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΟΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΑΓΟΡΑ

Η είσοδος και η έξοδος από μια αγορά, με τον παραδοσιακό τρόπο, ενδέχεται να κοστίζει περισσότερο από ότι κάποιος μπορεί να φανταστεί. Υπάρχουν συναλλακτικά κόστη που είναι είτε προμήθειες είτε διαφορές τιμών αγοράς-πώλησης, είτε άλλα διαχειριστικά κόστη. Αυτά τα συναλλακτικά κόστη μπορεί να είναι αρκετά υψηλά μερικές φορές και να επιδρούν αρνητικά στην απόφαση εισόδου και εξόδου από μια αγορά. Επιπροσθέτως, η αγορά ή πώληση μεγάλης ποσότητας ενός αγαθού, ενδέχεται να δημιουργήσει αντίθετες πιέσεις τιμών στην αγορά. Το γεγονός αυτό αντιπροσωπεύει ένα κρυφό κόστος για τη συναλλαγή. Μια μεγάλη εντολή αγοράς μπορεί να ανεβάσει την τιμή έτσι ώστε η συναλλαγή να κοστίζει τελικά πολύ περισσότερο. Αντίστροφα, μια μεγάλη εντολή πώλησης ενδέχεται να σπρώξει την τιμή χαμηλότερα, έτσι ώστε να εισπραχθούν τελικά λιγότερα χρήματα. Αυτό το αρνητικό αποτέλεσμα των μεγάλων εντολών θα ήταν ακόμη πιο δυσμενές σε αγορές ομολόγων και μεγάλου τζίρου.

Τα παράγωγα χρησιμοποιούνται και για να διευκολύνουν την είσοδο και την έξοδο από μια αγορά. Στο σημερινό, ρευστό οικονομικά περιβάλλον, οι διαχειριστές κεφαλαίων επιθυμούν να μεταφέρουν κεφάλαια από το ένα είδος χρηματοπιστωτικών μέσων στο άλλο, από τη μία αγορά στην άλλη και από τη μια χώρα στην άλλη. Εάν η μεταφορά είναι μόνιμη, συνήθως συνοδεύεται και από τη ρευστοποίηση θέσεων στην ασύμφορη αγορά και μεταφορά κεφαλαίων στη συμφέρουσα. Αρκετά συχνά, ωστόσο, το άλμα από αγορά σε αγορά είναι προσωρινό. Όταν οι συνθήκες της αγοράς μεταβάλλονται, είναι πολύ πιθανή μια αντίστροφη κίνηση ή άλλου είδους μεταφορά. Σε αυτές τις περιπτώσεις, αντί για την ευθεία συναλλαγή αγοράς ή πώλησης είναι περισσότερο αποτελεσματικό και οικονομικά συμφέρον η αλλαγή ή μεταφορά να είναι μόνο προσωρινή (με τη χρήση των παραγώγων).

Παράδειγμα: Χρησιμοποίηση δικαιωμάτων αγοράς για τη διευκόλυνση αγοράς μετοχών

Ας υποθέσουμε πως κάποιος επιθυμεί να αγοράσει 1000 μετοχές της ΑΒΓ εταιρίας επειδή αναμένει μια σημαντική αύξηση της τιμής της μετοχής τις επόμενες εβδομάδες. Η τρέχουσα τιμή (6.000 η μετοχή), απαιτεί μια επένδυση 6 εκατ. δρχ. συν το συναλλακτικό κόστος. Στην παρούσα φάση έχει μόνο 500.000 μετρητά, αλλά αναμένει να λάβει 5,7 εκατ. δρχ. σε ένα μήνα και έτσι θα διαθέτει αρκετό κεφάλαιο για να αγοράσει τις μετοχές τότε.

Ο επενδυτής μας δεν επιθυμεί να περιμένει άλλο ένα μήνα για να αγοράσει τη μετοχή αφού η τιμή της ενδέχεται να έχει ανέβει μέχρι τότε. Σε αυτήν την περίπτωση, μια τακτική συναλλαγών, που θα περιλαμβάνει δικαιώματα αγοράς (calls) θα διευκόλυνε την αγορά των μετοχών. Έστω ότι τα δικαιώματα αγοράς της μετοχής με τιμή εξάσκησης 6.000 δρχ. και εκπνοή σε έναν μήνα, διαπραγματεύονται σήμερα 55 δρχ. το καθένα. Μπορεί να αγοράσει 10 συμβόλαια δικαιωμάτων αγοράς (κάθε συμβόλαιο αποτελείται από δικαιώματα αγοράς 100 μετοχών) που θα κοστίσει μόνο 55.000 δρχ. και θα του δώσει το δικαίωμα αγοράς 1.000 μετοχών προς 6.000 δρχ. τη μετοχή μέσα στον επόμενο μήνα.

Μόνο με την καταβολή 55.000 δρχ. σήμερα, αποκτά έλεγχο επάνω σε 1.000 μετοχές που τώρα κοστίζουν 6 εκατ. δρχ. Η μόχλευση που παρέχεται από τα δικαιώματα αγοράς είναι πολύ μεγάλη. Όταν λάβει τα 5,7 εκατ. δρχ. ο επενδυτής μας έχει το δικαίωμα να εξασκήσει την αγορά των μετοχών στην τιμή των 6.000 δρχ. ανά μετοχή ακόμη και αν η πραγματική χρηματιστηριακή αξία είναι 6.500 δρχ. Όταν εξασκήσει το δικαίωμά του θα αγοράσει 1.000 μετοχές προς 6.000 δρχ. τη μια, από τον πωλητή του δικαιώματος.

Στο παραπάνω παράδειγμα, το δικαίωμα αγοράς παρέχει την απαραίτητη μόχλευση για την απόκτηση ελέγχου επάνω στις μετοχές που

ο επενδυτής δεν δύναται να αγοράσει άμεσα. Αυτή η στρατηγική επιτρέπει στον επενδυτή να ασφαλίσει τις επιθυμητές μετοχές στην τρέχουσα τιμή πριν αυτή αυξηθεί. Επιπλέον αν η αισιόδοξη πρόβλεψη του επενδυτή για τη μετοχή αποδειχτεί λανθασμένη και η τιμή της μετοχής πέσει σημαντικά, ως πούμε στις 5.500 δρχ., τότε δεν θα επιθυμεί πια την αγορά της μετοχής. Σε αυτήν την περίπτωση η ζημία για τον επενδυτή θα είναι οι 55.000 δρχ. που κατέβαλλε για να αγοράσει τα δικαιώματα αγοράς. Ωστόσο, αν οι μετοχές αγοράζονταν από την αρχή με τον παραδοσιακό τρόπο, τότε ο επενδυτής θα έχανε 500.000 δρχ. (500 δρχ. για 1.000 μετοχές). Αυτό συμβαίνει επειδή τα δικαιώματα αγοράς παρέχουν στους κατόχους τους το δικαίωμα αλλά όχι την υποχρέωση για την αγορά των μετοχών στην καθορισμένη τιμή (6.000 δρχ. στην περίπτωση μας). Όταν η αγορά κινείται προς μη επιθυμητή κατεύθυνση, ο κάτοχος του δικαιώματος μπορεί απλώς να αποχωρήσει από τη συμφωνία μη εξασκώντας το δικαίωμα..

4.1.4 ΕΝΙΣΧΥΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

Η ενίσχυση των αποδόσεων είναι μια επενδυτική στρατηγική που χρησιμοποιείται γενικά για την εκτόξευση των αποδόσεων ενός υποκείμενου επενδυτικού χαρτοφυλακίου, με τη λήψη μιας κερδοσκοπικής θέσης που βασίζεται πάνω σε προβλέψεις για την πορεία της αγοράς. Μια στρατηγική ενίσχυσης αποδόσεων δεν απαιτείται να είναι υψηλού κινδύνου. Σε αυτή την περίπτωση το χαρτοφυλάκιο επενδύεται συντηρητικά με βάση ένα ξεκάθαρο συνολικό επενδυτικό στόχο. Κάποιες φορές, ένα μικρό ποσοστό του χαρτοφυλακίου, μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την κατάληψη κάποιας κερδοσκοπικής θέσης με σκοπό επιπλέον αποδόσεων. Με αυτές τις ενέργειες, η συνολική θέση του χαρτοφυλακίου είναι ακόμη χαμηλού κινδύνου αφού μόνο ένα μικρό

ποσοστό του χαρτοφυλακίου χρησιμοποιείται για κερδοσκοπικές επιδιώξεις.

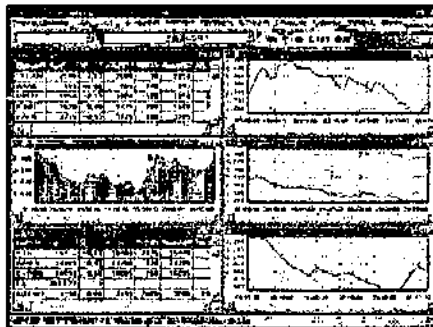
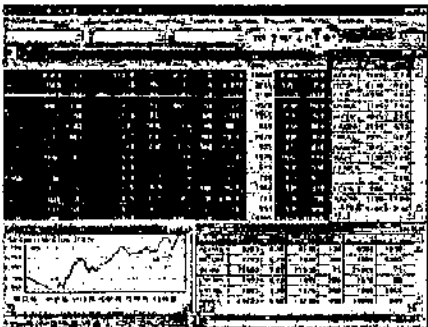
Παράδειγμα: Πώληση δικαιωμάτων για την ενίσχυση της απόδοσης του χαρτοφυλακίου

Ας υποθέσουμε ότι είμαστε οι διαχειριστές ενός χαρτοφυλακίου μετοχών ύψους 1 δις δρχ. Η αγορά έχει διανύσει μια περίοδο συνεχούς ανόδου τους τελευταίους μήνες και οι περισσότερες μετοχές μας έχουν κερδίσει σημαντικές αποδόσεις κατά τη διάρκεια αυτού του διαστήματος. Η άποψή μας ότι η αγορά έχει φτάσει στο κορύφωμά της είναι ισχυρή, γι' αυτό και δεν αναμένουμε περαιτέρω άνοδο στο άμεσο μέλλον. Σύμφωνα με αυτήν την υπόθεση, μπορούμε να ενισχύσουμε την απόδοση του χαρτοφυλακίου μας πωλώντας δικαιώματα αγοράς για μετοχές του χαρτοφυλακίου μας. Εισπράττουμε πληρωμές από τους αγοραστές των δικαιωμάτων που είναι πρόθυμοι να καταβάλλουν την τιμή των δικαιωμάτων που αγοράζουν αφού δεν έχουν την ίδια αντίληψη με εμάς για την αγορά. Αντίθετα πιστεύουν πως η αγορά έχει ακόμα περιθώρια ανόδου. Ωστόσο, εάν αποδειχτούμε σωστοί στην πρόβλεψή μας για την κορύφωση της αγοράς και οι μετοχές μείνουν στάσιμες στο άμεσο μέλλον, τα δικαιώματα αγοράς που θα έχουμε πωλήσει θα εκπνεύσουν χωρίς αξία. Σε αυτήν την περίπτωση, τα έσοδα από την πώληση των δικαιωμάτων είναι επιπλέον αποδόσεις για το χαρτοφυλάκιο μας.

Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι μια μετοχή στο χαρτοφυλάκιο μας διαπραγματεύεται στις 5.000 δρχ. ανά μετοχή και πιστεύουμε πως έχει φτάσει στο ανώτερο σημείο. Εάν κατέχουμε 1.000 μετοχές και κάθε συμβόλαιο δικαιωμάτων αντιπροσωπεύει 100 μετοχές, τότε πωλούμε 10 συμβόλαια. Επιλέγουμε μια τιμή εξάσκησης ύψους 5.000 δρχ. αφού πιστεύουμε ότι η τιμή της μετοχής δεν θα ανέβει περισσότερο και χρόνο

εκπνοής ένα μήνα από σήμερα. Αυτό το δικαίωμα αγοράς διαπραγματεύεται στις 250 δρχ. το ένα και εφόσον πωλήσαμε 10 συμβόλαια, εισπράτουμε 250.000 δρχ. από τον αγοραστή των δικαιωμάτων. Εάν η πρόβλεψή μας αποδειχτεί σωστή και η τιμή της μετοχής όντως μένει στους 5.000 δρχ. ή πέσει πιο κάτω για τον επόμενο μήνα, τα δικαιώματα αγοράς θα είναι χωρίς αξία στην εκπνοή, αφού ο κάτοχος αυτών των δικαιωμάτων δεν θα έχει την επιθυμία να τα εξασκήσει.

Εάν η τιμή της μετοχής αυξηθεί πάνω από τις 5.000 δρχ., ο κάτοχος του δικαιώματος αγοράς θα εξασκήσει το δικαίωμά του να αγοράσει τη μετοχή. Θα πρέπει να πωλήσουμε τη μετοχή στον κάτοχο του δικαιώματος προς 5.000 δρχ. ανεξάρτητα από την τιμή τους στην αγορά. Με άλλα λόγια, σε αντάλλαγμα για το κέρδος από την τιμή του δικαιώματος (premium) που εισπράξαμε, απεμπολήσαμε το δικαίωμα να κερδίσουμε από οποιαδήποτε αύξηση στην τιμή της μετοχής επάνω από τις 5.000 δρχ. Αφού πιστεύαμε πως η τιμή της μετοχής ούτως ή άλλως δεν θα ανέβαινε παραπάνω από τις 5.000 δρχ. η συναλλαγή φαίνεται λογική.



4.1.5. ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΑ

Εν γένει, η κερδοσκοπία είναι ασύμβατη με τις επιδιώξεις της διαχείρισης κινδύνου αφού αυξάνει τον κίνδυνο αντί να τον μειώνει. Συγκεκριμένα, η κερδοσκοπία περιλαμβάνει μια μελλοντική προσέγγιση, τη διαμόρφωση προβλέψεων και την επιθυμία για την κατάληψη θέσεων με σκοπό το κέρδος.

Οι κερδοσκόποι μπορούν να χρησιμοποιήσουν εμπορεύματα, συνάλλαγμα, μετοχές, ομόλογα και άλλα χρεόγραφα, όπως και παράγωγα μέσα. Αρκετά συχνά, τα παράγωγα διευκολύνουν την κερδοσκοπία αφού οι συναλλαγές με παράγωγα είναι ταχείες και χαμηλού κόστους. Επιπρόσθετα, τα παράγωγα παρέχουν την αναγκαία μόχλευση για τη δημιουργία κερδοσκοπικών θέσεων αφού οι χαμηλές ή μηδενικές αρχικές επενδύσεις είναι το προαπαιτούμενο για πολλές συναλλαγές με παράγωγα μέσα.

Δύο απλά παραδείγματα περιγράφουν πώς τα παράγωγα μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την κερδοσκοπία επάνω σε συγκεκριμένες κινήσεις της αγοράς. Το πρώτο παράδειγμα περιγράφει πώς χρησιμοποιούνται τα χρηματοοικονομικά δικαιώματα (options) για την επιδίωξη κέρδους από μια αναμενόμενη άνοδο ή κάθοδο της αγοράς. Το δεύτερο παράδειγμα παρουσιάζει τα προθεσμιακά συμβόλαια (futures) από την ίδια σκοπιά.

Παράδειγμα: κερδοσκοπώντας με τα χρηματοοικονομικά δικαιώματα (options)

Έστω ότι έχουμε μια ισχυρή πεποίθηση ότι μια συγκεκριμένη μετοχή, η ΑΒΓ, πρόκειται να σημειώσει σημαντική πτώση εξαιτίας της εισόδου στην αγορά μιας ανταγωνίστριας εταιρίας. Μπορούμε να

κερδοσκοπήσουμε επάνω στη μετοχή αγοράζοντας δικαιώματα της πώλησής της (put).

Για παράδειγμα, έστω ότι η μετοχή της ΑΒΓ εταιρίας διαπραγματεύεται στις 5.500 η μετοχή και αναμένουμε ότι η τιμή της θα πέσει στις 5.000 μέσα στον τρέχοντα μήνα. Δικαιώματα πώλησης (puts) με τιμή εξάσκησης 5.500 δρχ. πωλούνται προς 150 δρχ. το ένα στην αγορά. Κάθε συμβόλαιο δικαιώματος πώλησης (put) δίνει το δικαίωμα στον κάτοχό του να πουλήσει 100 μετοχές σε προκαθορισμένη τιμή της μετοχής στο μέλλον. Για να κερδοσκοπήσουμε επάνω στην κάμψη της τιμής της μετοχής ΑΒΓ, μπορούμε να αγοράσουμε 100 δικαιώματα πώλησης (put) με τιμή εξάσκησης 5.500 δρχ., που κοστίζουν 15.000 δρχ. (100X150 δρχ.) και μας δίνουν το δικαίωμα να πωλήσουμε 100 μετοχές της ΑΒΓ προς 5.500 τη μία. Εάν η τιμή της μετοχής ΑΒΓ πέσει στα αλήθεια όπως αναμέναμε στις 5.000, μπορούμε να κερδίσουμε αγοράζοντας 100 μετοχές από την άμεση αγορά προς 5.000 δρχ. (στην τρέχουσα τιμή) και μετά να τις πωλήσουμε εξασκώντας το δικαίωμα προς 5.500 δρχ. τη μία. Κερδίζουμε ένα ακαθόριστο ποσό 500 δρχ. στη μετοχή ή 50.000 δρχ. συνολικά. Αφαιρώντας το ποσό που καταβάλαμε για να αγοράσουμε τα δικαιώματα πώλησης (put) αρχικά, το καθαρό κέρδος είναι 35.000 δρχ. (50.000-15.000) δρχ.

Καθώς η αγορά ενός δικαιώματος πώλησης (put) μας δίνει το δικαίωμα αλλά όχι την υποχρέωση πώλησης της μετοχής ΑΒΓ, δεν μπορούμε να χάσουμε περισσότερα από όσα καταβάλλαμε για την αγορά του δικαιώματος. Με άλλα λόγια, εάν η τιμή της ΑΒΓ ανέβαινε στις 6.000 δρχ. για παράδειγμα, δεν θα εξασκούσαμε το δικαίωμα να πωλήσουμε τις μετοχές στις 5.500 δρχ. γιατί θα ζημιωνόμασταν με το να το κάνουμε. Θα έπρεπε να αφήσουμε το δικαίωμα να εκπνεύσει αφού δεν θα είχα καμία αξία.

Παράδειγμα:Κερδοσκοπώντας με τα προθεσμιακά συμβόλαια (futures)

Ας υποθέσουμε πως έχουμε μια ισχυρή πεποίθηση πως το δολάριο Η.Π.Α. θα ανατιμηθεί έναντι των ευρωπαϊκών νομισμάτων εξαιτίας της βελτίωσης των μεγεθών της Αμερικανικής οικονομίας έναντι της Ευρωπαϊκής το τελευταίο τρίμηνο του έτους. Μπορούμε να κερδοσκοπήσουμε λαμβάνοντας μια θετική θέση-θέση αγοράς σε προθεσμιακά συμβόλαια δολαρίου. Εάν το ένα συμβόλαιο μας επιτρέπει να αγοράσουμε 50.000 \$ στη συμφωνηθείσα τιμή κάποια στιγμή στο μέλλον, τότε εάν όντως το δολάριο Η.Π.Α. ανατιμηθεί έναντι της δραχμής, η θέση μας θα είναι κερδοφόρα. Εάν κρατήσουμε αυτή τη θέση μέχρι την ημερομηνία παράδοσης, θα λάβουμε δολάρια Η.Π.Α. με τη συμφωνηθείσα ισοτιμία και θα μπορούμε να τα πωλήσουμε με την ισοτιμία που κατέχουν στην άμεση αγορά (η οποία θα είναι υψηλότερη από τη συμφωνηθείσα λόγω της ανατίμησης του νομίσματος).

Για παράδειγμα, έστω ότι η ισοτιμία του δολαρίου είναι 280 δρχ./δολάριο. Τα προθεσμιακά συμβόλαια (futures) δολαρίων Η.Π.Α. με λήξη σε ένα μήνα διαπραγματεύονται προς 285 δρχ./δολάριο. Εάν η ισοτιμία του δολαρίου σε ένα μήνα ανέβει στις 290 δρχ./δολάριο, τότε η προθεσμιακή μας θέση έχει κερδίσει 5 δρχ. ανά δολάριο Η.Π.Α. Εάν αγοράσουμε 1 εκατ. δολάρια σε προθεσμιακά συμβόλαια (futures) (20 συμβόλαια το κάθε ένα αξίας \$50.000), το κέρδος μας θα είναι 5 εκατ. δρχ. ή 17.241 δολάρια Η.Π.Α. (με την τρέχουσα ισοτιμία 290 δρχ./δολάριο).

Σαν στρατηγική κινδύνου, η κερδοσκοπία μπορεί να οδηγήσει σε τεράστιες ζημιές εάν γίνουν επενδυτικές υπερβολές και οι κινήσεις της αγοράς αποδειχτούν απρόσμενες. Για παράδειγμα, αν το δολάριο υποτιμηθεί αντί να ανατιμηθεί έναντι των ευρωπαϊκών νομισμάτων και της δραχμής, τότε θα είχαμε μια μεγάλη ζημία. Πρέπει να έχουμε υπόψη

μας πως τα προθεσμιακά συμβόλαια (futures) αντιπροσωπεύουν συμβατικές υποχρεώσεις. Σε αντίθεση με τα χρηματοοικονομικά δικαιώματα (options), ο επενδυτής στα προθεσμιακά συμβόλαια δεν μπορεί να αποχωρήσει από τη συμφωνία σε περίπτωση δυσμενών μεταβολών των τιμών. Θα πρέπει ή να αποδεχτεί την παράδοση του υποκείμενου μέσου (στο παράδειγμά μας το συνάλλαγμα) ή να συμψηφίσει την θέση του πριν την παράδοση. Όπως και να έχει θα έχει υποστεί ζημιά.

Είναι ευρέως αποδεκτό, πάντως πως κίνδυνος και απόδοση πάνε χέρι-χέρι. Μεγαλύτερες προσδοκώμενες αποδόσεις αποκομίζονται με μεγαλύτερους κινδύνους. Μερικές φορές, οι επενδυτές ή οι εταιρίες ενδέχεται να επιθυμούν να εκτεθούν σε μεγαλύτερους κινδύνους αφού μπορούν να τους αντέξουν και να έχουν την ευκαιρία μεγαλύτερων αποδόσεων.

4.1.6 ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΚΗ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗ

Τα παράγωγα μπορούν να χρησιμοποιηθούν σε ενέργειες κερδοσκοπικής αντιστάθμισης. Τέτοιες ενέργειες εμπίπτουν συνήθως στο αντικείμενο των διαπραγματευτών παραγώγων, όχι των τελικών χρηστών. Μόνο μεγάλοι και ισχυροί τελικοί χρήστες μπορούν να εισέλθουν σε τέτοιου είδους δραστηριότητες.

Μια ευκαιρία κερδοσκοπικής αντιστάθμισης είναι το σενάριο όπου το ίδιο περιουσιακό στοιχείο ή εμπόρευμα διαπραγματεύεται με διαφορετικές τιμές σε δύο ξεχωριστές αγορές. Αγοράζοντας χαμηλά στη μία αγορά και πωλώντας υψηλότερα σε μια άλλη ταυτόχρονα, ένας επενδυτής αποκομίζει ένα σταθερό κέρδος χωρίς καθόλου κίνδυνο. Με άλλα λόγια, χαμηλή αγορά και υψηλή πώληση. Περισσότερο περίπλοκες δραστηριότητες arbitrage, μπορεί να περιλαμβάνουν ταυτόχρονες συναλλαγές σε περισσότερες από δύο αγορές.

