

ΤΕΙ ΠΑΤΡΩΝ

ΣΔΟ

ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΘΕΜΑ: Χρηματιστήριο Παραγωγών Αθηνών:

Επισκόπηση του θεσμού κα απολογισμός των πρώτων 5 ετών λειτουργίας

Προτείνων και επιβλέπων εκπαιδευτικός: Ζαχούρης Π.

Σπουδάστρια: Γιαννακοπούλου Κωνσταντίνα

ΠΑΤΡΑ 2006

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Με ανάλογο νόμο (ν. 2533/97) όπως ισχύει σήμερα τέθηκε το αναγκαίο θεσμικό πλαίσιο για τη δημιουργία επίσημης και οργανωμένης αγοράς παραγώγων προϊόντων στην Ελλάδα. Για την οργάνωση, τη λειτουργία και την ανάπτυξη της αγοράς, έχουν ιδρυθεί το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών Α.Ε (Χ.Π.Α Α.Ε Athens Derivatives Axchange S.A- ADEX) και η Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγώγων Α.Ε – ΕΤ.Ε.ΣΕ.Π (Athens Derivatives Exchange Clearing House S.A – ADECH).

Στο πρώτο μέρος του παρακάτω συγγράμματος γίνεται μια εκτενής αναφορά στα παράγωγα και στη σπουδαιότητά τους. Στη συνέχεια και στο σημαντικότερο κομμάτι της εργασίας αυτής παρουσιάζεται ο τρόπος λειτουργίας μιας οργανωμένης αγοράς παραγώγων όπως αυτή του Χ.Π.Α αλλά και ο τρόπος λειτουργίας της ΕΤ.Ε.ΣΕ.Π. Γίνεται προσπάθεια σύγκρισης με Χρηματιστήρια Παραγώγων άλλων χωρών. Επίσης παρουσιάζονται σημαντικά οικονομικά και στατιστικά στοιχεία πάνω σε συγκεκριμένες χρονικές περιόδους. Γίνεται εμφανής ο ρόλος και ο σκοπός της οργανωμένης αγοράς παραγώγων και μέσω της χρήσης διαγραμμάτων φαίνεται η ανοδική πορεία του Χ.Π.Α από την ημερομηνία ιδρύσεως του μέχρι σήμερα.

Το Χ.Π.Α και η ΕΤ.Ε.ΣΕ.Π έχουν την ευθύνη της δημιουργίας αγοράς στην οποία εισάγονται, διαπραγματεύονται και εκκαθαρίζονται μια σειρά από τυποποιημένα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures), δικαιώματα προαίρεσης (options) και προϊόντα δανεισμού τίτλων (stock repos and reverse stock repos).

Τα παράγωγα προϊόντα μπορούν να χρησιμοποιηθούν από επιχειρήσεις, τράπεζες, αμοιβαία κεφάλαια, επενδυτικές εταιρείες, από το δημόσιο και

από ιδιώτες επενδυτές. Πριν από τη δημιουργία του θεσμικού πλαισίου για την οργανωμένη αγορά παραγωγών προϊόντων, συναλλαγές σε παράγωγα προϊόντα στην Ελλάδα πραγματοποιούνταν σε σχετικά περιορισμένη κλίμακα, στην «εκτός κύκλου αγορά», μεταξύ χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και οργανισμών, εταιρειών και επιχειρηματιών, με ανάληψη του πιστωτικού κινδύνου από τους αντισυμβαλλόμενους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ: ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ

Η ΝΕΑ ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΤΑΣΗ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑΣ ΑΓΟΡΑΣ – ΓΕΝΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΜΕΣΩΝ

ΓΕΝΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΜΕ- ΣΩΝ

1.1. Τι είναι παράγωγα (derivatives)

Τα παράγωγα (derivatives) είναι χρηματοπιστωτικά μέσα (εργαλεία), τα οποία εξάγουν την αξία τους από το υποκείμενο προϊόν από το οποίο δημιουργούνται.

Τα παράγωγα δεν είναι κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων. Είναι γνωστά και σαν εξαρτημένες απαιτήσεις γιατί εξαρτώνται από τις τιμές άλλων πρωτογενών προϊόντων. Οι αξίες τους παράγονται εξ' ολοκλήρου από το υποκείμενο μέσο-αγαθό επάνω στο οποίο είναι βασισμένα. Το υποκείμενο προϊόν μπορεί να είναι μετοχή, χρηματιστηριακός δείκτης, ομολογία, συναλλαγματική ισοτιμία, διάφορα προϊόντα όπως μέταλλα, ναύλα ή αγροτικά προϊόντα.

Ένα μέρος προϊόντων 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.

Κύριος σκοπός αυτών των προϊόντων είναι η αντιστάθμιση κινδύνου (hedging) αλλά και η λήψη θέσεων με βραχυπρόθεσμο ή μακροπρόθεσμο ορίζοντα με βάση της προσδοκίες μας στην αγορά (speculation).

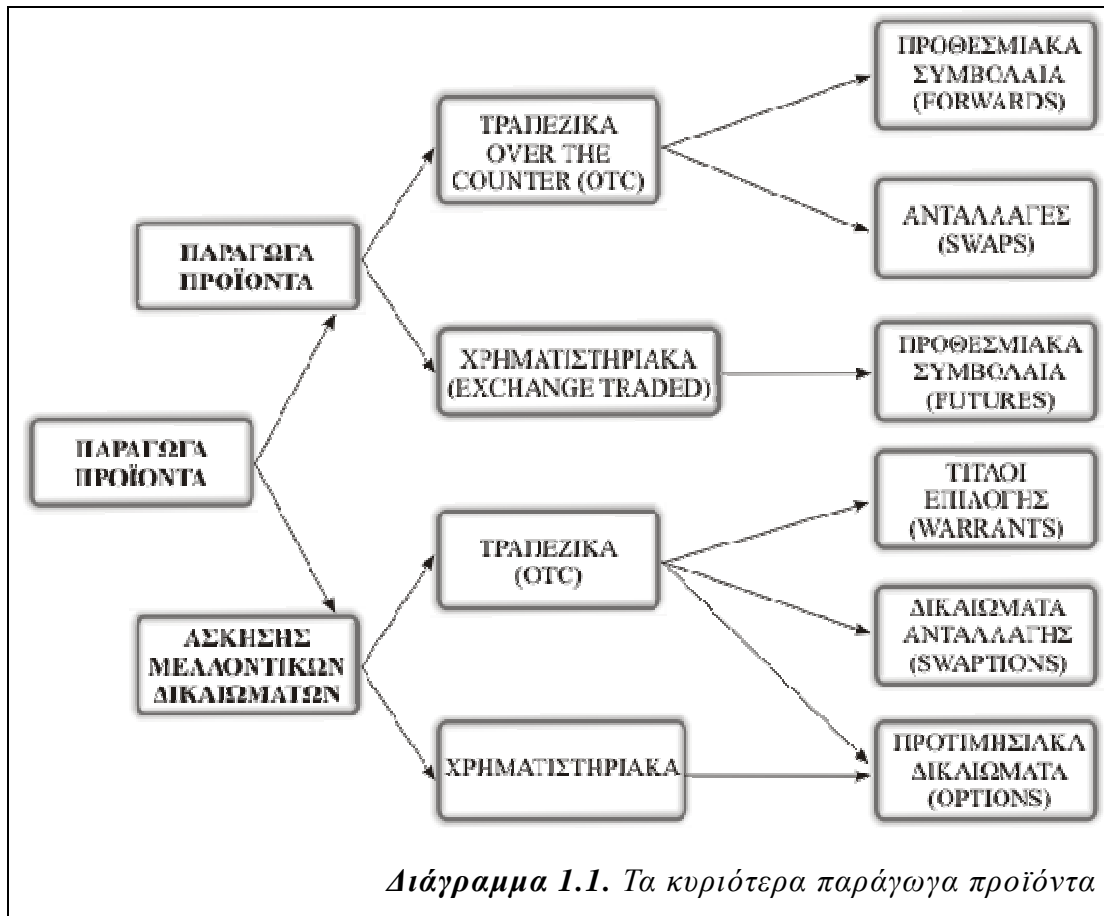
Τα παράγωγα προϊόντα που διαπραγματεύονται στο Χ.Π.Α. έχουν ως υποκειμενική αξία μετοχές, δείκτες μετοχών και ομολογία.

Υπάρχουν και ορισμένα ειδικευμένα παράγωγα που συνοδεύουν τη διανομή νέων μετοχών ή ομολογιών για να τις κάνουν πιο ελκυστικές. Διεθνώς φαίνεται ότι δεν υπάρχουν όρια στη φαντασία για τη δημιουργία νέων παραγώγων. αναπτύχθηκαν ιδιαίτερα στις ΗΠΑ μετά τη δεκαετία του 1970. Εκτός των ΗΠΑ, σε μικρότερη όμως έκταση έχουν εξαπλωθεί και στην Ευρώπη αλλά και σε πολλές «αναδυόμενες αγορές» (emerging markets) υποσχόμενες δηλαδή αγορές των αναπτυσσόμενων χωρών. Οι κυριότερες κατηγορίες προϊόντων είναι τα futures και τα options.

Futures: Τα futures δεν είναι τίποτε άλλο από μια συμφωνία μεταξύ δύο μερών, τα οποία δέχονται να προχωρήσουν σε μια συγκεκριμένη αγοραπωλησία (π.χ. η εταιρεία Α θα αγοράσει 2.000 μετοχές της Εθνικής Τράπεζας) σε μια συγκεκριμένη μελλοντική στιγμή (π.χ. εντός έξι μηνών) σε συγκεκριμένη τιμή (π.χ. 60,00€ η μετοχή). Στα futures, ως καθαρό χρηματιστηριακό προϊόν, προσδιορίζονται επακριβώς τα χαρακτηριστικά του και όλοι οι όροι εκπλήρωσης των υποχρεώσεων και άσκησης των δικαιωμάτων, π.χ. διάρκεια, ποσότητα, τιμή κ.λ.π.

Options: Η διαφορά μεταξύ options και futures είναι ότι στα options ο επενδυτής έχει τη δυνατότητα να προχωρήσει στη συγκεκριμένη μελλοντική συναλλαγή που ορίζει το συμβόλαιο, αλλά όχι και την υποχρέωση. Το ασκεί δηλαδή μόνο αν τον συμφέρει, χάνει όμως το τίμημα (premium) που πλήρωσε. Στα ευρωπαϊκού τύπου options, το δικαίωμα πραγματοποίησης ή μη της συναλλαγής, ο επενδυτής το έχει με τη λήξη του option. Αντίθετα, στα αμερικάνικου τύπου options, ο επενδυτής έχει τα δικαιώματα άσκησης της συναλλαγής καθ' όλη τη διάρκεια του option. Άλλη διαφορά από τα futures είναι ότι αυτά κοστίζουν ενώ τα futures δεν κοστίζουν, είναι όμως υποχρεωτική η εκτέλεση της σύμβασης.

Το Διάγραμμα 1.1 κατατάσσει τα κυριότερα παράγωγα προϊόντα ανάλογα με το είδος τους και τον τρόπο διαπραγμάτευσής τους.



1.2 Κοινά χαρακτηριστικά όλων των παραγώγων μέσων

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

Όλα τα παράγωγα συμβόλαια έχουν ένα συγκεκριμένο χρόνο έως τη λήξη. Και τα δύο μέρη πρέπει να τηρήσουν τις υποχρεώσεις του συμβολαίου, ή, εάν επιθυμούν, να ασκήσουν τα δικαιώματα (δηλαδή, να αγοράσουν ή να πωλήσουν ένα συγκεκριμένο υποκείμενο μέσο) που προκύπτουν

από το συμβόλαιο στη λήξη. Το συμβόλαιο τερματίζεται αυτόματα στην λήξη.

Με όλα τα συμβόλαια παραγώγων, στην έναρξη δημιουργείται μια διαδικασία ανταλλαγής πληρωμών που θα τεθεί σε εφαρμογή σε κάποια χρονική στιγμή στο μέλλον, κατά τη διάρκεια της ζωής του συμβολαίου. Σε κάποια από τα συμβόλαια δεν απαιτείται εκ των προτέρων πληρωμή. Αυτό που απαιτείται συχνά στην έναρξη είναι μια κατάθεση καλής πίστης, που δίνει στο άλλο μέρος της συναλλαγής υψηλότερο επίπεδο βεβαιότητας ότι οι όροι του συμβολαίου θα τηρηθούν. Με άλλα παράγωγα, ο αγοραστής κάνει μια πληρωμή στον πωλητή όταν για πρώτη φορά εισέρχεται στην σύμβαση. Η πληρωμή αφορά στην κτήση του δικαιώματος να αγοράσει ή να πωλήσει το υποκείμενο μέσο σε μια προκαθορισμένη τιμή κατά τη διάρκεια της ζωής του συμβολαίου.

Όλα τα παράγωγα συμβόλαια διευκολύνουν τη χρήση της μόχλευσης - τη δυνατότητα ελέγχου μεγάλων χρηματικών ποσών ενός υποκειμένου μέσου με ένα μικρό συγκριτικά αρχικό κεφάλαιο επένδυσης. Εφόσον η μόχλευση μπορεί να μεγεθύνει την επίδραση της μεταβολής των τιμών του υποκειμένου μέσου, η επιθετική χρήση της ενδέχεται να αποφέρει τεράστια κέρδη στον χρήστη, αλλά δημιουργεί επίσης και σοβαρούς κινδύνους. Για πολλά παράγωγα προϊόντα, ο λόγος του μεγέθους του υποκειμένου μέσου προς το αρχικό κεφάλαιο που απαιτείται είναι 30 ή 40 προς 1.

Παρόλο που τα παράγωγα μέσα διευκολύνουν την χρήση της μόχλευσης, κάθε συμβαλλόμενος αποφασίζει πόση από την διαθέσιμη μόχλευση να χρησιμοποιήσει

1.3. Η πρώτη εμφάνιση των συναλλαγών σε παράγωγα

Η ιστορία των παραγώγων προϊόντων ξεκινάω από τον 6ο αιώνα π.Χ.

Σύμφωνα με τον Αριστοτέλη, ο Θαλής προέβλεψε μία γενναιόδωρη σοδειά για την ελιά τον επόμενο χρόνο. Αντί να κερδοσκοπήσει με την τιμή

της ελιάς, αποφάσισε να κερδοσκοπήσει στο κόστος χρήσης των ελαιοτριβείων. Έχοντας περιορισμένο κεφάλαιο προτίμησε να καταβάλει μία προκαταβολή για να εξασφαλίσει το δικαίωμα χρήσης των ελαιοτριβείων σε κάποια καθορισμένη/κλειδωμένη τιμή. Έτσι όταν θα ερχόταν ο καιρός, είτε θα πλήρωνε το υπόλοιπο ποσό και θα έβγαινε κερδισμένος επειδή το πραγματικό κόστος θα ήταν μεγαλύτερο από αυτό που είχε ήδη προπληρώσει είτε θα έχανε την προκαταβολή του και δεν θα χρησιμοποιούσε το δικαίωμα χρήσης των ελαιοτριβείων.

17^{ος} αιώνας

Τον 17^ο αιώνα τα παράγωγα ξαναεμφανίζονται στην Ολλανδία κατά την εποχή που επικρατούσε η λεγόμενη «τρέλα της τουλίπας». Οι παραγωγοί και οι αγοραστές έκλειναν συμφωνίες με προκαταβολές με σκοπό να αγοράσουν και να πουλήσουν σε μελλοντική ημερομηνία συγκεκριμένους τύπους τουλίπας προκειμένου να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο τους στην περίπτωση που η συγκομιδή ήταν φτωχή.

Η τρέλα της τουλίπας όμως δε σταμάτησε στις συμφωνίες, αλλά δημιουργήθηκε μια δευτερογενής αγορά και οι κερδοσκόποι βρήκαν την ευκαιρία να κάνουν συναλλαγές βασιζόμενοι στις διακυμάνσεις των τιμών των συμβολαίων της τουλίπας. Οι τιμές των βολβών των τουλιπών ανέβηκαν στα ύψη με αποτέλεσμα το επενδυτικό κοινό να μετακινηθεί σε μία αγορά κερδοσκοπίας. Το αποτέλεσμα ήταν η Ολλανδική οικονομία να καταρρεύσει, διότι πολλά αντισυμβαλλόμενα μέρη αθέτησαν τις υποχρεώσεις τους μιας και αδυνατούσαν να εκπληρώσουν τις χρηματικές τους υποχρεώσεις. Η κυβέρνηση δε μπόρεσε να βοηθήσει στην εξομάλυνση της κατάστασης με αποτέλεσμα η οικονομία της να γνωρίσει κρίση.

Τα Συμβόλαια Δικαιωμάτων διαπραγματεύονταν στο Χρηματιστήριο του Άμστερνταμ (Amsterdam Bourse) ήδη από τον 17^ο αιώνα. Αυτή η πληροφορία πηγάζει από μία έκδοση με τον τίτλο «Η Σύγχυση της Σύγχυσης» από τον Ισπανό συγγραφέα Don Jose del la Vega που γράφτηκε το

1688. Στο βιβλίο του ο De la Vega ήδη περιέγραψε ένα Συμβόλαιο Δικαιωμάτων.

Μέχρι το 19^ο αιώνα τα Συμβόλαια Δικαιωμάτων είχαν γίνει ένα συνηθισμένο εργαλείο που διαπραγματεύονταν στα χρηματιστήρια όλου του κόσμου. Στον 20^ο αιώνα, οι συναλλαγές Δικαιωμάτων διακόπηκαν από τους πολέμους και από τη Μεγάλη Κρίση του 1929.

1973

Τον Απρίλιο του 1973 οι συναλλαγές **Δικαιωμάτων αγοράς** (call options) εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο Παραγώγων του Σικάγο (Chicago Board Options Exchange CBOE) και αρχικά αφορούσαν 16 μετοχές. Η ανάγκη για ένα σώμα που θα εκκαθάριζε τις συναλλαγές έκανε την εμφάνισή του. Έτσι το 1973 δημιουργήθηκε το Options Clearing Corporation προκειμένου να διασφαλίζει την εκκαθάριση των συμβολαίων και να συμβάλει στην ομαλή λειτουργία της αγοράς.

Ακολούθησαν με τη σειρά πολλά ξένα Χρηματιστήρια όπως: το New York Stock Exchange, το American Stock Exchange, του Montreal, του Sydney και του Toronto.

1983

Το 1983 εμφανίστηκαν τα πρώτα παράγωγα πάνω σε δείκτες με πρώτα τα Σ.Μ.Ε. στο δείκτη Standard & Poor's 100 (S&P 100).

1.4. Η σπουδαιότητα της αγοράς παραγώγων

Οι εταιρείες λειτουργούν σε ολοένα και πιο επικίνδυνο και ευμετάβλητο οικονομικό περιβάλλον. Η κατάρρευση στις αρχές τις δεκαετίας του 1970 της συμφωνίας του Bretton Woods και η αποδέσμευση του δολαρίου ΗΠΑ από τον κανόνα της εξάρτησης από τα αποθέματα χρυσού της χώρας, που πραγματοποιήθηκε κατά την διάρκεια της προεδρίας του Nixon οδήγησε σε δραματική αύξηση της μεταβλητότητας των επιτοκίων, των ισοτι-

μιών, 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 την 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, εταιρειών 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 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 να 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.

1.5. Σκοπός συναλλαγών με παράγωγα

Αφού γνωρίσαμε τα κυριότερα παράγωγα μπορούμε να κατατάξουμε τις συναλλαγές σε παράγωγα ανάλογα με το σκοπό των συναλλασσόμενων σε αυτή την αγορά. Διακρίνονται σε τρεις κατηγορίες:

- α) *Τους κερδοσκόπους (speculators)*
- β) *Όσους θέλουν να προφυλαχτούν από κινδύνους (hedgers)*
- γ) *τους arbitrageurs.*

α) **Κερδοσκόποι**

Οι κερδοσκόποι παίρνουν θέσεις στην αγορά των παραγώγων ανάλογα με τις προβλέψεις τους. Είτε πιστεύουν ότι η τιμή ενός στοιχείου θα ανεβεί στο μέλλον είτε ότι η τιμή του θα πέσει.

Τα συμβόλαια forwards επί συναλλάγματος είναι ένα παράδειγμα κερδοσκοπίας. Ας υποθέσουμε ότι κάποιος προβλέπει ότι το δολάριο θα ανέβει έναντι του Γερμανικού μάρκου. Αγοράζει ένα συμβόλαιο 60 ημερών με ισοτιμία δολαρίου έναντι μάρκου στις 0,5987. Μετά από 60 ημέρες, έστω ότι η ισοτιμία ανέρχεται στις 0,6034 και θα μπορεί να αγοράσει μάρκα Γερμανίας που κοστίζουν 0,6034 δολάρια αντί 0,5987 το καθένα. Άρα θα έχει κερδίσει 0,0047 δολάρια για κάθε μάρκο.

Υπάρχει σημαντική διαφορά αν ο κερδοσκόπος αγόραζε το ίδιο το υποκείμενο στοιχείο του συμβολαίου forward (στο παράδειγμα τα Γερμανικά μάρκα) στην τρέχουσα αγορά. Θα χρειαζόταν ένα σημαντικό ποσό να επενδύσει σε συνάλλαγμα, ενώ στο συμβόλαιο forward δεν χρειάζεται αρχική πληρωμή. Έτσι ο επενδυτής που χρησιμοποιεί την αγορά των forwards έχει μεγαλύτερα πλεονεκτήματα από τον επενδυτή που χρησιμοποιεί τις τρέχουσες αγορές.

Τα options επίσης δίνουν στον κερδοσκόπο επενδυτή σημαντικά πλεονεκτήματα. Έστω ότι κάποιος επενδυτής προβλέπει πτώση στην τιμή μιας μετοχής που σήμερα στοιχίζει 45,00 €. Αγοράζει ένα put option με τιμή άσκησης 38,00 € και με ασφάλιστρο 4,00 €. Αν μέχρι να λήξει το option (αμερικανικού τύπου) δεν κατέβει η τιμή της μετοχής κάτω από τα 38,00 €

ο αγοραστής δεν ασκεί το δικαίωμα του και θα χάσει 4,00 € ανά μετοχή (το 100% της αρχικής επένδυσης). Αν όμως η τιμή της μετοχής κατέβει στα 35,00 € τότε θα έχει κέρδος ανά μετοχή περίπου 1,00 €

β) Hedgers

Ο **hedger** είναι κάποιος ο οποίος θέλει να μειώσει τον κίνδυνο που ήδη αντιμετωπίζει. Αν μια εταιρία, για παράδειγμα, γνωρίζει ότι πρέπει να πληρώσει σε 60 ημέρες 10.000 δολάρια σε κάποιο Αμερικανό προμηθευτή της, αντιμετωπίζει τον κίνδυνο της σημαντικής μεταβολής της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Μπορεί λοιπόν να υπογράψει ένα συμβόλαιο forward για να αγοράσει σε 60 ημέρες 10.000 Δολάρια. Αυτό σημαίνει ότι διαλέγει να «κλειδώσει» την ισοτιμία δραχμής - δολαρίου, με την οποία θα πληρώσει τον προμηθευτή της, στα σημερινά επίπεδα.

Αν μετά από 60 ημέρες η ισοτιμία του δολαρίου είναι 0,97 €, τότε η εταιρία έχει κερδίσει 0,06 € ανά δολάριο, δηλαδή συνολικά $10.000 \times 0,06 = 600$ €. Αν όμως η ισοτιμία πέσει στις 0,76€ τότε θα χάσει 0,07 € ανά δολάριο και συνολικά 720 €. Καλύτερα θα ήταν να μην είχε κάνει την πράξη προστασίας (hedging).

Η εταιρία του προηγούμενου παραδείγματος μπορούσε αντί του συμβολαίου forward να είχε διαλέξει να αγοράσει ένα call option, ώστε να αποκτήσει 10.000 Δολάρια με ισοτιμία 0,84 € σε 60 ημέρες. Αν στις 60 ημέρες η ισοτιμία του Δολαρίου ήταν κάτω από τις 0,84 € τότε θα αγόραζε τα δολάρια από μια Τράπεζα και δεν θα ασκούσε το option που θα της ήταν άχρηστο. Αυτή η στρατηγική με το option της επιτρέπει να εξασφαλιστεί από αλλαγές στην ισοτιμία με ξένα νομίσματα που δεν την συμφέρουν και να κερδίζει αν οι αλλαγές αυτές την συμφέρουν. Βέβαια πρέπει να πληρώσει για το option κάποιο ασφάλιστρο, ενώ για το συμβόλαιο forward δεν χρειάζεται αρχική πληρωμή.

γ) Arbitrageurs

Δεν υπάρχει ακριβής μετάφραση της λέξης arbitrageur. Σημαίνει αυτόν που επιδιώκει το χωρίς κίνδυνο κέρδος από τη διαφορά τιμών ενός στοιχείου είτε στην ίδια αγορά είτε σε διαφορετικές αγορές.

Ένα απλό παράδειγμα, για να κατανοήσουμε την έννοια του arbitrage, είναι η μετοχή του ΟΤΕ η οποία διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο Αθηνών και στο Χρηματιστήριο της Ν. Υόρκης.

Δεν υπολογίσαμε το κόστος των συναλλαγών που, για ένα μικρό επενδυτή, μειώνει σημαντικά τα κέρδη του. Τα έξοδα των συναλλαγών όμως για τους θεσμικούς επενδυτές είναι χαμηλότερα τόσο στην εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά, όσο και στην αγορά του εξωτερικού. Έτσι αν τους δοθεί ευκαιρία για arbitrage, θα προσπαθήσουν να την εκμεταλλευτούν όσο το δυνατό περισσότερο.

Όσο οι arbitrageurs θα αγοράζουν τη μετοχή του ΟΤΕ στη Ν. Υόρκη, οι δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης θα αυξήσουν την τιμή της μετοχής. Με τον ίδιο τρόπο ενώ, θα πωλούν τη μετοχή στο Χρηματιστήριο της Αθήνας, θα κατέβει η τιμή της μετοχής. Πολύ σύντομα οι δύο τιμές θα γίνουν ίσες, αν τις υπολογίσουμε με την τρέχουσα ισοτιμία. Θα μπορούσαμε να πούμε μάλιστα ότι το κινήγι για κέρδος των arbitrageurs κάνει πολύ μικρή την πιθανότητα να υπήρξε αυτή η διαφορά στην τιμή της μετοχής από την αρχή.

Γενικεύοντας μέσω αυτού του παραδείγματος, μπορούμε να πούμε ότι πολύ μικρές ευκαιρίες για arbitrage παρατηρούνται στις τιμές που δημοσιεύουν οι περισσότερες χρηματαγορές.

1.6. Παράγωγα προϊόντα που διαπραγματεύονται στο Χ.Π.Α.

Στη συνέχεια θα εξεταστούν πιο αναλυτικά, όσα διαπραγματεύονται σε χρηματιστήρια, ενώ για τραπεζικά προϊόντα απλώς θα εξηγήσουμε ποιο είναι το αντικείμενό τους.

Στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών (Χ.Π.Α.) η εισαγωγή των προϊόντων θα είναι σταδιακή. Το Χ.Π.Α. και η ΕΤΕ.Σ.ΕΠ (Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών) έχουν εκπονήσει 8 είδη προϊόντων που θα μπουν σταδιακά στο Χρηματιστήριο και είναι:

- Ø Προθεσμιακά συμβόλαια (Futures) στο χρηματιστηριακό δείκτη FTSE/ASE20 και ASE mid 40.
- Ø Δικαιώματα (options) σε μετοχές.
- Ø Προθεσμιακά συμβόλαια επί επιτοκίου, που θα είναι το τριμηνιαίο ΑΤΗΒΟΡ (Διατραπεζικό επιτόκιο Αθηνών).
- Ø Προϊόν δανεισμού τίτλου εισαγμένων στην Κύρια αγορά του Χ.Α.Α. σε σύνδεση με το ΑΤΗΒΟΡ.
- Ø Σύμβαση πώλησης μετοχής με σύμφωνο επαναγοράς (Stock Repo).
- Ø Σύμβαση αγοράς με σύμφωνο επαναπώλησης (Stock Reverse Repo).

1.7. Προθεσμιακά Συμβόλαια (Futures)

1.7.1. Γενικά

Όπως αναφέραμε και παραπάνω προθεσμιακό συμβόλαιο (futures contract) είναι μια συμφωνία μεταξύ δύο μερών να αγοράσουν ή να πουλήσουν ένα περιουσιακό στοιχείο στο μέλλον και σε ορισμένη τιμή.

Τα futures διαπραγματεύονται σε Χρηματιστήρια και για να είναι δυνατή η διαπραγμάτευση, κάθε Χρηματιστήριο τυποποιεί ορισμένα στοιχεία του συμβολαίου. Τα δύο μέρη που συμφωνούν δεν γνωρίζουν αναγκαστικά το ένα το άλλο, γι' αυτό το Χρηματιστήριο τους παρέχει και το μηχανισμό ώστε ο αγοραστής και ο πωλητής του συμβολαίου να τιμήσουν τη συμφωνία.

Τα μεγαλύτερα Χρηματιστήρια που διαπραγματεύονται futures είναι το Chicago Board of Trade (C.B.O.T.) και το Chicago Mercantile Exchange (C.M.E.). Σε αυτά και σε άλλα Χρηματιστήρια υπάρχει μια μεγάλη ποικι-

λία από εμπορεύματα και χρηματοπιστωτικά μέσα που αποτελούν το αντικείμενο των συμβολαίων. Τα εμπορεύματα συνήθως είναι ζάχαρη, μαλλί, ξυλεία, χαλκός, πετρέλαιο, αλουμίνιο, χρυσός, κασσίτερος ακόμη και ζωντανά βοοειδή. Στα χρηματοπιστωτικά μέσα συμπεριλαμβάνονται δείκτες μετοχών, συναλλάγματα, κρατικά ομόλογα και κρατικά έντοκα γραμμάτια.

Στο προθεσμιακό συμβόλαιο το ένα μέρος, το οποίο αγοράζει το συμβόλαιο, αναλαμβάνει τη θέση του αγοραστή (**long position**), ενώ το άλλο μέρος που πουλά το συμβόλαιο τη θέση του πωλητή (**short position**).

Το Χρηματιστήριο Παραγώγων είναι υποχρεωμένο για κάθε νέο είδος futures που εισέρχεται να διευκρινίσει την ακριβή φύση της συμφωνίας μεταξύ αγοραστή και πωλητή.

Ειδικά θα πρέπει να καθορίζει:

- **Την υποκείμενη αξία ή εμπόρευμα.**
- **Το μέγεθος του συμβολαίου**, δηλαδή την ποσότητα της αξίας ή του εμπορεύματος που πρέπει να παραδοθεί.
- **Τον τρόπο καθορισμού της τιμής του συμβολαίου** ώστε να είναι εύκολος και να εξυπηρετεί τους συναλλασσόμενους.
- **Τον τόπο παράδοσης.**
- **Το χρόνο παράδοσης.** Συνήθως στο συμβόλαιο αναφέρονται μήνες παράδοσης και διαλέγονται έτσι ώστε να εξυπηρετούν τους ενδιαφερόμενους. Παράδειγμα τα futures επί συναλλάγματος στο Chicago Board of Trade έχουν μήνες παράδοσης το Μάρτιο, Ιούνιο, Σεπτέμβριο και Δεκέμβριο. Το Χρηματιστήριο διευκρινίζει πότε αρχίζει η διαπραγμάτευση ενός συμβολαίου ορισμένου μήνα. Επίσης καθορίζει την τελευταία ημέρα που διαπραγματεύεται ένα συγκεκριμένο συμβόλαιο.
- **Την ημερήσια διακύμανση της τιμής.** Συνήθως καθορίζεται από το Χρηματιστήριο για τα περισσότερα συμβόλαια. Κανονικά, αν η τιμή του συμβολαίου ξεπεράσει αυτά τα όρια σε μια ημέρα, παύει

να διαπραγματεύεται το συμβόλαιο, αλλά το Χρηματιστήριο έχει τη δικαιοδοσία να αλλάξει αυτά τα όρια.

- **Τα όρια κάθε θέσης.** Είναι ο μέγιστος αριθμός συμβολαίων που μπορεί να αγοράσει ή να πουλήσει κάποιος για κάθε αξία ή εμπόρευμα και για κάθε μήνα παράδοσης. Αυτό γίνεται για να μην μπορούν οι κερδοσκόποι να ασκούν πιέσεις στην αγορά. Καμιά φορά καθορίζονται εναλλακτικοί τρόποι παράδοσης των αξιών και των εμπορευμάτων, ακόμη και εναλλακτικά είδη αξιών ή εμπορευμάτων. Αυτός ο οποίος μπορεί να διαλέξει είναι το μέρος που συμφώνησε να πουλήσει, αυτός με τη short position και όχι ο αγοραστής.
- **Τη θέση που θέλει να πάρει κάποιος,** του αγοραστή (long position) ή του πωλητή (short position).
- **Το είδος του συμβολαίου** π.χ. επί μετοχών, επί δείκτη,
- **Την ποσότητα των συμβολαίων**
- **Το μήνα λήξης ή τους μήνες λήξης κάθε συμβολαίου**

Η εντολή μπορεί να δοθεί στην **τιμή της αγοράς** (market order) ή σε **ορισμένη τιμή και στο καλύτερο** (limit order).

Οι τιμές των συμβολαίων προσδιορίζονται, όπως σε κάθε χρηματιστηριακό πράγμα, από την προσφορά και τη ζήτηση. Αν οι επενδυτές που θέλουν να αγοράσουν συμβόλαια είναι περισσότεροι από αυτούς που θέλουν να πουλήσουν, η τιμή του συμβολαίου ανέρχεται και το αντίθετο.

Το μεγαλύτερο μέρος των συμβολαίων futures δεν καταλήγουν στην παράδοση των υποκείμενων αξιών ή εμπορευμάτων. Συνήθως πριν από την λήξη γίνεται **κλείσιμο ανοικτών θέσεων** με την αγορά ή πώληση ισοποσων συμβολαίων. Αν π.χ. κάποιος έχει αγοράσει στις 10 Μαρτίου ένα συμβόλαιο παράδοσης εμπορευμάτων 3.000 € που λήγει τον Ιούνιο, μπορεί στις 15 Μαΐου να πουλήσει ένα συμβόλαιο παράδοσης εμπορευμάτων 3.000 € που λήγει τον Ιούνιο και να κλείσει τη θέση του. Αν η τιμή του συμβολαίου έχει ανέβει από τις 10 Μαρτίου μέχρι τις 15 Μαΐου θα έχει κέρδος, αν έχει μειωθεί θα έχει ζημιά και το αντίστροφο.

1.7.2. Η λειτουργία των περιθωρίων

Ένας από τους βασικούς ρόλους ενός Χρηματιστηρίου Παραγώγων είναι να οργανώνει τις συναλλαγές έτσι ώστε να ελαχιστοποιούνται οι κίνδυνοι αθέτησης των συμβολαίων (default risks). Γι' αυτό το λόγο υπάρχουν τα περιθώρια (Margins).

Παράδειγμα.

Επενδυτής δίνει εντολή σε χρηματιστηριακή εταιρία στις 3 Ιουνίου 2001 για αγορά 2 συμβολαίων futures επί μετοχών, λήξης Δεκεμβρίου 2001 με τρέχουσα τιμή κάθε μετοχής 15.00 €. Το μέγεθος του συμβολαίου είναι 100 μετοχές, άρα συμφώνησε να αγοράσει 200 μετοχές στα 15 €. Είναι υποχρεωμένος να ανοίξει ένα λογαριασμό περιθωρίων (margin account) και να καταθέσει μετρητά ή αξίες τα οποία ονομάζονται αρχικό περιθώριο (initial margin). Έστω στην περίπτωση του προηγούμενου επενδυτή είναι 300,00 € για κάθε συμβόλαιο, ποσό που καθορίζεται από το χρηματιστηριακό γραφείο, αλλά δεν είναι τότε λιγότερο από αυτό που ορίζει η νομοθεσία. Στο τέλος κάθε ημέρας συναλλαγών ο λογαριασμός περιθωρίων προσαρμόζεται ώστε να δείχνει τα κέρδη και τις ζημιές κάθε επενδυτή, έστω και αν αυτός δεν έχει κάνει καινούργιες συναλλαγές. Αυτή η πράξη ονομάζεται marking to market.

Αν υποθέσουμε ότι στο τέλος της 3^{ης} Ιουνίου στην προηγούμενη περίπτωση η τρέχουσα τιμή της μετοχής έπεσε στα 14,00 € ο επενδυτής έχασε $200 \times 600 = 120.000$ €, γιατί αυτός συμφώνησε να αγοράσει τις μετοχές στα 15,00 €, ενώ τώρα πωλούνται στα 14,00 €. Το αρχικό περιθώριο του επενδυτή θα μειωθεί κατά 120.000 €, δηλαδή στα $600,00 - 120,00 = 480,00$. Το αντίστροφο θα συνέβαινε αν αυξανόταν η τιμή μετοχής κατά 0,60 €. Το αρχικό περιθώριο θα αυξανόταν.

Ας σημειωθεί ότι το marking to market δεν είναι μόνο ένας διακανονισμός μεταξύ πελάτη και χρηματιστή. Όταν για παράδειγμα υπάρχει μια μείωση στην τιμή του futures κατά 30,00 €, που προκαλεί μια μείωση στο λογαριασμό ενός επενδυτή με θέση αγοραστή (long position) κατά 30,00

€ ο χρηματιστής του επενδυτή είναι υποχρεωμένος να πληρώσει τα 30,00 € στο Χρηματιστήριο και το Χρηματιστήριο δίνει τα 30,00 € στο χρηματιστή ενός επενδυτή με θέση πωλητή (short position) στο ίδιο συμβόλαιο. Όμοια, για κάθε αύξηση στην τιμή του futures, οι χρηματιστές των πωλητών πληρώνουν στο Χρηματιστήριο χρήματα και οι χρηματιστές των αγοραστών εισπράττουν χρήματα από το Χρηματιστήριο.

Ο επενδυτής έχει δικαίωμα να αποσύρει το υπόλοιπο του λογαριασμού όταν αυτό υπερβαίνει το αρχικό περιθώριο. Για να είναι βέβαια σίγουρο ότι ο λογαριασμός δε θα γίνει ποτέ αρνητικός, ορίζεται ένα ποσό χαμηλότερο του αρχικού περιθωρίου που ονομάζεται **περιθώριο συντήρησης (maintenance margin)**. Αν ο λογαριασμός είναι κάτω από το περιθώριο συντήρησης, τότε ο επενδυτής καλείται (**margin call**) να προσθέσει επί πλέον κεφάλαια σε σύντομο χρονικό διάστημα, ώστε να επανέλθει στο ύψος του περιθωρίου συντήρησης. Αυτά τα κεφάλαια λέγονται **περιθώριο διακύμανσης (variation margin)**. Αν ο επενδυτής δεν δώσει το περιθώριο διακύμανσης, τότε το χρηματιστηριακό γραφείο κλίνει την ανοικτή θέση πουλώντας το συμβόλαιο.

1.8. Προθεσμιακά συμβόλαια (Forwards)

Το **συμβόλαιο forward** είναι ένα απλούστατο παράγωγο. Είναι η συμφωνία δυο μερών να αγοράσουν ή να πουλήσουν μια αξία ή ένα εμπόρευμα σε μια ορισμένη μελλοντική ημερομηνία και σε ορισμένη τιμή.

Το ένα μέρος στο συμβόλαιο forward συμφωνεί να αγοράσει το υποκείμενο στοιχείο σε ορισμένη τιμή και σε ορισμένη ημερομηνία (long position) και το άλλο συμφωνεί να πουλήσει το ίδιο στοιχείο στην ίδια ημερομηνία και στην ίδια τιμή (short position). Όταν υπογράφεται το συμβόλαιο, δεν υπάρχει κόστος ούτε για τη θέση του αγοραστή ούτε για τη θέση του πωλητή.