Οι δραστηριότητες κερδοσκοπικής αντιστάθμισης που περιγράφηκαν είναι γνωστές ως ακαδημαϊκό ή απλό arbitrage. Αναφέρονται σε κερδοφόρες διαπραγματευτικές δραστηριότητες που περιλαμβάνουν μηδενική επένδυση και καθόλου κίνδυνο. Στην πράξη ωστόσο, το arbitrage δεν μπορεί να διεξαχθεί αποτελεσματικά χωρίς κάποια έστω και προσωρινή επένδυση και είναι σπανίς ακίνδυνο. Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι ένας κερδοσκόπος-αντισταθμιστής εντοπίζει μια εκμεταλλεύσιμη δυσαρμονία στις τιμές της αγοράς. Επιχειρεί να κερδίσει αγοράζοντας στη φθηνή αγορά και πωλώντας στην ακριβότερη. Εάν οι δύο συναλλαγές είναι ταυτόχρονες, τότε όντως η συναλλαγή δεν περιλαμβάνει ούτε κίνδυνο ούτε επένδυση. Αλλά στην πράξη οι συναλλαγές συνήθως είναι σχεδόν ταυτόχρονες. Με άλλα λόγια, μεσολαβεί μια πολύ μικρή χρονική περίοδος (δευτερόλεπτα ή λεπτά) μεταξύ των συναλλαγών αγοράς και πώλησης. Είναι πολύ πιθανό ότι μετά την πρώτη συναλλαγή η τιμή αγοράς ή πώλησης ή και οι δύο αποσύρονται από τα συμβαλλόμενα μέρη στη δεύτερη συναλλαγή. Σε αυτές τις περιπτώσεις, η ευκαιρία για arbitrage εξαφανίζεται και ο επενδυτής απομένει με μια τελειωμένη συναλλαγή που ενδέχεται να αντιπροσωπεύει μια επικίνδυνη θέση. Δεδομένης αυτής της πιθανότητας, το πραγματικό arbitrage μπορεί να οριστεί καλύτερα ως «διαπραγματευτικές δραστηριότητες που αναλαμβάνονται για να αποκομιστεί ένα κέρδος χαμηλού κινδύνου με μικρή επένδυση μέσω της εκμετάλλευσης κάποιας δυσαρμονίας τιμών μεταξύ δύο ή περισσότερων αγορών».

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

5.1 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ – ΓΕΝΙΚΑ

Χρηματιστήριο είναι ο τόπος όπου γίνονται αγοραπωλησίες αξιών ή αντικειμένων, των οποίων οι τιμές διαμορφώνονται σύμφωνα με τους κανόνες της προσφοράς και της ζήτησης.

Τα σημερινά Χρηματιστήρια έχουν τις ρίζες τους στις οργανωμένες αγορές της αρχαιότητας, όπου οι έμποροι συγκεντρώνονταν για να αγοράσουν και να πουλήσουν εμπορεύματα.

Πολύ αργότερα εμφανίστηκαν στο εμπόριο τα διάφορα χαρτιά (γραμμάτια, συναλλαγματικές, μετοχές, ομολογίες) και έγινε μεγαλύτερη η ανάγκη οι συναλλασσόμενοι να συναντώνται σε συγκεκριμένο τόπο και χρόνο καθημερινά.

Το πρώτο Χρηματιστήριο, με τη σημερινή έννοια, άρχισε να λειτουργεί στα μέσα του 15^{ου} αιώνα και ήταν της Αμβέρσας. Είχε μεικτό χαρακτήρα, δηλαδή ήταν Χρηματιστήριο αξιών και εμπορευμάτων.

Στην Ελλάδα ιδρύθηκε το πρώτο Χρηματιστήριο Αξιών στον Πειραιά στις 22/3/1875, το οποίο όμως δεν λειτούργησε και ένα χρόνο αργότερα στις 30/9/1876, ιδρύθηκε το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Το Σεπτέμβριο του 1876 επί κυβερνήσεως Κουμουνδούρου δημοσιεύτηκε Βασιλικό διάταγμα που έλεγε ότι εγκρίνεται η σύσταση Χρηματιστηρίου Αξιών στην Αθήνα και ότι εκεί μπορούσαν να συγκεντρώνονται και συναλλάσσονται έμποροι, πλοίαρχοι, μεσίτες και κολλυβιστές από τους οποίους προήλθαν και οι πρώτοι Χρηματιστές.

Οι πρώτες συναλλαγές στο ΧΑΑ, αφορούσαν τα εξής χρεόγραφα :

- Ομολογίες Εθνικών Δανείων
- Μετοχές: Εθνικής τράπεζας της Ελλάδος, της Ναυτικής τράπεζας ο Αρχάγγελος, της Γενικής Πιστωτικής Τράπεζας, Τράπεζας Βιομηχανίας Πίστεως, της Ανώνυμης

Μεταλλευτικής Εταιρίας «Ο Λαυρεωτικός Όλυμπος», της Ελληνικής Μεταλλευτικής Εταιρίας «η Κάρυστος», της Μεταλλουργίας Λαυρίου, της Ασφαλιστικής Εταιρίας «ο Φοίνιξ» και της Εθνικής Ατμοπλοΐας Ελλάδος.

Ο πρώτος κανονισμός λειτουργίας του δημοσιεύτηκε το Νοέμβριο του 1876. ο κανονισμός αυτός προέβλεπε εκλογές των μελών της επιτροπής του Χρηματιστηρίου. Τελικά λόγω απραξίας των συναλλαγών ο κανονισμός αυτό δεν εφαρμόστηκε και τον Ιανουάριο του 1880 αντικαταστάθηκε με έναν πιο πλήρη. Τα εγκαίνια της επίσημης λειτουργίας του Χρηματιστηρίου Αθηνών έγιναν το Μαΐο του 1880. με το νόμο 2324/95 μετατράπηκε σε Ανώνυμη εταιρία μη κερδοσκοπικού σκοπού με την επωνυμία «Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Ανώνυμη Εταιρία»

5.2 ΣΚΟΠΟΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ

Σήμερα για να δημιουργηθεί μια αξιόλογη επιχείρηση χρειάζονται μεγάλα κεφάλαια. Επίσης οι επιχειρήσεις, που ήδη λειτουργούν, χρειάζονται κεφάλαια για να επεκτείνουν τις δραστηριότητες τους ή να εκσυγχρονίσουν τον εξοπλισμό και τις εγκαταστάσεις τους.

Οι επιχειρήσεις λοιπόν ή καταφεύγουν στον τραπεζικό δανεισμό, που συνήθως είναι βραχυπρόθεσμος και ακριβός ή στη χρηματιστηριακή αγορά. Στο Χρηματιστήριο Αξιών με τη διάθεση τίτλων στο ευρύ επενδυτικό κοινό, επιτυγχάνουν γρήγορη χρηματοδότηση. Τα κεφάλαια αντλούνται απ' αυθείας από τους επενδυτές ώστε το χρήμα που πλεονάζει να εξυπηρετεί παραγωγικούς σκοπούς. Επιπλέον η εισαγωγή μιας εταιρίας στο ΧΑ της δίνει κύρος καθώς επίσης την κάνει γνωστή στο ευρύ κοινό.

Εκτός από τις επιχειρήσεις μπορούν να αντλούν κεφάλαια από το ευρύ επενδυτικό κοινό, μέσω του Χρηματιστηρίου, το Κράτος, οι δημόσιοι οργανισμοί και οι τράπεζες επιδίδοντας ομολογητικά δάνεια.

Το ΧΑ δίνει την εναλλακτική δυνατότητα στους αποταμιευτές να τοποθετήσουν τις οικονομίες τους σε μετοχές και ομολογίες που θα τους αποφέρουν κέρδη ή ένα σταθερό εισόδημα. Είναι μια επενδυτική επιλογή με μεγάλες αποδόσεις έναντι των καταθέσεων σε τράπεζες.

Στο Χρηματιστήριο Αξιών η προσφορά και η ζήτηση τίτλων γίνεται καθημερινά και με πλήρη δημοσιότητα. Αν δεν υπήρχε το ΧΑ θα ήταν δύσκολο να συναντηθούν οι αγοραστές και οι πωλητές τίτλων και να οριστούν οι τιμές στις οποίες θα γίνουν οι συναλλαγές. Στο ΧΑ οι τιμές των συναλλαγών διαμορφώνονται από την προσφορά και τη ζήτηση τίτλων και δημοσιεύονται για να γίνονται γνωστές στο επενδυτικό κοινό.

Τέλος, έμπειροι επαγγελματίες, που είναι τα μέλη του ΧΑ, διενεργούν τις συναλλαγές για λογαριασμό των πελατών τους, γεγονός που συμβάλει στην ταχύτητα της διεκπεραίωσής τους.

5.3. ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

Όταν μιλάμε για κινητές αξίες, εννοούμε τους τίτλους που εκδίδουν οι εταιρίες, οι τράπεζες, το κράτος και οι δημόσιοι οργανισμοί και οι οποίοι παρέχουν στους κατόχους τους ορισμένα δικαιώματα. Κινητές αξίες είναι οι μετοχές, οι ομολογίες, οι επιταγές, τα γράμματα, οι συναλλαγματικές, τα χαρτονομίσματα.

Αντικείμενο χρηματιστηριακών συναλλαγών είναι οι κινητές αξίες που ονομάζονται Χρηματιστηριακά πράγματα και έχουν εισαχθεί μετά από κάποια διαδικασία στο Χρηματιστήριο. Ειδικότερα χρηματιστηριακά πράγματα είναι:

- Οι μετοχές και ομολογίες ελληνικών ανωνύμων εταιριών
- Οι μετοχές και ο ομολογίες αλλοδαπών ανωνύμων εταιριών

- Τα ανώνυμα δημόσια χρεόγραφα, ελληνικά και ξένα, δηλαδή ομολογίες και έντοκά γραμμάτια
- Τα ανώνυμα ελληνικά χρεόγραφα Δήμων, κοινοτήτων και κάθε άλλου Ν.Π.Δ.Δ., δηλαδή ομολογίες και ομόλογα.
- Τα ελληνικά πιστοποιητικά

Τέλος αναφέρουμε ότι οι μετοχές διακρίνονται στις εξής κατηγορίες, ονομαστικές μετοχές, ανώνυμες, κοινές μετοχές και προνομιούχες μετοχές.

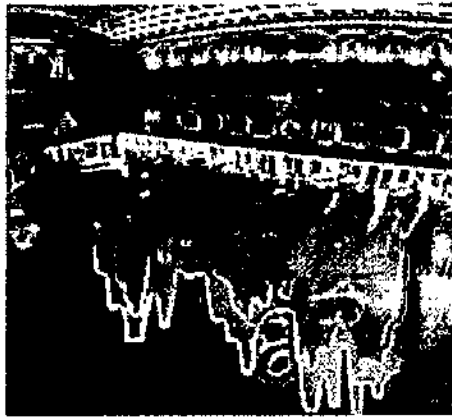
5.4 ΔΟΜΗ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, σύμφωνα με το Ν2324/95 μετατράπηκε από Ν.Π.Δ.Δ. σε ανώνυμη εταιρία με την επωνυμία «Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Α.Ε.» και συνεχίζει αυτή τη νέα μορφή, διεπόμενο από τις διατάξεις της νομοθεσίας για τις ανώνυμες εταιρίες.

Σκοπός του «Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών Α.Ε.» είναι η οργάνωση των χρηματιστηριακών συναλλαγών, οι οποίες καταρτίζονται σε χρηματιστήρια αξιών, καθώς και κάθε άλλη δραστηριότητα του ΧΑΑ υπό τη σημερινή του νομική μορφή.

Η εταιρία μπορεί επίσης να συμμετέχει σε άλλες επιχειρήσεις που έχουν ίδιο ή παρεμφερή σκοπό και γενικά επιδιώκουν σκοπούς συναφείς ή υποβοηθητικούς της δραστηριότητας της καθώς και να συνεργάζεται με αυτές.

Το αρχικό κεφάλαιο της Α.Ε. ΧΑΑ ορίστηκε σε πέντε δισεκατομμύρια (5.000.000.000) δρχ. και διαιρέθηκε σε 500.000 μετοχές ονομαστικής αξίας 10.00 δρχ. Το αρχικό κεφάλαιο καλύφθηκε εξ'ολοκλήρου από το ελληνικό δημόσιο. Οι μετοχές της Α.Ε. είναι ονομαστικές.



Μέτοχοι του ΧΑΑ ΑΕ μπορούν να είναι εκτός από το ελληνικό δημόσιο:

- Τα μέλη του
- Πιστωτικά ιδρύματα που λειτουργούν νόμιμα στην Ελλάδα (είτε οι μετοχές τους είναι εισαγμένες στο ΧΑΑ είτε όχι)
- Εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων που λειτουργούν νόμιμα στην Ελλάδα.
- Ασφαλιστικά των οποίων οι μετοχές είναι εισαγμένες και διαπραγματεύονται στο ΧΑΑ.

Δεν επιτρέπεται σε κανένα μέτοχο εκτός από το ελληνικό δημόσιο να έχει ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου του ΧΑΑ μεγαλύτερο του 5%.

Το ελληνικό δημόσιο μπορεί να πουλήσει μετοχές του ΧΑΑ αφού γίνει αποτίμηση της αξίας του από τη Διυπουργική Επιτροπή Αποκρατικοποίησης. Ο Υπουργός Οικονομικών ως εκπρόσωπος του ελληνικού δημοσίου προσδιορίζει την τελική τιμή διάθεσης των μετοχών.

Το Νοέμβριο του 1998 δημοσιεύτηκε πρόσκληση για υποβολή προσφορών για την αγορά μετοχών της ΧΑΑ ΑΕ που διατέθηκαν για πώληση με ιδιωτική τοποθέτηση. Η πρόσκληση αφορούσε όλους αυτούς που μπορούν να είναι μέτοχοι του ΧΑΑ και η διάθεση των τιμών έγινε με την υποβολή ανταγωνιστικών προσφορών. Το ελληνικό δημόσιο μετά την πώληση αυτή έπαψε να έχει το 50% των μετοχών.

Έδρα της εταιρίας ορίστηκε ο δήμος Αθηναίων . η εταιρία μπορεί να ιδρύει υποκαταστήματα, πρακτορεία και γραφεία για την εξυπηρέτηση

των σκοπών της και σε άλλες πόλεις της Ελλάδος ή και στο εξωτερικό με αποφάσεις του Δ.Σ.

Το χρηματιστήριο αξιών Αθηνών Α.Ε ως ανώνυμη Εταιρία έχει διοικητική και οικονομική αυτονομία ως προς τα χρηματιστηριακά θέματα, εποπτεύεται από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας (ΥΠΕΘΟ) και την επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Τα μέλη του ΧΑΑ διακρίνονται σε τακτικά και έκτακτα. Τακτικά μέλη είναι οι χρηματιστηριακές εταιρίες και έκτακτα είναι οι αντικριστές.

5.5 ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών διοικείται από εννεαμελές Διοικητικό Συμβούλιο που διορίζεται με απόφαση του ΥΠΕΘΟ. Τρία μέλη του ΔΣ ορίζονται από το ΥΠΕΘΟ μεταξύ προσώπων που έχουν ειδική πείρα και κύρος. Δύο μέλη εκλέγονται από τα Τακτικά μέλη του ΧΑΑ ΑΕ, ένα μέλος ορίζεται από την Τράπεζα της Ελλάδος, ένα μέλος από το Βιομηχανικό και Εμπορικό Επιμελητήριο Αθηνών, ένα μέλος από την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών και ένα μέλος εκλέγεται από τους εργαζόμενους στο ΧΑΑ ΑΕ.

Το Δ.Σ. είναι αρμόδιο να αποφασίζει για κάθε πράξη που αφορά τη διοίκηση της εταιρίας, τη διαχείριση της περιουσίας της και τη γενική επιδίωξη του σκοπού της και εκπροσωπεί την εταιρία.

Ο Πρόεδρος του Δ.Σ. διορίζεται από το ΥΠΕΘΟ. Παρέχει τις υπηρεσίες του κατά κύρια απασχόληση. Ο Πρόεδρος του ΧΑΑ ΑΕ εκτός των καθηκόντων του και των αρμοδιοτήτων του, σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου και του καταστατικού, έχει και εκείνες τις αρμοδιότητες του κυβερνητικού επόπτη που του ανατίθενται με απόφαση του ΥΠΕΘΟ, ύστερα από γνώμη της Ε.Κ.

5.6 ΜΕΤΟΧΕΣ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ

Η Ανώνυμη εταιρία είναι η τελειότερη μορφή εταιρίας. Το κεφάλαιό της δεν μπορεί να είναι μικρότερο από 20.000.000 δρχ. και διαιρείται σε μικρότερα μέρη τα οποία αντιπροσωπεύονται από τις μετοχές. Η κατανομή αυτή σε μικρά μερίδια δίνει το δικαίωμα συμμετοχής σε αυτό όχι μόνο μεγάλων αλλά και μικρών αποταμιευτών.

Ο κάτοχος της μετοχής ονομάζεται μέτοχος και είναι συνέταιρος στην ανώνυμη εταιρία κατά το ποσό των μετοχών του. Η ονομαστική αξία των μετοχών μπορεί να είναι από 100 μέχρι 30.000 δρχ. Εκδίδονται απλές, (μια μετοχή) ή πολλαπλές (φύλλο των πέντε, των δέκα κ.λ.π. μετοχών). Κάθε μετοχή απλή ή πολλαπλή έχει πάνω της γραμμένο το μετοχικό κεφάλαιο της ΑΕ, τον αριθμό των μετοχών στις οποίες διαιρείται ΜΚ και την αξία της μετοχής.

5.6.1 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

- Ονομαστικές μετοχές: Λέγονται οι μετοχές πάνω στις οποίες γράφεται το όνομα και τα στοιχεία του κατόχου τα οποία καταχωρούνται και στο μητρώο μετοχών. Υποχρεωτικά εκδίδονται ονομαστικές οι μετοχές τραπεζών, Ασφαλιστικών Εταιριών, Εταιριών Κοινής Ωφέλειας και Εταιριών έκδοσης Ημερήσιου Τύπου, μέχρι το Μαΐο 1994.
- Ανώνυμες μετοχές: Λέγονται οι μετοχές στις οποίες δεν γράφεται το όνομα του κατόχου. Ονομάζονται και μετοχές στον κομιστή, δηλαδή κάτοχος θεωρείται οποίος τις προσκομίζει. Οι μετοχές αυτές αποτελούνται από κυρίως σώμα και μια σειρά μικρών αποδείξεων που ονομάζονται μερισματαποδείξεις ή κουπόνια.

Η πλειοψηφία των εισαγμένων στο ΧΑΑ μετοχών των βιομηχανικών και εμπορικών επιχειρήσεων ήταν ανώνυμες. Οι ανώνυμες μετοχές μεταβιβάζονται με απλή παράδοση του τίτλου.

- Κοινές μετοχές: Οι κοινές μετοχές δίνουν στο μέτοχο το δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη της ΑΕ σε περίπτωση διάλυσης την ΑΕ, δικαίωμα στο προϊόν εκκαθάριση και το δικαίωμα ψήφου στις Γενικές Συνελεύσεις.
- Πρόνομιούχες μετοχές: Είναι εκείνες, που εκτός από τα δικαιώματα των κοινών μετοχών δίνουν στον κάτοχό τους ορισμένα προνόμια. Να παίρνει το πρώτο μέρος (6% επί της ονομαστικής αξίας της μετοχής) πριν από τους κατόχους κοινών μετοχών και να ικανοποιείται προνομιακά από το προϊόν της εκκαθάρισης. Επίσης είναι δυνατό, σε περίπτωση που δεν επαρκούν ή δεν υπάρχουν κέρδη σε ορισμένες χρήσεις, οι κάτοχοι πρόνομιούχων μετοχών να δικαιούνται προνομιακής καταβολής του πρώτου μερίσματος σωρευτικά, ακόμα και για αυτές τις χρήσεις, από τα κέρδη των επόμενων χρήσεων.

Οι προνομιακές μεταβολές κατά κανόνα στην Ελλάδα εκδίδονται χωρίς δικαιώματα ψήφου, γι' αυτό στο ΧΑΑ η τιμή τους είναι μικρότερη από αυτή των κοινών.

5.7 ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΟ ΧΑΑ

Οι προϋποθέσεις εισαγωγής μετόχων στο ΧΑΑ είναι οι εξής:

- Να έχει ελάχιστο ύψος ίδιων κεφαλαίων 2 δισεκατομμύρια δραχμές. Η προϋπόθεση αυτή δεν ισχύει για την εισαγωγή συμπληρωματικής σειράς μετόχων της ίδιας κατηγορίας με τις ήδη εισαγμένες. Με απόφαση του ΥΠΕΘΟ, ύστερα από εισήγηση του διοικητικού συμβουλίου του ΧΑΑ και της Επιτροπής

Κεφαλαιαγοράς (ΕΚ) το παραπάνω ποσό μπορεί να αναπροσαρμόζεται.

- Να έχει δημοσιευτεί η κατάθεση σύμφωνα με το δίκαιο που τη διέπει τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της για τρεις τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της αίτησης, εισαγωγής της και να έχει ικανοποιητική διάρθρωση της περιουσίας με βάση τον τελευταίο ισολογισμό της.
- Οι οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας πρέπει να είναι ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή. Αν η εταιρία καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, οι καταστάσεις αυτές καθώς επίσης και οι οικονομικές καταστάσεις των εταιριών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση πρέπει να είναι ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή.
- Η εταιρία θα πρέπει να έχει ελεγχθεί φορολογικά για όλες τις χρήσεις για τις οποίες κατά το χρόνο της υποβολής της αίτησης εισαγωγής της έχουν δημοσιευτεί οικονομικές καταστάσεις.
- Το αργότερο κατά το χρόνο λήψης της απόφασης από το ΔΣ του Χρηματιστηρίου για την εισαγωγή, πρέπει να έχει πραγματοποιηθεί επαρκής διασπορά των μετοχών στο κοινό εντός της ελληνικής επικρατείας αλλού ή άλλων κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης.
- Η αίτηση εισαγωγής στο ΧΑΑ. Πρέπει να αναφέρεται σε όλες τις μετοχές της ίδιας κατηγορίας που έχουν εκδοθεί. Σε κάθε περίπτωση η εισαγωγή προς διαπραγμάτευση της κατηγορίας κοινών μετοχών με δικαίωμα ψήφου, αποτελεί προϋπόθεση για την εισαγωγή άλλων κατηγοριών μετόχων.
- Η εταιρία θα πρέπει σε ικανοποιητικό χρόνο πριν από τη διάθεση των μετοχών της στο κοινό να δημοσιεύσει ένα ενημερωτικό δελτίο. Για την κυκλοφορία και τη δημοσίευσή του, απαιτείται προηγούμενη έγκριση του περιεχομένου από το ΔΣ του Χρηματιστηρίου.

- Η τιμή διάθεσης των μετοχών που διατίθενται με δημόσια εγγραφή καθορίζεται από τον ανάδοχο είτε μετά το τέλος αυτής, εφόσον κατά τη δημόσια εγγραφή εφαρμόζεται διαδικασία βιβλίου προσφορών.
- Μετά την έναρξη διαπραγμάτευσης μετοχών ΧΑΑ. Ο κύριος ανάδοχος μπορεί να διενεργεί υπό τους όρους και τις προϋποθέσεις του κανονισμού αναδόχων, χρηματιστηριακές πράξεις.

5.8 ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΤΩΝ ΟΠΟΙΩΝ ΟΙ ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΙΝΑΙ ΕΙΣΑΓΜΕΝΕΣ ΣΤΟ ΧΑΑ

Οι υποχρεώσεις των εταιριών προς το ΧΑΑ είναι οι ακόλουθες:

- Να ανακοινωθούν στο ΔΣ του ΧΑΑ. Το σχέδιο τροποποίησης της συστηματικής πράξεις ή του καταστατικού της εταιρίας το αργότερο μέχρι την ημερομηνία σύγκλισης της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων, κατά την οποία θα συζητηθεί η τροποποίηση αυτή.
- Να συζητήσουν την εισαγωγή στο Χρηματιστήριο των νέων εκδόσεων μετοχών της αυτής κατηγορίας με εκείνες που είναι εισαγμένες, σε περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου και κάλυψης αυτού με δημόσια εγγραφή.
- Οι εταιρίες που προχωρούν σε αύξηση κεφαλαίου με διανομή δωρεάν μετοχών πρέπει εντός δύο μηνών από την ημέρα σύγκλισης της Γενικής Συνέλευσης να διανείμουν τις νέες μετοχές τους.
- Σε περίπτωση αύξησης κεφαλαίου με καταβολή μετρητών οι εταιρίες πρέπει να διανείμουν τις νέες μετοχές εντός δύο μηνών από τη λήξη της περιόδου των εγγραφών.

- Υποχρεούνται να δημοσιεύουν στην ελληνική γλώσσα εξαμηνιαία οικονομική κατάσταση (που περιλαμβάνει μεταξύ άλλων τη δραστηριότητα και τα αποτελέσματά τους) για κάθε εξάμηνο κάθε οικονομικής χρήσης. Για το δεύτερο εξάμηνο δικαιούνται να υποβάλλουν ετήσιες οικονομικές καταστάσεις.
- Οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις πρέπει να είναι σύμφωνες με το Γενικό Λογιστικό Σχέδιο και να περιέχουν υποχρεωτικά τις πληροφορίες που το σχέδιο αυτό προβλέπει και οι οποίες ελέγχονται από ορκωτό ελεγκτή.
- Οι εταιρίες πρέπει να αποστέλλουν στο ΧΑΑ ικανοποιητικό αριθμό ισολογισμών, με τις εκθέσεις του ΔΣ της εταιρίας.
- Να γνωστοποιούν το συντομότερο δυνατόν στο κοινό τα νέα σημαντικά γεγονότα που αφορούν την εταιρία και τη δραστηριότητα της, την οποία λόγω των επιπτώσεών τους στην οικονομική και περιουσιακή κατάσταση ή στη γενική πορεία των υποθέσεων της εταιρίας, μπορούν να προκαλέσουν σημαντική διακύμανση των τιμών των μετοχών της.