Το συμβόλαιο forward εκκαθαρίζεται μόνο στη λήξη. Το μέρος με τη θέση του πωλητή παραδίδει το περιουσιακό στοιχείο σε αυτό με τη θέση

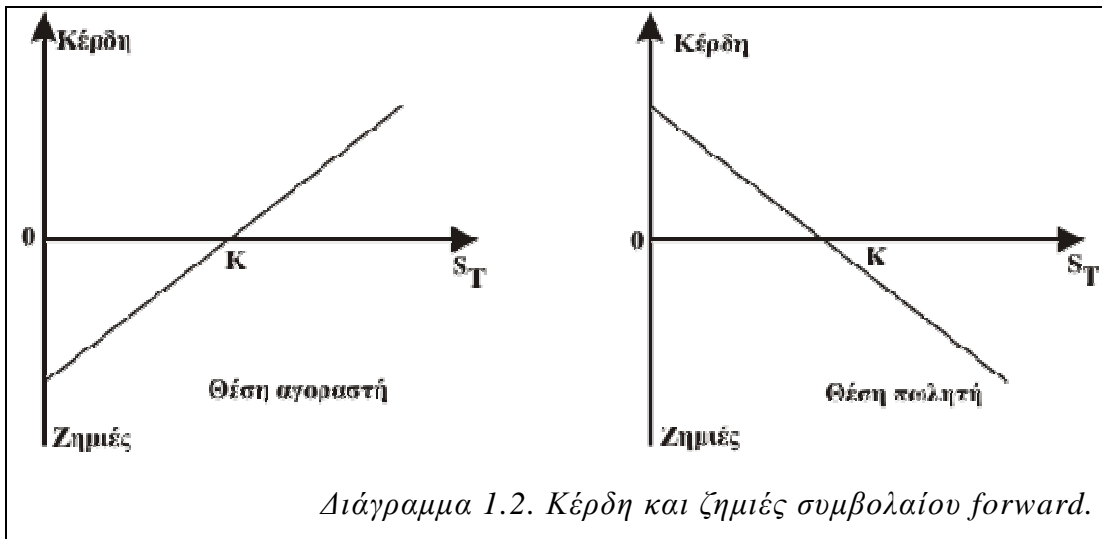
του αγοραστή, εισπράττοντας σε μετρητά την προσυμφωνημένη τιμή παράδοσης. Αυτό που καθορίζει την αξία ενός συμβολαίου forward είναι η τιμή του υποκείμενου στοιχείου σε μια δεδομένη στιγμή. Όταν υπογράφεται το συμβόλαιο έχει μηδενική αξία αλλά, αν μετά την έναρξη οι τιμές του υποκείμενου στοιχείου ανεβούν, τότε η αξία του για τον αγοραστή γίνεται θετική και η αξία του για τον πωλητή γίνεται αρνητική και αντίστροφα.

Τα συμβόλαια forwards μοιάζουν με τα προθεσμιακά συμβόλαια futures αλλά έχουν και τις εξής διαφορές:

1. Είναι ιδιωτικά συμβόλαια που συνήθως υπογράφονται μεταξύ εταιριών και Τραπεζών
2. Δεν είναι τυποποιημένα, διότι δε διαπραγματεύονται σε Χρηματιστήρια όπως τα futures
3. Εκκαθαρίζονται μόνο στη λήξη των συμβολαίων, ενώ τα futures εκκαθαρίζονται καθημερινά.
4. Προσδιορίζεται συνήθως μια ορισμένη ημερομηνία παράδοσης, ενώ στα futures υπάρχουν μια σειρά ημερομηνιών παράδοσης.
5. Κατά κανόνα στη λήξη τους γίνεται παράδοση του υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου και είσπραξη μετρητών, ενώ τα περισσότερα futures κλείνουν πριν από τη λήξη τους.

Ένα από τα συνηθέστερα συμβόλαια forwards είναι επί συναλλάγματος που συνήθως συμφωνείται μεταξύ εταιριών και Τραπεζών.

Στο **Διάγραμμα 1.2** φαίνεται ότι, αφού δεν υπάρχει κόστος όταν υπογράφεται το συμβόλαιο forward, το συνολικό κέρδος του επενδυτή ή η συνολική ζημιά είναι η διαφορά μεταξύ τρέχουσας τιμής και τιμής παράδοσης του υποκείμενου στοιχείου.



1.9. Futures επί δεικτών μετοχών

Τα συμβόλαια futures επί δεικτών μετοχών εκκαθαρίζονται με μετρητά και όχι με παράδοση του υποκείμενου στοιχείου, γιατί αυτό είναι αδύνατο. Αν για παράδειγμα υποκείμενος σε συμβόλαιο futures είναι ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χ.Α.Α., αυτό σημαίνει ότι θα πρέπει να παραδοθεί ένα χαρτοφυλάκιο 60 μετοχών.

Τα συμβόλαια επί δεικτών αποτιμούνται (marked to market) την τελευταία ημέρα διαπραγμάτευσης τους και όλες οι θέσεις (long και short) θεωρούνται ότι κλείνουν. Για τα περισσότερα συμβόλαια ως τιμή εκκαθάρισης την τελευταία ημέρα διαπραγμάτευσης υπολογίζεται η τιμή κλεισίματος του δείκτη εκείνη την ημέρα.

Τα διεθνή Χρηματιστήρια χρησιμοποιούν διάφορους δείκτες ως υποκείμενες αξίες σε συμβόλαια futures. Συνήθως οι τιμές των δεικτών πολλαπλασιάζονται επί ένα αριθμό και αυτό είναι η αξία του συμβολαίου.

Ο δείκτης FTSE/ASE 20 που θα είναι υποκείμενος στα πρώτα συμβόλαια futures που θα διαπραγματευτούν στο Χ.Π.Α. θα έχει πολλαπλασιαστή το 2000. Πρέπει να επισημάνουμε ότι ο δείκτης FTSE/ASE 20 αποτελείται από 20 επιλεγμένες μετοχές και υπογράφηκε συμβόλαιο μεταξύ

των Financial Times και του X.A.A. να προσαρμόζεται κάθε 2 χρόνια, έτσι ώστε να αποτελείται πάντα από μετοχές με μεγάλη εμπορευσιμότητα.

Παράδειγμα

Έστω ότι ο δείκτης FTSE/ASE 20 είναι στις 1400 μονάδες και ένας χρήστης προβλέπει άνοδο των τιμών των μετοχών που τον αποτελούν και φυσικά άνοδο του δείκτη. Αγοράζει ένα συμβόλαιο futures αξίας $1400 \times 6,00 = 8.400 \text{ €}$ Το συμβόλαιο λήγει σε 3 μήνες. Μετά 2 μήνες ο δείκτης έχει ανεβεί στις 1500 μονάδες και αποφασίζει να πουλήσει το συμβόλαιο και να κλείσει τη θέση του, πριν από τη λήξη (long sale). Η αξία του συμβολαίου τότε θα είναι $1500 \times 600 = 9.000 \text{ €}$ Άρα θα έχει κέρδος $9.000 - 8.400 = 600 \text{ €}$

Αντίστροφα χρήστης που προβλέπει πτώση στο δείκτη θα προβεί σε πώληση (short) ενός συμβολαίου futures αξίας $1400 \times 6 = 8.400 \text{ €}$ Μετά δύο μήνες έστω ότι ο δείκτης πέφτει στις 1350 μονάδες, τότε αυτός θα κλείσει τη θέση του αγοράζοντας το στις $1350 \times 6 = 8.100 \text{ €}$ Άρα θα έχει κέρδος $300,00 \text{ €}$

Αν πάλι οι προβλέψεις του δεν επιβεβαιωθούν και ο δείκτης ανέβει στις 1450 μονάδες μετά δύο μήνες από την έναρξη του συμβολαίου, θα πρέπει να το αγοράσει στις $1450 \times 6 = 8.700 \text{ €}$ Συνεπώς θα έχει ζημιά $600,00 \text{ €}$

Ο χρήστης δεν είναι υποχρεωμένος να περιμένει να λήξει το συμβόλαιο και να κάνει εκκαθάριση στη λήξη του, γιατί μπορεί να έχει ακόμη μεγαλύτερη ζημιά.

Τα futures επί του FTSE/ASE 20 θα είναι 4 λήξεων 3, 6, 9 και 12 μηνών και θα λήγουν τους μήνες Μάρτιο, Ιούνιο, Σεπτέμβριο και Δεκέμβριο.

Γενικά για να βρούμε την αξία ενός futures σε σχέση με την αξία του υποκειμένου στοιχείου υποθέτουμε ότι η αξία του είναι περίπου ίδια με ενός συμβολαίου forward με την ίδια λήξη. Τα συμβόλαια forwards είναι πιο εύκολο να αναλυθούν, γιατί δεν εκκαθαρίζονται καθημερινά όπως τα futures.

1.10. Futures επί επιτοκίων

Futures επί επιτοκίου είναι ένα συμβόλαιο futures επί ενός περιουσιακού στοιχείου του οποίου η αξία εξαρτάται από το ύψος των επιτοκίων. Τέτοια περιουσιακά στοιχεία είναι ομολογίες του Δημόσιου, τα ομόλογα και τα έντονα γραμμάτια του Δημοσίου, τα ευρώδολάρια, το διατραπεζικό επιτόκιο της αγοράς του Λονδίνου (LIBOR).

Σε όλα αυτά εκτός από τα δυο τελευταία μπορεί να πραγματοποιηθεί φυσική παράδοση του υποκειμένου περιουσιακού στοιχείου, αλλά συνήθως δεν προτιμάται από του επανδυτές. Το πλέον δημοφιλές μακρόχρονο futures επί επιτοκίου είναι το futures επί κρατικών ομολογιών (Treasury bonds) που διαπραγματεύεται στο Chicago Board of Trade. Σε αυτό το συμβόλαιο μπορεί να παραδοθεί κάθε κρατική ομολογία με διάρκεια μεγαλύτερη από 15 χρόνια, την πρώτη μέρα του μήνα παράδοση και μη εξαγοράσιμη μέσα σε 15 έτη από την ημέρα εκείνη.

Άλλο συμβόλαιο με μεγάλη διαπραγμάτευση είναι τα futures επί 5ετούς διάρκειας ομολόγων του Δημοσίου (Treasury notes) που διαπραγματεύονται στο C.B.T. Σε αυτό το συμβόλαιο μπορεί να παραδοθεί κάθε κυβερνητικό ομόλογο με λήξη μεταξύ 6½ και 10 ετών.

Επίσης ένα άλλο διαδεδομένο συμβόλαιο futures είναι αυτό επί ευρώδολαρίου που διαπραγματεύεται στο Chicago Mercantile Exchange (CME).

1.11. Προθεσμιακές συμβάσεις επιτοκίων (Forward Rate Agreements ή FRAs)

Το FRAs είναι ένα συμβόλαιο forward όπου τα μέρη συμφωνούν ότι ένα ορισμένο επιτόκιο θα ισχύει σε ένα ορισμένο κεφάλαιο κατά τη διάρκεια μιας προκαθορισμένης μελλοντικής περιόδου. Είναι συμφωνίες ανταλλαγής των τόκων πάνω στο συγκεκριμένο αυτό κεφάλαιο.

1.12. Ανταλλαγές (Swaps)

Είναι ιδιωτικές συμφωνίες μεταξύ δύο εταιριών να ανταλλάξουν μετρητά στο μέλλον σύμφωνα με ένα προκαθορισμένο τρόπο. Μπορούν να θεωρηθούν χαρτοφυλάκια συμβολαίων forwards.

Τα πρώτα συμβόλαια swaps εμφανίστηκαν το 1981 και από τότε η αγορά τους μεγάλωσε πολύ γρήγορα. Ειδικά στην Αμερική διαπραγματεύονται εκατοντάδες δισεκατομμυρίων δολαρίων. Τα πλέον διαδεδομένα swaps είναι τα swaps επιτοκίου και τα swaps συναλλάγματος.

Στις ανταλλαγές επιτοκίου (interest rate swaps) το ένα μέρος συμφωνεί να πληρώσει στο άλλο μέρος τόκο, με σταθερό επιτόκιο, σε ένα ιδεατό κεφάλαιο, για ένα ορισμένο αριθμό ετών. Αντί αυτού παίρνει τόκο με κυμαινόμενο επιτόκιο, πάνω στο ίδιο ιδεατό κεφάλαιο, για τον ίδιο αριθμό ετών. Το αρχικό κεφάλαιο σε αυτού του είδους τα swaps συνήθως δεν ανταλλάσσεται. Τα swaps επιτοκίου χρησιμοποιούνται για να μετατρέψουν ένα δάνειο με κυμαινόμενο επιτόκιο σε δάνειο με σταθερό επιτόκιο ή και αντίστροφα.

Παράδειγμα

Η εταιρία Β συμφωνεί να πληρώνει στην εταιρία Α ένα σταθερό επιτόκιο 5% ετήσια σε ένα ιδεατό κεφάλαιο 300.000.000€ και σε αντάλλαγμα η εταιρεία ή συμφωνεί να πληρώσει στην εταιρεία 300.000.000€ Β το (κυμαινόμενο) εξαμηνιαίο LIBOR στο ίδιο κεφάλαιο των. Οι πληρωμές ότι συμφωνήθηκαν να γίνονται κάθε εξάμηνο και ότι το επιτόκιο 5% ανατοκίζεται εξαμηνιαία. Το swap άρχισε την 1^η Μαρτίου του 1998 και είναι τριετούς διάρκειας.

Στο σύνολο θα γίνουν εισπράξεις και πληρωμές από την εταιρία Β σύμφωνα με τον παρακάτω πίνακα. Ας σημειωθεί ότι το κεφάλαιο των 300.000.000€ χρησιμοποιείται μόνο για τον υπολογισμό των τόκων. Το ίδιο δεν ανταλλάσσεται, γι' αυτό λέγεται **ιδεατό κεφάλαιο** (notional principal). Η ανταλλαγή 300.000.000€ μετρητών, στο τέλος της ζωής του

swap, για 300.000.000€ μετρητά δεν έχει οικονομικό νόημα για καμιά από τις δυο εταιρίες.

Ημερομηνία	Επιτόκιο (Κυμαινόμενο) LIBOR %	Εισπράξεις Κυμαινόμενες	Πληρωμές σταθερές σε €	Καθαρά Ποσά σε €
Μάρτης 1,1998	4,2			
Σεπτέμβρης 1,1998	4,8	+ 2,10	-2,50	-0,40
Μάρτης 1,1999	5,3	+ 2,40	-2,50	-0,10
Σεπτέμβρης 1,1999	5,5	+ 2,65	-2,50	+ 0,15
Μάρτης 1,2000	5,60	+ 2,75	-2,50	+ 0,25
Σεπτέμβρης 1,2000	5,90	+ 2,80	-2,50	+ 0,30
Μάρτης 1,2001	6,40	+ 2,95	-2,50	+ 0,45

Πίνακας 1

Άλλο δημοφιλής τύπος swap είναι γνωστό ως **ανταλλαγή συναλλάγματος (currency swap)**. Στην απλή μορφή του σημαίνει την ανταλλαγή ενός κεφαλαίου με σταθερό τόκο, σε νόμισμα μιας χώρας, με το ίδιο περίπου κεφάλαιο και με σταθερό επίσης τόκο σε νόμισμα άλλης χώρας.

1.13. Προθεσμιακά δικαιώματα (Options)

1.13.1. Γενικά

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.

Τα options πρωτοεμφανίστηκαν τον 17ο 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 πάρα πολλά Χρηματιστήρια ανά τον κόσμο. Τεράστιος επίσης όγ-

κος συναλλαγών γίνεται (over the counter) από τις Τράπεζες και άλλα πιστωτικά ιδρύματα. Τα υποκείμενα στοιχεία των options είναι μετοχές, δείκτες μετοχών, συνάλλαγμα, ομόλογα, επιτόκια, εμπορεύματα και συμβόλαια futures.

Υπάρχουν δυο-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 κάτοχο 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 **αμερικανικού 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 δεν έχει σχέση με τον τόπο που βρίσκεται το Χρηματιστήριο.

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 άσκησης 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.

1.13.2. Είδη 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

- *Options επί δείκτη*

Το υποκείμενο στοιχείο τους είναι οι δείκτες μετοχών. Οι πιο γνωστοί από αυτούς είναι ο δείκτης Standart and Poor's 100 (S & p. 100) και ο S & P.500.

Τα options επί του S & P 500 είναι αμερικανικού τύπου. Η εκκαθάριση τους γίνεται με μετρητά, γιατί η παράδοση του υποκείμενου στοιχείου (δείκτης ίσος με χαρτοφυλάκιο μετοχών) είναι δύσκολη.

- *Options επί συναλλάγματος*

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, Γιαπωνέζικα Γιεν και Ελβετικά Μάρκα. Το μέγεθος του συμβολαίου εξαρτάται νόμισμα Options επί Αγγλικών Λιρών.

- *Futures Options*

Στα options επί futures το υποκείμενο στοιχείο είναι Το συμβόλαιο futures συνήθως λήγει αμέσως μετά από Υπάρχουν futures options για τα περισσότερα στοιχεία διαπραγματεύονται τα futures.

Όταν ο κάτοχος ενός call option ασκεί το δικαίωμα του, αποκτά από τον πωλητή (writer) θέση αγοραστή long position) στο υποκείμενο συμβόλαιο futures, συν ένα ποσό μετρητών ίσο με τη διαφορά της τιμής του futures από την τιμή άσκησης. Όταν ο κάτοχος ενός put option ασκεί το δικαίωμα του, αποκτά τη θέση short στο υποκείμενο συμβόλαιο futures, συν ένα ποσό μετρητών ίσο με τη διαφορά της τιμής άσκησης από την τιμή του futures. Και στις δυο 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 του 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 options 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).

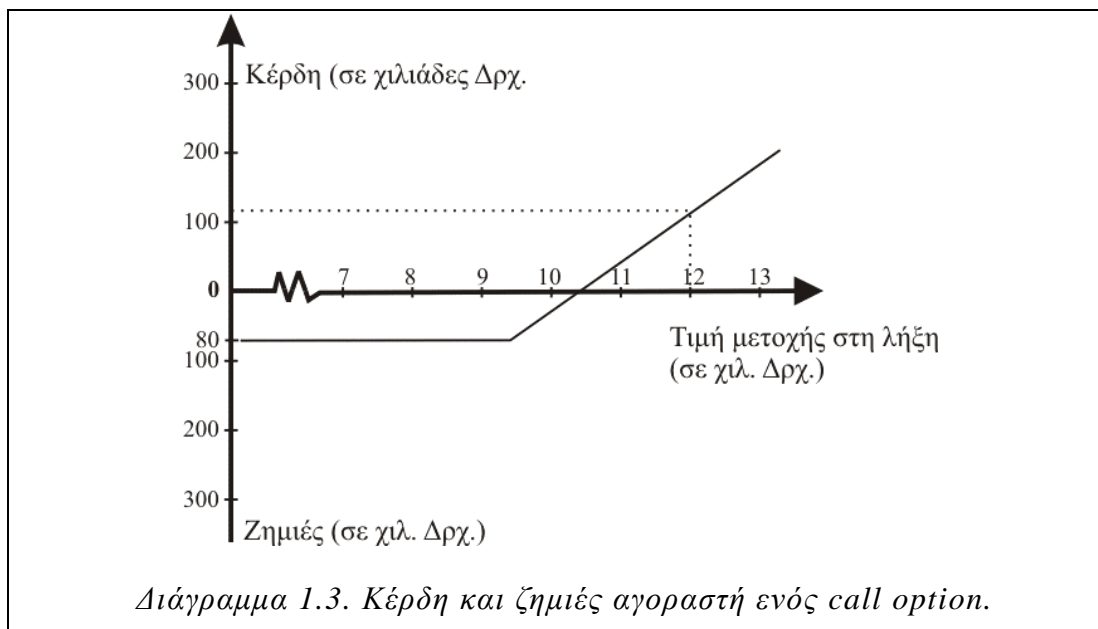
1.14. Options επί μετοχών

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

Ο επενδυτής X αγοράζει στις 21/02 100 call options επί της μετοχής A με τιμή άσκησης (strike price) 30,00 €. Η τιμή απόκτησης του call option (ασφάλιστρο) είναι 2,5 € ανά μετοχή. Έστω ότι η τρέχουσα τιμή της μετοχής A είναι 30,00 € και η ημερομηνία λήξης του option είναι σε 2 μήνες. Επειδή το option είναι ευρωπαϊκού τύπου, ο X μπορεί να ασκήσει το δικαίωμα

ίωμα του, δηλαδή να αγοράσει τις 100 μετοχές A μόνο στην ημερομηνία λήξης στις 2/3/01. Αν στις 2/3/01 η τιμή της μετοχής είναι μικρότερη από τα 30,00 €, ο επενδυτής δεν θα ασκήσει το δικαίωμά του και θα χάσει το ασφάλιστρο $100 \times 25 = 250,00$ € που έδωσε αρχικά. Αν τιμή της μετοχής είναι μεγαλύτερη από τα 30,00€ έστω 35,00 € θα ασκήσει το δικαίωμά του και θα αγοράσει 100 μετοχές προς 30,00 €. Αν τις πουλήσει αμέσως θα έχει κερδίσει 5,00 € για κάθε μετοχή και $(100 \times 5) = 500,00$ € θα κερδίσει τελικά (χωρίς να υπολογίσουμε τα έξοδα της συναλλαγής).