5.9 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΚΑΙ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ

I. Αυτό που είναι σημαντικό να αντιληφθούν οι επενδυτές είναι η δυνατότητα αντιστάθμισης μιας θέσης αγοράς μετοχών ΧΑΑ, με την πώληση ταυτόχρονα συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης ΧΠΑ. Για παράδειγμα, αν κάποιος επενδυτής έχει αμφιβολίες σχετικά με την πορεία των μετοχών που έχει αγοράσει και πιστεύει ότι για κάποιο χρονικό διάστημα θα κινηθούν καθοδικά, αντί λοιπόν να πουλήσει όλο το χαρτοφυλάκιό του, πουλάει συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης. Αν οι τιμές υποχωρήσουν, το χαρτοφυλάκιό του δεν θα υποστεί καμία ζημία γιατί θα καρπωθεί τη διαφορά από τα συμβόλαια.

Με αυτόν τον τρόπο, ο επενδυτής «κλειδώνει» την αξία του χαρτοφυλακίου του για οποιοδήποτε χρονικό διάστημα επιθυμεί.

Προς το παρόν, το πρόβλημα που αντιμετωπίζει το ΧΠΑ είναι ο μικρός όγκος συναλλαγών. Τα συμβόλαια των κοντινών μηνών π.χ. Δεκεμβρίου και Ιανουαρίου συγκεκριμένα παρουσιάζουν καθημερινά μικρό όγκο συναλλαγών, ενώ για τους μακρινούς μήνες είναι πολύ μικρότερος. Επομένως, μεγάλοι θεσμικοί δεν συμμετέχουν ακόμη γιατί φοβούνται μήπως εγκλωβιστούν. Από την άλλη πλευρά, οι ιδιώτες προτιμούν να αγοράσουν μετοχές στο ΧΑΑ, όπου δεν υπάρχουν τα απαγορευτικά γι' αυτούς περιθώρια ασφάλισης που υπάρχουν στο ΧΠΑ.

II. Μετά τις πρόσφατες κρίσεις στο Χρηματιστήριο, μεγάλη μερίδα επενδυτών κατηγορεί ένα μικρό αριθμό «παραγόντων», ότι πίεσα την αγορά μέσω παιχνιδιών στα παράγωγα αποκομίζοντας από την πτώση σημαντικά κεφάλαια.

Το Χρηματιστήριο παραγώγων, όμως σε ημερήσια βάση, ελέγχεται κάτι που κάνει η επιτροπή κεφαλαιαγοράς μαζί με το Διοικητικό Συμβούλιο του ΧΠΑ, η οποία επιτροπή πρόσφατα ανακοίνωσε ότι δεν προκύπτει αυτή η χειραγώγηση της Σοφοκλέους.

Το Χρηματιστήριο παραγώγων αυτή τη στιγμή είναι γύρω στο 25% της υποκείμενης αγοράς, τα συμβόλαια είναι λίγα καθώς και οι θεσμικοί απέχουν από την αγορά, ενώ οι συναλλαγές που γίνονται από ξένους αφορούν το 3% περίπου των συναλλαγών σε ημερήσια βάση. Όλα αυτά τα στοιχεία δείχνουν ότι δεν υφίσταται η χειραγώγηση.

III. Σημείο τριβής και έντονης αντιπαράθεσης αποτέλεσε τελευταία, η φημολογία ότι η αγορά του ΧΑΑ πιέζεται υπερβολικά και κερδοσκοπικά εξαιτίας των θέσεων που τα θεσμικά χαρτοφυλάκια παίρνουν κατά καιρούς στο ΧΠΑ. Όσο και αν αυτό θεωρητικά μπορεί να είναι δυνατό, εντούτοις η πρακτική και η πραγματικότητα διαφέρουν κάπως από τη θεωρία αυτή. Το κόστος που υπάρχει για ένα θεσμικό

χαρτοφυλάκιο όταν ρευστοποιεί μαζικά μετοχές των υποκειμένων δεικτών είναι εξαιρετικά μεγάλο.

Αν λάβουμε υπ' όψιν μας ότι τόσο η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς όσο και η ΕΤΕΣΕΠ, διασταυρώνουν και επιβλέπουν όλες τις συναλλαγές που γίνονται και στις δύο αγορές, τότε όλοι κατανοούμε το «παιχνίδι των φημών», όμως το κυριότερο είναι ότι για να πετύχει μια τέτοια χειραγώγηση, απαιτείται συντονισμός και συνεννόηση μεταξύ περισσότερων από έναν θεσμικούς επενδυτές, μιας και κανένας μόνος του δεν διακινδυνεύει μια τόσο μεγάλη μεταβολή στη σύνθεση του χαρτοφυλακίου του.

Ένας τέτοιος συντονισμός και συνεννόηση στην αγορά είναι αδύνατη, καθώς πέρα από τις φιλικές ή διπλωματικές σχέσεις μεταξύ των θεσμικών επενδυτών έρχεται σε αντίθεση με τον επαγγελματισμό και τον τελικό σκοπό του κέρδους. Τέλος αν όλοι κάνουν το ίδιο, ποιος θα κάνει το αντίθετο για να κερδίσουν εις βάρος του; Ο μικροεπενδυτής πάντως όχι, διότι τα δικά του χρήματα δεν είναι αρκετά ούτε για να αντισταθμίσουν το κόστος μιας τέτοιας κίνησης ούτε για να προδώσουν τελικά το πολυπόθητο κέρδος.

IV. Η συνεχής φημολογία για το ρόλο που έχουν διαδραματίσει τα παράγωγα στην πτώση των τιμών των μετοχών στο Χρηματιστήριο, υποχρέωσε τη διοίκηση του ΧΠΑ να προχωρήσει σε ανακοίνωση, προκειμένου να υποστηρίξει ότι η πτώση στη Σοφοκλέους δεν οφείλεται στα παράγωγα. Έτσι, συνοψίζοντας, καταλήγουμε στο ότι με την υπάρχουσα ρευστότητα που υπάρχει στα παράγωγα, είναι δύσκολο να υποστηριχτεί ότι υπάρχουν συνδυασμένες κινήσεις που πάντα οδηγούν σε κέρδη καθώς η αγορά σημαντικού αριθμού συμβολαίων δεν οδηγεί υποχρεωτικά σε άνοδο της αγοράς, αφού για κάθε αγοραστή υπάρχει ο πωλητής, κάτι που ισχύει και για την πώληση συμβολαίων.

V. Το Χρηματιστήριο αξιών είναι δύσκολο να χειραγωγηθεί από το Χρηματιστήριο Παραγώγων και οι βασικότεροι λόγοι εντοπίζονται να είναι οι εξής:

Σε δανεισμό τίτλων και στην εν συνεχεία πώλησή τους στη Σοφοκλέους μπορούν να προχωρήσουν μόνο πέντε κωδικοί και οι οποίοι αντιστοιχούν στους ειδικούς διαπραγματευτές τύπου B (market makers).

Ο μικρός αριθμός αυτών των κωδικών αφενός δεν ελέγχει τη δυνατότητα να πιέσει τη Σοφοκλέους, αφετέρου ένα άμεσα ελεγχόμενος.

Η on line παρακολούθηση της αγοράς δίνει τη δυνατότητα για τον εντοπισμό ανεπιθύμητων συμπεριφορών, ενώ παράλληλα όλα τα στοιχεία είναι διαθέσιμα στους επενδυτές.

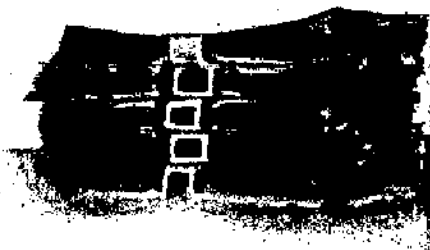
Τέλος, αν κάποιος έχει μετοχές και τις πουλάει στη Σοφοκλέους για να δημιουργήσει πιέσεις και να επωφεληθεί από τη θέση πώλησης στο συμβόλαιο που παράλληλα πήρε στο Χρηματιστήριο Παραγώγων, τότε κάνει ένα παιχνίδι με πολύ μεγάλο κόστος χρηματοδότησης, που ενέχει και σοβαρό κίνδυνο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

6.1 ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ

ΓΕΝΙΚΑ

Η ύπαρξη των παραγωγών προϊόντων χρονολογείται από τους αρχαίους χρόνους. Βάσει ιστορικών δεδομένων, υπήρχαν στην αρχαία Ελλάδα και στη Ρώμη, όπου παρουσιάζονται συγκεκριμένοι χώροι για τη συμφωνία αγοραπωλησίας εμπορευμάτων η οποία θα πραγματοποιηθεί σε μια μελλοντική στιγμή. Επίσης εμφανίζονται στην Οσάκα της Ιαπωνίας κατά τον 16^ο αιώνα, όπου οι φεουδάρχες χρησιμοποιούσαν συμβόλαια αγοραπωλησίας στο ρύζι για την προώθηση της σοδειάς τους στην αγορά με καθορισμένη μελλοντική ημερομηνία προκειμένου να εξασφαλίσουν νωρίτερα τα έσοδα. Ωστόσο, το πρώτο οργανωμένο Χρηματιστήριο παραγωγών δημιουργήθηκε 1842 στο Σικάγο, το γνωστό ως Chicago Board of Trade (CBOT). Τη δεκαετία του '80 με την παγκοσμιοποίηση των χρηματοπιστωτικών προϊόντων και αγορών χρήματος (και την αύξηση των χρηματοοικονομικών κινδύνων) η σπουδαιότητα των παραγωγών προϊόντων, πέρα από των αντίστοιχων σε εμπορεύματα, έγινε ευρέως αποδεκτή και η χρησιμοποίησή τους για την αντιστάθμιση των επικείμενων κινδύνων έγινε κοινή πρακτική.



6.2 ΙΣΤΟΡΙΑ ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΩΝ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ ΣΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ

Οι Ιάπωνες ήταν οι πρώτοι που εισήγαγαν την προθεσμιακή διαπραγμάτευση τον 15^ο αιώνα, με προθεσμιακές πράξεις ρυζιού. Στη Βόρεια Αμερική, ο κλάδος της παραγωγής δημητριακών ήταν ο πρώτος που εφάρμοσε τα συμβόλαια προθεσμιακής βάσης. Αρχικά αναπτύχθηκαν συμβόλαια στα οποία ο αγοραστής και ο πωλητής συμφωνούσαν μεταξύ τους προκαταβολικά τους όρους της συναλλαγής η οποία θα λάμβανε χώρα με την άφιξη των αγαθών. Αυτές οι συμφωνίες, γνωστές ως συμβόλαια με την άφιξη είχαν τις ρίζες τους στο εμπόριο βαμβακιού του Liverpool κατά τον 16^ο αιώνα. Στην αρχή οι αγοραστής και οι πωλητές συναντιόντουσαν στο δρόμο αλλά καθώς ο όγκος μεγάλωνε, αναζητήθηκε μια πιο μόνιμη και σταθερή αγορά.

Παρόλο που τα συμβόλαια με την άφιξη βοήθησαν στην εξομάλυνση των εποχιακών εκρήξεων στην προσφορά και τη ζήτηση, δεν ήταν τέλεια λύση. Συχνά ανέκυπταν διαμάχες για την παράδοση και τους όρους των συμβολαίων ενώ ο φόβος της μη εκπλήρωσης πάντοτε υπήρχε. Επίσης η ιδιωτική φύση των συμβολαίων σήμαινε ότι οι πληροφορίες για τις τιμές ήταν περιορισμένες.

Πολλά από αυτά τα προβλήματα, που ήταν τα προβλήματα των εξωχρηματιστηριακών προθεσμιακών συμφωνιών, λύθηκαν με την εφαρμογή Χρηματιστηριακών Προθεσμιακών συμφωνιών που έγιναν γνωστά ως Προθεσμιακά Συμβόλαια(futures). Το Chicago Board of Trade έγινε η πρώτη οργανωμένη αγορά προθεσμιακών συμβολαίων(futures)της Βόρειας Αμερικής στα 1848 όπου οι αγοραστής και οι πωλητές μετακινήθηκαν από το δρόμο μέσα στο χώρο του Χρηματιστηρίου. Ωστόσο από το 1860 και μετά εφαρμόστηκε η καινοτόμος ιδέα των τυποποιημένων προθεσμιακών συμβολαίων.

6.3 ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΣΕ ΔΕΙΚΤΕΣ (STOCK INDEX FUTURES)

Τα παράγωγα που διαπραγματεύονται σε δείκτη είναι μια από τις πιο θαυμαστές περιπτώσεις επιτυχημένης αγοράς στην ιστορία. Αυτά τα συμβόλαια βασίζονται σε δείκτες S&P 500 στις ΗΠΑ.

Οι καινοτόμοι των προθεσμιακών αγορών στράφηκαν στην αγορά μετοχών. Το πρώτο προθεσμιακό συμβόλαιο σε δείκτη άρχισε να διαπραγματεύεται στα 1982 όταν το Kansas City Board of Trade εισήγαγε ένα συμβόλαιο πάνω στο δείκτη Value Line. Αμέσως μετά, αναπτύχθηκαν προθεσμιακά συμβόλαια στους S&P 500 και NYSE.

Τα δέκα μεγαλύτερα συμβόλαια στον κόσμο βάσει του όγκου

ΣΥΜΒΟΛΑΙΟ	ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ
Average interestrate on inter	BBF, Βραζιλία	9541134
US treasury bonds	CBOT, Η.Π.Α	7228673
US dollar	BM& F, Βραζιλία	6094525
Three-month eurodollar	CME, Η.Π.Α	6605521
Interest rate	BM& F, Βραζιλία	5066541
S& P 100 index option	CBOE, Η.Π.Α	5030948
National bond	MATIF, Γαλλία	3325752
German Government bond	LIFFE, Αγγλία	3041447
IBEX 35 option	MEFF RV, Ισπανία	2616086
DAX option	DTB, Γερμανία	2430628

6.3.1 ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ

Τα πιο συνηθισμένα νομίσματα που χρησιμοποιούνται σε υποκείμενα μέσα σε παράγωγα ξένου συναλλάγματος είναι το δολάριο ΗΠΑ, η Βρετανική λίρα, το Ιαπωνικό γιέν, το ελβετικό φράγκο, το γερμανικό μάρκο και το γαλλικό φράγκο. Οι τύποι των παραγώγων που διαπραγματεύονται περιλαμβάνουν προθεσμιακά συμβόλαια και σε χρηματιστηριακές και σε εξωχρηματιστηριακές αγορές.

Τα προθεσμιακά συμβόλαια ξένου συναλλάγματος άρχισαν να διαπραγματεύονται το 1972 από το CME. Η Διεθνής Νομισματική Αγορά ιδρύθηκε ειδικά για τη διαπραγμάτευση προθεσμιακών συμβολαίων σε ξένο συνάλλαγμα.

6.4 ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ (OPTIONS) ΣΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ

Τα options πρωτοεμφανίστηκαν τον 17^ο αιώνα στην Ολλανδία με σκοπό τη διακίνηση βολβών από τουλίπες. Options σε μετοχές για πρώτη φορά πουλήθηκαν το 1973 στο Chicago Board Options Exchange. Από τότε υπήρξε δραματική αύξηση στις αγορές options. Σήμερα διαπραγματεύονται σε πολλά Χρηματιστήρια ανά τον κόσμο.

Η διαπραγμάτευση δικαιωμάτων είναι από τις πιο θερμές οικονομικές δραστηριότητες στις Ηνωμένες Πολιτείες σήμερα. Σε συνδυασμό με τις μετοχές, δικαιώματα είναι διαθέσιμα και σε Χρηματιστηριακούς δείκτες. Αξίζει να αναφερθεί ότι η αξία της αγοράς παραγώγων στις ΗΠΑ είναι μεγαλύτερη από \$20 τρισεκατομμύρια. Αυτή η εκτίμηση είναι ένα τεράστιο μέγεθος σε σχέση με το τραπεζικό κεφάλαιο αλλά και με το ακαθόριστο εγχώριο προϊόν της χώρας που είναι \$7 τρισεκατομμύρια. Αυτά τα ποσά όμως είναι συχνά ενδεικτικά.

6.4.1 ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ (OPTIONS) ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ

Το μεγαλύτερο Χρηματιστήριο που διαπραγματεύεται options επί συναλλάγματος είναι της Φιλαδέλφειας (Philadelphia Exchange). Προσφέρει options ευρωπαϊκού και αμερικανικού τύπου σε δολάρια Αυστραλίας, λίρες Αγγλίας, Δολάρια Καναδά, Γερμανικά Μάρκα, γαλλικά φράγκα, Ιαπωνικά γιεν και Ελβετικά μάρκα. Το μέγεθος του συμβολαίου εξαρτάται από το νόμισμα. Για παράδειγμα options επί Αγγλικών λιρών δίνουν το δικαίωμα στον κάτοχο να αγοράσει ή να πουλήσει αγγλικές λίρες.

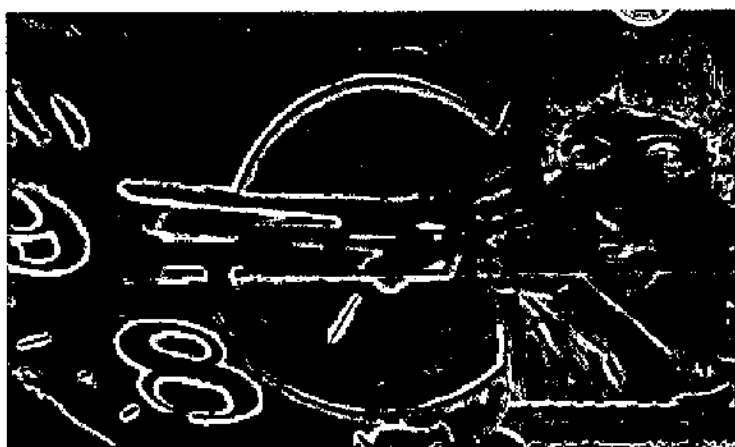
Τα μεγαλύτερα Χρηματιστήρια συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και δικαιωμάτων κόστους

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ	ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ
Chicago Board of Trade (CBOT)	213575018
Chicago Mercantile Exchange (CME)	185146988
Chicago Board Options Exchange (CBOE)	180267652
Bolsa Mercadorias De Futuros (BM & F)	150720287
Bolsa Brasileira de Futuros (BBF)	134594976
London International Financial Futures Exchange (LFFE)	1320852942
New York Mercantile Exchange (NYMEX)	73900203
Merche a terme International de France (MATIF)	71567918
American Stock Exchange (AMEX)	52659000
Deutsche Terminborse	50170338

6.5 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΚΑΙ ΕΥΡΩ

1.ΓΕΝΙΚΑ

Το Χρηματιστήριο Παραγώγων έχει ανακοινώσει ότι θα προχωρήσει κι αυτό στην εισαγωγή του Ευρώ από τους αρχές του Ιανουαρίου 2001. από την ημερομηνία αυτή και μετά, η διαπραγμάτευση, ο διακανονισμός και η εκκαθάριση των Χρηματιστηριακών συναλλαγών στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών θα διενεργούνται σε ευρώ. Η απεικόνιση των τιμών των Παραγώγων προϊόντων σε ευρώ θα γίνεται με τη χρήση δύο δεκαδικών ψηφίων, ενώ για τη μετατροπή των τιμών των Παραγώγων προϊόντων σε ευρώ θα χρησιμοποιείται η κλειδωμένη ισοτιμία μεταξύ ευρώ και δραχμής, η οποία έχει καθοριστεί στις 340,75 δραχμές / ευρώ. Ειδικό βάρος έχει δοθεί από το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών στην εξασφάλιση της συνέχειας των συμβάσεων και στην πιστή τήρηση των όρων κάθε συμβολαίου.



Η πρώτη μέρα λειτουργίας του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών σε ευρώ είναι η Τετάρτη 3 Ιανουαρίου 2001. όπως και έχει ανακοινώσει το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών η μετάβαση σε ευρώ δεν θα επηρεάσει την τιμή του Γενικού Δείκτη Τιμών ή κάποιου άλλου από τους δείκτες που υπολογίζονται στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά.

Συνεπώς οι τιμές των δεικτών FTSE/ ASE 20 και FTSE/ ASE Mid 40 δεν θα επηρεαστούν από τη μετάβαση των τιμών των μετοχών σε ευρώ. Αυτό φυσικά σημαίνει ότι οι τιμές εξάσκησης των ανοικτών θέσεων σε παράγωγα προϊόντα δεικτών δεν θα επηρεαστούν από τη μετάβαση σε ευρώ.

6.6 ΠΩΣ ΘΑ ΕΚΦΡΑΣΤΟΥΝ ΟΙ ΑΝΟΙΚΤΕΣ ΘΕΣΕΙΣ ΣΕ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ

Α.ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΑΗΡΩΣΗΣ ΣΤΟ ΔΕΙΚΤΗ FTSE/ASE-20

Όλες οι ανοικτές θέσεις επενδυτών στα υπάρχοντα προϊόντα που έχουν δραχμικό πολλαπλασιαστή θα αντικατασταθούν με αντίστοιχες θέσεις σε προϊόντα με πολλαπλασιαστή Ευρώ. Σε κάθε συμβόλαιο με δραχμικό πολλαπλασιαστή 2.000 δραχμών θα αντιστοιχούν δύο συμβόλαια με πολλαπλασιαστή 0,87 Ευρώ.

Για παράδειγμα , κάποιος επενδυτής που έχει ,πρίν τη μετάβαση , μία ανοιχτή θέση σε ένα συμβόλαιο με λήξη το Φεβρουάριο του 2001 και με πολλαπλασιαστή 2.000 δραχμές , μετά τη μετάβαση σε Ευρώ , θα έχει μια ανοιχτή θέση στη σειρά με πολλαπλασιαστή 5 Ευρώ και λήξη το Φεβρουάριο του 2001 και μια ανοιχτή θέση στη σειρά με πολλαπλασιαστή 0,87 Ευρώ και λήξη το Φεβρουάριο του 2001. Δηλαδή , η αξία της θέσης του δεν θα επηρεαστεί απο τη μετάβαση σε Ευρώ. Ο επενδυτής θα μπορεί, οποιαδήποτε στιγμή και χωρίς κόστος προμηθειών , να κλείσει τη θέση του στη σειρά με πολλαπλασιαστή 0,87 Ευρώ.

Β.ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΑΗΡΩΣΗΣ ΣΤΟ ΔΕΙΚΤΗ FTSE/ASE MID 40

Όλες οι ανοικτές θέσεις στα υπάρχοντα προϊόντα που έχουν δραχμικό πολλαπλασιαστή θα αντικατασταθούν με αντίστοιχες θέσεις σε προϊόντα με πολλαπλασιαστή Ευρώ. Σε κάθε συμβόλαιο με δραχμικό

πολλαπλασιαστή 4.000 δραχμών θα αντιστοιχούν δύο συμβόλαια με πολλαπλασιαστή σε Ευρώ, δηλαδή ένα με πολλαπλασιαστή 10 Ευρώ και ένα με πολλαπλασιαστή 1,74 Ευρώ.

Για παράδειγμα , κάποιος επενδυτής που έχει , πριν τη μετάβασή , μια ανοιχτή θέση σε ένα συμβόλαιο με λήξη το Φεβρουάριο του 2001 και με πολλαπλασιαστή 4.000 δρχ. , μετά τη μετάβαση θα έχει μια ανοιχτή θέση στη σειρά με πολλαπλασιαστή 10 Ευρώ και λήξη το Φεβρουάριο του 2001 και μια ανοιχτή θέση στη σειρά με πολλαπλασιαστή 1,74 Ευρώ και λήξη το Φεβρουάριο του 2001.Ο επενδυτής θα μπορεί να κλείσει τη θέση του στη σειρά με πολλαπλασιαστή 1,74 Ευρώ.

Γ. ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ ΣΤΟ ΔΕΙΚΤΗ FTSE/ASE-20

Όλες οι ανοιχτές θέσεις στα υπάρχοντα προϊόντα που έχουν δράχμικό πολλαπλασιαστή θα αντικατασταθούν με αντίστοιχες θέσεις σε προϊόντα με πολλαπλασιαστή Ευρώ. Σε κάθε συμβόλαιο με δραχμικό πολλαπλασιαστή 2.000 δραχμών θα αντιστοιχούν δύο συμβόλαια με πολλαπλασιαστή σε Ευρώ δηλαδή ένα με πολλαπλασιαστή 5 Ευρώ και ένα με πολλαπλασιαστή 0,87 Ευρώ.

Αν κάποιος επενδυτής έχει πριν τη μετάβαση μια ανοιχτή θέση σε ένα συμβόλαιο με λήξη το Φεβρουάριο του 2001 και με πολλαπλασιαστή 2.000 δρχ , μετά τη μετάβαση θα έχει μια ανοιχτή θέση στη σειρά με πολλαπλασιαστή 5 Ευρώ και λήξη το Φεβρουάριο του 2001 και μια ανοιχτή θέση στη σειρά με πολλαπλασιαστή 0.87 Ευρώ και λήξη το Φεβρουάριο του 2001. Δηλαδή, η αξία της θέσης του δεν θα επηρεαστεί από τη μετάβαση σε Ευρώ. Ο επενδυτής θα μπορεί οποιαδήποτε στιγμή, να κλείσει τη θέση του στη σειρά με πολλαπλασιαστή 0.87 Ευρώ.

Δ. ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΣΕ 10-ΕΤΕΣ ΟΜΟΛΟΓΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

Όλες οι ανοιχτές θέσεις στα υπάρχοντα προϊόντα που έχουν δραχμική ονομαστική τιμή θα αντικατασταθούν με αντίστοιχες θέσεις σε προϊόντα με ονομαστική τιμή σε Ευρώ. Σε κάθε συμβόλαιο με δραχμική ονομαστική τιμή 25.000.000 Δρχ θα αντιστοιχούν 8 συμβόλαια με ονομαστική τιμή σε Ευρώ, 7 με ονομαστική τιμή 10.000 Ευρώ και ένα με ονομαστική τιμή 3.400 Ευρώ.

Αν κάποιος επενδυτής πριν τη μετάβαση, έχει μια ανοιχτή θέση σε ένα συμβόλαιο με λήξη το Φεβρουάριο του 2001 και με ονομαστική τιμή 25.000.000 Δρχ, μετά τη μετάβαση θα έχει 7 ανοιχτές θέσεις στη σειρά με ονομαστική αξία 10.000 Ευρώ και λήξη το Φεβρουάριο του 2001 και μια ανοιχτή θέση με ονομαστική θέση 3.400 Ευρώ και λήξη το Φεβρουάριο του 2001. Ο επενδυτής θα μπορεί οποιαδήποτε στιγμή να κλείσει τη θέση του στα 7 συμβόλαια με ονομαστική τιμή 10.000 Ευρώ και στο 1 με ονομαστική τιμή 3.400 Ευρώ.

Για τις νέες σειρές προϊόντων στο FTSE/ASE-20 (Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης και Δικαιώματα Προαίρεσης), που θα εισάγονται μετά την 1η Ιανουαρίου 2001, ο πολλαπλασιαστής του δείκτη θα είναι 5 Ευρώ. Για τις σειρές προϊόντων στο FTSE/ASE-MID 40 (Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης), που θα εισάγονται μετά την 1η Ιανουαρίου 2001, ο πολλαπλασιαστής του δείκτη θα είναι 10 Ευρώ.

Επίσης από την 1^η Ιανουαρίου 2001 και μετά τα απαιτούμενα περιθώρια ασφάλισης για τα νέα προϊόντα θα υπολογίζονται από την Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων (ΕΤΕΣΕΠ) σε ευρώ. Ταυτόχρονα, από την 1^η Ιανουαρίου του 2001 τα υπόλοιπα των λογαριασμών περιθωρίων που ήδη υπάρχουν θα αποτιμούνται σε ευρώ. Θα υπάρξει μια μεταβατική περίοδος από τον Ιανουάριο ως το Δεκέμβριο του 2001, όπου οι επενδυτές δεν θα υποχρεώνονται στη τήρηση τραπεζικών λογαριασμών σε ευρώ για τα περιθώρια ασφάλισης. Η

εκκαθάριση βέβαια των συμβολαίων τους θα γίνεται σε ευρώ της ΕΤΕΣΕΠ, η ενημέρωση όμως των τραπεζικών λογαριασμών τους θα γίνεται στο νόμισμα στο οποίο βρίσκεται ο λογαριασμός τους. Με τη λήξη της μεταβατικής περιόδου και την κυκλοφορία των νομισμάτων ευρώ στην Ελλάδα (αρχές 2002). Ο τραπεζικός λογαριασμός των επενδυτών θα μετατραπούν σε ευρώ από τις τράπεζες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

7.1 ΣΥΝΕΝΤΕΥΞΗ ΑΠΟ ΤΟΝ κ. ΣΤΡΑΤΗΓΑΚΗ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗ, ΔΙΕΥΘΥΝΤΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ «ΔΑΜΙΑΝΑΚΗΣ Α.Ε.Λ.Δ.Ε.»



ΔΑΜΙΑΝΑΚΗΣ Α.Ε.Λ.Δ.Ε.

(ΕΤΑΙΡΙΑ ΛΗΨΗΣ & ΔΙΑΒΙΒΑΣΗΣ ΕΝΤΟΛΩΝ)

Διαμεσολάβηση Χρηματιστηριακών Συναλλαγών

Ελληνικά και Διεθνή Αμοιβαία Κεφάλαια

Στρατηγάκης Παναγιώτης

Διευθύνων Σύμβουλος

Σκαλίδη 30 Χανιά

Τηλ. (0821) 83013 - 4, Fax.: 87600

-Ποια η χρησιμότητα των παραγώγων;

Τα παράγωγα είναι εργαλεία διαχείρισης κινδύνου αλλά και πηγή εισοδήματος.

-Ποιος ο σκοπός και ο ρόλος της δημιουργίας Χρηματιστηρίου Παραγώγων στην Αθήνα;

Ο σκοπός και ρόλος της δημιουργίας του ΧΠΑ είναι η εξισορρόπηση της χρηματιστηριακής αγοράς και προστασία της αξίας των τίτλων του Χρηματιστηρίου.

-Ποιες οι διαφορές μεταξύ του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης (future) και του προθεσμιακού συμβολαίου (forward);

Η διαφορά του είναι ότι τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures) είναι τυποποιημένα συμβόλαια με νομικά δεσμευτική συμφωνία, ενώ τα προθεσμιακά συμβόλαια (forward) προσαρμόζονται στις ανάγκες των τελικών χρηστών και διαπραγματεύονται.

-Ποιοι παράγοντες καθορίζουν την τιμή ενός Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) ;

Οι παράγοντες που καθορίζουν την τιμή ενός ΣΜΕ είναι η προσφορά και η ζήτηση, το κόστος διατήρησης και το πολιτικοοικονομικό περιβάλλον.

-Ποιες είναι οι διαφορές μεταξύ των Δικαιωμάτων Προαίρεσης που συναλλάσσονται εκτός του χώρου συναλλαγών του Χρηματιστηρίου, τα λεγόμενα εξωχρηματιστηριακά (OTC ή over counter options) και των δικαιωμάτων που συναλλάσσονται εντός του Χρηματιστηρίου;

Οι διαφορές τους είναι ότι στην OTC αγορά η συναλλαγή γίνεται μεταξύ των ενδιαφερομένων μελών και μιας τράπεζας ως εγγυητής.

-Πώς υπολογίζεται η θεωρητική τιμή ενός Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης ;

Η θεωρητική τιμή ενός ΣΜΕ ισούται με το κόστος της διατήρησης της υποκείμενης αξίας, δηλαδή επίπεδο δείκτη + εισόδημα από τόκους-μερίσματα.

-Βάσει ποιων κριτηρίων καθορίζονται τα δικαιώματα προαίρεσης;

Τα κριτήρια βάσει των οποίων καθορίζονται τα Δικαιώματα Προαίρεσης είναι: ο υποκείμενος τίτλος, το μέγεθος του συμβολαίου, η τιμή εξάσκησης, η ημερομηνία λήξης, το είδος, η κλάση, η σειρά και τα μερίσματα.

-Πώς θα μπορούσε ο διαχειριστής χαρτοφυλακίου να εκμεταλλευτεί επικείμενη ... άνοδο στην τιμή- συγκεκριμένης μετοχής χρησιμοποιώντας δικαιώματα προαίρεσης;

Για να μπορέσει ο διαχειριστής χαρτοφυλακίου να εκμεταλλευτεί επικείμενη άνοδο στην τιμή συγκεκριμένης μετοχής χρησιμοποιώντας δικαίωμα προαίρεσης θα πρέπει να ακολουθήσει συγκεκριμένη

στρατηγική. Για την περίπτωση αυτή η στρατηγική που θα πρέπει να ακολουθήσει θα πρέπει να είναι η αγορά δικαιώματος αγοράς.

-Πώς θα μπορούσε ο διαχειριστής χαρτοφυλακίου να εκμεταλλευτεί επικείμενη πτώση στην τιμή συγκεκριμένης μετοχής χρησιμοποιώντας δικαιώματα προαίρεσης;

Αντίστοιχα και εδώ με την αγορά δικαιώματος ή με πώληση δικαιώματος εάν περιμένει σημαντική πτώση.

-Πώς θα μπορούσε ο διαχειριστής χαρτοφυλακίου να αυξήσει την απόδοση του χαρτοφυλακίου σε περίοδο στασιμότητας στην υποκείμενη χρήση χρηματιστηριακής αγοράς;

Ο διαχειριστής χαρτοφυλακίου θα μπορούσε να αυξήσει την απόδοση του χαρτοφυλακίου σε περίοδο στασιμότητας με χρήση ΣΜΕ και Options (Δικαιώματα), λόγω κυρίως της μόχλευσης (leverage).

Συνέντευξη από τον Διευθυντή της εταιρίας κ. Στρατηγάκη Παναγιώτη.

7.2 ΣΥΝΕΝΤΕΥΞΗ ΑΠΟ ΤΟΝ κ. ΞΕΝΟΥΛΗ ΑΡΗ, ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΕΛΕΓΚΤΗ ΕΤΑΙΡΙΑΣ «ΓΕΡΟΛΥΜΟΣ Α.Ε.Λ.Δ.Ε.»



ΚΟΡΙΝΘΟΥ 273 Γ - ΠΑΤΡΑ
ΤΗΛ.: 276.896 - 624.105 - 624.106
624.107 - 624.177 - 621.753
fax: 622.667 - e-mail: gerolde @ otenet.gr

-Ποια η χρησιμότητα των παραγώγων;

Δύο παραδοσιακά οφέλη συνδέονται με τα παράγωγα. Πρώτον, χρησιμοποιούνται για τη διαχείριση και τη μετακύληση του κινδύνου και δεύτερον, η διαπραγμάτευσή τους αποδίδει προβλέψιμες τιμές που παρέχουν πληροφόρηση στην αγορά, για την πραγματική αξία ορισμένων επενδυτικών στοιχείων και για τη μελλοντική κατεύθυνση της οικονομίας.

-Ποιος ο σκοπός και ο ρόλος της δημιουργίας Χρηματιστηρίου Παραγώγων στην Αθήνα;

Το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών και η Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων (ΕΤΕΣΕΠ), αποσκοπούν στο να δημιουργήσουν στην Ελλάδα μια οργανωμένη αγορά παραγώγων.

Τα χρηματιστηριακά παράγωγα προϊόντα που τελούν υπό διαπραγμάτευση στο πλαίσιο μιας οργανωμένης αγοράς έχουν δύο κρίσιμα χαρακτηριστικά-πλεονεκτήματα. Πρώτον, είναι συμβάσεις που καταρτίζονται μεταξύ ενός μέλους και της οργανωμένης αγοράς και τα

χρηματιστηριακά συμβόλαια έχουν την «εγγύηση» της αγοράς στην οποία υπόκεινται προς διαπραγμάτευση. Δεύτερον, κάθε προϊόν έχει τα ίδια χαρακτηριστικά και αυτή η τυποποίηση τα καθιστά ανταλλάξιμα, τους προσδίδει ρευστότητα και δυνατότητα συμψηφισμού, αντίθετα με ότι ισχύει σε παράγωγα προϊόντα που δεν είναι εισηγμένα σε οργανωμένες αγορές.

-Ποιες οι διαφορές μεταξύ του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης (future) και του προθεσμιακού συμβολαίου (forward);

Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης είναι τυποποιημένα συμβόλαια με νομικά δεσμευτική συμφωνία, ενώ τα προθεσμιακά συμβόλαια προσαρμόζονται στις ανάγκες των τελικών χρηστών και διαπραγματεύονται.

-Ποιοι παράγοντες καθορίζουν την τιμή ενός Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) ;

Η προσφορά και η ζήτηση είναι οι σημαντικότεροι παράγοντες που καθορίζουν την τιμή ενός ΣΜΕ.

-Ποιες είναι οι διαφορές μεταξύ των Δικαιωμάτων Προαίρεσης που συναλλάσσονται εκτός του χώρου συναλλαγών του Χρηματιστηρίου, τα λεγόμενα εξωχρηματιστηριακά (OTC ή over counter options) και των δικαιωμάτων που συναλλάσσονται εντός του Χρηματιστηρίου;

Στην OTC αγορά η συναλλαγή γίνεται μεταξύ των ενδιαφερομένων μελών και μίας τράπεζας που μπαίνει ως εγγυητής.

-Πώς υπολογίζεται η θεωρητική τιμή ενός Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης ;

Η θεωρητική τιμή του ΣΜΕ υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο: επίπεδο δείκτη+ εισόδημα από τόκους-μερίσματα.

-Βάσει ποιων κριτηρίων καθορίζονται τα Δικαιώματα Προαίρεσης;

Τα κριτήρια βάσει των οποίων καθορίζονται τα Δικαιώματα Προαίρεσης είναι: ο υποκείμενος τίτλος, το μέγεθος του συμβολαίου, η τιμή εξάσκησης, η ημερομηνία λήξης, το είδος, η κλάση, η σειρά και τα μερίσματα.

-Πώς θα μπορούσε ο διαχειριστής χαρτοφυλακίου να εκμεταλλευτεί επικείμενη άνοδο στην τιμή συγκεκριμένης μετοχής χρησιμοποιώντας δικαιώματα προαίρεσης;

Θα πρέπει να προχωρήσει σε αγορά δικαιώματος αγοράς.

-Πώς θα μπορούσε ο διαχειριστής χαρτοφυλακίου να εκμεταλλευτεί επικείμενη πτώση στην τιμή συγκεκριμένης μετοχής χρησιμοποιώντας δικαιώματα προαίρεσης;

Εδώ θα πρέπει να προχωρήσει σε αγορά ή πώληση δικαιώματος.

-Πώς θα μπορούσε ο διαχειριστής χαρτοφυλακίου να αυξήσει την απόδοση του χαρτοφυλακίου σε περίοδο στασιμότητας στην υποκείμενη χρήση χρηματιστηριακής αγοράς;

Για αύξηση της απόδοσης του χαρτοφυλακίου σε περίοδο στασιμότητας αρκεί η χρήση ΣΜΕ και options

Συνέντευξη από τον Εσωτερικό Ελεγκτή της εταιρίας κ. Άρη Ξενούλη

7.3 Η ΠΟΡΕΙΑ ΤΟΥ ΧΠΑ ΤΟΥΣ ΤΕΛΕΥΤΑΙΟΥΣ ΜΗΝΕΣ

1) ΜΗΝΑΣ ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ

Ο όγκος των συναλλαγών στα ΣΜΕ στον FTSE/ASE-20 διατηρήθηκε σε αρκετά υψηλά επίπεδα. Τον Οκτώβριο είχαμε μέσο ημερήσιο όγκο συναλλαγών 2881 συμβόλαια που αντιστοιχούν σε μέση ημερήσια αξία συναλλαγών 12,9 δισεκατομμύρια δραχμές. Ταυτόχρονα είχαμε μια σημαντική αύξηση ανοικτών θέσεων. Ο FTSE/ASE-20 σημείωσε πτώση 6,8% κατά τη διάρκεια του μήνα, ενώ η τιμή εκκαθάρισης του συμβολαίου του Νοεμβρίου σημείωσε πτώση 7,5% στην ίδια χρονική περίοδο. Για το συμβόλαιο του Οκτωβρίου από την αρχή του μήνα μέχρι την ημέρα λήξης (20/10) είχαμε μείωση της τιμής εκκαθάρισης κατά 8,5% ενώ ο FTSE/ASE-20 στο ίδιο χρονικό διάστημα είχε πτώση 7,7%. Τόσο το συμβόλαιο του Σεπτεμβρίου όσο και το συμβόλαιο του Οκτωβρίου κινήθηκαν με μικρές αποκλίσεις από την θεωρητική τους τιμή.

Ο όγκος των συναλλαγών στα ΣΜΕ στον FTSE/ASE Mid 40 ήταν αρκετά μειωμένος γεγονός που αντικατοπτρίζει το μειωμένο ενδιαφέρον στη μεσαία κεφαλαιοποίηση που ήταν έκδηλο στο ΧΑΑ κατά τον Οκτώβριο. Ο μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών στα ΣΜΕ ήταν 1714 έναντι 2887 του Σεπτεμβρίου. Η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών ήταν 2,34 δισεκατομμύρια δραχμές έναντι 6,64 δισεκατομμυρίων το Σεπτέμβριο. Και στα ΣΜΕ στον FTSE/ASE-Mid 40 όπως και στα ΣΜΕ FTSE/ASE-20 είχαμε αύξηση των ανοικτών θέσεων από 2463 το Σεπτέμβριο σε 4460 τον Οκτώβριο. Ο FTSE/ASE-Mid 40 σημείωσε πτώση 16% κατά τη διάρκεια του μήνα ενώ η τιμή εκκαθάρισης του συμβολαίου του Νοεμβρίου σημείωσε πτώση 15% στην ίδια χρονική περίοδο. Για το συμβόλαιο του Οκτωβρίου από την αρχή του μήνα μέχρι την ημέρα λήξης (20/10) είχαμε μείωση της τιμής εκκαθάρισης κατά 15% ενώ ο FTSE/ASE Mid 40 στο ίδιο χρονικό διάστημα είχε πτώση 16%.

Στα δικαιώματα επί του δείκτη FTSE/ASE-20, η έναρξη διαπραγμάτευσης των οποίων πραγματοποιήθηκε στις 11 Σεπτεμβρίου 2000, πραγματοποιήθηκαν συνολικά 5236 συμβόλαια και ο μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών ανέρχεται στα 125 συμβόλαια.

Στα ΣΜΕ επί του 10ετους ομόλογου του Ελληνικού Δημοσίου παρουσιάζεται σημαντική μείωση κατά 29% στον όγκο συναλλαγών και ο μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών ανέρχεται σε 698 συμβόλαια έναντι 985 τον Αύγουστο.

ΑΡΘΡΟ: «ΧΡΗΜΑ»

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΟΔΙΚΟ

ΤΕΥΧΟΣ 260 ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2000

2)ΜΗΝΑΣ ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ

Ο όγκος των συναλλαγών στον FTSE/ASE-20 διατηρήθηκε σε υψηλά επίπεδα, σημειώνοντας ρεκόρ. Τον Νοέμβριο είχαμε μέσο ημερήσιο όγκο συναλλαγών 3.649 συμβόλαια, που αντιστοιχούν σε μέση ημερήσια αξία συναλλαγών 14,64 δισεκατομμύρια δραχμές. Ο αριθμός των ανοικτών συμβολαίων διατηρήθηκε στα ίδια περίπου επίπεδα με τον Οκτώβριο, στα 5.400 συμβόλαια. Ο FTSE/ASE 20 σημείωσε πτώση 15,9% κατά τη διάρκεια του μήνα, ενώ η τιμή εκκαθάρισης του συμβολαίου το Δεκέμβριο σημείωσε πτώση 19% στην ίδια χρονική περίοδο. Για το συμβόλαιο του Νοεμβρίου από την αρχή του μήνα μέχρι την ημέρα λήξης (17/11), είχαμε μείωση της τιμής εκκαθάρισης κατά 14,6%, ενώ ο FTSE/ASE-20 στο ίδιο χρονικό διάστημα είχε πτώση 12%. Τόσο το συμβόλαιο του Νοεμβρίου όσο και το συμβόλαιο του Δεκεμβρίου κινήθηκαν με μικρές αποκλίσεις από τη θεωρητική τους τιμή.

Ο όγκος συναλλαγών στα ΣΜΕ στον FTSE/ASE Mid 40 ήταν ελαφρά αυξημένος σε σχέση με τον Οκτώβριο, αλλά αρκετά μειωμένος σε σχέση με τον Σεπτέμβριο ο μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών στα

ΣΜΕ ήταν 2.017 έναντι 1714 του Οκτωβρίου. Η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών ήταν 3,24 δισεκατομμύρια δραχμές έναντι 3,24 δισεκατομμυρίων το Σεπτέμβριο. Ο αριθμός των ανοικτών συμβολαίων διατηρήθηκε στα ίδια περίπου επίπεδα με τον Οκτώβριο, στα 4.269 συμβόλαια. Ο FTSE/ASE Mid 40 σημείωσε πτώση 13,7% κατά τη διάρκεια του μήνα, ενώ η τιμή εκκαθάρισης του συμβολαίου του Δεκεμβρίου σημείωσε πτώση 15% στην ίδια χρονική περίοδο. Για το συμβόλαιο του Νοεμβρίου από την αρχή του μήνα μέχρι την ημέρα λήξης (17/11) είχαμε μείωση της τιμής εκκαθάρισης κατά 9,4% ενώ ο FTSE/ASE Mid 40 στο ίδιο χρονικό διάστημα είχε πτώση 6,8%.

Στα δικαιώματα επί του δείκτη FTSE/ASE-20 πραγματοποιήθηκαν συνολικά 15.526 συμβόλαια και ο μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών ανέρχεται στα 353 συμβόλαια έναντι 207 τον Οκτώβριο.

Στα ΣΜΕ επί του 10ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου παρουσιάζεται αύξηση κατά 34,9% στον όγκο συναλλαγών και ο μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών ανέρχεται σε 768 συμβόλαια έναντι 569 τον Οκτώβριο.

ΠΑΡΑΓΩΓΑ FTSE/ASE-20

ΜΗΝΑΣ	ΟΛΙΚΟΣ ΑΡΙΘΜΟΣ ΠΡΑΞΕΩΝ	ΟΛΙΚΟΣ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΤΩΝ	ΟΛΙΚΟΣ ΑΡΙΘΜΟΣ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ	ΟΛΙΚΗ ΑΞΙΑ ΣΥΝΤΩΝ (σε δις δρχ.)
Αύγουστος	168	1829	3658	10,27
Σεπτέμβριος	1481	10420	20840	63,33
Οκτώβριος	1757	7459	14918	43,60
Νοέμβριος	2724	15198	30396	86,06
Δεκέμβριος	3106	13971	27942	78,59
Ιανουάριος	3696	16490	32980	91,64
Φεβρουάριος	4691	23228	46456	133,99
Μάρτιος	5997	30978	61956	169,70
Απρίλιος	6316	26646	53292	131,65
Μαΐος	5170	22195	44390	112,12
Ιούνιος	5372	23549	47098	111,88
Ιούλιος	5431	24571	49142	109,41
Αύγουστος	6144	28075	56150	118,35
Σεπτέμβριος	13974	68598	137196	321,36
Οκτώβριος	14059	63393	126786	283,26
Νοέμβριος	17525	80282	160564	322,06
Δεκέμβριος				
	ΣΥΝΟΛΟ	456882	913764	456882

ΑΡΘΡΟ: ΠΕΡΙΟΔΙΚΟ «ΧΡΗΜΑ»
ΤΕΥΧΟΣ:261/ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 2000

3) ΜΗΝΑΣ ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ

Ο όγκος των συναλλαγών στο ΣΜΕ στον FTSE/ASE-20 διατηρήθηκε, σε υψηλά επίπεδα σημειώνοντας νέο ρεκόρ. Τον Δεκέμβριο είχαμε μέσο ημερήσιο όγκο συναλλαγών 4012 συμβόλαια που αντιστοιχούν σε μέση ημερήσια αξία συναλλαγών 16,54 δισεκατομμύρια δραχμές. Ο αριθμός των ανοικτών συμβολαίων διατηρήθηκε στα ίδια περίπου επίπεδα με τον Νοέμβριο στα 5615 συμβόλαια. Ο FTSE/ASE-20 σημείωσε άνοδο 5,14% κατά τη διάρκεια του μήνα, ενώ η τιμή εκκαθάρισης του συμβολαίου του Ιανουαρίου σημείωσε άνοδο ,78% στην ίδια χρονική περίοδο.