Το Διάγραμμα 1.3 δείχνει πως διαμορφώνεται το τελικό κέρδος ή η ζημιά του επενδυτή σε σχέση με την τελική τιμή της μετοχής στη λήξη το option.



Με μορφή εξίσωσης:

$$\text{Αποτέλεσμα} = (\text{τιμή μετοχής στη λήξη} - \text{τιμή άσκησης του option} - \text{τιμή αγοράς του option}) \times \text{αριθμός μετοχών του option} \quad (1)$$

Πρέπει να λάβουμε υπόψη ότι σε μερικές περιπτώσεις ο επενδυτής ασκεί το δικαίωμά του από ένα call option, ενώ έχει συνολική ζημιά. Έστω

ότι στην προηγούμενη περίπτωση η τιμή της μετοχής στη λήξη είναι 31,50 € Τότε σύμφωνα με την ισότητα (1)

Ζημιά $(31,5-30,00-25) \times (-1) \times 100 = -100,00$ € που είναι προτιμότερο από το να έχει ζημιά 250,00 € αν δεν ασκήσει το δικαίωμά του.

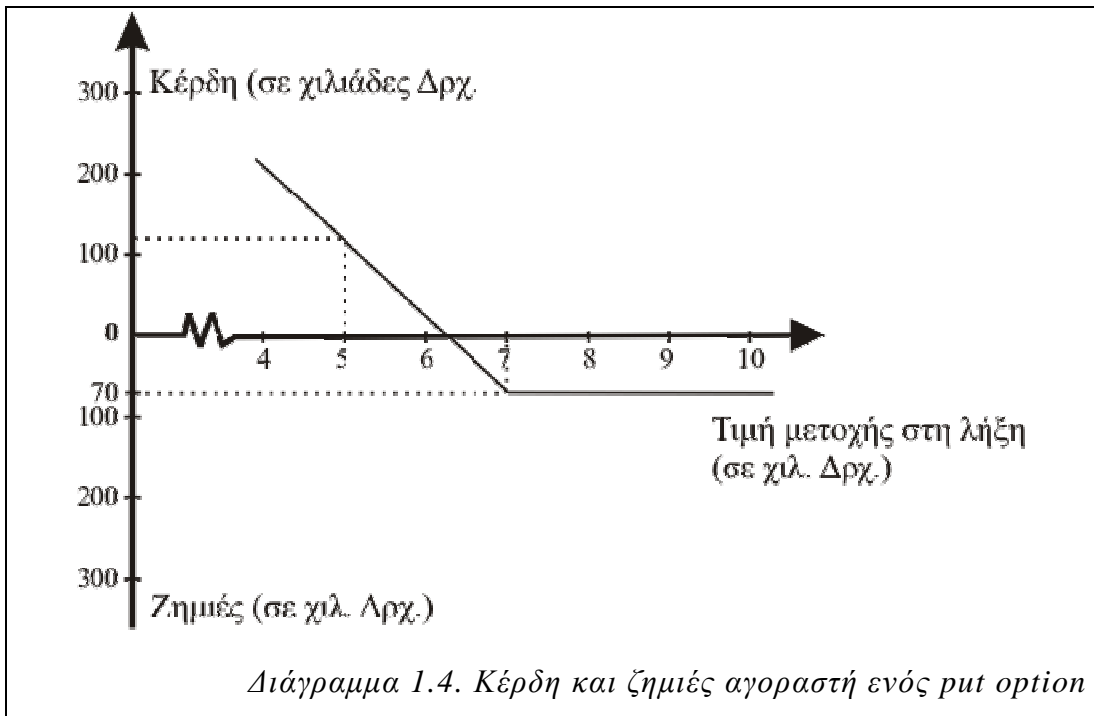
Ενώ ο αγοραστής ενός call option ελπίζει ότι η τιμή της μετοχής θα ανεβεί, αντίθετα ο αγοραστής ενός put option ελπίζει ότι θα μειωθεί.

Παράδειγμα

Έστω ότι ο επενδυτής Ψ αγοράζει 100 put options μετοχής Β, ευρωπαϊκού τύπου με τιμή άσκησης (strike price) 20,5 €. Η τρέχουσα τιμή της μετοχής είναι 17,5 €, η λήξη του option είναι σε τρεις μήνες και η τιμή αγοράς του option είναι 2,00 € ανά μετοχή.

Στην ημερομηνία λήξης η τιμή της μετοχής είναι 15,00 €. Τότε ο επενδυτής μπορεί να αγοράσει 100 μετοχές προς 15,00 € καθεμία και να πουλήσει τις ίδιες μετοχές μέσω του put option αντί 20,5 €

Έτσι πραγματοποιεί ένα κέρδος 5,5 € ανά μετοχή και $(100 \times 5,5) = 550,00$ € συνολικά. Αγνοούμε τα έξοδα των συναλλαγών. Αν αφαιρεθεί και το αρχικό κόστος του option $(100 \times 2) = 200,00$ €, θα έχει καθαρό κέρδος 350,00 €. Φυσικά αν η τιμή της μετοχής είναι κάτω από την τιμή άσκησης των 20,5 € το put option λήγει και ο επενδυτής χάνει τα 200,00 € αρχικό κόστος. Το Διάγραμμα 1.4 δείχνει τη σχέση των κερδών και ζημιών του επενδυτή και της τιμής της μετοχής στη λήξη ενός put option.



1.15. Διάφορα σχόλια για τα παράγωγα από χρήστες, διοικητικές αρχές και ακαδημαϊκούς

Είναι σημαντικό να παρουσιαστούν κάποιες απόψεις ατόμων που είναι γνώστες και ειδήμονες του αντικειμένου ώστε να είναι πιο αντικειμενική η παρουσίαση των παραγώγων. Γι αυτό στο κομμάτι αυτό παρουσιάζονται απόψεις ειδικών όπως είναι χρήστες παραγώγων διοικητικές αρχές και ακαδημαϊκοί.

1.15.1. Απόψεις χρηστών

“Η εταιρεία McDonald’s Corporation χρησιμοποιεί τα παράγωγα εδώ και δέκα χρόνια, και τα βρίσκουμε πολύτιμα για τη διαχείριση των συναλλαγματικών κινδύνων και των κινδύνων επιτοκίων. Επιπλέον, Τράπεζες και άλλοι δανειστές έχουν βρει τρόπους να προσφέρουν τα οφέλη αυτών των περίπλοκων μέσων στους 2.600 ανεξάρτητους ιδιοκτήτες franchise της εταιρείας μας στις ΗΠΑ”.

Carleton O. Pearl, Treasurer McDonald's Corporation, 1993 Pearl, Carleton O. "Letter to Congressman Henry B. Gonzalez" McDonald's Corp., November 29, 1993

Ι “Η Mobil είναι αφοσιωμένη στην ενεργή διαχείριση χρέους χρησιμοποιώντας τα παράγωγα για να μειώσει τον κίνδυνο και να επιτύχει τα χαμηλότερα μετά φορών χρηματοοικονομικά κόστη. Οι περισσότεροι (σχολιαστές) δεν αντιλαμβάνονται πως τα παράγωγα όταν χρησιμοποιούνται σωστά μειώνουν τον κίνδυνο”.

Elizabeth Glaeser, Treasurer Mobil Corporation, 1995 Economist Intelligence Unit. Strategic Derivatives: Successful Corporate Practices for Today's Global Marketplace, New York, 1995, p. 94.

“Είναι συχνά όχι μόνο φθηνότερη αλλά και πιο εύχρηστη η χρήση ενός μετοχικού δείκτη για την διαχείριση του ασφαλιστικού ταμείου της εταιρείας, για παράδειγμα, αντί για την αγορά των μετοχών μια προς μια”.

Stephen Crompton, Treasurer SmithKline Beecham, 1995 Economist Intelligence Unit. Strategic Derivatives: Successful Corporate Practices for Today's Global Marketplace. New York, 1995, p. 65.

“Τα παράγωγα επιτρέπουν στους δήμους να μειώσουν το συνολικό κόστος δανεισμού, να εξασφαλίσουν επιτόκια προθεσμιακής αγοράς, να μειώσουν τον κίνδυνο των επιτοκίων, να προσαρμόσουν τον λόγο του κυμαινόμενου προς το σταθερό χρέος και να ρυθμίσουν την ληκτότητα του ενεργητικού και του παθητικού”.

Philip N. Shapiro, Chief Financial Officer Massachusetts Water Resources

Authority, 1992 Shapiro, Philip N. and T. Spencer Wright. "An Issuer's Perspective on Interest

Rate Swaps." Government Finance Review, October 1992.

“Είναι σημαντικό να αναγνωρίσουμε τα οφέλη που παρέχουν τα παράγωγα ως εργαλείο διαχείρισης κινδύνου για χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και μη. Η συνετή χρήση των παραγώγων βοηθά τους συμμετέχοντες στην αγορά να προφυλαχούν από την μεταβλητότητα της αγοράς, άρα παρέχει ένα πιο σταθερό περιβάλλον για τη δημιουργία θέσεων εργασίας”.

James A. Leach, Member U.S. House of Representative, 1993 Leach, James A. "Statement on Derivatives" The Group of Thirty Symposium, The Federal Reserve Board, September 27,1993.

“Αλλά πιστεύω ότι τα πιο σημαντικά οφέλη των παραγώγων συχνά αγνοούνται. Η πολυπλοκότητα της δραστηριότητας των παραγώγων, μαζί με την εντατική έρευνα που έχει προσελκύσει αυτή η δραστηριότητα, συνθέτουν μια επανάσταση στις πρακτικές διαχείρισης κινδύνου”.

Susan M. Phillips, Governor Federal Reserve Bank of New York, 1994 Phillips, Susan M. "Derivatives and Risk Management: Challenges and Opportunities," Conference on Financial Markets, Federal Reserve Bank of Atlanta, Coconut Grove, Florida, February 25,1994.

1.15.2. Απόψεις των διοικητικών αρχών

“Για να το θέσω απλά και ευθέως, εάν τα αφεντικά δεν μπορούν να κατανοήσουν τους κινδύνους και τις αποδόσεις των προϊόντων τους, η εταιρεία τους δεν θα έπρεπε να κάνει αυτή τη δουλειά”.

William J. McDonough, President Federal Reserve Bank of New York, 1993 McDonough, William J. "A Regulatory Perspective on Derivatives" Global Derivatives: Public Sector Responses, Occasional papers, No. 44, The Group of Thirty, Washington, D.C., 1993, pp. 11-19.

“Δεν υπάρχουν απόλυτα καινούργιοι ή διαφορετικοί κίνδυνοι στα παράγωγα προϊόντα, απλά οικείοι κίνδυνοι παρουσιασμένοι και συνδυασμένοι με καινούργιους τρόπους”.

Brian Quinn, Director Bank of England, 1993

Bank of England. Derivatives: Report of an Internal Working Group, April 1993.

“Οι ευρέως δημοσιοποιημένες ζημίες από τα παράγωγα παρουσιάστηκαν εξαιτίας των ανεπαρκών συστημάτων διαχείρισης κινδύνου και των αδύναμων λειτουργικών ελέγχων και εποπτείας. Αυτές οι ζημίες δεν απείλησαν την σταθερότητα και την αποτελεσματικότητα των χρηματοοικονομικών αγορών, αλλά ενθάρρυναν την ανάπτυξη καλύτερων λειτουργικών ελέγχων διαχείρισης κινδύνου, είχαν δηλαδή τελικά θετικό αποτέλεσμα”.

Financial Economists Roundtable, 1994

Financial Economists Roundtable. "Statement on Derivatives Markets and

Financial Risk" Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 7, No. 5, Fall 1994.

1.15.3. Απόψεις ακαδημαϊκών και άλλων ειδικών

“Η κατάρρευση της Barings PLC προκλήθηκε κατά ένα μεγάλο μέρος από την έλλειψη εσωτερικών ελέγχων επάνω στις αυτόβουλες συναλλακτικές δραστηριότητες ενός υπαλλήλου, συμπεριλαμβανομένων των σχετικών με χρηματιστηριακά χρηματοοικονομικά δικαιώματα (options) και προθεσμιακά συμβόλαια (futures). Η αποτυχία της Barings δεν συνετέλεσε σε ζημίες άλλων συμμετεχόντων στην αγορά και, από μια άποψη, η κατάσταση υπογράμμισε την θεμελιακή ισχύ και παρείχε δικαιολόγηση των

παγκοσμίων ρυθμίσεων σχετικά με τα παράγωγα και τα συστήματα συναλλαγής και εκκαθάρισης”.

Global Task Force on Financial Integrity Futures Industry Association, 1995 Global Task Force on Financial Integrity. Financial Integrity Recommendations: for Futures and Options Markets and Market Participants, Futures Industry Association, June 1995.

“Ο λόγος που τόσοι πολλοί κάτοχοι παραγώγων θέσεων είχαν τόσο μεγάλες ζημίες στις αρχές του 1994 είναι στις περισσότερες περιπτώσεις ο ίδιος με το λόγο που τόσοι πολλοί επενδυτές έχασαν χρήματα από κανονικά ομόλογα: τα επιτόκια αυξήθηκαν πολύ και πολύ γρήγορα”.

Stephen Figlewski, Professor New York University, 1994 Figlewski, Stephen. "How to Lose Money in Derivatives" The Journal of Derivatives, Vol. 2, No. 2, Winter 1994.

“Τι κάνουν οι managers από εδώ και στο εξής; Το πρώτο βήμα, και ίσως το δυσκολότερο είναι να κατανοήσουν πως δεν μπορούν να αγνοούν την διαχείριση κινδύνου. Κάποιοι μπορεί να τείνουν να την αγνοούν για να αποφύγουν πιθανές μεγάλες γκάφες.....αυτή η εθελουφλούσα προσέγγιση μας έχει κοστίσει αρκετά”.

Kenneth Froot, David Scharfstein & Jeremy Stein, Professors Harvard University & M.I.T, 1994

Froot, Kenneth A., David S. Scharfstein and Jeremy C. Stein. "A Framework for Risk Management" Journal of Applied Corporate Finance. Vol. 7, No. 3, Fall 1994.

“Φυσικά οι κερδοσκόποι ήταν στην αγορά παίρνοντας θέση εν αναμονή μελλοντικών αλλαγών των τιμών. Η συναλλακτική διαδικασία όμως - και η αντιστάθμιση και η κερδοσκοπία - δεν ενίσχυσε την μεταβλητότητα

των τιμών που συνδέθηκε κυρίως με τις δραματικές εξελίξεις που έλαβαν χώρα στον Κόλπο κατά τη διάρκεια της κρίσης του 1990-91”.

Robert J. Weiner, Professor George Washington University, 1995.

Werner, Robert J." The Oil Futures Market in the Gulf Crisis" Derivatives and Systemic Risk, Federal Reserve Bank of Atlanta, Georgia State University, and Virginia Tech, Washington, D.C., April 20, 1995.

“Η ακαδημαϊκή έρευνα σχετικά με την επίδραση των παραγώγων στην μεταβλητότητα της αγοράς είναι συμπαγής στα ευρήματα της, και ιδιαίτερα ογκώδης μετά από το κραχ του 1987. Η έρευνα καταδεικνύει με σαφήνεια ότι τα παράγωγα είτε δεν έχουν καμία σχέση, είτε μειώνουν την μεταβλητότητα των υποκειμένων αγορών”.

The Group of Thirty, 1993.

Global Derivatives Study Group. Derivatives: Practices and Principles and Appendix I: Working Papers, The Group of Thirty, July 1993.

1.16. Μύθοι και πραγματικότητα γύρω από τα παράγωγα

Τα παράγωγα είναι μια πρωτόγνωρη ιδέα. Επομένως θεωρείται φυσιολογικό γύρω από αυτά να δημιουργούνται διάφοροι μύθοι, οι οποίοι φυσικά δεν υφίστανται.

- ✓ Τα παράγωγα είναι νέα πολύπλοκα και ακατανόητα, υψηλής τεχνολογία χρηματοοικονομικά προϊόντα.
- ✓ Τα παράγωγα είναι απολύτως κερδοσκοπικά εργαλεία.
- ✓ Το τρομακτικό μέγεθος της αγοράς των χρηματοοικονομικών παραγώγων μειώνει το τραπεζικό κεφάλαιο και κάνει τη διαπραγμάτευση των παραγώγων, επικίνδυνη και σαθρή τραπεζική πρακτική.
- ✓ Μόνο οι μεγάλες πολυεθνικές τράπεζες έχουν λόγους να χρησιμοποιούν παράγωγα.

- ✓ Τα χρηματοοικονομικά παράγωγα είναι απλώς η τελευταία λέξη της μόδα ως προς τις στρατηγικές διαχείρισης κινδύνου.
- ✓ Τα παράγωγα αποσπών χρήματα από παραγωγικές διαδικασίες και δεν επιστρέφουν τίποτα.
- ✓ Μόνο οργανισμοί που κυνηγούν τον κίνδυνο πρέπει να χρησιμοποιούν παράγωγα.
- ✓ Οι κίνδυνοι που σχετίζονται με τα χρηματοοικονομικά παράγωγα είναι νέοι και άγνωστοι.
- ✓ Εξαιτίας των κινδύνων που σχετίζονται με τα παράγωγα οι νομοθέτες και οι εποπτικές αρχές θα έπρεπε να απαγορεύσουν τη χρήση τους από οποιοδήποτε ίδρυμα καλύπτεται από την εγγύηση του δη.
- ✓ Τα παράγωγα ευθύνονται για την πτώση του Χ.Α.Α;

Εδώ υπάρχει ένα βασικό επιχείρημα το οποίο υποστηρίζει ότι κάποιοι προβαίνουν σε επιθετικές πωλήσεις μετοχών ώστε να επέλθει ρήξη στο Χρηματιστήριο και να αποκομίσουν κέρδη από short θέσεις και futures. Εδώ γίνεται η παραδοχή ότι μερικοί δεκάδες επενδυτές θέλουν και έχουν τη δυνατότητα να ζημιώσουν το Χρηματιστήριο. Ακόμη και να το δεχτούμε αυτό, δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι το κόστος που θα είχαν για να επιφέρουν ρήξη στο Χρηματιστήριο θα ήταν μεγαλύτερο από τα όποια κέρδη από futures. Επίσης δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι το ΧΠΑ και η ΕΤΕΣΕΠ βλέπουν τις συναλλαγές ανά τελικό επενδυτή και εύκολα θα μπορούσε να διαπιστωθεί, ύστερα από διασταύρωση από πράξεις στο ΧΑΑ, ποιοι προσπαθούν να ρίξουν το Χρηματιστήριο με αθέμιτο τρόπο.

Εκτός αυτού, αν υποθέσουμε ότι κάποιοι μπορούν να χειραγωγήσουν το Χρηματιστήριο ώστε να αποκομίσουν κέρδη από futures, θα προτιμούσαν να το επιχειρήσουν σε κλίμα γενικής ανόδου και κέρδη από long futures. Και θα το έκαναν αυτό γιατί πολύ πιο εύκολα και ανέξοδα θα επιχειρούσαν άνοδο του Χρηματιστηρίου, αφού από ένα σημείο και μετά θα άρχιζαν να αγοράζουν και οι υπόλοιποι επενδυτές και επίσης πολύ πιο εύκολα θα έβρισκαν συμμάχους για κάτι τέτοιο. Βέβαια και σε αυτή την πε-

ρίπτωση θα ήταν εύκολο να διαπιστωθεί ποιοι επιχειρήσαν τη χειραγώγηση.

Και το επιχείρημα αυτό καταρρίπτεται και γίνεται εμφανές ότι όσοι υποστηρίζουν πως τα παράγωγα ζημιώνουν το Χρηματιστήριο το κάνουν είτε από άγνοια είτε εξυπηρετώντας κάποιες άλλες σκοπιμότητες.

Γενικότερα τα παράγωγα προϊόντα ομαλοποιούν και ορθολογικοποιούν τις τιμές στην υποκείμενη αγορά. Καθιστούν τις τιμές συγκρίσιμες και συμβάλλουν στη διαφάνεια της αγοράς. Σε περιπτώσεις που υπάρχει σημαντικό *mispricing* μεταξύ spot αγοράς και αγοράς παραγώγων, αυτομάτως ελαχιστοποιείται μέσω της εξισορροπητικής κερδοσκοπίας, δυνατότητα που προσφέρουν τα παράγωγα προϊόντα.