Για το συμβόλαιο του Δεκεμβρίου από την αρχή του μήνα μέχρι την ημέρα λήξης (16/12) είχαμε άνοδο της τιμής εκκαθάρισης κατά 10,59% ενώ ο FTSE/ASE-20 στο ίδιο χρονικό διάστημα είχε άνοδο 11,21%.

Ο όγκος των συναλλαγών στα ΣΜΕ στον FTSE/ASE Mid 40 ήταν ελαφρά μειωμένος σε σχέση με τον Νοέμβριο. Ο μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών στα ΣΜΕ ήταν 1849 έναντι 2017 του Νοεμβρίου. Η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών ήταν 3,21 δισεκατομμύρια δραχμές έναντι 3,45 δις τον Νοέμβριο. Ο μέσος αριθμός των ανοικτών συμβολαίων μειώθηκε στα 3475 συμβόλαια.

Ο FTSE/ASE Mid 40 σημείωσε άνοδο 2,94% κατά τη διάρκεια του μήνα, ενώ η τιμή εκκαθάρισης του συμβολαίου του Ιανουαρίου σημείωσε άνοδο 1,43% στην ίδια χρονική περίοδο. Για τα συμβόλαια του Δεκεμβρίου από την αρχή του μήνα μέχρι την ημέρα λήξης (16/12), είχαμε άνοδο της τιμής εκκαθάρισης κατά 9,6 ενώ ο FTSE/ASE Mid 40 στο ίδιο χρονικό διάστημα είχε άνοδο 10,74%.

ΠΑΡΑΓΩΓΑ FTSE/ASE-40

ΜΗΝΑΣ	ΟΛΙΚΟΣ ΑΡΙΘΜΟΣ ΠΡΑΞΕΩΝ	ΟΛΙΚΟΣ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΤΩΝ	ΟΛΙΚΟΣ ΑΡΙΘΜΟΣ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ	ΟΛΙΚΗ ΑΞΙΑ ΣΥΝΤΩΝ (σεδισ δρχ.)
Ιανουάριος	175	925	1850	3,43
Φεβρουάριος	2716	13321	26642	49,17
Μάρτιος	5395	22641	45282	65,31
Απρίλιος	6714	28666	57332	68,26
Μαΐος	8981	39797	79594	102,80
Ιούνιος	9031	37152	74309	91,01
Ιούλιος	9053	45876	91752	103,99
Αύγουστος	11799	60410	120820	122,09
Σεπτέμβριος	12345	62951	125902	127,26
Οκτώβριος	7519	37723	75446	71,37
Νοέμβριος	8274	44383	88766	75,87
Δεκέμβριος				
	ΣΥΝΟΛΟ	393845	787690	890,55

ΑΡΘΡΑ:ΜΗΝΑΙΟ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΠΕΡΙΟΔΙΚΟ «ΣΤΟΧΟΣ»
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΚΑΙ
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟ ΠΕΡΙΟΔΙΚΟ
«ΧΡΗΜΑ» (ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 2001)

4) ΜΗΝΑΣ ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ

Το δυσμενές χρηματιστηριακό κλίμα του περασμένου μήνα στη spot αγορά αναμφίβολα επηρέασε την ψυχολογία των επενδυτών, που φάνηκε ότι αισθάνονται όλο και περισσότερο ανασφάλειες για βραχυπρόθεσμη πορεία της αγοράς. Τα σενάρια για περαιτέρω διολίσθηση της αγοράς σε επίπεδο ίσως και κάτω των 3000 μονάδων οδήγησε πολλούς από αυτούς σε μια προσπάθεια να προστατευτούν από τον κίνδυνο ενός τέτοιου σεναρίου, να προχωρήσουν σε υποτιμητικές θέσεις στην αγορά παραγώγων, οδηγώντας τις τιμές των ΣΜΕ σε χαμηλότερα σε σχέση με τον προηγούμενο μήνα επίπεδα.

Τα συμβόλαια στον FTSE 20 έκλεισαν με μηνιαίες απώλειες της τάξεως του 3% κατά μέσο όρο, σε σύγκριση με τον δείκτη FTSE 20 στη spot αγορά, που έκλεισε με απώλειες 2,35%. Μεγαλύτερη εμπορευσιμότητα παρουσίασε το τρέχον συμβόλαιο του Φεβρουαρίου, το οποίο και σημείωνε, μέχρι και τις 31 Ιανουαρίου, μέσο ημερήσιο όγκο συναλλαγών 2835 συμβόλαια. Ο αριθμός των ανοικτών συμβολαίων ανήλθε σε 6221 συμβόλαια για το ΣΜΕ του Φεβρουαρίου και σε 2455 συμβόλαια για το ΣΜΕ του Μαρτίου, φανερώνοντας την ωριμότητα των επενδυτών που χτίζουν θέσεις μακροπρόθεσμου χαρακτήρα και δεν αρκούνται απαραίτητα στο γρήγορο trading.

Τα συμβόλαια στον Mid 40, έκλεισαν με μεγαλύτερες μηνιαίες απώλειες από τον FTSE 20, ακολουθώντας τη τάση της spot αγοράς. Οι απώλειες ήταν της τάξεως του 13,8% κατά μέσο όρο, σε σύγκριση με τον δείκτη MID 40 στη spot αγορά, που έκλεισε με απώλειες 12,56%. Μεγαλύτερη εμπορευσιμότητα παρουσίασε το τρέχον συμβόλαιο του Φεβρουαρίου, το οποίο σημείωνε, μέχρι και 31 Ιανουαρίου, μέσο ημερήσιο όγκο συναλλαγών 1420 συμβόλαια. Ο αριθμός των ανοικτών συμβολαίων ανήλθε σε 3642 συμβόλαια για το ΣΜΕ του Φεβρουαρίου και στα 1776 για το ΣΜΕ του Μαρτίου φανερώνοντας επίσης την ωριμότητα των επενδυτών.

ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΣΤΟ ΔΕΙΚΤΗ

FTSE ASE-20

ΚΩΔΙΚΟΣ	ΤΜΗΜΑ ΕΚΚ/ΣΗΣ	ΜΗΝΙΑΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ	ΑΝ.ΤΙΜΗ ΜΗΝΑ	ΚΑΤ.ΤΙΜΗ ΜΗΝΑ	Μ.ΗΜ. ΟΓΚ. ΣΥΝ/ΓΩΝ	ΑΡ ΑΝΟΙΚΤΩ Ν ΣΥΜΒ..
ΕΒ.1	1897,01	-0,029970035	2028	1792	2835,00	6221
ΕΑΡ.1	1909,41	-0,026724911	2034	1801	656,5714386	2445
ΕΠ.1	1920,00	0,036012216	1924	1822,34	27,13	98
ΕΔΥΝ.1	1920,00	0,030983300	1969,70	1822,77	27,14285714	490
ΕΠΙ.1	1937,48	0,033858920	1993,55	1893,37	0,285714286	4
ΕΚ.1	0,00	-	0	0,00	0,00	0
FTSE ASE 20	1905,15	0,02375743				

ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΣΤΟ ΔΕΙΚΤΗ

FTSE MID 40

ΚΩΔΙΚΟΣ	ΤΜΗΜΑ ΕΚΚ/ΣΗΣ	ΜΗΝΙΑΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ	ΑΝ.ΤΙΜΗ ΜΗΝΑ	ΚΑΤ.ΤΙΜΗ ΜΗΝΑ	Μ.ΗΜ. ΟΓΚ. ΣΥΝ/ΓΩΝ	ΑΡ ΑΝΟΙΚΤΩ Ν ΣΥΜΒ..
ΕΒ.1	342.44	-0.136887209	405.25	305.25	1420.047619	3642
ΕΑΡ.1	342.94	-0.140544334	400	307.25	388.953810	1776
ΕΠ.1	347.75	-0.087568413	347.75	310.25	28.42857143	65
ΕΔΥΝ.1	333.52	-0.137277219	379.56	304.23	1.238095238	64
ΕΠΙ.1	0		0	0	0	0
ΕΚ.1	0	-	0	0,00	0,00	0
FTSE MID 40	341.51	0.125614502	341.78	331.09		

ΑΡΘΡΟ: ΘΕΟΔΩΡΟΥ ΧΟΥΛΙΑΡΑ ΠΕΡΙΟΔΙΚΟ «ΧΡΗΜΑ» ΤΕΥΧΟΣ

263 ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2001

- 5) Η μηνιαία εξέλιξη των συναλλαγών του ΧΠΑ ανά προϊόν και ο αριθμός συμβολαίων που πραγματοποιήθηκαν το Νοέμβριο από κάθε εταιρία-μέλος του ΧΠΑ έχουν ως εξής:

ΜΕΛΗ ΧΠΑ	ΑΓΟΡ/ΕΙΣ ΣΥΜΒ. ΣΕ ΣΜΕ ΕΠΙ ΤΟΥ ΔΕΙΚΤΗ FTSE/ASE 20	%	ΑΓΟΡ/ΕΙΣ Σ ΣΥΜΒ. ΣΕ ΣΜΕ ΕΠΙ ΤΟΥ ΔΕΙΚΤΗ FTSE/ASE 40	%	ΑΓΟΡ/ΕΙΣ Σ ΣΥΜΒ. ΣΕ ΣΜΕ ΕΠΙ ΤΟΥ 10ΕΤΟΥΣ ΟΜΟΛΟΓ ΟΥ		ΑΓΟΡ/ΕΙΣ ΣΥΜΒ. ΣΕ ΔΙΚ. ΠΡΟΑΙΡ. ΕΠΙ ΤΟΥ ΔΕΙΚΤΗ FTSE/ ASE 20	%
ALPHA BANK	0	0	0	0	4502	13.33	0	0.00
ALPHA ΧΡΗΜ/ ΑΚΗ	12047	7,5	5403	6,09	200	0.59	764	4.92
CAPITAL ΧΕΠΕΥ	1343	0,84	1090	1,23	0	0.00	11	0.07
OF ΧΡΗΜ. ΧΕΠΕΥ	26	0,02	0	0	0	0.00	0	0.00
CFG EURO BANK ΧΡΗΜ. ΧΕΠΕΥ	3127	1,95	1219	1,37	0	0.00	40	0.26
EUROXX ΧΡΗΜ. ΧΕΠΕΥ	3152	1,96	4221	4,76	0	0.00	21	0.14
HSBC ΠΑΝΤΕ- ΔΑΚΗΣ ΑΧΕ	1319	0,82	553	0,62	590	1.75	29	0.19
MEGA TRUST ΧΧΕΠΕΥ	65	0,39	237	0,27	0	0.00	39	0.25
METRO LIFE ΧΡΗΜ. ΧΕΠΕΥ	697	0,43	373	0,42	0	0.00	230	1.48
MUNTUS ΕΛΛΗΝ.ΑΧΕ	145	0,09	1891	2,13	0	0.00	36	0.23
PARXIS ΧΡΗΜ. ΧΧΕΠΕΥ	376	0,23	100	0,11	0	0.00	0	0.00
ΠΚΡΟΠ.ΕΠΕΝΔ ΧΧΕΠΕΥ	1182	0,74	571	0,64	0	0.00	24	0.15
ΣΠΙΣ ΧΡ.ΑΕ	3445	2,15	603	0,68	0	0.00	438	2.82

ΜΕΘΟΝΗΣ ΑΧΕΠΕΥ	442	0,28	45	0,05	0	0,00	0	0,00
ΕΤΕΡΑ	796	0,5	58	0,07	3355	9,93	5	0,03
ΕΓΓΡΑΦΙΑ ΧΡΗΜΑ- ΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ	3896	2,43	1579	1,78	480	1,42	64	0,41
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	6500	4,05	3981	4,048	6299	18,65	1222	7,87
ΕΘΝΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤ. ΑΕΠΕΥ	9314	5,8	3109	3,5	1450	4,29	117	0,75
ΕΛΛΗΝΟ- ΑΜΕΡΙΚ. ΑΧΕ	3434	2,14	2817	10, 11	0	0,00	147	0,95
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0	0	0	0	166	0,00	0	0,00
ΕΚΑΠΠΑ ΑΧΕ	47	0,03	70	0,08	0	0,49	0	0,00
ΕΚΟΝΤΑ- ΑΞΗΣ ΑΧΕΠΕΥ	946	0,59	979	1,10	0	0,00	212	1,37
ΕΚΥΚΛΟΣ ΑΧΕΠΕΥ	11424	7,11	874	0,98	0	0,00	5	0,03
ΕΚΔΕΒΛΕΤΟ- ΓΛΟΥ ΑΧΕΠΕΥ	4505	2,81	1792	2,02	8	0,02	10	0,06
ΕΚΑΡΡΟΣ ΧΡΗΜ. ΑΕ	314	0,20	56	0,06	0	0,00	0	0,00
ΕΚΑΥΜΠΙ- ΑΚΗ ΧΡΗΜ. ΑΕΠΕΥ	39	0,02	12	0,01	0	0,00	29	0,19
ΕΚΑ & Α ΒΟΙΩΝΗΣ ΑΧΕ	2871	1,79	643	0,72	0	0,00	4	0,03
ΕΚΑΤ-Κ ΧΡΗΜ ΑΕΠΕΥ	24093	15,0 1	11938	13,45	746	2,21	1719	11,07
ΕΚΑΠΗΓΑΣΟΣ ΑΧΕΠΕΥ	25	0,02	0	0	0	0,00	25	0,16
ΕΚΑΠΙΓΜΑ ΧΡΗΜ- ΑΕΠΕΥ	19172	11,9 4	15113	17,03	0	0,00	2225	14,33
ΕΚΑΠΕΛΕΣΙΣ ΧΡΗΜ ΑΕ	21095	13,1 4	13179	14,85	0	0,00	4714	30,36
ΕΚΑΤΡΑΠΕΖΑ ΕΦΓ ΕΥΡΟΒΑΝΚΕΡΓΑ ΙΑΣ ΑΕ	0	0,0	0	0	10.807		0	0,00

ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΕΙΡΕΩΣ	138	0,09	1	0	5.166		0	0.00
ΚΡΙΟΣ ΧΡΗΜ.ΑΕ	651	0,41	411	0,46	0		17	0.11
ΧΡΗΜ.ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΑΕ	5028	3,13	2157	2,43	13		74	0.48
ΩΜΕΓΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤ.ΑΕ	4003	2,49	4718	5,32	0		755	4.86
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΧΡΗΜ.ΑΕΠΕΥ	14348	8,94	8973	10,11	0	0.00	2550	16.42
ΣΥΝΟΛΑ								
ΗΜΕΡΗΣΙΟΙ ΔΕΓΚΟΙ								

ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗ: ΑΡΘΡΟ «ΣΤΟΧΟΣ»

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΟΔΙΚΟ

ΤΕΥΧΟΣ 20/ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 2001

ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ – ΜΕΛΩΝ ΤΟΥ Χ.Π.Α. ΑΠΟ

27/1/1999 ΕΩΣ 30/11/2000

ΑΓΟΡΑΠΩΛΗΣΕΙΣ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ

ΗΜΕΡΑΣ	FTSE/ASE- 20 ΕΝΑΡΞΗ 27/8/1999	FTSE/ASE MID 40 ΕΝΑΡΞΗ 28/1/2000	BOND FUTURE ΕΝΑΡΞΗ 14/1/2000	OPTIONS FTSE/ASE 20 ΕΝΑΡΞΗ 11/9/2000	ΣΥΝΟΛΟ
ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ 1999	3.658				3.658
ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 1999	20.840				20.840
ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 1999	14.918				14.918
ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 1999	30.396				30.396
ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 1999	27.942				27.942
ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 2000	32.980	1.850	22.142		56.972
ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2000	46.456	26.642	37.004		110.102
ΜΑΡΤΙΟΣ 2000	61.946	45.282	35.404		142.632
ΑΠΡΙΛΙΟΣ 2000	53.292	57.332	26.836		137.460
ΜΑΪΟΣ 2000	44.390	79.594	93.760		217.744
ΙΟΥΝΙΟΣ 2000	47.098	74.304	74.418		195.820
ΙΟΥΛΙΟΣ 2000	49.142	91.752	58.472		199.366
ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ 2000	56.150	120.820	43.350		220.320
ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2000	137.196	125.902	29.336	5.236	297.670
ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 2000	127.786	75.446	25.050	9.088	236.370
ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2000	160.564	88.765	33.782	15.526	298.638
ΣΥΝΟΛΟ	913.754	787.690	479.554	29.850	2.210.848

ΜΕΣΟΣ ΗΜΕΡΙΣΙΟΣ ΟΓΚΟΣ ΑΓΟΡΑΠΩΛΗΣΙΩΝ

ΜΗΝΑΣ	FTSE/ASE- 20 ΕΝΑΡΞΗ 27/8/99	FTSE/ASE MID 40 ΕΝΑΡΞΗ 28/1/00	BOND FUTURE ΕΝΑΡΞΗ 14/1/2000	OPTIONS FTSE/AS Ε 20 ΕΝΑΡΞΗ 11/9/00	ΣΥΝΟΛΟ
ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ 1999	610				610
ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 1999	521				521
ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 1999	373				373
ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 1999	691				691
ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 1999	635				635
ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 2000	825	925	923		2.673
ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2000	1.106	666	881		2.653
ΜΑΡΤΙΟΣ 2000	1.408	1.061	805		3.274
ΑΠΡΙΛΙΟΣ 2000	1.402	1.509	706		3.617
ΜΑΙΟΣ 2000	1.009	1.809	2.131		4.949
ΙΟΥΝΙΟΣ 2000	1.121	1.769	1.772		4.662
ΙΟΥΛΙΟΣ 2000	1.170	2.185	1.392		4.747
ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ 2000	1.276	2.746	985		5.007
ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2000	3.267	2.998	698	125	7.088
ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 2000	2.882	1.715	569	207	5.373
ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2000	3.649	2.017	768	353	6.787

ΑΡΘΡΟ: ΠΕΡΙΟΔΙΚΟ "ΣΤΟΧΟΣ"
ΤΕΥΧΟΣ 20/ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 2001

7.4 Η ΑΠΟΨΗ ΤΩΝ MARKET-MAKERS

ΣΙΓΜΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ

Μετά από έναν και πλέον χρόνο λειτουργίας η ελληνική αγορά παραγώγων έχει αποδείξει την ουσιαστική συμβολή της στην ολοκλήρωση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς που επιτυγχάνεται με τη διεύρυνση τω επενδυτικών επιλογών που αυτή παρέχει στους τελικούς επενδυτές. Σημαντική ώθηση προς αυτή την κατεύθυνση έχει δώσει η εισαγωγή προϊόντων δικαιωμάτων προαίρεσης (options) στο δείκτη FTSE/ASE 20 κατά τους τελευταίους μήνες λειτουργίας της αγοράς.

Η αγορά παραγώγων προσφέρει μέσω του συνόλου των προϊόντων της τη δυνατότητα στους τελικούς επενδυτές να επιμερίσουν και να αναπροσαρμόσουν τον επενδυτικό τους κίνδυνο, να καταγράψουν κέρδη ακόμα και σε περιόδους πτωτικής τάσης της αγοράς αντισταθμίζοντας τις ενδεχόμενες αρνητικές υπεραξίες ενός χαρτοφυλακίου στην υποκείμενη αγορά και να υλοποιήσουν αρκετά πιο σύνθετες επενδυτικές στρατηγικές, τόσο από πλευράς απόδοσης όσο και από πλευράς επενδυτικού κινδύνου που αναλαμβάνουν.

Ο προοδευτικά αυξανόμενος βαθμός μόχλευσης που χαρακτηρίζει τα παράγωγα προϊόντα, σε συνδυασμό με τη μείωση της μεταβλητότητας και της ημερήσιας διακύμανσης των υποκείμενων χρηματιστηριακών αξιών που παρατηρείται καθώς η ελληνική κεφαλαιαγορά ωριμάζει, καθιστούν την αγορά παραγώγων αρκετά ελκυστικό εργαλείο για την επίτευξη σημαντικών αποδόσεων.

Το γεγονός ότι η αγορά παραγώγων βρίσκει τη θέση της στην ελληνική κεφαλαιαγορά αποδεικνύεται τόσο από το συνεχώς αυξανόμενο όγκο συναλλαγών στα παράγωγα προϊόντα-ο οποίος είναι πλέον συγκρίσιμος με τον όγκο συναλλαγών της αγοράς των υποκείμενων αξιών καθώς και από τον επιταχυνόμενο ρυθμό αύξησης των ενεργών κωδικών του χρηματιστηρίου παραγώγων.

Αυτό αποδεικνύει ότι όλο και περισσότεροι θεσμοί και ιδιώτες επενδυτές αντιλαμβάνονται τη λειτουργικότητα της αγοράς παραγώγων και θεωρούν τα προϊόντα αυτά αναπόσπαστο εργαλείο της επενδυτικής στρατηγικής τους. Σε αυτό συνηγορεί και η εντεινόμενη ενεργοποίηση των Ελλήνων και ξένων θεσμικών στην αγορά αυτή που αποδεικνύεται από τα αυξημένα ποσοστά τους στον όγκο συναλλαγών καθώς και από τη σταθερά ανοδική τάση του αριθμού ανοικτών θέσεων. Περιμένουμε ότι αυτή η τάση θα συνεχιστεί κατά το προσεχές διάστημα, καθώς είναι σαφής ο προσανατολισμός της αγοράς σε συγκριτικές αποτιμήσεις αποδόσεων με βάση διεθνώς αναγνωρισμένους δείκτες (index benchmarking) και καθώς αναμένουμε τη μετάβαση της ελληνικής αγοράς από αναδυόμενη σε ώριμη, μεγάλο μέρος των κεφαλαίων που θα εισρεύσουν είναι πιθανό να τοποθετηθούν κυρίως σε προϊόντα δεικτών του ελληνικού χρηματιστηρίου (index tracking funds).

Εν όψει των εξελίξεων, θεωρείται επιβεβλημένη η διαρκής ανάπτυξη της αγοράς παραγώγων που μπορεί να επιταχυνθεί με την εισαγωγή των προϊόντων που περαιτέρω ολοκληρώνουν την ελληνική κεφαλαιαγορά (δικαιώματα προαίρεσης στο δείκτη FTSE/ASE 40 και δικαιώματα προαίρεσης σε μετοχές μεγάλης κεφαλαιοποίησης) και η διάθεση του προϊόντος του δανεισμού τίτλων (stock borrowing) σε όλους τους τελικούς επενδυτές καθώς και η επέκτασή του σε όλες τις υποκείμενες χρηματιστηριακές αξίες. Παράλληλα, απαιτείται η συνεχής ενημέρωση των ιδιωτών επενδυτών, ώστε σε συνδυασμό με την ενεργότερη συμμετοχή των θεσμικών επενδυτών, η ελληνική αγορά παραγώγων να αποκτήσει την εμπορευσιμότητα κα ποιότητα βάθους που απαιτείται για να σταθεί ανταγωνιστικά στο ενοποιημένο ευρωπαϊκό περιβάλλον.

ΑΡΘΡΟ:ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΟΔΙΚΟ «ΧΡΗΜΑ»

ΤΩΝ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ ΚΥΡΙΑΚΟΠΟΥΛΟΥ Director Capital markets

ΚΑΙ ΔΗΜΗΤΡΗ ΛΑΛΙΩΤΗ Head of Derivative Products Capital Markets

ΤΕΥΧΟΣ 260 /ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2000

7.5 ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΚΑΙ ΟΙ ΞΕΝΟΙ ΘΕΣΜΙΚΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ

ΤΟΥ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗ ΑΛΕΞΑΚΗ

Τα χρηματιστηριακά συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures) και τα δικαιώματα (options) έχουν γίνει σήμερα απαραίτητα εργαλεία για τη διαχείριση του κινδύνου, τόσο για οικονομικούς διευθυντές επιχειρήσεων όσο και για τους θεσμικούς επενδυτές.

Τα πιο πρόσφατα μεγέθη, που δείχνουν τις συναλλαγές στην παγκόσμια αγορά παραγώγων προϊόντων, παρουσιάζουν ξεκάθαρα μια ακμάζουσα αγορά.

Η αύξηση της διακίνησης στα παράγωγα είχε τη ρίζα της:

1. Στην αβεβαιότητα για την πορεία των επιτοκίων σε παγκόσμια κλίμακα.
2. Στην περίοδο κρίσης που διέρχεται η Ασία.
3. Στην εκτεταμένη περίοδο ύφεσης που διέρχεται η οικονομία της Ιαπωνίας.
4. Στη διάθεση των επενδυτών να αυτασφαλιστούν από απρόσμενες καταστάσεις όσον αφορά την ΟΝΕ, ιδιαίτερα κατά την περίοδο που δεν είχαν «κλειδωθεί» ακόμη οι ισοτιμίες των νομισμάτων των χωρών που θα συμμετέχουν στο ευρώ.

Οι πτυχές της συνεχιζόμενης κρίσης έχουν προκαλέσει κρίσιμα ερωτήματα στους θεσμικούς, τα οποία πολύ δύσκολα μπορούν να απαντηθούν. Στην προσπάθεια για υψηλότερες αποδόσεις, οι θεσμικοί επενδυτές έχουν τώρα να αντιμετωπίσουν:

1. Δυσκολίες στην πρόβλεψη του μεγέθους της παγκοσμιοποίησης της οικονομίας και στο κατά πόσο οι επιπτώσεις της πρόσφατης κρίσης θα συντελέσουν μεσοπρόθεσμα σε παγκόσμια, μερική ύφεση.

2. Αμφιβολία για το αν ή πότε η κρίση της Ρωσίας θα επεκταθεί και στην Κεντρική Ευρώπη, κυρίως μέσω νομισματικών πιέσεων.
3. Πιθανότητα επιδείνωσης της οικονομικής ύφεσης στην Ιαπωνία, αν οι εταιρίες υποχρεωθούν να αποτυπώσουν υποχρεώσεις της τάξης των \$750 δις από την κεφαλαιοποίηση των ποσών που διαθέτουν για τα συνταξιοδοτικά τους ταμεία.
4. Πιθανότητα μιας περιορισμένης ίσως σε έκταση πολιτικής κρίσης στην Αμερική.
5. Αμφιβολία για το αν θα αντέξουν οι αναδυόμενες αγορές της Λατινικής Αμερικής, με πρώτη τη Βραζιλία, σε αυτή την κρίση, όπου το μέγεθος ανοίγματος των διεθνών τραπεζών, κυρίως των αμερικανικών, είναι δεκαπλάσιο από αυτό επί της Ρωσίας.
6. Τη συνεχιζόμενη πτώση των τιμών των προϊόντων, όπως πετρελαίου και χρυσού, που στο παρελθόν αποτελούσαν εναλλακτική λύση για την προστασία των χαρτοφυλακίων και την αύξηση της απόδοσης σε παρόμοιες περιόδους κρίσης. Αυτοί οι κίνδυνοι υποχρέωναν τους θεσμικούς επενδυτές που ασκούν ενεργητική διαχείριση των κεφαλαίων τους να καταφεύγουν στην αγορά των παραγώγων, είτε για να επιτύχουν μερική κάλυψη των χαρτοφυλακίων τους από δυσμενείς κινήσεις σε νομισματικές ισοτιμίες, είτε με τη μορφή πώλησης καλυμμένων δικαιωμάτων αγοράς (calls) είτε ακόμα σε στρατηγικές δυναμικής ή στατικής αντιστάθμισης του κινδύνου του χαρτοφυλακίου τους.

Η ελληνική αγορά ως πόλος έλξης

Σε αυτό το κλίμα, η Ελλάδα έχει τη δυνατότητα να αποτελέσει πόλο έλξης για τους ξένους θεσμικούς επενδυτές. Σε αυτό συντρέχουν πολλοί λόγοι:

1. Η ελληνική κεφαλαιαγορά, ιδιαίτερα μετά την εισαγωγή της δραχμής στον ΜΣΙ, που κατέδειξε πλέον τη μη αναστρέψιμη πορεία της ελληνικής οικονομίας προς την ευρωπαϊκή σύγκλιση, βρίσκεται υπό την «προστασία» της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Επομένως, ο λόγος ωφέλειας κινδύνου, που μπορεί να αποδώσει ως αγορά είναι σημαντικά υψηλότερος από αυτόν που δίνουν οι αναδυόμενες αγορές της Ανατολικής Ευρώπης, της Λατινικής Αμερικής και της Νοτιοανατολικής Ασίας...
2. Η Ελλάδα έχει σχετικά μικρές εξαγωγές προς τις χώρες οι οποίες αυτή τη στιγμή διέρχονται κρίση. Επομένως, ο θεωρητικός συντελεστής συσχέτισης της με τις χρηματιστηριακές αγορές των οικονομικά ανεπτυγμένων χωρών θα έπρεπε να είναι πολύ μικρότερος από αυτόν που πραγματικά είδαμε στην περίοδο της κρίσης...

Προοπτικές επενδύσεων

Θα πρέπει ωστόσο να ληφθεί υπόψη ο τρόπος κατανομής κεφαλαίων των θεσμικών επενδυτών για επενδύσεις, καθώς η εναρμόνιση των βασικών μακροοικονομικών μεγεθών, όπως των ισοτιμιών και των επιτοκίων, στα κράτη-μέλη της Ευρώ-Ζώνης, από τις αρχές του 1999, αναμένεται να έχει σοβαρές συνέπειες.

Έπειτα, η ONE θα αποτελέσει τη δεύτερη μεγαλύτερη αγορά μετοχών στον κόσμο, μετά τις Η.Π.Α. και με τρίτη δύναμη τη Βρετανία.

Εξαιτίας των νέων αυτών δεδομένων, οι τακτικές της κατανομής των επενδύσεων θα αρχίσουν να παρουσιάζουν κάποιες διαφοροποιήσεις, οι οποίες αναμένεται να γίνουν βαθμιαία, με μια αλλαγή στην επενδυτική αντίληψη, μια αλλαγή στους δείκτες σύγκρισης.

Οι περισσότεροι θεσμικοί επενδυτές, που τώρα ακολουθούν τακτικές διαμερισμού των επενδύσεών τους ανά κράτος, θα προσπαθήσουν μετά τη γέννηση του ευρώ να ακολουθήσουν:

1. Τακτικές επένδυσης με βάση οικονομικούς κλάδους στα κράτη-μέλη της ΟΝΕ
2. Τακτικές διασποράς του κινδύνου των χαρτοφυλακίων τους, επενδύοντας και σε χώρες που δεν θα είναι μέλη της ΟΝΕ.

Δεν είναι λοιπόν καθόλου τυχαίο το γεγονός ότι δημιουργούνται συνεχώς νέες κατηγορίες δεικτών, με βάση τους οποίους οι θεσμικοί επενδυτές θα μπορούν να μετρούν τις αποδόσεις των επενδύσεών τους. Συγκεκριμένα, έχει αρχίσει να δημιουργείται σειρά Πανευρωπαϊκών δεικτών με βάση τα νέα δεδομένα. Οι δείκτες αυτοί μπορούν να χωριστούν σε δυο γενικές κατηγορίες:

- i. Σε Πανευρωπαϊκούς δείκτες κορυφαίων σε απόδοση και κεφαλαιοποίηση εταιριών (blue-chip).
- ii. Σε Πανευρωπαϊκούς δείκτες σύγκρισης (benchmarks).

Σε ό,τι αφορά τους Πανευρωπαϊκούς δείκτες κορυφαίων σε απόδοση και κεφαλαιοποίηση εταιριών (blue chip), αυτοί εμπεριέχουν μόνο μετοχές υψηλής κεφαλαιοποίησης από τις χώρες της Ευρώπης. Για παράδειγμα, αναφέρουμε τους:

- Dow Jones STOXX-50 (50 μετοχές από τα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης).
- Dow Jones Euro-STOXX-50 (50 μετοχές από τα κράτη-μέλη της ΟΝΕ)
- FTSE Eurotop (50 μετοχές από τα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης).
- FTSE Eurobloc (50 μετοχές από τα κράτη-μέλη της ΟΝΕ).

Αυτοί οι δείκτες είναι βέβαια φτιαγμένοι με διαφορετικούς κανόνες, αλλά έχουν κοινά χαρακτηριστικά και έχουν σχεδιαστεί με κοινή φιλοσοφία:

- Αποτελούνται από μετοχές blue-chips.
- Έχουν, στην πλειονότητα τους, εισηγμένα επάνω τους Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης.

- Έχουν σημαντικότατο αριθμό Παραγώγων Προϊόντων (π.χ., warrants ή guaranteed products) επάνω τους.
- Προσφέρονται για θεσμικούς επενδυτές που έχουν ισχυρό δίκτυο λιανικών πωλήσεων και μπορούν να βασίσουν επάνω τους μεγάλο αριθμό προϊόντων.
- Εξαιτίας των υψηλών συσχετίσεων που παρουσιάζουν με τους ευρύτερους δείκτες (benchmarks), τα παράγωγα προϊόντα που βασίζονται επάνω τους προσφέρονται τόσο για στρατηγικές αυτασφάλισης κινδύνου (hedging) όσο και για μελλοντικές τοποθετήσεις.
- Μπορούν να χρησιμοποιηθούν από θεσμικούς επενδυτές που παρακολουθούν δείκτες (index trackers).

Σχετικά με τους Πανευρωπαϊκούς δείκτες σύγκρισης (benchmarks), αυτοί εμπεριέχουν μεγάλο αριθμό μετοχών στη σύνθεσή τους από όλη την Ευρώπη και χρησιμοποιούνται από τους θεσμικούς επενδυτές ως μέτρο σύγκρισης για τις αποδόσεις τους. Περιλαμβάνουν δείκτες, όπως η σειρά των MSCI EMU και MSCI της Europe Morgan Stanley Capital International, Dow Jones STOXX της Dow Jones, FT/S&P-AWI Europe και FTSE Eurotop 300 της FTSE International.

Οι δείκτες σύγκρισης

Χώρες, όπως η Ελλάδα και η Πορτογαλία, δεν είχαν αρχικά θέση σε αυτούς τους δείκτες, κυρίως λόγω του μικρού μεγέθους της οικονομίας τους, των αμφιβολιών για τη γέννηση της ONE και της μικρής πιθανότητας που δινόταν να συμπεριληφθούν 11 χώρες στο ευρώ. Οι εξελίξεις όμως οδήγησαν στο να συμπεριληφθούν ορισμένες μετοχές από αυτές τις χώρες σε τέτοιους δείκτες (για παράδειγμα της Ελλάδας στον FT/S&P-AWI Europe). Τα αποτελέσματα είναι σημαντικά για τη σχέση ξένων θεσμικών επενδυτών και Ελλάδας:

1. Η απόδοση του ελληνικού Χρηματιστηρίου κατά δύο τελευταία έτη δεν μπορεί να αφήσει αδιάφορους τους ξένους θεσμικούς επενδυτές.
2. Το γεγονός και μόνο ότι η Ελλάδα συμμετέχει σε δείκτες benchmark υποχρεώνει τους επενδυτές να αγοράσουν ελληνικές μετοχές, για να μην έχουν απόδοση μικρότερη από αυτή του δείκτη benchmark.
3. Η Ελλάδα προσφέρει διασπορά στον κίνδυνο των εντός της ΟΝΕ χωρών.

ΑΡΘΡΟ ΤΟΥ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗ ΑΛΕΞΑΚΗ

ΠΡΟΕΔΡΟΣ ΚΑΙ ΔΙΕΥΘΥΝΩΝ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ ΤΟΥ ΧΠΑ

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΤΑΧΥΔΡΟΜΟΣ ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 1999

7.6 ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΣΤΟ ΔΕΙΚΤΗ FTSE/ ASE 20

Η ανάπτυξη των δικαιωμάτων επιδεικτών παρέχει μεγάλη ευελιξία στους επενδυτές για την εφαρμογή όλων των στρατηγικών επενδυτικών σχεδίων τους. Επενδυτές που προσδοκούν ότι η αγορά θα είναι ανοδική στο άμεσο μέλλον μπορούν να αγοράσουν δικαιώματα αγοράς στο δείκτη. Όμως, και οι επενδυτές που προσδοκούν ότι η αγορά στο άμεσο μέλλον θα κινηθεί καθοδικά, μπορούν να αγοράσουν δικαιώματα πώλησης επί του δείκτη. Τέλος, τα δικαιώματα επί των δεικτών μπορούν να χρησιμοποιηθούν και σε πιο σύνθετες στρατηγικές, που αφορούν στατικές αγορές ή εκτιμήσεις για κίνηση της αγοράς μεταξύ συγκεκριμένων επιπέδων τιμών.

Από τις 11 Σεπτεμβρίου 200, το ΧΠΑ προσφέρει δικαιώματα επί του δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης FTSE/ ASE 20, δίνοντας έτσι τη δυνατότητα και σε Έλληνες επενδυτές να αξιοποιήσουν τις εκτιμήσεις τους για την κίνηση της αγοράς.

Το βασικότερο προτέρημα των δικαιωμάτων είναι ότι καλύπτουν την ανάγκη των επενδυτών να εξασφαλίσουν κέρδη ή να προστατευτούν από την πτώση της αγοράς, πληρώνοντας μόνο ένα μικρό τμήμα και όχι όλη την αξία της συναλλαγής. Στην ουσία παρέχουν τη δυνατότητα στον αγοραστή του δικαιώματος να εξασφαλιστεί από μια κίνηση της αγοράς, πληρώνοντας κάποιο «ασφάλιστρο», στον αντισυμβαλλόμενο, τον πωλητή.

Για παράδειγμα, ένας επενδυτής, ο οποίος έχει στο χαρτοφυλάκιο του τις μετοχές του FTSE/ ASE 20 και περιμένει κάποια καθοδική κίνηση της αγοράς, μπορεί να αγοράσει ένα δικαίωμα πώλησης του δείκτη σε κάποιο επίπεδο, για παράδειγμα 50 μονάδες χαμηλότερα από την τρέχουσα τιμή του δείκτη, πληρώνοντας κάποιο τίμημα. Αν υποθέσουμε ότι σήμερα, π.χ., 1/9/2000 ο δείκτης είναι στις 2.500 μονάδες, τότε θα αγοράσει δικαίωμα πώλησης με τιμή εξάσκησης στις 2450 και λήξη το

Δεκέμβριο 2000 (η ημερομηνία λήξης είναι η 3^η Παρασκευή του Δεκεμβρίου).

Το μεγάλο πλεονέκτημα είναι ότι ο επενδυτής αγοράζει το δικαίωμα, αλλά όχι την υποχρέωση να προχωρήσει στην εκπλήρωση της συναλλαγής. Αυτό σημαίνει ότι ο αγοραστής του δικαιώματος θα προχωρήσει σε εξάσκηση του δικαιώματός του, να πουλήσει δηλαδή το δείκτη στις 2400 μονάδες, μόνο εφόσον τον συμφέρει.

Στο παράδειγμά μας, αν υποθέσουμε ότι ο πελάτης έχει αγοράσει δικαίωμα πώλησης (put) στον FTSE/ASE 20 στις 2450 μονάδες, με ημερομηνία εξάσκησης 14/12/2000, πληρώνοντας το αντίστοιχο premium, έστω 50 μονάδες (50 μονάδες επί 2000 δρχ. ανά μονάδα= 100000 δρχ.). σε περίπτωση που ο δείκτης την ημέρα λήξης διαπραγματεύεται στις 2460 μονάδες, ο πελάτης δεν θα εξασκήσει το δικαίωμα, περιορίζοντας τις απώλειές του στο ύψος του premium που έχει προκαταβάλει, τις 100000 δρχ.

Αντιθέτως, αν η αγορά στις 14/12/2000 διαπραγματεύεται στις 2300 μονάδες, ο πελάτης θα εξασκήσει το δικαίωμα και θα πουλήσει τι δείκτη στις 2450, όπως ήταν προσυμφωνημένο, βάσει της τιμής εξάσκησης που είχε επιλέξει, πραγματοποιώντας κέρδος τάξεως των 150 μονάδων (2450-2300) ή 300000δρχ. (150 μονάδες επί 2000δρχ ανά μονάδα). Το καθαρό του κέρδος θα είναι ίσο με 100 μονάδες (150 μονάδες –τις 50 μονάδες που πλήρωσε για την αγορά του δικαιώματος) (100 μονάδες επί 2000 τη μονάδα).

ΑΡΘΡΟ: «ΧΡΗΜΑ»

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ

ΠΕΡΙΟΔΙΚΟ

ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2000

7.7 ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ-ΤΕΧΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ-ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΓΙΑ ΑΓΟΡΑ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΑΓΟΡΑ (Long Call)

Η σημαντικότερη διαφορά μεταξύ των δικαιωμάτων έναντι αγοράς μετοχών ή και ΣΜΕ για έναν επενδυτή ο οποίος αναμένει μια πιθανή αύξηση της τιμής του υποκείμενου δείκτη, είναι το γεγονός ότι με την αγορά του δικαιώματος αγοράς περιορίζει τον κίνδυνό του από πτώση του δείκτη, ενώ ταυτόχρονα συμμετέχει στα κέρδη σε περίπτωση ανόδου του δείκτη.

Ενώ για παράδειγμα, αγοράζοντας κάποια μετοχή επιχειρεί να κερδίσει από τη μεταπώλησή της σε υψηλότερη τιμή (ρискάροντας όμως να ζημιωθεί κατά πολύ στην περίπτωση που οι προσδοκίες του για άνοδο της τιμής του υποκείμενου δείκτη δεν επαληθευτούν και η τιμή μειωθεί), με την αγορά ενός δικαιώματος αγοράς ο επενδυτής μπορεί να εκμεταλλευτεί την ανοδική μεταβολή του υποκείμενου δείκτη, μειώνοντας τον κίνδυνο ζημιάς στο ποσό του τιμήματος (premium).

Ας αναπτύξουμε ένα απλό αριθμητικό που θα μας βοηθήσει να κατανοήσουμε τη λειτουργία των δικαιωμάτων αγοράς, (long call):

Ας πούμε ότι η τιμή εξάσκησης είναι στις 2200 μονάδες και η τιμή του δικαιώματος αγοράς είναι 25 μονάδες. Επίσης ας υποθέσουμε ότι η τιμή του υποκείμενου δείκτη FTSE/ASE 20 βρίσκεται στις 2000 μονάδες.

Ένας επενδυτής αγοράζει ένα δικαίωμα αγοράς όταν προσδοκά άνοδο της τιμής του υποκείμενου τίτλου. Αυτό το συμβόλαιο του παρέχει το δικαίωμα στη λήξη του συμβολαίου να αγοράσει το X δείκτη στις 2200 μονάδες, ανεξάρτητα από το επίπεδο στο οποίο βρίσκεται εκείνη τη στιγμή ο δείκτης. Για να αποκτήσει αυτό το δικαίωμα ο επενδυτής είναι υποχρεωμένος να πληρώσει 50000 χιλιάδες δραχμές (25 μονάδεςX2000 δραχμές ανά μονάδα). Εδώ εντοπίζεται και η ουσιαστική διαφορά. Στην

περίπτωση που η τιμή του δείκτη κινηθεί ανοδικά, πάνω από τις 2200 μονάδες, ο επενδυτής θα εξασκήσει το δικαίωμα πραγματοποιώντας κέρδος. Στην περίπτωση όπου οι προσδοκίες του δεν θα επαληθευτούν και η τιμή του υποκειμένου δείκτη μείνει κάτω από την τιμή εξάσκησης, το δικαίωμα δεν θα εξασκηθεί από τον αγοραστή, λόγω του ότι ο επενδυτής μπορεί να αγοράσει το δείκτη σε χαμηλότερη τιμή στην τρέχουσα αγορά. Ας αναπτύξουμε πιο αναλυτικά τις δύο περιπτώσεις:

- Στην πρώτη περίπτωση, όπου η τιμή του δείκτη ανεβαίνει, ας πούμε στις 2500 μονάδες, ο επενδυτής πραγματοποιεί κέρδος ($2500 - 220 - 25 = 275$ μονάδες ή 550000 μονάδες).
- Στη δεύτερη περίπτωση που η τιμή του δείκτη πέσει κάτω από τις 200 μονάδες, ο επενδυτής αφήνει το δικαίωμά του να εκπνεύσει, έχοντας περιορισμένη ζημία 25 μονάδες ή 50000 δρχ., το ποσό δηλαδή που προπλήρωσε για να αγοράσει το δικαίωμα.

Οπότε, τα κυριότερα χαρακτηριστικά της θέσης αγοράς είναι:

- Μέγιστο κέρδος: απεριόριστο (σε άνοδο της αγοράς)
- Μέγιστη ζημία: τιμή δικαιώματος που πληρώνεται (εδώ, 275 μονάδες ανά μονάδα = 550000 μονάδες).

ΑΓΟΡΑ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΠΩΛΗΣΗΣ (PUT) ΓΙΑ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗ ΕΝΑΝΤΙ ΜΙΑΣ ΚΑΘΟΔΙΚΗΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Θα αναλύσουμε ένα απλό παράδειγμα, αλλά για να το κατανοήσουμε καλύτερα θα πρέπει να αναφερθούμε στο συντελεστή Δέλτα του δικαιώματος.

Τι είναι το Δέλτα δικαιώματος: Δέλτα είναι το μέτρο το οποίο χρησιμοποιούμε ώστε να παρουσιάσουμε τη μεταβολή της τιμής ενός δικαιώματος έναντι μεταβολής στην τιμή του υποκειμένου δείκτη. Ας υποθέσουμε ότι το Δέλτα στην προκειμένη περίπτωση είναι 0.50, μπορούμε να πούμε ότι το Δέλτα ενός δικαιώματος για μεταβολή του δείκτη κατά μια μονάδα. Αυτό σημαίνει ότι για κάθε αύξηση του

υποκείμενου δείκτη κατά μονάδα, το premium του δικαιώματος θα μεταβάλλεται κατά την τιμή του Δέλτα, κατά μισή, δηλαδή, μονάδα (0.50).

Ας υποθέσουμε ότι το χαρτοφυλάκιο ενός επενδυτή είναι αξίας 10000000 δραχμών και ο επενδυτής επιθυμεί να αγοράσει δικαιώματα πώλησης (put) για να προστατέψει το χαρτοφυλάκιο του σε μια περίοδο όπου αναμένεται ότι η αγορά θα κινηθεί πτωτικά. Ας πούμε ότι ο δείκτης υψηλής κεφαλαιοποίησης βρίσκεται, τη δεδομένη χρονική περίοδο, στις 2500 μονάδες.

Το πρώτο βήμα για τον επενδυτή είναι να εκτιμήσει το ποσοστό της πτώσης που θα επέλθει στην αγορά. Αν εκτιμά ότι αυτή δεν θα ξεπεράσει το 10%, δηλαδή τις 250 μονάδες και επιθυμεί να προστατευτεί από αυτή, θα επιλέξει σαν τιμή εξάσκησης το 2500. Ταυτόχρονα, ο επενδυτής θα πρέπει να προσδιορίσει και έναν χρονικό ορίζοντα: Αν εκτιμά ότι η πτώση θα ολοκληρωθεί μέσα στον επόμενο μήνα, θα φροντίσει να επιλέξει το δικαίωμα πώλησης με την τιμή εξάσκησης τις 2500 με λήξη που να υπερβαίνει λίγο τον 1 μήνα. Τα δικαιώματα που θα συναλλάσσονται στο ΧΠΑ θα έχουν 6 διαφορετικές ημερομηνίες λήξης, μέχρι και έναν χρόνο, άρα σίγουρα θα βρει το κατάλληλο δικαίωμα να το αγοράσει.

Το δεύτερο βήμα είναι να προσδιορίσει ο επενδυτής πόσα δικαιώματα μπορούν ή πρέπει να αγοραστούν για να προστατεύσουν πλήρως το χαρτοφυλάκιο των 10000000 δραχμών. Αν πολλαπλασιάσουμε την τιμή του δείκτη (2500) επί τον πολλαπλασιαστή (στην προκειμένη περίπτωση είναι 2000 για το δείκτη FTSE/ASE-20) έχουμε μια αξία $2500 \times 2000 = 5000000$ δραχμών και επομένως ο αριθμός των δικαιωμάτων που αναλογεί είναι 2 συμβόλαια ($10000000/5000000$). Όμως, τα δικαιώματα αυτά που επιλέγουμε έχουν Δέλτα ίσο με 0,5. αυτό σημαίνει ότι η μεταβολή (πτώση) της αξίας του δικαιώματος για πτώση του δείκτη κατά 1 μονάδα είναι 0,5. Αυτό σημαίνει ότι αν ο δείκτης πέσει

κατά 40 μονάδες το δικαίωμά μας θα πέσει περίπου 20 μονάδες. Αυτό στην πράξη σημαίνει ότι δεν θα ασφαλιστούμε πλήρως από την πτώση αγοράζοντας μόνο 2 δικαιώματα. Πρέπει να συμπεριλάβουμε και το Δέλτα στον υπολογισμό μας κι αυτό γίνεται διαιρώντας τον αριθμό των δικαιωμάτων που προέκυψε παραπάνω με το Δέλτα του δικαιώματος. Έτσι μόνο υπολογίζουμε πόσα τελικά δικαιώματα πρέπει να αγοραστούν ώστε να καλύψουν πλήρως την αξία του χαρτοφυλακίου μας. Στο παράδειγμά μας διαιρούμε τα 2 συμβόλαια που προέκυψαν, με το Δέλτα του δικαιώματος ($2/13,5=4$). Αυτά τα 4 συμβόλαια τη συγκεκριμένη περίοδο επαρκούν ώστε να ασφαλίσουν πλήρως το χαρτοφυλάκιό μας. Όμως λόγω του ότι το Δέλτα του δικαιώματος μεταβάλλεται σε μεγάλες κινήσεις της αγοράς, αν θέλουμε να είμαστε πάντα πλήρως ασφαλισμένοι, ο υπολογισμός μας θα πρέπει να ξαναγίνεται σε τακτά χρονικά διαστήματα ή μετά από μεγάλες κινήσεις της αγοράς. Κάτι τέτοιο, στην πράξη, τις περισσότερες φορές δεν είναι απαραίτητο και ο αρχικός μας υπολογισμός είναι αρκετός.