Οι χρήστες έχουν καταλάβει ότι οι απόψεις αυτές είναι μεμονωμένες και ανυπόστατες, δείχνουν εμπιστοσύνη στα παράγωγα και αυτό αποδεικνύεται από τη μεγάλη αύξηση κωδικών στο ΧΠΑ.

1.17. Κίνδυνοι που εμφανίζονται με τη χρήση ενός παραγώγου και πώς μπορούν να αντιμετωπιστούν.

Ο κίνδυνος από τη χρήση ενός χρηματοοικονομικού προϊόντος από έναν επενδυτή προέρχεται

- § από έλλειψη γνώσης του προϊόντος από τον επενδυτή,
- § από τη μη χρήση κατάλληλου συμβούλου (διαπιστευμένου από το Χ.Π.Α.),
- § από κερδοσκοπικές θέσεις απεριόριστου κινδύνου που μπορεί να πάρει ο επενδυτής στην αγορά, χωρίς να έχει σκεφτεί για το πώς θα περιορίσει ενδεχόμενες ζημιές.

Στο Χ.Π.Α. δίνουμε ιδιαίτερη έμφαση στην προετοιμασία του επενδυτή πριν ξεκινήσει τις συναλλαγές σε παράγωγα προϊόντα. Συγκεκριμένα δι-

οργανώνονται συνεχώς δωρα δωρεάν σεμινάρια τα οποία απευθύνονται σε επενδυτές και τους παρέχουν τις βασικές γνώσεις γύρω από την αγορά των παραγώγων, καθώς και οδηγίες για το πώς μπορούν να συμμετέχουν στην αγορά και να χρησιμοποιήσουν τα παράγωγα προϊόντα είτε για να αποφύγουν κινδύνους που προέρχονται από την κατοχή μετοχών, είτε να αναλάβουν κίνδυνο (κερδοσκοπία) προσδοκώντας μεγαλύτερη απόδοση.

Παράλληλα και τα Μέλη του Χ.Π.Α. φροντίζουν για την αρχική ενημέρωση και την εκπαίδευση των επενδυτών στα παράγωγα, μέσω προσωπικών συναντήσεων, σεμιναρίων και εξειδικευμένων παρουσιάσεων.

Επίσης θα πρέπει να διευκρινίσουμε ότι τα παράγωγα προϊόντα δεν είναι ένα κύριο επενδυτικό προϊόν όπως για παράδειγμα η μετοχή μίας εταιρίας ή ένα ομόλογο. Τα παράγωγα είναι ένα συμπληρωματικό επενδυτικό εργαλείο που χρησιμοποιείται για τη μείωση ή αύξηση του επενδυτικού κινδύνου μέσω αντιστάθμισης ενός χαρτοφυλακίου ή για κερδοσκοπία, αντίστοιχα. Όπως και σε κάθε άλλη μορφή επένδυσης όμως, δεν πρέπει να χρησιμοποιούμε χρήματα που προορίζονται να καλύψουν τις βασικές βιοποριστικές ή άλλες ανάγκες μας. Για τις επενδύσεις μας σε μετοχές ή παράγωγα θα πρέπει να χρησιμοποιούμε κεφάλαια τα οποία δεν σκοπεύουμε να χρησιμοποιήσουμε άμεσα για κάποιο άλλο σκοπό.

1.17.1. Μόχλευση κεφαλαίου – stop loss εντολές...

Ένα βασικό χαρακτηριστικό των παραγώγων είναι η μόχλευση που προσφέρουν στους επενδυτές, δηλαδή η χρήση μικρού ποσού κεφαλαίου για το άνοιγμα μιας θέσης για την επίτευξη της προσδοκίας τους. Αυτό το γεγονός όμως πρέπει να προσεχθεί από τους επενδυτές, διότι ναι μεν σε περίπτωση κέρδους η απόδοση του χρησιμοποιηθέντος κεφαλαίου μπορεί να είναι μεγάλη, σε περίπτωση όμως ζημίας, ο επενδυτής μπορεί να υποστεί ζημία σημαντικά υψηλότερη από το κεφάλαιο που χρησιμοποίησε. Συνεπώς, οι επενδυτές θα πρέπει μεν να χρησιμοποιούν τα παράγωγα για μόχλευση, αλλά ταυτόχρονα να θέτουν και όρια (stop loss) στα οποία κλείνουν τη θέση τους προκειμένου να αποφευχθεί ο κίνδυνος να αντιμετω-

πίσουν σημαντικού ύψους ζημιές. Αυτό θα πρέπει να προσεχθεί ιδιαίτερα σε συμβόλαια Σ.Μ.Ε. ή σε θέσεις πώλησης Δικαιωμάτων.

1.18. Μετοχές και παράγωγα

Όπως αναφέραμε και παραπάνω οι μετοχές αποτελούν ένα κύριο επενδυτικό προϊόν, ενώ τα παράγωγα είναι ένα προϊόν μέσω του οποίου μπορούμε να διαχειριστούμε καλύτερα το μετοχικό χαρτοφυλάκιο.

Συνεπώς θα πρέπει πρώτα, με τη βοήθεια κάποιου έμπειρου χρηματοοικονομικού συμβούλου, να διαμορφώσουμε ένα χαρτοφυλάκιο, αποτελούμενο για παράδειγμα από μετοχές, μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων, ομόλογα, ρευστά διαθέσιμα κ.λ.π. και στη συνέχεια να προσπαθήσουμε με τη βοήθεια του συμβούλου μας να εκμεταλλευτούμε βραχυπρόθεσμες τάσεις της αγοράς μετοχών, με σκοπό είτε την αντιστάθμιση, είτε την κερδοσκοπία.

Σε αυτό το πλαίσιο λοιπόν δεν πρέπει να τίθεται το ερώτημα «μετοχές ή παράγωγα», αλλά να δίνεται έμφαση στη διαμόρφωση ενός χαρτοφυλάκιου ανάλογα με το επενδυτικό μας προφίλ και στη συνέχεια να προσπαθήσουμε να διαχειριστούμε όσο το δυνατό καλύτερα το χαρτοφυλάκιο μας, με τη βοήθεια κάποιου εξειδικευμένου συμβούλου και τη χρήση παραγώγων, τα οποία σε αυτή τη φάση θα μας μειώσουν το κόστος διαχείρισης και θα μας βοηθήσουν στις επενδυτικές μας κινήσεις.

Αν θελήσουμε να χρησιμοποιήσουμε παράγωγα για κερδοσκοπία θα πρέπει να κινούμαστε μόνο βραχυπρόθεσμα και να χρησιμοποιούμε εξειδικευμένους επενδυτικούς συμβούλους γνωρίζοντας ότι υπάρχει πιθανότητα να χάσουμε παραπάνω από το αρχικό κεφάλαιό μας. Για να περιορίσουμε αυτόν τον κίνδυνο θα πρέπει να θέτουμε εντολές stop-loss, να χρησιμοποιούμε Δικαιώματα αγοράς ή πώλησης κυρίως ως αγοραστές και να βελτιώνουμε συνεχώς τις γνώσεις μας.

Πρέπει πάντως να τονίσουμε ότι η χρήση παραγώγων δεν σημαίνει πάντα και αύξηση του κινδύνου για τον επενδυτή, αλλά αποτελεί εργαλείο

για έξυπνους επενδυτές που θέλουν να μειώσουν ή να αυξήσουν τον κίνδυνο και την αντίστοιχη απόδοση, με χαμηλό κόστος συναλλαγών.

Τα παράγωγα είναι ένα παιχνίδι στο οποίο το κέρδος και η ζημία των μερών αθροίζονται στο μηδέν. Για κάθε κερδισμένο από τα παράγωγα, υπάρχει ένας χαμένος στην άλλη πλευρά. Το ποσό του κέρδους που επιτυγχάνεται από ένα μέρος είναι ακριβώς το ίδιο όσο και η ζημία του άλλου μέρους. Αυτός είναι ακριβώς και ο λόγος γιατί ένα πρόγραμμα διαχείρισης κινδύνου δεν μπορεί να λειτουργήσει και ως πηγή κέρδους. Το να αποκομίζουν οι τελικοί χρήστες κέρδη σε μόνιμη βάση είναι έξω από την πραγματικότητα, αφού θα πρέπει είτε να έχουν μεγάλη τύχη, είτε οι χρήστες από την αντίθετη πλευρά να στερούνται εξυπνάδας.

Για να περιορίσει τον πιθανό κίνδυνο από τα παράγωγα μια εταιρεία πρέπει να επιτύχει τουλάχιστον δύο στόχους. Πρώτον, η χρήση των παραγώγων μέσω πρέπει να ενσωματωθεί με το συνολικό πρόγραμμα διαχείρισης κινδύνου. Το διοικητικό συμβούλιο και οι ανώτερες διευθύνσεις πρέπει να αναμειχθούν ενεργά και να εποπτεύουν την συνολική λειτουργία των παραγώγων. Πρέπει να πασχίσουν, έτσι ώστε καθένας που εμπλέκεται στην διαδικασία διαχείρισης κινδύνου να κατανοήσει τους στόχους ίσα να εργαστεί σκληρά για την επιτυχία τους.

Δεύτερον, ο εταιρικός οργανισμός πρέπει να εγκαθιδρύσει ισχυρούς εσωτερικούς ελέγχους και σύστημα εποπτείας της λειτουργίας των παραγώγων. Η αρχή του σαφούς διαχωρισμού των αρμοδιοτήτων πρέπει να είναι αναπόσπαστο στοιχείο αυτών των εσωτερικών ελέγχων. Συγκεκριμένα, τα άτομα που είναι υπεύθυνα για τις διαπραγματευτικές δραστηριότητες (front office) δεν πρέπει να απασχολούνται στην επεξεργασία, την καταγραφή, την βεβαίωση, την αξιολόγηση, και την έγκριση αυτών των δραστηριοτήτων (back office). Αλλιώς, «πονηροί διαπραγματευτές» (υπόθεση Barings) μπορεί να αναλάβουν υπερβολικούς κινδύνους χωρίς κανένα περιορισμό.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΤΩΤΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ:ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩ- ΓΩΝ

2.1. Ίδρυση και οργάνωση χρηματιστηρίου παραγώγων Αθηνών

2.1.1. Έναρξη λειτουργίας

Στο κεφάλαιο αυτό θα παρουσιαστούν τα σημαντικότερα γεγονότα στην εξέλιξη της Αγοράς Παραγώγων του Χ.Α. Α.Ε και τη ΕΤ.Ε.ΣΕ.Π από την ίδρυσή τους μέχρι σήμερα. Επίσης συμπεριλαμβάνονται στοιχεία για τον τρόπο λειτουργίας της αγοράς και το νομοθετικό πλαίσιο του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών.

Η επίσημη έναρξη λειτουργίας του Χ.Π.Α. θα γίνει στις 27 Αυγούστου 1999, σύμφωνα με το νόμο 2533/1997, με σκοπό τη δημιουργία, οργάνωση και ανάπτυξη ΧΠ στην Ελλάδα. Δεν προηγήθηκε της επέκτασης και της αύξησης της κεφαλοποίησης και του βάθους του κυρίου Χρηματιστηρίου, δηλαδή των πρωτογενών προϊόντων, όπως συνέβη σε διεθνές επίπεδο, πράγμα που συνεπάγεται τώρα ειδικές δυσκολίες στην ανάπτυξή του. Θα πρέπει να διευκρινιστεί ότι με την ανάπτυξη της αγοράς παραγώγων, πολλαπλασιάζεται ο αριθμός τους και οι δυνατότητες των επενδυτών, παράλληλα όμως πολυπλοκοποιείται το πρόβλημα της επιλογής τους. Υπάρχει μια τάση καινοτομιών με δημιουργία νέων τύπων παραγώγων από το διαθέσιμο απόθεμα πρωτογενών προϊόντων. Γενικότερα, τα παράγωγα έχουν ενσωματωθεί σε οργανικό στοιχείο του επενδυτικού περιβάλλοντος στα ώριμα σήμερα Χρηματιστήρια.

Η ίδρυση του Χ.Π.Α. υπό την πίεση της ανάγκης για αναβάθμιση και διεθνοποίηση του ελληνικού Χρηματιστηρίου, συνοδεύτηκε με ορισμένες ιδιομορφίες σε σχέση με τα διεθνή πρότυπα.

Το Χ.Π.Α. περιλαμβάνει:

¶ το καθαυτό Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών Α.Ε.

¶ την Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων ΑΕ. (ΕΤΕ-ΣΕΠ).

Το ΧΠΑ. επιμελείται και έχει την ευθύνη μέσω της διοίκησής του για την ομαλή διεξαγωγή των συναλλαγών, ενώ η ΕΤΕΣΕΠ έχει αναλάβει την αποστολή του εκκαθάριση των συναλλαγών.

Το ΧΠΑ είναι ανώνυμη εταιρεία με σκοπό την οργάνωση και υποστήριξη των συναλλαγών στη χρηματιστηριακή αγορά παραγώγων προϊόντων, την οργάνωση της λειτουργίας του συστήματος των συναλλαγών και κάθε σχετική δραστηριότητα.

2.1.2. Ιστορική αναδρομή

Στο σημείο αυτό παρουσιάζονται τα σημαντικότερα γεγονότα στην εξέλιξη της Αγοράς Παραγώγων του Χ.Α. Α.Ε. και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. από την ίδρυση τους μέχρι και σήμερα. Οπωσδήποτε υπάρχουν και άλλα σημαντικά γεγονότα. Τα παρακάτω όμως είναι σταθμοί στην πορεία του Χ.Π.Α.

[1997] [1998] [1999] [2000] [2001] [2002] [2003]

1997

11/11/1997

(Ίδρυση του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών και της Εταιρίας Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγώγων με βάση τη διαδικασία του άρθρου 4 του Ν. 2533/97 και δημοσίευση στο ΦΕΚ αρ. Φύλλου 228.

1998

24/3/1998:Υπογραφή καταστατικού Χ.Π.Α.-ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

06/4/1998:Πρώτη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου του Χ.Π.Α. και συγκρότηση του σε Σώμα.

25/5/1998: Πρώτη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. και συγκρότηση του σε Σώμα.

6/5/1998: Εκπόνηση μελέτης αποτύπωσης του κανονιστικού πλαισίου του Χ.Π.Α.

12/6/1998: Επιλογή του Χρηματιστηρίου Παραγώγων της Βιέννης, ως συμβούλου οργάνωσης του Χ.Π.Α.

7/9/1998: Δημιουργία Μονάδας Εκπαίδευσης στο Χ.Π.Α., καθορισμός προγράμματος μαθημάτων και πιστοποιητικών.

1999

29/1/1999: Έγκριση στρατηγικών θεμάτων για τη διαδικασία εκκαθάρισης, όπως

χρηματοοικονομική διασφάλιση της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. και καθορισμός του συστήματος εκκαθάρισης παράγωγων προϊόντων στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

03/2/1999: Έγκριση του κανονιστικού πλαισίου Χ.Π.Α. - ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

07/4/1999: Επιλογή της Alpha Bank, ως τράπεζας διακανονισμού της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

17/5/1999: Το Χ.Π.Α. και η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. γίνονται δεκτά ως μέλη της Παγκόσμιας Ένωσης των Χρηματιστηρίων Παραγώγων και των Εταιριών Εκκαθάρισης Παραγώγων (ΙΟΜΑ/ΙΟCΑ), κατά την ετήσια γενική συνέλευση που πραγματοποιήθηκε στις Βρυξέλλες.

2/6/1999: Έγκριση της διαδικασίας προκειμένου μία εταιρία να γίνει Μέλος του Χ.Π.Α. και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

15/6/1999: Το Χ.Π.Α. γίνεται αποδεκτό ως Μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης Χρηματιστηρίων Παραγώγων (ECOFEX).

21/6/1999: Έναρξη εικονικών συνεδριάσεων. Σε αυτές έλαβαν μέρος το Χ.Π.Α. η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., τα Μέλη, οι Τράπεζες Διακανονισμού και Θεματοφυλακής καθώς και το Κ.Α.Α. Τα σενάρια της δοκιμαστικής αυτής περιόδου κάλυψαν όλο το φάσμα των πιθανών περιπτώσεων που τυχόν θα αντιμετώπιζαν οι συμμετέχοντες.

28/6/1999: Η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. γίνεται μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης Εταιριών Εκκαθάρισης (European Association of Clearing Houses).

04/8/1999: Έγκριση των πρώτων 20 Μελών του Χ.Π.Α. και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. με απόφαση των Διοικητικών Συμβουλίων τους.

10/8/1999: Με βάση το άρθρο 32 του Ν. 2533/97 απαλλάσσονται παντός φόρου συμπεριλαμβανομένου και του Φ.Π.Α., τέλους, τέλους χαρτοσήμου και δικαιώματος υπέρ του Δημοσίου ή τρίτων η κτήση παράγωγων χρηματιστηριακών αξιών, τα κεφαλαιακά κέρδη από συναλλαγές επί παραγώγων στο Χ.Π.Α., η παροχή ασφαλειών στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

19/8/1999: Έναρξη λειτουργίας του Κέντρου Πληροφόρησης Παραγώγων στο Χ.Π.Α.

27/8/1999: Επίσημη έναρξη της λειτουργίας του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών και της Εταιρίας Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων με πρώτο προϊόν τα Σ.Μ.Ε. στο δείκτη FTSE/ASE-20.

21/9/1999: Απόφαση του Δ.Σ. της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. να επεκτείνει το μοντέλο της εκκαθάρισης δίνοντας την άδεια στα Μέλη της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. να συνεργάζονται με περισσότερες από μία τράπεζες τήρησης των περιθωρίων ασφάλισης (margin banks).

05/11/1999: Με απόφαση της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. δίνεται η δυνατότητα στους επενδυτές να συμψηφίζουν το ημερήσιο περιθώριο ασφάλισης με το ελάχιστο υπόλοιπο λογαριασμού.

2000

05/1/2000: Με απόφαση της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. δίνεται η δυνατότητα στους επενδυτές να δεσμεύουν μετοχές υπέρ της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. αντί να καταβάλλουν μετρητά για το ελάχιστο υπόλοιπο λογαριασμού και το ημερήσιο περιθώριο ασφάλισης.

07/1/2000: Μείωση του περιθωρίου ασφάλισης για τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/ASE-20 σε 14% επί της συνολικής αξίας των ανοικτών θέσεων ανά λογαριασμό εκκαθάρισης έναντι του 20% που ίσχυε.

14/1/2000: Έναρξη διαπραγμάτευσης του Σ.Μ.Ε. σε 10ετές ομόλογο του Ελληνικού Δημοσίου.

28/1/2000: Έναρξη διαπραγμάτευσης του Σ.Μ.Ε. στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40.

9/3/2000: Κατάργηση του ελαχίστου περιθωρίου ασφάλισης των 20 εκατ. δραχμών που ήταν απαραίτητη προϋπόθεση για την ενεργοποίηση των επενδυτών στο Χρηματιστήριο Παραγώγων. Στο εξής ως εγγύηση καταβάλλεται μόνο το ποσοστό του περιθωρίου ασφάλισης των Σ.Μ.Ε. που αγοράζει ή πουλάει.

12/4/2000: Με απόφαση του Δ.Σ. της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. στις 12/4/2000 επανακαθορίστηκαν οι ιδιότητες με τις οποίες τα Μέλη του Χ.Π.Α. καταρτίζουν συναλλαγές επί παραγώγων στο Χ.Π.Α.

29/5/2000: Με απόφαση της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. διευρύνθηκε η λίστα των μετοχών (από 58 σε 70) τις οποίες οι επενδυτές θα μπορούν να χρησιμοποιούν για την κάλυψη του περιθωρίου ασφάλισης. Δύναται η λίστα των μετοχών να αναθεωρείται όποτε κρίνεται απαραίτητο με βάση στοιχεία που θα συλλέγονται από το Χ.Α.Α. και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

10/7/2000: Με απόφαση του Δ.Σ. της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. όλες οι κοινές μετοχές της κύριας αγοράς του Χ.Α.Α. γίνονται δεκτές σαν ενέχυρο για πράξεις στα παράγωγα. Οι μετοχές του FTSE/ASE-20 αποτιμούνται στο 65% της αξίας τους ενώ οι υπόλοιπες στο 50% της αξίας τους.