Το κόστος για αυτή την ασφάλεια του χαρτοφυλακίου του επενδυτή είναι ίσο με το τίμημα του δικαιώματος, (δηλαδή 50 μονάδες, στην περίπτωσή μας) επί τον αριθμό των δικαιωμάτων που αγοράζει (4). Το συνολικό κόστος είναι 200 μονάδες (4 δικαιώματα επί 50 μονάδες το καθένα) ή 400000 δρχ. Δηλαδή με κόστος 4% της αξίας του χαρτοφυλακίου του, ο επενδυτής πετυχαίνει να διασφαλιστεί από επικείμενη πτώση πάνω από 10%. Περιορίζει λοιπόν τη ζημία του μόνο στο 4% της αξίας του χαρτοφυλακίου.

ΑΡΘΡΟ:ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΟΔΙΚΟ

«ΧΡΗΜΑ» ΣΕ ΣΥΝΕΡΓΑΣΙΑ ΜΕ ΤΟ ΧΠΑ

ΤΕΥΧΟΣ 26-/ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2000

7.8 ΠΩΣ ΜΠΟΡΕΙΤΕ ΝΑ ΚΕΡΔΙΣΕΤΕ ΑΠΟ ΤΑ PUTS

Ένα put option δίνει στον αγοραστή το δικαίωμα (αλλά όχι και την υποχρέωση) να πουλήσει την υποκείμενη αξία (μετοχή ή δείκτη τιμών) σε μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή (μήνας λήξεως, *expiry month*) και σε μια συγκεκριμένη τιμή (τιμή εξάσκησης ή *strike price*). Για παράδειγμα, ένας επενδυτής ο οποίος είναι κάτοχος 100 μετοχών ΟΤΕ και έχει αγοράσει 1 put με τιμή εξάσκησης 6000 δρχ. έχει το δικαίωμα να πουλήσει τις 100 μετοχές του ΟΤΕ στις 6000, ανεξαρτήτως της τιμής διαπραγμάτευσης του ΟΤΕ.

Εάν ο αγοραστής εξασκήσει ένα put, ο αντισυμβαλλόμενος (πωλητής) είναι υποχρεωμένος να παραλάβει την υποκείμενη αξία από τον αγοραστή (100 μετοχές ανά συμβόλαιο για συμβόλαια επί μετοχών και χρηματικό ποσό για συμβόλαια σε δείκτες τιμών).

Ένα put option είναι *in the money* όταν η τιμή του υποκείμενου τίτλου είναι χαμηλότερη από το *strike price*. Σε αυτή την περίπτωση το δικαίωμα έχει αξία και μπορεί να εξασκηθεί. Εάν η τιμή του υποκείμενου τίτλου ενός put είναι ίση με το *strike price* τότε είναι *At the money*, ATM.

Ένα put option είναι *out of the money*, OTM, όταν η τιμή του υποκείμενου τίτλου είναι υψηλότερη από το *strike price*. Η τιμή στην οποία διαπραγματεύεται ένα συμβόλαιο ονομάζεται *premium* (ασφάλιστρο) και αποτελείται από την εσωτερική αξία (*intrinsic value*) και την αξία του χρόνου (*time value*). Τα δικαιώματα που είναι ATM ή OTM δεν έχουν *intrinsic value*, που σημαίνει ότι το *premium* αποτελείται μόνο από την αξία του χρόνου (*time value*).

Το *time value* είναι συνάρτηση του χρόνου που απομένει για τη λήξη του δικαιώματος. Όσο μεγαλύτερος ο χρόνος που απομένει για τη λήξη, τόσο μεγαλύτερο και το *time value* διότι περισσότερες είναι και οι πιθανότητες να κινηθεί σε επιθυμητά επίπεδα ο υποκείμενος τίτλος.

Εσωτερική αξία put=τιμή εξάσκησης-τιμή υποκείμενου τίτλου

Τιμή δικαιώματος =εσωτερική αξία +αξία του χρόνου

PUTS

FTSE/ASE2	Strike price	Premium	Intrinsic Value	Time Value
0				
	ΤΙΜΗ ΕΞΑΣΚΗΣΗ Σ	ΑΣΦΑΛΙΣΤΡ Ο	ΕΣΩΤΕΡΙΚΗ ΑΞΙΑ	ΑΞΙΑ ΧΡΟΝΟΥ
2000	1900	5	0	5 OTM
2000	2000	40	0	40 ATM
2000	2100	130	100	30 ITM

Η αξία μιας θέσης σε συμβόλαια προαίρεσης υπολογίζεται με τον ακόλουθο τρόπο:

Σε μετοχή: αριθμός συμβολαίων X τιμή συμβολαίου X 100

Σε δείκτη τιμών (FTASE20) αριθμός συμβολαίων X τιμή συμβολαίου X 2000

Για παράδειγμα, η αξία μιας θέσης 2 συμβολαίων (puts) στον FTASE20 με τιμή 50 έκαστο, λήξεως Δεκεμβρίου και με τιμή εξάσκησης 2000 είναι: $2 \times 50 \times 2000 = 200000$. η τελευταία ημέρα συναλλαγών για κάθε συμβόλαιο είναι η τρίτη Παρασκευή του μήνα λήξεως του συμβολαίου.

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΧΡΗΣΕΩΣ ΕΝΟΣ PUT OPTION ΓΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ (HEDGINE)

Ένας επενδυτής προσδοκά ότι η τιμή της Εθνικής Τράπεζας θα υποχωρήσει κάτω από την τιμή των 15000, όπου και έχει αγοράσει 100 μετοχές, κατά τη διάρκεια των επόμενων δυο εβδομάδων. Η μετοχή διαπραγματεύεται στις 15000 και αγοράζει το put με εκπνοή τον μήνα

Αύγουστο και τιμή εξάσκησης 15000 στην τιμή των 300, με κόστος $1 \times 300 \times 100 = 30000$ (αριθμός συμβολαίων \times τιμή συμβολαίου $\times 100$).

Εάν υποθέσουμε ότι η εκτίμηση του επενδυτή είναι σωστή και η τιμή της Εθνικής υποχωρήσει στις 13300 και η νέα τιμή του δικαιώματος είναι 2000, τότε η αξία της θέσης είναι $1 \times 2000 \times 100 = 200000$

Ο επενδυτής χάνει 170000 δρχ. $(15000 - 13300) \times 100$ από τη θέση του στην Εθνική και κερδίζει 170000 δρχ. $(2000 - 300) \times 100$ από τη θέση του στο put.

Με αυτό το παράδειγμα, βλέπουμε πως ο επενδυτής κατορθώνει να ασφαλίσει τη θέση του στον υποκείμενο τίτλο πληρώνοντας το ασφάλιστρο (premium) 30.000 δρχ. Στην αντίθετη περίπτωση, εάν η Εθνική ακολουθήσει ανοδική πορεία και η τιμή ανέβει στις 16000, ο επενδυτής θα κερδίσει 100000 δρχ. $(16000 - 15000) \times 100$ από τη θέση του στις μετοχές και θα χάσει (εάν κρατήσει το συμβόλαιο μέχρι τη λήξη του) τις 30000 δρχ. που πλήρωσε για να ασφαλίσει τη θέση του. Εάν η εθνική παραμείνει στάσιμη στις 15000 μέχρι τη λήξη του συμβολαίου, τότε ο επενδυτής θα χάσει το premium που πλήρωσε για το put, 30000δρχ.

ΒΑΣΙΚΕΣ ΘΕΣΕΙΣ ΣΕ PUT OPTIONS

ΘΕΣΗ	ΠΡΟΣΔΟΚΙΑ	ΠΕΡΑΣΜΑ ΧΡΟΝΟΥ	ΜΕΓΙΣΤΟ ΚΕΡΔΟΣ	ΜΕΓΙΣΤΗ ΖΗΜΙΑ
Long put	Καθοδική τάση	Αρνητικό	Απεριόριστο	Περιορισμένη, ίση με το premium
Short put	Ανοδική τάση	Θετικό	Περιορισμένη, ίση με το premium	Απεριόριστη

7.9 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΕΡΓΑΛΕΙΑ

...Οι όγκοι συναλλαγών στο ΧΠΑ είχαν διαμορφωθεί στα μέσα Ιανουαρίου στα 6 δις δρχ., ενώ ο αριθμός των συμβολαίων που διακινούνται σε ημερήσια βάση ξεπερνούσε κατά μέσο όρο τα 800. Χρηματιστηριακοί κύκλοι επισημαίνουν ότι αν και οι όγκοι παρουσιάζουν ανοδική πορεία, εντούτοις δεν έχουν ακόμη διαμορφωθεί στα επίπεδα των **αρχικών προσδοκιών** τους. Αύξηση του όγκου συναλλαγών αναμένεται να σημειωθεί και με την είσοδο των νέων προϊόντων, καθώς οι επενδυτές θα έχουν περισσότερες εναλλακτικές λύσεις.

«Πριν τη δημιουργία του θεσμικού πλαισίου για την οργανωμένη αγορά παραγώγων προϊόντων», επισημαίνει ο Παναγιώτης Αλεξάκης, πρόεδρος του ΧΠΑ σε άρθρο του στην ετήσια έκδοση ΤΑΣΕΙΣ-Η Ελληνική Οικονομία 2000, «συναλλαγές σε παράγωγα προϊόντα στην Ελλάδα πραγματοποιούνταν σε σχετικά περιορισμένη κλίμακα, στην **«εκτός κύκλου αγορά** μεταξύ χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και οργανισμών, εταιριών και επιχειρηματιών, με ανάληψη **πιστωτικού κινδύνου** από τους συμβαλλόμενους». Στο ίδιο άρθρο, ο πρόεδρος του ΧΠΑ τονίζει ότι η ύπαρξη οργανωμένης χρηματιστηριακής αγοράς παραγώγων προσφέρει τα μέσα, έτσι ώστε οι επενδυτές να αντισταθμίσουν με ιδιαίτερα ικανοποιητικό αποτέλεσμα τον κίνδυνο αγοράς». Τέλος, ο κ. Αλεξάκης, επισημαίνει την ανάγκη **συνεχούς**

ενημέρωσης των επενδυτών, δεδομένου ότι τα παράγωγα προϊόντα και τα χαρακτηριστικά της αγοράς τους μεταβάλλονται με πολύ γρήγορο ρυθμό.

Στις ανεπτυγμένες αγορές του εξωτερικού, οι όγκοι των συναλλαγών στα παράγωγα είναι πολλαπλάσιοι των όγκων της εκάστοτε υποκείμενης αγοράς (υποκείμενη αγορά= ΧΑΑ στην περίπτωση της Ελλάδος). Παραδείγματα επιτυχίας του θεσμού των παραγώγων σε κεφαλαιαγορές του εξωτερικού αποτελούν οι αγορές της **Ιταλίας** και της **Γερμανίας**, όπου στην πρώτη αγορά παραγώγων έφτασε στο παρελθόν να πραγματοποιήσει όγκο συναλλαγών 2,5 φορές μεγαλύτερο του όγκου συναλλαγών της υποκείμενης αγοράς. Θετικά παραδείγματα θεωρούνται επίσης και οι αγορές της **Γαλλίας** και της **Ισπανίας**, όπου η αγορά παραγώγων προσδιορίζει τις τάσεις από το πρωί για το ξεκίνημα της υποκείμενης αγοράς. Από το άλλο μέρος, η **Αυστρία** αποτελεί παράδειγμα κεφαλαιαγοράς όπου δεν ευδοκίμησαν τα παράγωγα, ίσως αφού η αγορά βρέθηκε στη σκιά της Γερμανίας.

Έως τα μέσα του Ιανουαρίου, τα ανοικτά συμβόλαια ΣΜΕ στον FTSE/ASE 20 κυμαίνονταν στα 600-700, ενώ η **πρόβλεψη** του κ. Αλεξάκη για το σύνολο των συμβολαίων του τρέχοντος έτους αναφέρεται σε πάνω από 2000 συμβόλαια. Από την άλλη, οι χρηματιστηριακοί κύκλοι ευελπιστούν ότι στο τέλος του έτους, η αγορά των παραγώγων θα βρεθεί μεταξύ των 2000-11000 συμβολαίων, ενδεχόμενο που εξαρτάται άμεσα από τις **ικανότητες** των ΑΧΕ να προσελκύσουν πελάτες στη νέα επενδυτική δραστηριότητα.

Ευνοϊκή συγκυρία, αλλά και προβλήματα...

Χρηματιστηριακοί κύκλοι αναφέρουν ότι η αγορά των παραγώγων προϊόντων ξεκίνησε νωρίτερα από ότι θα μπορούσε να συμβεί. Παρόλο που η διοίκηση του Χρηματιστηρίου Παραγώγων είχε ανακοινώσει την ακριβή ημερομηνία έναρξης της νέας αγοράς, η πλειονότητα των θεσμικών επενδυτών και των ΑΧΕ εκτιμούσε την έναρξη της αγοράς

παραγώγων αργότερα, το Σεπτέμβριο ή τον Οκτώβριο 1999, κυρίως λόγω της αδυναμίας τους να ολοκληρώσουν την **απαραίτητη οργανωτική και ενημερωτική προετοιμασία** ώστε να είναι σε θέση να ανταποκριθούν στις νέες ανάγκες. Η διαδικασία προετοιμασίας των ΑΧΕ ήταν επίμονη και απαιτούσε σωρεία **προσαρμογών** στα νέα δεδομένα, τόσο σε επίπεδο λογιστικής, όσο και παρακολούθησης και εκκαθάρισης των συναλλαγών. Ακόμη, θα πρέπει να σημειωθεί ότι κατά την εποχή έναρξης εργασιών του ΧΠΑ, ο Γενικός Δείκτης του ΧΑΑ σημείωνε ιστορικά ρεκόρ, ανερχόμενος στο επίπεδο των 6000 μονάδων. Επομένως, γίνεται αντιληπτό ότι αν και η **συγκυρία** συνέβαλε στη δημιουργία **ευνοϊκού κλίματος** για την εισαγωγή των παραγώγων προϊόντων, το κύριο ενδιαφέρον των ΑΧΕ εντοπιζόταν στην καταγραφή υπερκερδών στην υποκείμενη αγορά της Σοφοκλέους.

Όσο περισσότερο βαθαίνει η αγορά των παραγώγων, τόσο περισσότερο αυτό θα βοηθήσει και την πρωτογενή αγορά, τονίζει ο **Λεωνίδας Φραγκιαδάκης**, διευθυντής Τμήματος Παραγώγων στην **Εθνική Τράπεζα**. «Άλλωστε, το Χρηματιστήριο Παραγώγων είναι λιγότερο χειραγωγήσιμο έναντι του ΧΑΑ λόγω του φαινομένου της «μόχλευσης» (leverage που σημαίνει τον έλεγχο ενός χαρτοφυλακίου μεγάλου μεγέθους με το αποτιμητικό αποτέλεσμα που αυτό συνεπάγεται με ένα συγκριτικά μικρότερο ποσό). Το ΧΠΑ έχει αναπτύξει θεσμούς και μηχανισμούς διαφάνειας, οι οποίοι καθιστούν την αγορά εξαρχής λιγότερο χειραγωγήσιμη έναντι του ΧΑΑ στο οποίο ακολουθήθηκε μια πιο εξελικτική διαδικασία. Το ότι στην εγχώρια αγορά, ο θεσμός των παραγώγων εισήχθη με καθυστέρηση ενέχει θετικά χαρακτηριστικά», τονίζει ο ίδιος. Το ΧΠΑ έχει μελετήσει τα μοντέλα των ανεπτυγμένων αγορών ώστε να αποφύγει λάθη που σημειώθηκαν στο εξωτερικό, ενώ η αγορά των παραγώγων έχει ήδη θέσει το λιθαράκι της στην υποκείμενη αγορά. Αυτό φαίνεται στο νέο τρόπο κλεισίματος των τιμών στο ΧΑΑ με τους σταθμικούς μέσους όρους που ακολουθεί το ΧΠΑ». Ακόμη, η

διαπραγμάτευση προϊόντων πάνω σε μετοχές ή σε δείκτες, τονίζει ο **Ελευθέριος Συρράκος**, διευθυντής του Τμήματος Παραγωγών της **Alpha Χρηματιστηριακής** «εξορθολογικεύει» τις αγορές, υπό την έννοια ότι στην ιδανική περίπτωση τείνουν να εξαλειφθούν «ανωμαλίες» τιμολόγησης, είτε στην υποκείμενη αγορά, είτε στην αγορά των παραγωγών. Η μία αγορά συμπληρώνει και διορθώνει την άλλη χωρίς να δρα ανταγωνιστικά. Μελλοντικά αναμένεται η εξορθολογίκευση των τιμών και προς τη μία και προς την άλλη κατεύθυνση.

Το Χρηματιστήριο Παραγωγών άρχισε να οργανώνεται τον Αύγουστο του 1998 και με βάση την πορεία που ακολουθήθηκε, αρχικός στόχος της διοίκησης ήταν να ξεκινήσει τη λειτουργία του τον Απρίλιο ή Μαΐο του 1999. τα μέλη όμως του ΧΠΑ δεν διέθεταν τότε την απαραίτητη ετοιμότητα, γεγονός το οποίο και γνωστοποιήθηκε στο Χρηματοστήριο Παραγωγών με επιστολή που απέστειλε ο **ΣΜΕΧΑ** στον πρόεδρο του ΧΠΑ, **Παναγιώτη Αλεξάκη**.

Αρχικά, το ΧΠΑ και η ΕΤΕΣΕΠ προχώρησαν στη σύσταση διατμηματικής ομάδας εργασίας, η οποία με το Τμήμα Πωλήσεων του ΧΠΑ παρείχε και συνεχίζει να παρέχει υποστήριξη στα μέλη για τον τρόπο οργάνωσης των εσωτερικών τμημάτων λογιστικής τους, των τμημάτων εσωτερικού ελέγχου και των back office. «Ένα από τα προβλήματα που είχαμε να αντιμετωπίσουμε ήταν η έλλειψη ολοκληρωμένων συστημάτων στην ελληνική κεφαλαιαγορά», επισημαίνει ο **Νίκος Πορφύρης**, διευθυντής ανάπτυξης εργασιών του Χρηματιστηρίου Παραγωγών. «για το λόγο αυτόν κρίναμε ότι τους πρώτους μήνες λειτουργίας του ΧΠΑ, η αγορά θα λειτουργούσε σε «πιλοτικό» στάδιο, έστω και αν αυτό σήμαινε στην πράξη πως ορισμένα μέλη μας θα διέθεταν μεγαλύτερη ετοιμότητα έναντι άλλων μελών».

Έλλειψη των καταλλήλων συστημάτων μηχανοργάνωσης εξακολουθεί να αντιμετωπίζει και σήμερα η αγορά των παραγωγών, τονίζει ο κ. Συρράκος. Σύμφωνα με τον ίδιο, η νέα αγορά καλείται να

αντιμετωπίζει θέματα, που σχετίζονται με τη στελέχωση των εταιριών με έμπειρο δυναμικό στα παράγωγα, την εκπαίδευση των επενδυτών γύρω από τη χρήση και λειτουργία του θεσμού των παραγώγων, αλλά και νομικά και θεσμικά ζητήματα, δεδομένου ότι, όπως επισημαίνει ο ίδιος, «η πλειονότητα των θεσμικών τήρησε στάση αναμονής, αφήνοντας τη νέα αγορά να ξεκινήσει και κατόπιν ανάλογα να δραστηριοποιηθεί.».

Μέχρι σήμερα έχουν εκπαιδευτεί 2500 στελέχη της αγοράς στο νέο θεσμό. Παράλληλα, το ΧΠΑ συνεχίζει σύμφωνα με το προδιαγεγραμμένο σχέδιό του την **εκστρατεία ενημέρωσης** των εμπλεκόμενων φορέων σε όλη τη χώρα». «Αρωγοί στην προσπάθεια αυτή πρέπει να σταθούν οι θεσμικοί επενδυτές, οι οποίοι οφείλουν να ενημερώσουν και να εκπαιδεύσουν τους πελάτες τους, καθώς και να οργανώσουν την περαιτέρω επενδυτική δραστηριότητά τους και γύρω από τη νέα αγορά ως **ανερχόμενη**, ως μια εργασία που πρέπει να πραγματοποιήσουν παράλληλα με το ΧΑΑ. Αν και από τη Σοφοκλέους αποκομίζουν μεγάλα κέρδη, πρέπει να αντιληφθούν ότι μελλοντικά το ΧΠΑ θα συντηρήσει το σημερινό επίπεδο της κερδοφορίας τους», τονίζει ο κ. Πορφύρης...

Τα θεσμικά και λογιστικά προβλήματα

Ο δρόμος που καλείται σήμερα να διανύσει το ΧΠΑ είναι διττός. Πρώτον, καλείται τόσο το ίδιο όσο και τα μέλη του να αναπτύξουν την αγορά των παραγώγων, **προσελκύοντας και ενημερώνοντας** νέους επενδυτές. Δεύτερον, πρέπει να λυθεί το ζήτημα της **οργανωτικής λειτουργίας** των μελών του ΧΠΑ, που έχει δύο κυρίως παραμέτρους: πρώτον, την έλλειψη κοινά αποδεκτών νομικών συμβάσεων που ρυθμίζουν επακριβώς τους όρους μεταξύ μελών ΧΠΑ και τελικών επενδυτών για το δανεισμό τίτλων (που απαιτείται για το short selling) και δεύτερον, τη μηχανογράφηση της λογιστικής απεικόνισης των παραγώγων, η οποία επί του παρόντος ρυθμίζεται από μια περπατημένη

μέθοδο λογιστικής εγγραφής που έχει δοθεί στα μέλη του ΧΠΑ μετά από τη γνωμοδότηση του Εθνικού Συμβουλίου Λογιστικής (ΕΣΥΛ) με τη συμβολή του ΧΠΑ και της ΕΤΕΣΕΠ, προκειμένου να διευκολυνθούν τα μέλη.

«Πολλά από τα μέλη μας», επισημαίνει ο Νίκος Πορφύρης, «επειδή δεν γνώριζαν την πορεία που θα ακολουθήσει η νέα αγορά όσον αφορά τόσο το ενδιαφέρον όσο και τους όγκους συναλλαγών, δεν θέλησαν να δεσμευθούν με την εγκατάσταση λογισμικών πακέτων με βάση τις νέες απαιτήσεις, δεδομένου και ότι η εγχώρια αγορά δεν διαθέτει τα πλέον κατάλληλα συστήματα. Για το λόγο αυτό, επιλέξαμε να ξεκινήσουμε με τα ΣΜΕ, ένα σχετικά απλό προϊόν, το οποίο θα μπορούσαν να αντιμετωπίσουν με απλές εφαρμογές από την υφιστάμενη μηχανοργάνωσή τους».

Η πλειονότητα όσων επένδυσαν σε ΣΜΕ ήταν ιδιώτες (85% περίπου του συνολικού αριθμού των ενεργών κωδίκων), γεγονός που καταδεικνύει ότι οι θεσμικοί επενδυτές προς το παρόν συμμετέχουν μόνο πιλοτικά στην αγορά. Το ενδιαφέρον των θεσμικών επενδυτών εκτιμάται ότι θα εκδηλωθεί και με το δεύτερο προϊόν του ΧΠΑ, το **ομόλογο του ΕΔ στο ΣΜΕ**, αλλά το πρόβλημα σε αυτή την κατηγορία επενδυτών είναι και πάλι μηχανογραφικής φύσης.

Από την αγορά των παραγώγων απέχουν και οι ξένοι θεσμικοί επενδυτές, οι οποίοι-όπως οι Έλληνες- κρατούν στάση αναμονής. «Ένα από τα σημαντικά ζητήματα που έχουν να αντιμετωπίσουν οι ξένοι θεσμικοί στην ελληνική αγορά παραγώγων είναι η διαδικασία της εκκαθάρισης», επισημαίνει ο **Μάνος Δροσατάκης**, διευθυντής του Τμήματος Παραγώγων στην **Π&Κ Χρηματιστηριακή**. Πρώτον, ένας οίκος του εξωτερικού που επιθυμεί να κάνει πράξεις στα παράγωγα μέσω τριών διαφορετικών ελληνικών ΑΧΕ είναι υποχρεωμένος να πραγματοποιήσει τρεις εκκαθαρίσεις. Δεύτερον, δεν αντισταθμίζονται ως περιθώριο ασφάλισης δύο **αντίθετες πράξεις** (αγορά στον δείκτη

μεσαίας κεφαλαιοποίησης και πώληση στον ίδιο δείκτη) που πραγματοποιούνται μέσω δυο διαφορετικών ελληνικών ΧΑΕ. Τρίτον, στην εσωτερική αγορά παραγώγων δεν παρέχεται ακόμα εγγύηση σε ομόλογα (collateral μόνο για ποσά πάνω από 300 εκατ. δρχ.), σε αντίθεση με τις αγορές παραγώγων στα ανεπτυγμένα κράτη...

Πηγή:»ΕΠΙΛΟΓΗ»,μηνιαία οικονομική επιθεώρηση (Φεβρουάριος 2000)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

ΕΠΙΛΟΓΟΣ-ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Τα Χρηματοοικονομικά Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (futures) και τα Δικαιώματα (options) έχουν γίνει σήμερα απαραίτητα εργαλεία για τη διαχείριση του κινδύνου, τόσο για τους οικονομικούς διευθυντές επιχειρήσεων όσο και για τους θεσμικούς επενδυτές.

Η συστηματική ανάλυση των παραγώγων αρχίζει να γίνεται αναγκαία για το σοβαρό επενδυτή τόσο γιατί αυξάνονται σταδιακά οι τζίροι στο ΧΠΑ, αλλά και γιατί στις δύσκολες αυτές εποχές, η επένδυση στα παράγωγα παραμένει μια από τις ελάχιστες «εξόδους» άμυνας από την αλλοπρόσαλλη κατάσταση που επικρατεί στην αγορά της Σοφοκλέους.

Καθώς οι διαχωριστικές γραμμές μεταξύ των οικονομικών υπηρεσιών διαφόρων ειδών μεγαλώνουν, το γραφειοκρατικό σύστημα, υπεύθυνο για τη δομή του τραπεζικού συστήματος, πρέπει να έρθει αντιμέτωπο με το γεγονός ότι οι φόβοι που συνοδεύουν την αγορά των παραγώγων, τείνουν να αποδειχτούν ανεδαφικοί. Στην πραγματικότητα, η πρόσβαση στα μέσα αντιμετώπισης κινδύνου θα πρέπει να μην είναι επίφοβη αλλά, να ενθαρρύνεται με προσοχή, ώστε να βοηθήσει τους επενδυτές να αντιμετωπίσουν τα ανεβokaτεβάσματα και τις μεταστροφές των αγορών.

Τα χρηματοοικονομικά παράγωγα άλλαξαν διεθνώς την επιστήμη της χρηματοοικονομίας με το να δημιουργούν νέους τρόπους για την κατανόηση και διαχείριση κινδύνων. Εν τέλει, τα παράγωγα θα πρέπει να θεωρούνται μέρος της στρατηγικής διαχείρισης των κινδύνων κάθε εταιρίας.

Η τρομακτική ανάπτυξη της αγοράς των χρηματοοικονομικών παραγώγων και οι αναφορές για μεγάλες ζημιές που σχετίζονται με τα

χρηματοοικονομικά παράγωγα και τα προϊόντα τους, έχουν επιφέρει μεγάλη σύγχυση στους επενδυτές για αυτά τα σύνθετα και πολύπλοκα προϊόντα. Είναι τα παράγωγα μια πληγή που συνεχώς μεγαλώνει, όπου αργά και σταθερά καταστρέφει τις χρηματαγορές; Πρόκειται να είναι τα παράγωγα η πηγή μιας καταστροφής της ελληνικής οικονομίας και αγοράς, μια σαπουνόφουσκα έτοιμη να εκραγεί;

Αυτού που αντιτίθενται στα Χρηματοοικονομικά παράγωγα φοβούνται μια μεγάλη οικονομική καταστροφή, μια καταστροφή που θα μπορούσε να παραλύσει τις χρηματαγορές και να αναγκάσει τις κυβερνήσεις να παρέμβουν για να αποκαταστήσουν τη σταθερότητα και να εμποδίσουν την οικονομική καταστροφή, σε βάρος πάντα των φορολογουμένων. Οι επικριτές πιστεύουν ότι τα παράγωγα είναι μέσα που βοηθούν τους οργανισμούς να επιτύχουν τους αντικειμενικούς τους σκοπούς διαχείρισης κινδύνου. Όπως γίνεται με όλα τα εργαλεία, είναι σημαντικό, ο φορέας τους να καταλάβει τις χρήσεις που εξυπηρετούν και ότι πρέπει να εφαρμοστούν όλες οι ασφαλείς προφυλάξεις πριν το εργαλείο τεθεί σε εφαρμογή. Οι οικοδόμοι χρησιμοποιούν εργαλεία όταν κατασκευάζουν σπίτια. Και όπως ένα εργαλείο είναι απόλυτα χρήσιμο όταν κτίζεται ένα σπίτι έτσι και τα χρηματοοικονομικά παράγωγα μπορεί να είναι χρησιμότερα εργαλεία στο να βοηθούν τους επενδυτές όταν επιδιώκουν τους διαχειριστικούς τους στόχους. Αλλά κάποια εργαλεία μπορεί να είναι επίσης πολύ επικίνδυνα όταν δεν χρησιμοποιούνται σωστά ή χρησιμοποιούνται ανεξέλεγκτα. Εάν οι χρήστες δεν είναι προσεκτικοί, μπορεί να τραυματιστούν και να καταστρέψουν το έργο τους. Ομοίως, όταν τα χρηματοοικονομικά παράγωγα χρησιμοποιούνται λανθασμένα ή χωρίς κανένα σχέδιο, τότε μπορεί να προκαλέσουν σοβαρές ζημιές ή να οδηγήσουν τους επενδυτές σε λάθος κατεύθυνση.

Εάν χρησιμοποιούνται σωστά τα χρηματοοικονομικά παράγωγα μπορούν να βοηθήσουν τους επενδυτές να επιτύχουν τους διαχειριστικούς τους στόχους έτσι ώστε τα κεφάλαια τους να είναι

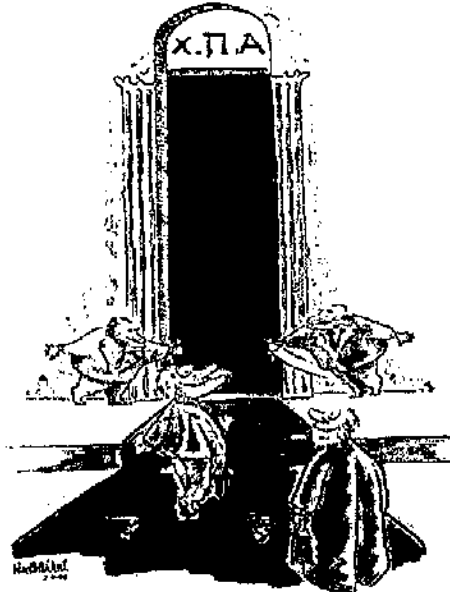
διαθέσιμα για επενδύσεις που αξίζουν τον κόπο. Οι πιο βασικές πτυχές της στρατηγικής διαχείρισης του κινδύνου που εξετάζονται είναι: Ποιοι από τους κινδύνους πρέπει να αντισταθμίζονται και ποιοι να παραμένουν αντιστάθμιστοι; Τι είδους παράγωγα εργαλεία είναι πιο κατάλληλα; Πώς θα συμπεριφερθούν αυτά τα μέσα από τις οικονομικές διακυμάνσεις; Χωρίς μια ξεκάθαρη στρατηγική διαχείρισης κινδύνου η χρήση των χρηματοοικονομικών παραγώγων μπορεί να είναι επικίνδυνη. Μπορεί να απειλήσει την επιτυχία των μακροπρόθεσμων αντικειμενικών στόχων των επενδυτών και να συντελέσει σε ανασφαλείς και νοσηρές πρακτικές που ενδέχεται να οδηγήσουν σε έλλειψη ρευστότητας. Αλλά εάν χρησιμοποιηθούν συνετά, τα χρηματοοικονομικά παράγωγα μπορούν να επιφέρουν κέρδος σε όσους τα χρησιμοποιούν.

Τα χρηματοοικονομικά παράγωγα μπορούν να χρησιμοποιηθούν είτε για την αντιστάθμιση των ανεπιθύμητων κινδύνων, είτε για την κερδοσκοπία λαμβάνοντας μια θέση και αναμένοντας τη μετακίνηση της αγοράς.

Οι επενδυτές σήμερα μπορούν να χρησιμοποιούν παράγωγα ώστε να αναζητούν ενεργά συγκεκριμένους κινδύνους και να κερδοσκοπούν επάνω στην κατεύθυνση των επιτοκίων ή των συναλλαγματικών ισοτιμιών ή μπορούν να χρησιμοποιήσουν τα παράγωγα έτσι ώστε να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο. Ωστόσο, όταν χρησιμοποιούν χρηματοοικονομικά παράγωγα, οι οργανισμοί πρέπει να προσέχουν να χρησιμοποιούν μόνο αυτά τα εργαλεία που κατανοούν και που πιστεύουν ότι ταιριάζουν καλύτερα με την εταιρική φιλοσοφία διαχείρισης του κινδύνου τους.

Τα είδη των κινδύνων που σχετίζονται με τα παράγωγα δεν είναι διαφορετικά από αυτά που σχετίζονται με τα παραδοσιακά χρηματοπιστωτικά μέσα, παρόλο που οι κίνδυνοι μπορεί να είναι περισσότερο πολύπλοκοι. Υπάρχουν πιστωτικοί κίνδυνοι, λειτουργικοί κίνδυνοι, κίνδυνοι αγοράς. Οι κίνδυνοι των παραγώγων πηγάζουν κυρίως

από τον πελάτη. Με ελάχιστες εξαιρέσεις οι κίνδυνοι οφείλονται σε ανθρώπινους παράγοντες.



Οι μετέχοντες στην αγορά των χρηματοοικονομικών παραγώγων μπορούν να διαιρεθούν σε δύο σύνολα: στους τελικούς χρήστες και στους διαπραγματευτές. Στα πρώτα χρόνια των χρηματοοικονομικών παραγώγων, οι χρηματιστές δρούσαν ως μεσολαβητές αναζητώντας αντισυμβαλλόμενους με συμψηφιζόμενες απαιτήσεις. Αργότερα, οι χρηματιστές άρχισαν να προσφέρουν εαυτούς ως αντισυμβαλλόμενους σε περιπτώσεις πελατειακών απαιτήσεων μεσαίου μεγέθους. Αφού είχε ληφθεί μια θέση, ο χρηματιστής άμεσα είτε την συμψηφίζει με μια αντίστροφη συναλλαγή με κάποιο άλλο πελάτη είτε την «αποθήκευε» χρησιμοποιώντας προσωρινά την αγορά των προθεσμιακών συμβολαίων για να αντισταθμίσει ανεπιθύμητους κινδύνους-μέχρι να βρεθεί κάποια συμψηφιστική εταιρία.

Συμπερασματικά, σήμερα οι χρηματιστές διαχειρίζονται επιπλέον χαρτοφυλάκια παραγώγων και επιτηρούν τον υπόλοιπο κίνδυνο της συνολικής τους θέσης. Αυτή η εξέλιξη άλλαξε το επίκεντρο της διαχείρισης κινδύνου από τις ατομικές συναλλαγές στα χαρτοφυλάκια και

βελτίωσε κατ'ουσία την ικανότητα των χρηματιστών να υιοθετούν ένα μεγάλο μέρος από πελατειακές συναλλαγές.

Τα παράγωγα, ωστόσο, έχουν και τη σκοτεινή πλευρά. Είναι σημαντικό, οι παίκτες των παραγώγων να κατανοήσουν πλήρως την πολυπλοκότητα των συμβολαίων χρηματοοικονομικών παραγώγων και τους κινδύνους που τα συνοδεύουν. Οι χρήστες πρέπει να είναι σίγουροι και ενημερωμένοι γύρω από τα χρηματοοικονομικά παράγωγα, πριν να προχωρήσουν στη χρησιμοποίησή τους.

Αναμφισβήτητα, τα παράγωγα θα μείνουν στην αγορά. Τα χρηματοοικονομικά παράγωγα δεν είναι απλώς η τελευταία μόδα της χρηματοοικονομίας, είναι σημαντικά εργαλεία απόκτησης κέρδους και καλύτερης διαχείρισης κινδύνου.

Τα δικαιώματα και τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης είναι χρηματοοικονομικά εργαλεία που οι συναλλασσόμενοι τα χρησιμοποιούν για να προστατεύσουν τις επενδύσεις τους, για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο, ή για να μετατρέψουν τις προσδοκίες τους για τις τάσεις τη αγοράς.

Κάποιος επενδυτής προσδοκά ότι οι τιμές των μετοχών θα αυξηθούν μέσα στις επόμενες εβδομάδες ή μήνες, τότε τα δικαιώματα είναι μια εναλλακτική λύση επένδυσης σε μετοχές. Με τα δικαιώματα και τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης μπορεί κάποιος να αποκομίσει κέρδος ανεξάρτητα από την πορεία που ακολουθεί η αγορά. Αγοράζοντας δικαιώματα πώλησης και πουλώντας συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης ή δικαιώματα αγοράς μπορεί κανείς να αποκομίσει κέρδος σε μια πτωτική πορεία της αγοράς. Θέσεις πώλησης σε δικαιώματα επιτρέπουν την απόκτηση κέρδους ακόμη και σε μια στάσιμη αγορά. Καθοριστικοί παράγοντες που συντελούν στην επιτυχία είναι η ακριβής εκτίμηση της πορείας της αγοράς και η διαρκής επίβλεψη της θέσης από μέρος του επενδυτή.

Επίσης ένας επενδυτής μπορεί να αντισταθμίσει τον κίνδυνο ενός μετοχικού χαρτοφυλακίου, όπως αν σκοπεύει να αγοράσει ένα σπίτι μερικούς μήνες πριν πραγματοποιήσει τα κέρδη του σε μετοχές. Αυτό τον προστατεύει από απώλειες σε περίπτωση που οι τιμές των μετοχών τυχαίνει να βρίσκονται χαμηλά τη χρονική στιγμή που χρειάζεται να πουλήσει ή να αποκτήσει μετοχές.

Επίσης, στην περίπτωση των ομολόγων, ο κίνδυνος των τιμών που προέρχεται από τις μεταβολές στα επιτόκια της αγοράς, πρέπει να ληφθεί σοβαρά υπόψη. Αυτός ο κίνδυνος μπορεί να ελεγχθεί μέσω συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης σε ομόλογα.

Αυτή η πρακτική μακροπρόθεσμα, μπορεί να εγγυηθεί υψηλές και σταθερές αποδόσεις για ένα χαρτοφυλάκιο.

Τέλος, με δικαιώματα και συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης πάνω στο δείκτη FTSE/ASE-20 μπορεί κάποιος να «μεταφράσει» τις προσδοκίες του για γενικές τάσεις της αγοράς, σε χρήσιμες στρατηγικές μέσω μιας και μόνης συναλλαγής. Συνήθως, είναι ευκολότερο να προβλέψει κανείς την εξέλιξη ολόκληρης της αγοράς παρά την τιμή μιας συγκεκριμένης μετοχής.

Έχει περάσει πλέον ένας χρόνος από τότε που τα παράγωγα λειτουργούν στην ελληνική αγορά και αποδείχθηκε η ουσιαστική συμβολή τους στην ολοκλήρωση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς που επιτυγχάνεται με τη διεύρυνση των επενδυτικών επιλογών που παρέχει στους επενδυτές. Σημαντικό ρόλο σε αυτό έχει δώσει η εισαγωγή παραγώγων προϊόντων στο δείκτη FTSE/ASE 20.

Η αγορά παραγώγων προσφέρει μια σειρά από παράγωγα προϊόντα που δίνουν τη δυνατότητα στους επενδυτές να αναπροσαρμόσουν τον επενδυτικό τους κίνδυνο και να καταγράψουν κέρδη ακόμα και σε περιόδους πτωτικής τάσης της αγοράς.

Το γεγονός ότι η αγορά παραγώγων βρίσκει τη θέση της στην ελληνική χρηματαγορά αποδεικνύεται από το συνεχώς αυξανόμενο όγκο

συναλλαγών στα παράγωγα, καθώς και από τον επιταχυνόμενο ρυθμό αύξησης ενεργών κωδίκων του Χρηματιστηρίου Παραγώγων.

Από αυτό συμπεραίνουμε ότι όλο και περισσότεροι θεσμικοί επενδυτές και ιδιώτες αντιλαμβάνονται τη λειτουργικότητα της αγοράς παραγώγων. Αυτή η τάση πρέπει να συνεχιστεί κατά το προσεχές διάστημα και εν όψει των εξελίξεων στην αγορά παραγώγων που μπορεί να πραγματοποιηθεί με την εισαγωγή νέων προϊόντων που ολοκληρώνουν την ελληνική κεφαλαιαγορά (δικαιώματα προαίρεσης στο δείκτη FTSE/ASE 40 και δικαιώματα σε μετοχές μεγάλης κεφαλαιοποίησης).

Παράλληλα, είναι απαραίτητη η συνεχής ενημέρωση των ιδιωτών επενδυτών ώστε σε συνδυασμό με την ενεργή συμμετοχή των θεσμικών επενδυτών, η ελληνική αγορά παραγώγων να αποκτήσει την εμπορευσιμότητα και ποιότητα που απαιτείται για να σταθεί ανταγωνιστικά στο Ευρωπαϊκό Περιβάλλον.

ΟΡΟΛΟΓΙΑ

- Accrued interest:** δεδουλευμένοι τόκοι
- Arbitrage:** εξισορροπητική κερδοσκοπία
- Bond:** ομόλογο
- Bond futures:** συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης σε ομόλογο
- Clean price:** καθαρή τιμή
- Conversion factors:** συντελεστές μετατροπής
- Coupon:** τοκομερίδιο
- Deliverable bond:** παραδοτέο ομόλογο
- Dirty price:** ακαθάριστη τιμή
- Duration:** διάρκεια
- Duration based hedged ratio:** λόγος αντιστάθμισης κινδύνου βασισμένος στη διάρκεια
- Exchange delivery settlement price (EDSP):** τιμή διακανονισμού χρηματιστηριακής παράδοσης
- Face Value:** ονομαστική αξία, άρτιο
- Hedging:** αντιστάθμιση κινδύνου
- Implied repo rate:** τεκματό επιτόκιο επαναγοράς
- Intra-day margin call:** ενδοημερήσια απαίτηση περιθωρίου ασφάλισης
- Invoice amount:** ποσό τιμολογίου
- Long hedge:** αντισταθμιστική θέση αγοράς
- Market price:** αγοραία τιμή
- Mark to market:** καθημερινή διαδικασία αποτίμησης
- Margin account:** λογαριασμός περιθωρίου ασφάλισης
- Maturity date:** ημερομηνία λήξης
- Minimum account:** ελάχιστο υπόλοιπο λογαριασμού
- Modified duration:** τροποποιημένη διάρκεια
- Present value:** παρούσα αξία
- Primary dealers:** βασικοί διαπραγματευτές

Repurchase agreement: συμφωνία επαναγοράς

Riskless interest rate: επιτόκιο χωρίς κίνδυνο

Short hedge: αντισταθμιστική θέση πώλησης

Speculation: κερδοσκοπία

Spot interest rates: τρέχοντα επιτόκια

Theoretical price: θεωρητική τιμή

Yield to maturity: απόδοση στη λήξη

Arbitrageur: εξισορροπητικός κερδοσκόπος

Bear market: καθοδική αγορά

Bear spread: καθοδικό άνοιγμα

Bid price: τιμή ζήτησης

Break even point: νεκρό σημείο

Bull spread: ανοδικό άνοιγμα

Buyer (holder): κάτοχος δικαιώματος προαίρεσης

Call option: δικαίωμα αγοράς συμβολαίου δικαιώματος προαίρεσης

Closed out: κλείσιμο συμφωνίας

Combined trading strategies: συνδυασμένες στρατηγικές συναλλαγών

Contract size: μέγεθος συμβολαίου

Covered call: καλυμμένη θέση δικαιώματος αγοράς

Dealers: διαπραγματευτές

Differentiation: διαφοροποίηση

Exercise price: τιμή εξάσκησης

Forward: προθεσμιακή συναλλαγή

Futures: συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης

Hedger: αντισταθμιστής κινδύνου

High price: υψηλότερη τιμή

Leverage: μόχλευση

Liquidity: ρευστότητα

Long call: θέση αγοράς δικαιώματος αγοράς

Long position: θέση αγοράς σε συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης

Long put: θέση αγοράς δικαιώματος πώλησης

Long straddle: ταυτόχρονη αγορά δικαιώματος και δικαιώματος πώλησης

Low price: χαμηλότερη τιμή

Margin account: λογαριασμός περιθωρίου ασφάλειας

Margin deposit: ελάχιστη κατάθεση

Market makers: ειδικοί διαπραγματευτές

Matching: διασταύρωση εντολών

Naked call: ακάλυπτο δικαίωμα αγοράς

Negotiable: διαπραγματεύσιμο

Offer price: τιμή προσφοράς

Open interests: αριθμός ανοικτών συμβολαίων

Option premium/premium: τιμή δικαιώματος προαίρεσης

Options: δικαίωμα προαίρεσης, δικαίωμα

Physical delivery: φυσική παράδοση τίτλων

Premium: τιμή δικαιώματος

Protective put: προστατευτική θέση δικαιώματος πώλησης

Pure arbitrage: καθαρή εξισορροποιητική κερδοσκοπία

Put: θέση πώλησης σε δικαίωμα προαίρεσης

Put option: δικαίωμα πώλησης

Risk aversion: αποστροφή κινδύνου

Security margin: όριο τίτλου

Seller: πωλητής

Settlement price: προθεσμιακή τιμή διακανονισμού

Short futures hedging: αντιστάθμιση κινδύνου με θέση πώλησης σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης

Short position: θέση πώλησης σε συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης

Short put: θέση πώλησης δικαιώματος

Short straddle: ταυτόχρονη πώληση δικαιώματος αγοράς και δικαιώματος πώλησης

Short call: θέση πώλησης δικαιώματος αγοράς

Taker: κάτοχος δικαιώματος προαίρεσης

Trader: συναλλασσόμενος, διαπραγματευτής

Underlying product: υποκείμενο προϊόν/ υποκείμενο

Volatility: μεταβλητότητα

Warrant: δικαίωμα προαίρεσης

Writer (seller): πωλητής δικαιώματος

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ε. ΒΟΥΛΓΑΡΗ-ΠΑΠΑΓΕΩΡΓΙΟΥ: «ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ»

ΔΗΜΗΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α. ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ: «ΤΑ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ» (ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΕΚΔΟΤΙΚΗ)

ΕΝΗΜΕΡΩΤΙΚΑ ΔΕΛΤΙΑ-ΕΝΤΥΠΑ

«ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ»: ΔΙΕΘΝΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΕ

«Η ΧΡΗΣΗ ΣΜΕ ΚΑΙ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ»: ΧΠΑ ΑΕ

«ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΣΕ 10ΕΤΕΣ ΟΜΟΛΟΓΟ»: ΧΠΑ ΑΕ

«ΣΜΕ ΣΤΟ ΔΕΙΚΤΗ FTSE/ASE20»: ΧΠΑ ΑΕ

«ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΑ ΠΑΡΑΓΩΓΑ»:

ΑΛΡΗΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ

ΠΕΡΙΟΔΙΚΑ

«ΧΡΗΜΑ»

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΤΑΧΥΔΡΟΜΟΣ

«STOCHOS»

«ΚΕΦΑΛΑΙΟ»

«ΑΓΟΡΑ»

«ΕΠΙΛΟΓΗ»

ΕΦΗΜΕΡΙΔΕΣ

ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

MONEY

ΒΗΜΑ (ΕΝΘΕΤΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ)

ΙΣΟΤΙΜΙΑ

ΚΕΡΔΟΣ