21/8/2000: Έναρξη διαπραγμάτευσης των προϊόντων Σύμβαση Πώλησης Μετοχών με Σύμφωνο Επαναγοράς (Stock Repo) και Σύμβαση Αγοράς Μετοχών με Σύμφωνο Επαναπώλησης (Stock Reverse Repo) κατ' αρχήν μόνο για τους ΙΕΔ τύπου Β.

11/9/2000: Έναρξη διαπραγμάτευσης των Δικαιωμάτων Προαίρεσης στο δείκτη FTSE/ASE-20.

22/9/2000: Οργάνωση της τακτικής συνόδου των Ευρωπαϊκών Εταιριών Εκκαθάρισης από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. στην Αθήνα στις 22 Σεπτεμβρίου 2000.

17/10/2000: Σχέδιο μετάβασης σε Ευρώ.

23/10/2000:Αλλαγή στον τρόπο υπολογισμού της Ημερήσιας Τιμής Εκκαθάρισης των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης.

24/10/2000:Με απόφαση της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. μειώθηκαν τα περιθώρια ασφάλισης για τα Σ.Μ.Ε. στους δείκτες FTSE/ASE-20 και FTSE/ASF Mid 40 και διαμορφώθηκαν σε 12% και 16% αντίστοιχα επί της ημερήσιας τιμής κλεισίματος του κάθε δείκτη.

22/12/2000:Έγκριση της τιμολογιακής πολιτικής προμηθειών της ΕΤ.Σ.Ε.Π.

27/12/2000:Με απόφαση του Δ.Σ. της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. εγκρίθηκε η νέα τιμολογιακή πολιτική του Χ.Π.Α. με αρχή ισχύος από 1/1/2001.

2001

03/01/2001:Διεύρυνση του ωραρίου διαπραγμάτευσης των προϊόντων του Χ.Π.Α. κατά μία ώρα ως συνέπεια της μεταβολής που επήλθε στο ωράριο συναλλαγών του Χ.Α.Α.

09/02/2001:Μείωση του περιθωρίου ασφάλισης για το Σ.Μ.Ε. στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40 σε 12% (από 16% που ίσχυε).

05/06/2001:Έναρξη διαπραγμάτευσης των Δικαιωμάτων Προαίρεσης στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40.

06/06/2001:Έναρξη διαπραγμάτευσης για όλους τους επενδυτές του προϊόντος Σύμβαση πώλησης μετοχών με σύμφωνο επαναγοράς (Stock Repo).

07/06/2001:Έναρξη διαπραγμάτευσης για όλους τους επενδυτές του προϊόντος Σύμβαση αγοράς μετοχών με σύμφωνο επαναπώλησης (Stock Reverse Repo).

19/11/2001:Έναρξη διαπραγμάτευσης του προϊόντος ΣΜΕ επί μετοχών.

2002

02/04/2002:Εισαγωγή διαπραγμάτευσης 2 ακόμη Σ.Μ.Ε. επί μετοχών (Alpha Bank A.E.-INTRAKOM A.E.) κατόπιν απόφασης των Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

25/04/2002:Θεσμοθέτηση της επέκτασης των δραστηριοτήτων ελληνικών Ε.Π.Ε.Υ. σε παράγωγα προϊόντα μέσω υποκαταστημάτων και γραφείων ειδικού τύπου.

17/07/2002:Έγκριση σχεδίου συγχώνευσης από τις Γενικές Συνελεύσεις του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών.

30/08/2002:Πραγματοποίηση της συγχώνευσης των ανωνύμων εταιριών Χρηματιστήριο Ι Αξιών Αθηνών Α.Ε. και Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών Α.Ε. με νέα επωνυμία Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε.

2003

07/01/2003:Εναρξη διαπραγμάτευσης των Δικαιωμάτων Προαίρεσης σε μετοχές και συγκεκριμένα στις μετοχές των εταιριών ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε., ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε., INTRAKOM Α.Ε. και ΟΤΕ Α.Ε.

13/02/2003:Τροποποίηση των χαρακτηριστικών σε προϊόντα που διαπραγματεύονται στην Αγορά Παραγώγων.

28/02/2003:Αλλαγές στις παραμέτρους υπολογισμού περιθωρίων ασφάλισης για θέσεις σε συμβάσεις αγοράς με σύμφωνο επαναπώλησης με σταδιακή αύξηση από το 130% επί της αξίας των μετοχών που ίσχυε έως το 150% για όλες τις θέσεις.

06/03/2003:Το Χρηματιστήριο Αθηνών ΑΕ και η Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων στο πλαίσιο της λειτουργίας των προϊόντων δανεισμού τίτλου, Stock Repo και Stock Reverse Repo προχώρησαν σε μεταβολές στο κανονιστικό τους πλαίσιο.

16/05/2003:Μετά από απόφαση του Δ.Σ. της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. μειώθηκαν κατά μία ποσοστιαία μονάδα το ποσοστό περιθωρίου ασφάλισης όλων των Σ.Μ.Ε. της αγοράς παραγώγων του Χ.Α.

19/05/2003:Εισαγωγή διαπραγμάτευσης του Σ.Μ.Ε. επί της συναλλαγματικής ισοτιμίας EUR/USD στην Αγορά Παραγώγων του Χ.Α.

31/05/2003:Πραγματοποίηση του 1^{ου} Πολυσυνέδριου - Έκθεση για την Αγορά Παραγώγων με θέμα «Σύνθετα Επενδυτικά Προϊόντα - Ενημέρωση και Εκπαίδευση» στην Αθήνα - Αίγλη Ζαπείου.

20/06/2003:Μείωση κατά μία ποσοστιαία μονάδα τα ποσοστά περιθωρίων όλων των Σ.Μ.Ε. σε μετοχές και δείκτες μετοχών της Αγοράς Παραγώγων του Χ.Α.

01/07/2003:Χειρισμός εταιρικών πράξεων που δημιουργούν υποχρεώσεις διακανονισμού δωρεάν μετοχών στα προϊόντα δανεισμού τίτλων.

19/08/2003:Τροποποίηση της κεντρικής μεταβλητότητας σε 30% που λαμβάνει υπόψη του το RI.VA. για τον υπολογισμό των περιθωρίων ασφάλισης παράγωγων προϊόντων στους δείκτες FTSE/ASE-20 και FTSE/ASE Mid 40.

03/10/2003:Τροποποίηση της κεντρικής μεταβλητότητας σε 28% που λαμβάνει υπόψη του το RI.VA. για τον υπολογισμό των περιθωρίων ασφάλισης παράγωγων προϊόντων στους δείκτες FTSE/ASE-20 και FTSE/ASE Mid 40.

13/10/2003:Τροποποίηση της κεντρικής μεταβλητότητας σε 25% που λαμβάνει υπόψη του το RI.VA. για τον υπολογισμό των περιθωρίων ασφάλισης παράγωγων προϊόντων στους δείκτες FTSE/ASE-20 και FTSE/ASE Mid 40.

01/12/2003 Τροποποίηση σε χαρακτηριστικά προϊόντων της Αγοράς Παραγώγων του Χ.Α. και στην τιμολογιακή πολιτική για δικαιώματα επί μετοχών.

07/12/2003: Πραγματοποίηση του 2^{ου} Πολυσυνεδρίου – Έκθεση για την Αγορά Παραγώγων με θέμα «Σύνθετα Επενδυτικά Προϊόντα – Ενημέρωση και Εκπαίδευση» στη Θεσσαλονίκη στο MAKEΔONIA PALACE.

8/12/2003: Τροποποίηση της κεντρικής μεταβλητότητας και των βημάτων μεταβολής της μεταβλητότητας που λαμβάνει υπόψη του το RI.VA. για τον υπολογισμό των περιθωρίων ασφάλισης για θέσεις σε δικαιώματα σε μετοχές.

2.1.3. Ο λόγος δημιουργίας του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών (Χ.Π.Α.)

Οι έντονες διακυμάνσεις των τιμών που παρατηρήθηκαν στις χρηματοοικονομικές αγορές από τη δεκαετία του 1970 και συνεχίζουν να παρατηρούνται έως και σήμερα, έκαναν εντονότερη τη ζήτηση των επενδυτών για οργανωμένες συναλλαγές σε παράγωγα προϊόντα, αγορές οι οποίες θα είχαν την εμπιστοσύνη της αγοράς, των εποπτικών αρχών και των επενδυτών.

Αυτό ακριβώς το κενό ήρθε να καλύψει η ίδρυση του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών και στην Ελλάδα. Τώρα, Έλληνες και ξένοι επενδυτές έχουν τη δυνατότητα να αντισταθμίζουν τον κίνδυνο των επενδύσεών τους στη χρηματαγορά χρησιμοποιώντας τυποποιημένα και διαφανή χρηματοοικονομικά εργαλεία, με διαφανείς διαδικασίες συναλλαγών, και το πιο σημαντικό, με ίσους όρους. Οι επενδυτές ανάλογα με τον κίνδυνο που επιθυμούν να αναλάβουν ή να μετακυλίσουν, παίρνουν θέσει σε παράγωγα προϊόντα επιδιώκοντας τις ανάλογες αποδόσεις.

2.1.4. Σκοπός και λειτουργία του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών

Στόχος είναι η μέγιστη ρευστότητα, με αξιοπιστία. Το Χρηματιστήριο Παραγώγων (Χ.Π.Α.), λειτουργεί με τη μορφή ανώνυμης εταιρείας. Σκοπός του Χ.Π.Α. είναι η οργάνωση και η υποστήριξη των συναλλαγών στη χρηματιστηριακή αγορά παραγώγων, η οργάνωση της λειτουργίας του συστήματος συναλλαγών, καθώς και κάθε συναφής δραστηριότητα.

Τα παράγωγα προϊόντα και τα χαρακτηριστικά τους, που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο Χ.Π.Α., ορίζονται με σχετική απόφαση του Διοικητικού του Συμβουλίου και με τη σύμφωνη γνώμη του Διοικητικού Συμβουλίου της Εταιρίας Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγώγων (ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.).

Ο νόμος 2533/97¹ καθορίζει το πλαίσιο λειτουργίας του Χ.Π.Α. και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., τις προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούν τα Μέλη, καθώς και ότι τον έλεγχο και την εποπτεία επί της λειτουργίας του Χ.Π.Α. και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., ως προς τις νομοθετικές διατάξεις περί κεφαλαιαγοράς, τον ασκεί η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Η απευθείας πρόσβαση στο Χ.Π.Α. και στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., περιορίζεται σε εκείνους τους οργανισμούς που έχουν γίνει αποδεκτοί ως Μέλη, εφόσον πληρούν τις νομικές προϋποθέσεις και έχουν προσκομίσει τα απαιτούμενα στοιχεία για την αίτηση Μέλους.

Το μετοχικό κεφάλαιο του Χ.Π.Α. ανέρχεται σε 3 δισ. Δραχμές. Οι μέτοχοι του Χ.Π.Α. είναι το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών με ποσοστό 35,46% στο Χ.Π.Α., τράπεζες που λειτουργούν στην Ελλάδα με συμμετοχή 27,50%, το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών με 13,67% χρηματιστηριακές εταιρίες-μέλη του Χ.Α.Α. με ποσοστό 14% στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., θεσμικοί επενδυτές με 9,37%.

Οι μετοχές του Χ.Π.Α. είναι ονομαστικές. Μέτοχοί του μπορούν να είναι το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Α.Ε. και οι θεσμικοί επενδυτές.

¹ Όπως ισχύει σήμερα με τις τροποποιήσεις των Ν. 2733/99 και Ν. 2789/00.

Κανείς άλλος μέτοχος του Χ.Π.Α. δεν επιτρέπεται να αποκτή μετοχές που αντιπροσωπεύουν ποσοστό μεγαλύτερο του τρία τοις εκατό (3%) του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου εκτός του Χ.Α.Α.

Κατά την ίδρυση του Χ.Π.Α., το Χ.Α.Α. μπορεί να αναλάβει χωρίς περιορισμό μετοχές του Χ.Π.Α., εφόσον δεν υπάρχει ενδιαφέρον για την ανάληψή τους από θεσμικούς επενδυτές. Μετά το Χ.Α.Α. υποχρεούται να μεταβιβάσει το επιπλέον ποσοστό μετοχών από αυτό που προβλέπει ο νόμος σε θεσμικούς επενδυτές, εφόσον εκδηλώσουν ενδιαφέρον. Η τιμή της μετοχής θα συμφωνηθεί μεταξύ του Χ.Α.Α. και των θεσμικών επενδυτών και δεν μπορεί να είναι κατώτερη της ονομαστικής τιμής της μετοχής.

Σημειώνεται ότι από τον Ιανουάριο του 2001 το Χ.Α.Α., η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. και το Χ.Π.Α. συμμετέχουν στον όμιλο εταιριών με την επωνυμία Ελληνικά Χρηματιστήρια.

Με την εφαρμογή αυστηρών οικονομικών προϋποθέσεων για τα μέλη, η Αγορά Παραγώγων του Χ.Α. Α.Ε. και η ΕΤΕΣΕΠ επιδιώκουν να μειώσουν την έκθεση του Χρηματιστηρίου στον κίνδυνο και κατά συνέπεια να αυξήσουν την πιστοληπτική τους αξιοπιστία.

Οι προϋποθέσεις, προκειμένου εταιρίες του χρηματοπιστωτικού τομέα να γίνουν μέλη της Αγοράς Παραγώγων του Χ.Α. Α.Ε. και της ΕΤΕΣΕΠ, περιγράφονται στον ιδρυτικό νόμο της αγοράς Ν. 2533/97 όπως ισχύει σήμερα.

Οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί που επιθυμούν να συμμετάσχουν ως μέλη στην οργανωμένη αγορά παραγώγων, πρέπει να εκπληρούν τις εξής προϋποθέσεις:

- Να έχουν άδεια διεξαγωγής συναλλαγών σε παράγωγα ή/και εκκαθάρισης συναλλαγών επί παραγώγων από την αρμόδια αρχή εποπτείας τους.
- Να έχουν τουλάχιστον έναν πιστοποιημένο, από την Αγορά Παραγώγων του Χ.Α. Α.Ε., ειδικό διαπραγματευτή στην περίπτωση που η εταιρία αιτείται για απλός παραγγελιοδόχος, ή δύο εάν η εταιρία αιτείται για ειδικός διαπραγματευτής τύπου Α ή/και τύπου Β.

- Να έχουν τουλάχιστον έναν πιστοποιημένο από την Αγορά Παραγώγων του Χ.Α. Α.Ε., εκκαθαριστή, εάν πρόκειται για υποψήφιο μέλος της ΕΤΕΣΕΠ.
- Να διαθέτουν τον απαραίτητο τεχνικό εξοπλισμό και να πληρούν όλα τα τεχνικά προαπαιτούμενα για την ομαλή σύνδεση με το Δίκτυο Χρηματιστηριακών Συναλλαγών.
- Να συμμετέχουν στη διαδικασία εκκαθάρισης ως Άμεσα Μέλη ΕΤΕΣΕΠ ή να μεταθέτουν την εκκαθάριση σε Γενικά Μέλη της ΕΤΕΣΕΠ, μέσω σχετικής σύμβασης.
- Να πληρούν τις προϋποθέσεις κεφαλαιουχικής βάσης που ορίζει ο νόμος ανάλογα με την κατηγορία του μέλους, οι οποίες συνοψίζονται παρακάτω:

Μέλος Αγοράς Παραγώγων του Χ.Α. Α.Ε.

Παραγγελιοδόχος, όπου η εταιρία είναι Ε.Π.Ε.Υ. αλλά όχι Μέλος του Χ.Α. Α.Ε.: 880.410,86 ευρώ.

Παραγγελιοδόχος, όπου η εταιρία είναι Ε.Π.Ε.Υ. και Μέλος του Χ.Α. Α.Ε.: 1.467.351,43 ευρώ.

Ειδικός Διαπραγματευτής τύπου Α: 2.934.702,86 ευρώ.

Ειδικός Διαπραγματευτής τύπου Β σε οποιοδήποτε προϊόν: 2.934.702,86 ευρώ.

Μέλος ΕΤΕΣΕΠ

Άμεσο Μέλος ΕΤΕΣΕΠ: 2.934.702,86 ευρώ.

Γενικό Μέλος ΕΤΕΣΕΠ: 11.738.811,45 ευρώ.

Για τη δραστηριοποίηση πιστωτικών ιδρυμάτων στην Αγορά Παραγώγων του Χ.Α. Α.Ε., πρέπει να υπάρχει και σύμφωνη γνώμη από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Ξένοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί (Ε.Π.Ε.Υ.), οι οποίοι έχουν λάβει άδεια λειτουργίας σε άλλο Κράτος-Μέλος της Ε.Ε. για τη δραστηριοποίησή τους σε χρηματιστηριακά παράγωγα και οι οποίοι ελέγχονται από τις αρμόδιες αρχές του Κράτους αυτού, μπορούν να παρέχουν στην Ελλάδα τις σχετικές επενδυτικές υπηρεσίες, μέσω υποκαταστήματος ή διασυνοριακά, ως μέλη της Αγοράς Παραγώγων του Χ.Α. Α.Ε. ή/και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. κατόπιν γνωστοποίησης της σχετικής άδειας στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Ο σκοπός της δημιουργίας των παραγώγων δεν ήταν άλλο από την διασφάλιση ή την αντιστάθμιση των κινδύνων (Hedging) που προέρχονται από οποιουδήποτε είδους χρηματοοικονομικές συναλλαγές. Σκεφτείτε τις πράξεις επί παραγώγων που αποσκοπούν στην αντιστάθμιση κάποιου κινδύνου, σαν το ασφάλιστρο που πληρώνετε για το αυτοκίνητο σας, ή για το σπίτι σας, αν δεν χρειαστεί να απαιτήσετε κάποια αποζημίωση από την ασφαλιστική σας εταιρεία, το ποσό που πληρώσατε (δηλαδή το ασφάλιστρο) χάνεται. Η πιθανότητα όμως να συμβεί κάτι στο αυτοκίνητο ή στο σπίτι σας (δηλαδή στο κεφάλαιο σας), σας οδηγεί στην ανανέωση της ασφάλισης του.

Παράδειγμα: Ας πάρουμε για παράδειγμα μια σοκολατοποιία. Καθώς οποιαδήποτε αύξηση της τιμής του κακάο επηρεάζει τα κέρδη της επιχείρησης, είναι λογικό ο ιδιοκτήτης της ο κ. Σοκολάτας, να θέλει να εξασφαλίσει την τιμή που θα πληρώσει γι αυτό από τώρα. Ας υποθέσουμε ότι είναι Ιανουάριος και η τιμή του κακάο είναι αρκετά χαμηλή (2.6€), αλλά ο κ. Σοκολάτας φοβάται πως μπορεί να αυξηθεί σημαντικά τους επόμενους μήνες. Πληρώνοντας το χρηματικό ποσό (premium) των, για παράδειγμα €1000, ο κ. Σοκολάτας αγοράζει τόσα δικαιώματα αγοράς (call options),

όσα του δίνουν το δικαίωμα να αγοράσει την απαραίτητη ποσότητα κακάο στην (υποθετική) τιμή των €2.80 το κιλό, μετά από 3 μήνες) πριν την πασχαλινή περίοδο). Σκεφτείτε το premium σαν το ασφάλιστρο που πληρώνουμε στον αντισυμβαλλόμενο που θέλησε να μας πουλήσει το εν λόγω δικαίωμα προκειμένου να ασφαλιστούμε κατά την τυχόν αύξηση της τιμής του κακάο πάνω από τα €2.8 το κιλό.

Εάν η τιμή του κακάο παραμείνει ή πέσει κάτω από τα €2.80, ο κ. Σοκολάτας θα αφήσει τα συμβόλαιο να λήξουν χωρίς να εξασκήσει αφού θα προτιμήσει να αγοράσει το κακάο στην φθηνότερη τρέχουσα τιμή, χάνοντας τα €1000 του premium που πλήρωσε για τα δικαιώματα (δηλαδή το ασφάλιστρο). Στην περίπτωση που η τιμή ανέβει πάνω από τα €2.80, ο κ. σοκολάτας θα εξασκήσει τα δικαιώματα αγοράς και θα αγοράσει από τον πωλητή των δικαιωμάτων το κακάο, στην προσυμφωνημένη τιμή των €2.80 το κιλό.

Συμπερασματικά, η μέγιστη ζημιά για τον κ.Σοκολάτα (ανεξάρτητα από την τιμή του κακάο) θα ανέλθει στα €1000, δηλαδή στο ποσό που πλήρωσε προκειμένου να εξασφαλιστεί από τον κίνδυνο ανόδου της τιμής του κακάο. Για τον πληρωτή των δικαιωμάτων, τα €1000 αντιπροσωπεύουν το μέγιστο κέρδος του.

Παρομοίως, αν έχουμε στην κατοχή μας ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών αξίας €30000 και φοβόμαστε πως η αγορά θα υποχωρήσει και (κατά συνέπεια η αξία του χαρτοφυλακίου μας θα μειωθεί) μπορούμε να πάρουμε μια αντίθετη θέση στην αγορά παραγώγων προκειμένου να αντισταθμίσουμε τον κίνδυνο πτώσης των τιμών. Για παράδειγμα, καθώς έχουμε αγοράσει μετοχές, θα πουλήσουμε (δηλαδή θα πάρουμε την αντίθετη θέση) τόσα Σ.Μ.Ε όσα αντιπροσωπεύει η αξία του χαρτοφυλακίου μας. Έχοντας αυτές τις δυο αντίθετες θέσεις, εξασφαλίζουμε την αξία του χαρτοφυλακίου μας καθώς σε πιθανή πτώση των τιμών θα χάσουμε από τις μετοχές αλλά θα κερδίσουμε από τα Σ.Μ.Ε., και σε πιθανή άνοδο των τιμών θα κερδίσουμε από τις μετοχές αλλά θα υποστούμε ζημιές από τα Σ.Μ.Ε.

2.2. Τα προϊόντα του Χ.Π.Α. και πώς μπορούν να τα χρησιμοποιήσουν οι χρήστες.

Τα προϊόντα που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Παραγώγων αν και έγινε πιο αναλυτή αναφορά στο πρώτο κεφάλαιο, είναι τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Σ.Μ.Ε.-futures) και τα Δικαιώματα (Options) στους δείκτες FTSE/ASE-20, FTSE/ASE Mid 40, τα Σ.Μ.Ε. σε 10-ετές Ομόλογο Ελληνικού Δημοσίου και τα δύο προϊόντα Δανεισμού Τίτλων.

Καθώς ένας δείκτης μετοχών είναι ένα μέτρο της συνολικής αξίας μιας ομάδας μετοχών, παράγωγα προϊόντα πάνω σε δείκτη μετοχών χρησιμοποιούνται διεθνώς για την προστασία χαρτοφυλακίων από πτώση της αγοράς, την πρόβλεψη μελλοντικής τοποθέτησης στην αγορά και για διάφορες σύνθετες στρατηγικές πάνω σε μεταβολές τιμών ή μεταβολές στη μεταβλητότητα των τιμών.

Παράγωγα προϊόντα σε δεκαετή ομόλογα χρησιμοποιούνται διεθνώς για προστασία από έκθεση σε μεταβολές επιτοκίων, την κερδοσκοπία από πρόβλεψη μεταβολών των επιτοκίων και άλλες στρατηγικές πάνω στη μεταβλητότητα μακροοικονομικών μεγεθών.

Με τα προϊόντα Δανεισμού Τίτλων ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. δανείζεται τις μετοχές του FTSE/ASE-20, του FTSE/ASE Mid 40 και του Γενικού Δείκτη από όλους του επενδυτές και τις δανείζει στη συνέχεια σε άλλους επενδυτές έναντι κάποιου τόκου τον οποίο διανέμει κατόπιν στους δανειστές της. Οι δανειζόμενοι μπορούν να χρησιμοποιούν το προϊόν για να πωλήσουν ανοιχτά μετοχές, ενώ οι δανειστές για την εξασφάλιση ενός επιπλέον εσόδου από ένα χαρτοφυλάκιο που δεν έχουν σκοπό να ρευστοποιήσουν. Οι δανειζόμενοι καλούνται να καταβάλουν ενέχυρο της τάξης του 120% της αξίας των μετοχών που δανείζονται.

Ο δανεισμός τίτλων μέσω του προϊόντος stock reverse repos (σύμβαση αγοράς μετοχών με σύμφωνο επαναπώλησης) μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να καλύψει υποχρεώσεις φυσικής παράδοσης τίτλων (π.χ. εξάσκηση πωληθέντων δικαιωμάτων σε μετοχές, όταν αυτά θα διαπραγματεύονται

στο Χ.Π.Α.), αλλά και για την πραγματοποίηση ανοικτών πωλήσεων (short selling) στο Χ.Α.Α.

2.3. Τα κριτήρια με τα οποία ξεκίνησε το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών

Όπως και σε άλλες χώρες, έτσι και στην Ελλάδα, η οργανωμένη αγορά παραγώγων προέκυψε ως αποτέλεσμα της ωρίμανσης της ελληνικής κεφαλαιαγοράς και της οικονομίας γενικότερα.

Για να λειτουργήσει αλλά και να επιτύχει μία αγορά χρηματοοικονομικών παράγωγων προϊόντων σε μία χώρα, πρέπει να εκτιμηθούν μία σειρά από παράγοντες που προσδιορίζουν την ετοιμότητα της κεφαλαιαγοράς της.

- ¶ Πρώτον, θεωρείτο απαραίτητο ο λόγος της αξίας συναλλαγών προς τη συνολική κεφαλαιοποίηση (turnover ratio) να είναι τουλάχιστον 25% για τα τρία τελευταία χρόνια πριν το ξεκίνημα της λειτουργίας της αγοράς παραγώγων.
- ¶ Δεύτερον, η συνολική κεφαλαιοποίηση της αγοράς πρέπει να έχει ξεπεράσει τα 20 δισ. δολάρια, ώστε να έχει δημιουργηθεί το αναγκαίο βάθος που θα προσελκύσει το ενδιαφέρον των τοπικών και ξένων επενδυτών και,
- ¶ Τρίτον, ο λόγος της κεφαλαιοποίησης προς το Α.Ε.Π. να είναι αυξανόμενος, ώστε να προδιαγράφεται μία τάση αύξησης των επενδύσεων στην αγορά αξιών.

Τα αντίστοιχα στοιχεία όσον αφορά την ελληνική οικονομία για το έτος 1998 (έτος ίδρυσης του Χ.Π.Α.) ήταν:

- Ø Ο λόγος της αξίας των συναλλαγών προς τη συνολική κεφαλαιοποίηση ήταν μεγαλύτερος από 30% ήδη από το 1994, ενώ το 1998 έφτασε το 62%.

- Ø Ακολούθως, η συνολική κεφαλαιοποίηση είχε διαμορφωθεί από το 1996 σε επίπεδο υψηλότερο των 20 δισ. δολαρίων, φθάνοντας τα 81 δισ. δολάρια το 1998.
- Ø Τέλος, ο λόγος κεφαλαιοποίησης προς Α.Ε.Π. συνεχώς αυξανόμενος από το 1996, το 1998 διπλασιάστηκε έναντι του 1997.

Δεδομένου ότι οι παραπάνω παράγοντες θεωρούνταν καθοριστικοί, η ελληνική κεφαλαιαγορά αποδείχτηκε έτοιμη να δεχθεί την ένταξη μιας αγοράς χρηματοοικονομικών παράγωγων προϊόντων.

2.4. Οργανωτική δομή του Χρηματιστηρίου Παραγώγων

Με βάση το σκοπό της λειτουργίας του, οι εργασίες του Χ.Π.Α., από την πρώτη στιγμή της λειτουργίας του, έχουν οργανωθεί σε δύο κύριους άξονες: ο πρώτος αφορά στην ανάπτυξη εργασιών, όπου δραστηριοποιείται η Διεύθυνση Ανάπτυξης Εργασιών με τα Τμήματα Μάρκετινγκ, Πωλήσεων και Έρευνας & Ανάπτυξης, ενώ ο δεύτερος αφορά στη διεξαγωγή των συναλλαγών, όπου δραστηριοποιείται η Διεύθυνση Διεξαγωγής Συναλλαγών με τα Τμήματα Παρακολούθησης Διεξαγωγής Συναλλαγών και Υποστήριξης Διεξαγωγής Συναλλαγών.

Η ομαλή και απρόσκοπτη διεξαγωγή των συναλλαγών στο Χ.Π.Α., αποτελεί έναν από τους πλέον κρίσιμους παράγοντες για την επιτυχία των παράγωγων προϊόντων στην ελληνική αγορά. Γι' αυτό το Χ.Π.Α. έχει δώσει ιδιαίτερη σημασία στη στελέχωση και τη συνολική οργάνωση της Διεύθυνσης Διεξαγωγής Συναλλαγών.

Πιο αναλυτικά, σκοπός του Τμήματος Υποστήριξης Διεξαγωγής Συναλλαγών είναι η υποστήριξη των συναλλαγών που πραγματοποιούνται στην αγορά παραγώγων, η επίβλεψη της ομαλής λειτουργίας της μέσω ενεργειών πριν, κατά, και μετά τις ώρες της συνεδρίασης και η παροχή βοήθειας προς τα Μέλη μέσω του γραφείου παροχής βοήθειας. Επίσης, έργο του είναι και η ανακοίνωση της εφαρμογής συνθηκών «γρήγορης αγοράς» (fast market) και η παροχή πληροφοριών για τη λειτουργία της αγοράς.

Σκοπός του Τμήματος Παρακολούθησης Διεξαγωγής Συναλλαγών είναι η παρακολούθηση των πρακτικών των Μελών στο Χ.Π.Α., με σκοπό τον εντοπισμό τυχόν παράνομων ή παράτυπων ενεργειών, καθώς και η παρακολούθηση των δραστηριοτήτων των Ειδικών Διαπραγματευτών τύπου Β, ώστε να εξασφαλίζεται η εκπλήρωση των υποχρεώσεων που έχουν αναλάβει. Επίσης, ανάμεσα στις δραστηριότητες του Τμήματος είναι η σύνταξη εσωτερικών αναφορών και η ανάπτυξη συστημάτων εσωτερικής παρακολούθησης του χρηματιστηρίου, η παρακολούθηση του κανονιστικού πλαισίου και η υποβολή προτάσεων προσαρμογής του, όπου κρίνει ότι αυτό είναι αναγκαίο.

2.5. Οι κατηγορίες των επενδυτών που συμμετέχουν στην αγορά και ο σκοπός τους

Τρεις είναι οι κύριες κατηγορίες επενδυτών του Χρηματιστηρίου Παραγώγων. Οι αντισταθμιστές, οι κερδοσκόποι και οι εξισορροπητικοί κερδοσκόποι (arbitrageurs).

Επενδυτές που έχουν ήβη ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών του Χ.Α.Α., πιθανόν να προβλέπουν μία βραχυπρόθεσμη διόρθωση των τιμών και να θέλουν να προστατεύσουν το χαρτοφυλάκιο τους. Στην περίπτωση αυτή χρησιμοποιούν τα συμβόλαια του Χ.Π.Α. για να «αντισταθμίσουν» τη θέση τους στην υποκείμενη αγορά είτε πουλώντας Σ.Μ.Ε. στον FTSE/ASE-20 ή/και στον FTSE/ASE Mid 40 είτε αγοράζοντας Δικαιώματα Πώλησης στον FTSE/ASE-20 ή/και στον FTSE/ASE Mid 40 είτε αγοράζοντας Δικαιώματα Πώλησης στον FTSE/ASE-20 ή/και στον FTSE/ASE Mid 40 είτε πουλώντας Δικαιώματα αγοράς στον FTSE/ASE-20 ή/και στον FTSE/ASE Mid 40.

Οι επενδυτές που προστατεύουν το υπάρχον χαρτοφυλάκιο από ενδεχόμενη πτώση ονομάζονται αντισταθμιστές. Ανάλογα με τον αριθμό των συμβολαίων που χρησιμοποιούν προστατεύουν ένα μέρος του χαρτοφυλάκιου τους από την πιθανή πτώση και έτσι κλειδώνουν την απόδοση του

χαρτοφυλακίου χωρίς να πουλήσουν μετοχές και να πτοούν έτσι περαιτέρω τις τιμές της αγοράς του Χ.Α.Α.

Οι αντισταθμιστές θα μπορούσαν επίσης να πάρουν θέση αγοράς σε Σ.Μ.Ε. ή/και Δικαιώματα Πώλησης αν περιμένουν να έχουν στη διάθεση τους στο επόμενο χρονικό διάστημα ένα ποσό, το οποίο επιθυμούν να το επενδύσουν σε μετοχές, αντί για παράδειγμα να το κρατήσουν σε τραπεζικό λογαριασμό *repos*.

Επομένως, οι αντισταθμιστές μπορούν να μπουν είτε ως αγοραστές είτε ως πωλητές στην αγορά παραγώγων. Και στις δυο περιπτώσεις περιορίζουν την επίπτωση που θα είχε μια ενδεχόμενη αγορά ή πώληση μετοχών στην τιμή των μετοχών και επομένως περιορίζουν την πίεση στις τιμές μετοχών ή δεκτών, είτε σε άνοδο είτε σε πτώση.

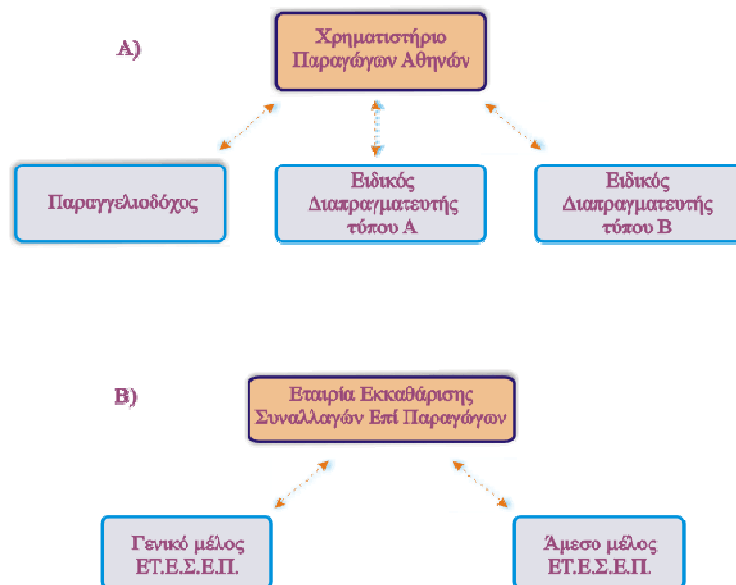
Ένας επενδυτής που προβλέπει άνοδο των τριών στο Χ.Α.Α., μπορεί να χρησιμοποιήσει τη μόχλευση που του προσφέρουν τα προϊόντα του Χ.Π.Α. και να «κερδοσκοπήσει» σε αυτή του την προσδοκία, αγοράζοντας για παράδειγμα Σ.Μ.Ε. στον FTSE/ASE-20 ή/και στον FTSE/ASE Mid 40 ή αγοράζοντας Δικαιώματα Αγοράς στον PT3EA3E-20. Για πτωτικές ή στάσιμες αγορές υπάρχουν ανάλογες στρατηγικές. Ο « επενδυτές αυτοί έχουν συνήθως βραχυχρόνιο ορίζοντα και είναι αυτοί που προσφέρουν ρευστότητα στην αγορά για να παίρνουν θέση οι αντισταθμιστές. Βλέπουμε δηλαδή, κυρίως, αντισταθμιστές και κερδοσκόπους να έχουν αντίθετες θέσεις στα παράγωγα.

Μία τελευταία κατηγορία επενδυτών είναι αυτοί που εκμεταλλεύονται τις αποκλίσεις των τιμών των συμβολαίων του Χ.Π.Α. από τις τιμές των αντίστοιχων δεκτών, αγοράζοντας τη φθηνότερη και πουλώντας την ακριβότερη από δύο ουσιαστικά ισοδύναμες αξίες. Με τον τρόπο αυτό κερδίζουν χωρίς κίνδυνο και ταυτόχρονα συμβάλλουν στην εξισορρόπηση των τιμών μεταξύ των δύο αγορών, γι' αυτό και αποκαλούνται εξισορροπητικοί κερδοσκόποι. Αυτή η κατηγορία των επενδυτών είναι υπεύθυνη για την εξισορρόπηση των τιμών της αγοράς του Χ.Π.Α. και του Χ.Α.Α. και

αποκλειστικός τους σκοπός είναι η εξάλειψη των premium ή discounts στα παράγωγα προϊόντα σε σχέση με τις θεωρητικές τους τιμές.

2.5.1. Κατηγορίες Μελών

Οι εταιρείες που πληρούν τις προϋποθέσεις, οι οποίες καθορίζονται στο Ν. 2533/97, όπως ισχύει με τις τροποποιήσεις (από τους νόμους 2733/99 και 2789/00), καθώς και στις σχετικές κανονιστικές αποφάσεις των Διοικητικών Συμβουλίου του Χ.Π.Α. και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., δύνανται να επιλέξουν μεταξύ των παρακάτω ιδιοτήτων:



Διάγραμμα 2.1 Κατηγορίες μελών ΧΠΑ

Μέλη ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Άμεσο μέλος ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.: Δικαιούται να εκκαθαρίζει αποκλειστικά συναλλαγές που διενεργεί το ίδιο ως Μέλος Χ.Π.Α. για ίδιο λογαριασμό ή/ και για πελάτες.

Γενικό Μέλος ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.: Δικαιούται να εκκαθαρίζει συναλλαγές επί όλων των κατηγοριών των παράγωγων προϊόντων που έχουν συναφθεί από οποιοδήποτε Μέλος του Χ.Π.Α. με το οποίο έχει προηγουμένως συμβληθεί.

Εταιρείες-Μέλη του Χ.Π.Α. με οποιοδήποτε από τις ιδιότητες του Μέλους Χ.Π.Α., οι οποίες επιθυμούν να είναι Μέλη της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. είναι υποχρεωμένες να αναθέτουν την εκκαθάριση σε ένα ή περισσότερα Γενικά Μέλη ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. και αποτελούν Μη Εκκαθαριστικά Μέλη.

Μέλη Χ.Π.Α.

Παραγγελιοδόχος: Εισάγει τις εντολές των πελατών του στο σύστημα, ενώ δεν επιτρέπεται να κάνει συναλλαγές για ίδιο λογαριασμό.

Ειδικός Διαπραγματευτής τύπου Α: Εκτός από την εισαγωγή εντολών των πελατών του στο σύστημα, μπορεί να διαπραγματεύεται και για ίδιο λογαριασμό. Οι Ειδικοί Διαπραγματευτές τύπου Α έχουν τις ίδιες υποχρεώσεις με τους Ειδικούς Διαπραγματευτές τύπου Β (όπως αυτές εξηγούνται πιο κάτω), μόνο σε περιπτώσεις ανάγκης, όπως αυτές τις ορίζει το Χ.Π.Α. Σε αυτές τις περιπτώσεις θα πρέπει το Χ.Π.Α. να έρθει σε προσυεννόηση με τους Ειδικούς Διαπραγματευτές τύπου Α, και αφού αυτοί συμφωνήσουν, θα αρχίσουν να έχουν τις υποχρεώσεις και τα δικαιώματα του Ειδικού Διαπραγματευτή τύπου Β, την ίδια ημέρα συναλλαγών. Σε όλες τις περιπτώσεις εκτελούν συναλλαγές ως τελικοί επενδυτές για ίδιο λογαριασμό. Θα πρέπει να τονιστεί ότι όταν Ειδικοί Διαπραγματευτές τύπου Α τηρούν και πελατειακή βάση, οι εκτελέσεις εντολών πρέπει να ακολουθούν τον Κανονισμό Δεοντολογίας (π.χ. πρώτα εκτελείται εντολή πελάτη, due diligence, κ.ά.).

Ειδικός Διαπραγματευτής τύπου Β: Μπορεί να εισάγει και εντολές πελατείας ή/και να διαπραγματεύεται για ίδιο λογαριασμό. Έχει την επιπρόσθετη υποχρέωση να διαβιβάζει, σε συνεχή βάση, ταυτόχρονες δηλώσεις αγοράς και πώλησης για τα συγκεκριμένα παράγωγα προϊόντα για τα οποία έχει αναλάβει τη σχετική υποχρέωση. Για τη δέσμευσή του αυτή απολαμβάνει μειωμένες προμήθειες συναλλαγών.

Αναφορικά με τα Μέλη του Χ.Π.Α., διευκρινίζεται ότι οι ιδιότητες του Παραγγελιοδόχου και του Ειδικού Διαπραγματευτή τύπου Α από τη στιγμή που αποκτηθούν από ένα Μέλος του Χ.Π.Α., αφορούν όλα τα προϊόντα που διαπραγματεύονται σε αυτό.

Σε περίπτωση που μία 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 Ειδικό Διαπραγματευτές τύπου Β πρέπει να υπογράφουν σχετική σύμβαση που καταρτίζει το Χ.Π.Α. για τη διαπραγμάτευση του κάθε προϊόντος ξεχωριστά.

2.5.2. Βασικές προϋποθέσεις εγγραφής Μέλους

Οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί που επιθυμούν να συμμετάσχουν ως Μέλη στην οργανωμένη αγορά παραγώγων, πρέπει να πληρούν μία σειρά προϋποθέσεων, οι βασικότερες των οποίων συνοψίζονται στις εξής:

- Ø Να έχουν άδεια διεξαγωγής συναλλαγών σε παράγωγα ή/και εκκαθάρισης συναλλαγών επί παραγώγων από την αρμόδια αρχή εποπτείας τους.
- Ø Να έχουν τουλάχιστον έναν πιστοποιημένο από το Χ.Π.Α., Ειδικό Διαπραγματευτή στην περίπτωση που η εταιρεία αιτείται για παραγγελιοδόχος, ή δύο εάν η εταιρία αιτείται για Ειδικός Διαπραγματευτής τύπου Α ή/και τύπου Β, για τα Μέλη του Χ.Π.Α.
- Ø Να έχουν τουλάχιστον έναν πιστοποιημένο από το Χ.Π.Α. εκκαθαριστή, εάν πρόκειται για υποψήφιο Μέλος της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.
- Ø Να πληρούν τις προϋποθέσεις κεφαλαιουχικής βάσης που ορίζει ο νόμος ανάλογα με την κατηγορία του μέλους, οι οποίες συνοψίζονται στον παρακάτω πίνακα:

Μέλος Χ.Π.Α.	Ύψος μετοχικού κεφαλαίου σε EUR (και σε δραχμές)
Παραγγελιοδόχος (όπου η εταιρία είναι Ε.Π.Ε.Υ. αλλά όχι Μέλος του Χ.Α.Α.)	¶ 880.410,86€ (Δρχ. 300.000.000)
Παραγγελιοδόχος (όπου η εταιρία είναι Ε.Π.Ε.Υ. αλλά όχι Μέλος του Χ.Α.Α.)	¶ 1.467.351,43€ (Δρχ. 500.000.000)
Ειδικός Διαπραγματευτής τύπου Α	¶ 2.934.702,86 (Δρχ. 1.000.000.000)
Ειδικός Διαπραγματευτής τύπου Β σε οποιοδήποτε προϊόν	¶ 2.934.702,86 (Δρχ. 1.000.000.000)
Μέλος ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.	¶ 2.934.702,86 (Δρχ. 1.000.000.000)
Άμεσο Μέλος ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.	¶ 2.934.702,86 (Δρχ. 1.000.000.000)
Γενικό Μέλος ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.	¶ 11.738.811,45 (Δρχ. 4.000.000.000)

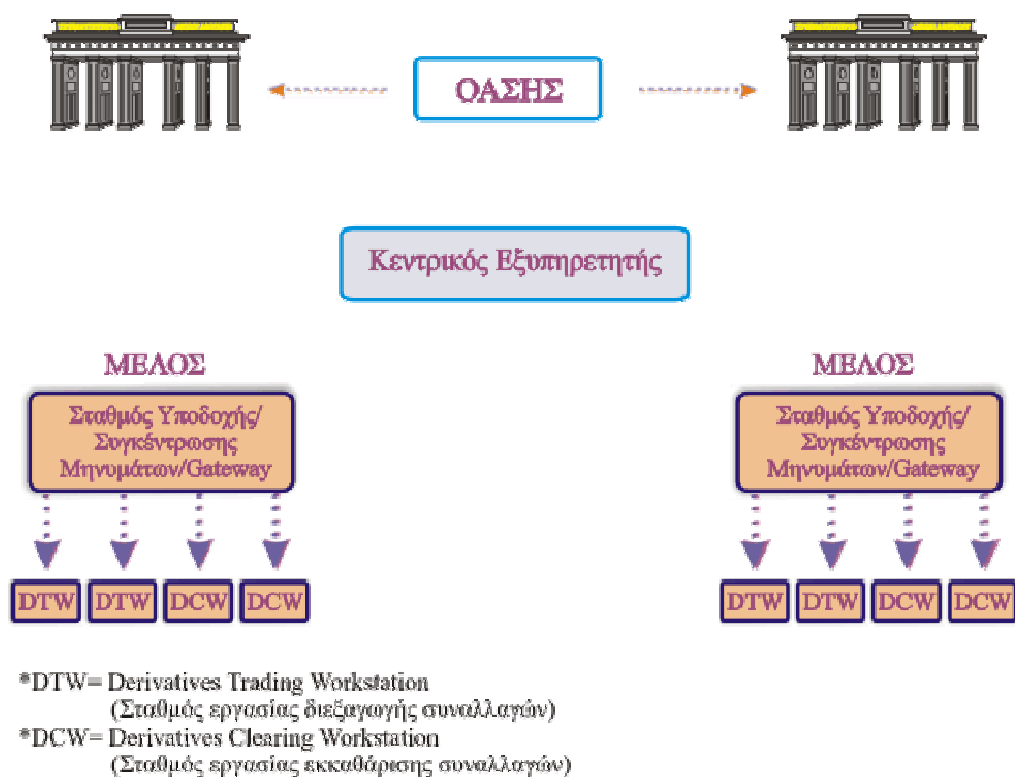
Πίνακας 2 Κατηγορίες μελών & και μετοχικό κεφάλαιο που τους αντιστοιχεί

Να διαθέτουν τον απαραίτητο τεχνικό εξοπλισμό και να πληρούν όλα τα τεχνικά προαπαιτούμενα για την ομαλή σύνδεση με το Δίκτυο Χρηματιστηριακών Συνναλαγών.

Να συμμετέχουν στη διαδικασία εκκαθάρισης ως Άμεσα ή Γενικά Μέλη ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. ή να μεταθέτουν την εκκαθάριση σε Γενικά Μέλη της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., μέσω σχετικής σύμβασης.

2.6. Αρχιτεκτονική δικτύου συναλλαγών Χ.Π.Α.

Πιο αναλυτικά, τα Μέλη των Χ.Π.Α. και ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., διενεργούν τις συναλλαγές τους χρησιμοποιώντας ηλεκτρονικούς υπολογιστές (PCs). Τόσο οι ηλεκτρονικοί υπολογιστές, όσο και το σύστημα συναλλαγών, είναι συνδεδεμένα με το Δίκτυο Χρηματιστηριακών Συναλλαγών (Δ.Χ.Σ). Η αρχιτεκτονική πελάτη/εξυπηρετητή (client/server) που επιλέχτηκε για την υλοποίηση προσδιορίζει τρία επίπεδα δόμησης του συστήματος.



Διάγραμμα 2.2 αρχιτεκτονική δικτύου συναλλαγών Χ.Π.Α.

- I. Τους κεντρικούς εξυπηρετητές (application servers) που βρίσκονται στην αίθουσα υπολογιστών Χ.Α.Α., και αποτελούν την υπολογιστική πλατφόρμα για τον πυρήνα της εφαρμογής. Πρόκειται για τους υπολογιστές Digital AlphaServers με Open VMS

τους προμηθεύτηκε το Χ.Α.Α. στο πλαίσιο του έργου Ο.Α.Σ.Η.Σ.

- II. Τους σταθμούς συγκέντρωσης/υποδοχής μηνυμάτων (gateways) που βρίσκονται τοποθετημένοι στο χώρο των Μελών. Οι σταθμοί αυτοί αποτελούν το συνδετικό κρίκο ανάμεσα στα κεντρικά συστήματα και στους υπολογιστές των τελικών χρηστών (διαπραγματευτών) και εκκαθαριστών). Υπάρχει ένας τέτοιος υπολογιστής ανά Μέλος Χ.Π.Α. και ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. (PC με λειτουργικό σύστημα Windows NT), ο οποίος συνδέεται σε δύο δίκτυα ταυτόχρονα: στο Δίκτυο Χρηματιστηριακών Συναλλαγών και στο τοπικό δίκτυο του Μέλους. Κάθε gateway θεωρείται τμήμα της κοινής υποδομής που εξυπηρετεί όλες τις υπηρεσίες και συνεπώς η διαχείριση και εξασφάλιση της καλής λειτουργίας όλων των gateways είναι ευθύνη του Χ.Α.Α.
- III. Τους σταθμούς εργασίας που βρίσκονται στα γραφεία των Μελών του Χ.Π.Α. και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. και στους οποίους είναι εγκατεστημένες οι client εφαρμογές διαπραγμάτευσης και εκκαθάρισης που ανταλλάσσουν πληροφορίες με το κεντρικό σύστημα. Οι υπολογιστές αυτοί είναι PC με λειτουργικό σύστημα Windows NT και φέρουν τις client εφαρμογές που χρειάζονται οι χρήστες, δηλαδή τις εφαρμογές Derivatives Trading Workstation (DTW) και Derivatives Clearing Workstation (DCW). Κάθε Μέλος, αρχικά, μπορεί να χρησιμοποιεί τέσσερις σταθμούς εργασίας για την εφαρμογή DTW και δύο σταθμούς εργασίας για την εφαρμογή DCW. Η ευθύνη της εγκατάστασης των εφαρμογών είναι του Χ.Π.Α., αλλά η εξασφάλιση της καλής λειτουργίας των PCs, είναι ευθύνη των Μελών.

Η ύπαρξη εγκατάστασης δικτυακού εξοπλισμού, που υλοποιεί το σημείο παρουσίας του Δ.Χ.Σ., απαιτείται για τη διασύνδεση του γραφείου του Μέλους με τους κεντρικούς υπολογιστές (servers) του Χ.Α.Α.

2.7. ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΕΠΙ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ (ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.)

2.7.1. Γενικά

Η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. παίζει σημαντικό ρόλο στη λειτουργία του Χ.Π.Α. γι' αυτό είναι απαραίτητο να αναφέρουμε κάποια στοιχεία για τη λειτουργία της.

Έχει μορφή ανώνυμης εταιρίας και διέπεται από τις διατάξεις του Ν. 2533/1997 και συμπληρωματικά από τη νομοθεσία περί ανώνυμων εταιρειών.

2.7.2. Σκοπός και λειτουργία της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Σκοπός της εταιρίας Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων είναι:

- ∅ Η συμμετοχή της ως κεντρικός αντισυμβαλλόμενος, στις συμβάσεις επί παραγώγων που συνάπτονται στο Χ.Π.Α.
- ∅ Η εκκαθάριση των συναλλαγών αυτών ή άλλων συναλλαγών που διενεργούνται σε άλλες αγορές.
- ∅ Η διασφάλιση της προσήκουσας εκπλήρωσης εκ μέρους των συμβαλλομένων με αυτή μερών των υποχρεώσεων που απορρέουν από τις συναλλαγές αυτές.
- ∅ Η συνεργασία με τα Μέλη εκκαθάρισης και τις τράπεζες, ώστε να γίνεται η δέσμευση/ αποδέσμευση των περιθωρίων ασφάλισης και ο χρηματικός διακανονισμός επί των συναλλαγών καθώς και
- ∅ Κάθε συναφής δραστηριότητα.

2.7.3. Μετοχικό κεφάλαιο της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Το μετοχικό κεφάλαιο της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. ανέρχεται σε 8 δισ. Δραχμές. Οι μέτοχοι της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. είναι το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών με ποσοστό 35%, τράπεζες που λειτουργούν στην Ελλάδα με συμμετοχή 30,3%,

το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών με 1,1%, χρηματιστηριακές εταιρίες – μέλη του Χ.Α.Α. με ποσοστό 9,3%, θεσμικοί επενδυτές με 5,1%, το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο με ποσοστό 10%, ενώ το Χ.Π.Α. συμμετέει στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. με ποσοστό 9,2%.

Σημειώνεται ότι από τον Ιανουάριο του 2001 το Χ.Α.Α., η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. και το Χ.Π.Α. συμμετέχουν στον όμιλο εταιριών με την επωνυμία Ελληνικά Χρηματιστήρια.

2.7.4. Ποιος ο ρόλος της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., ως κεντρικός αντισυμβαλλόμενος.

Η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. κατ' εφαρμογή του νόμου, γίνεται ο αντισυμβαλλόμενος σε κάθε συναλλαγή που διεξάγεται στο Χ.Π.Α. και εκκαθαρίζεται στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. Έτσι ο κίνδυνος αθέτησης εκπλήρωσης της υποχρέωσης που έχει αναλάβει το καθένα από τα δύο αντισυμβαλλόμενα μέρη αναλαμβάνεται από τον εκκαθαριστικό οίκο και, συνεπώς, το ενδεχόμενο πραγματοποίησης ζημιών λόγω του πιστωτικού κινδύνου δεν υφίσταται για τους επενδυτές για συναλλαγές που διεξάγονται μέσω του Χ.Π.Α. Γι' αυτό το λόγο, κύριο μέλημα της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. είναι η συνεχής παρακολούθηση των κινδύνων, η εποπτεία των πρακτικών συναλλαγής που ακολουθούν τα Μέλη και η χρήση κάθε μέσου που έχει στη διάθεσή της, προκειμένου να εξασφαλίσει την αποτελεσματική και απρόσκοπτη λειτουργία της εκκαθάρισης της αγοράς.

Έτσι η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. προκειμένου να μειώσει τους κινδύνους που συνδέονται με την αρμοδιότητά της, αναφορικά με την εγγύηση της εκτέλεσης των συναλλαγών που διαπραγματεύονται στο ΧΠΑ, έχει θεσπίσει διάφορους προστατευτικούς μηχανισμούς.

Ανάμεσα στους προστατευτικούς μηχανισμούς είναι και το περιθώριο ασφάλισης που παρέχεται από κάθε τελικό πελάτη και είναι το ποσό που ζητά η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., ως ασφάλιση που θα χρησιμοποιηθεί σε περίπτωση που ο πελάτης δεν μπορέσει να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις που απορρέουν από τον ημερήσιο διακανονισμό.

2.7.5. Οργανωτική δομή της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Η Διεύθυνση Εκκαθάρισης Συναλλαγών της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., είναι βασική της Διεύθυνση και αποτελείται από δύο Τμήματα, αυτά της Διαχείρισης Κινδύνου και της Εκκαθάρισης Συναλλαγών.

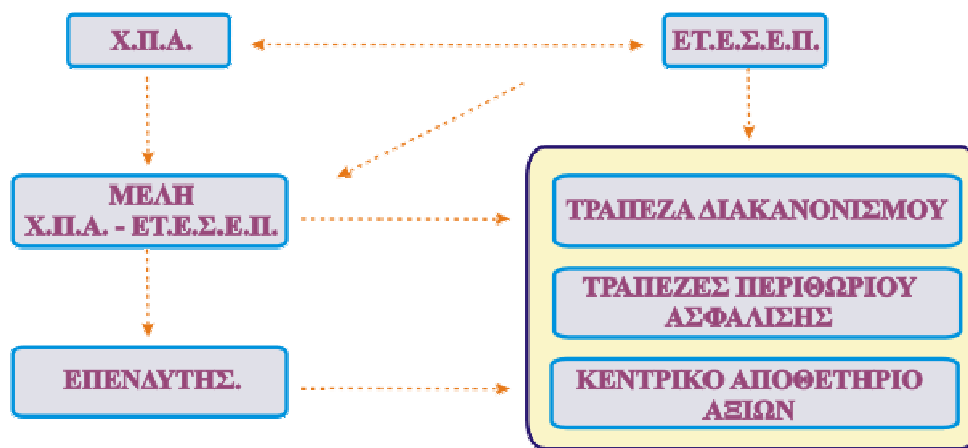
Στη Διεύθυνση Εκκαθάρισης Συναλλαγών, το Τμήμα Διαχείρισης Κινδύνου, παρακολουθεί όλες τις δραστηριότητες και διαδικασίες, στις οποίες εμπεριέχεται κίνδυνος. Το Τμήμα υποστηρίζεται από εξειδικευμένα συστήματα πληροφοριών και δεδομένων, που βοηθούν στον εντοπισμό των γεγονότων, εκείνων που ενδέχεται να δημιουργήσουν πρόβλημα είτε στην αγορά, είτε στην περιεχόμενη ενεχυριακή εξασφάλιση.

Σκοπός του Τμήματος Εκκαθάρισης Συναλλαγών είναι η διεξαγωγή της εκκαθάρισης και η παρακολούθηση της τήρησης των υποχρεώσεων επενδυτών και Μελών. Μετά το πέρας κάθε συνεδρίασης του Χ.Π.Α., το Τμήμα Εκκαθάρισης υπολογίζει και προσδιορίζει τις υποχρεώσεις και τις απαιτήσεις του κάθε συναλλασσόμενου, που απορρέουν από τις πράξεις του σε παράγωγα για τον ημερήσιο διακανονισμό, καθώς και στις συνολικές υποχρεώσεις και απαιτήσεις των Μελών της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., που εκπροσωπούν τους συναλλασσόμενους στη διαδικασία της εκκαθάρισης.

Το Τμήμα Εκκαθάρισης Συναλλαγών προσδιορίζει τα νέα απαιτούμενα περιθώρια ασφάλισης ανά συναλλασσόμενο και διαβιβάζει σχετικές εντολές δέσμευσης ή αποδέσμευσης στις Τράπεζες Περιθωρίου Ασφάλισης. Παράλληλα, σε συνεργασία με την Τράπεζα Διακανονισμού και το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών (με το τελευταίο για προϊόντα με παράδοση), διεξάγει την εκκαθάριση το πρωί της επόμενης ημέρας και ελέγχει σε συνεργασία με τις Τράπεζες Περιθωρίου Ασφάλισης της επιτυχή δέσμευση των περιθωρίων ασφάλισης. Σε περίπτωση αθέτησης υποχρέωσης ενεργοποιεί τις σχετικές διαδικασίες, έναντι του υπερήμερου οφειλέτη και προχωρά στο κλείσιμο των θέσεών του. Επίσης, προσδιορίζει και θέτει τους κανόνες διεξαγωγής της εκκαθάρισης και παρέχει οποιοδήποτε σχετική πληροφορία.

Τέλος, έρχεται σε επαφή με τα άλλα Τμήματα των Χ.Π.Α./ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., τα Μέλη, την Τράπεζα της Ελλάδος και το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών, προκειμένου να διευκολύνει την ομαλή λειτουργία ολόκληρης της αγοράς σχετικά με τις διαδικασίες εκκαθάρισης. Βασικός του ρόλος είναι να γίνει ο αποδέκτης των ερωτημάτων της αγοράς των παραγώγων και ο σύνδεσμος μεταξύ αυτής και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

2.8. Δομή της Ελληνικής Αγοράς Παραγώγων



Διάγραμμα 2.3 Δομή της Ελληνικής Αγοράς Παραγώγων

2.9 Η ύπαρξη Χρηματιστηρίων Παραγώγων σε άλλες χώρες

Τα πρώτα Χρηματιστήρια Παραγώγων ιδρύθηκαν το 1973 στο Σικάγο. Το Chicago Board of trade και το Chicago Mercantile Exchange ήταν εκείνα που αποτέλεσαν την αφετηρία αυτού του τομέα των συναλλαγών. Τα περισσότερα από τα σημερινά Χρηματιστήρια Παραγώγων ιδρύθηκαν μέσα στις δεκαετίες του '80 και του '90.

Τα τελευταία 15 χρόνια οι οργανωμένες αγορές παραγώγων έχουν αυξηθεί, αποτέλεσμα μίας τάσης η οποία άρχισε στις Η.Π.Α. και εξαπλώθηκε πολύ γρήγορα σε όλη την Ευρώπη.

Σήμερα υπάρχουν Χρηματιστήρια Παραγώγων σε όλα τα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης.

2.10. Διαφορές μεταξύ συναλλαγών στην τρέχουσα αγορά και στις αγορές παραγώγων

Μία τρέχουσα συναλλαγή αναφέρεται στην αγορά ή την πώληση ενός προϊόντος (όπως για παράδειγμα μίας μετοχής) η οποία συνεπάγεται παράδοση έναντι πληρωμής σχεδόν άμεσα. Η αγορά στην οποία διακανονίζονται τέτοιες συναλλαγές ονομάζεται τρέχουσα αγορά. Παράδειγμα μίας τέτοιας αγοράς είναι η αγορά Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών στην οποία η παράδοση και η πληρωμή των αξιών λαμβάνει χώρα άμεσα, με την ολοκλήρωση της συναλλαγής, της ημέρα εκκαθάρισης.

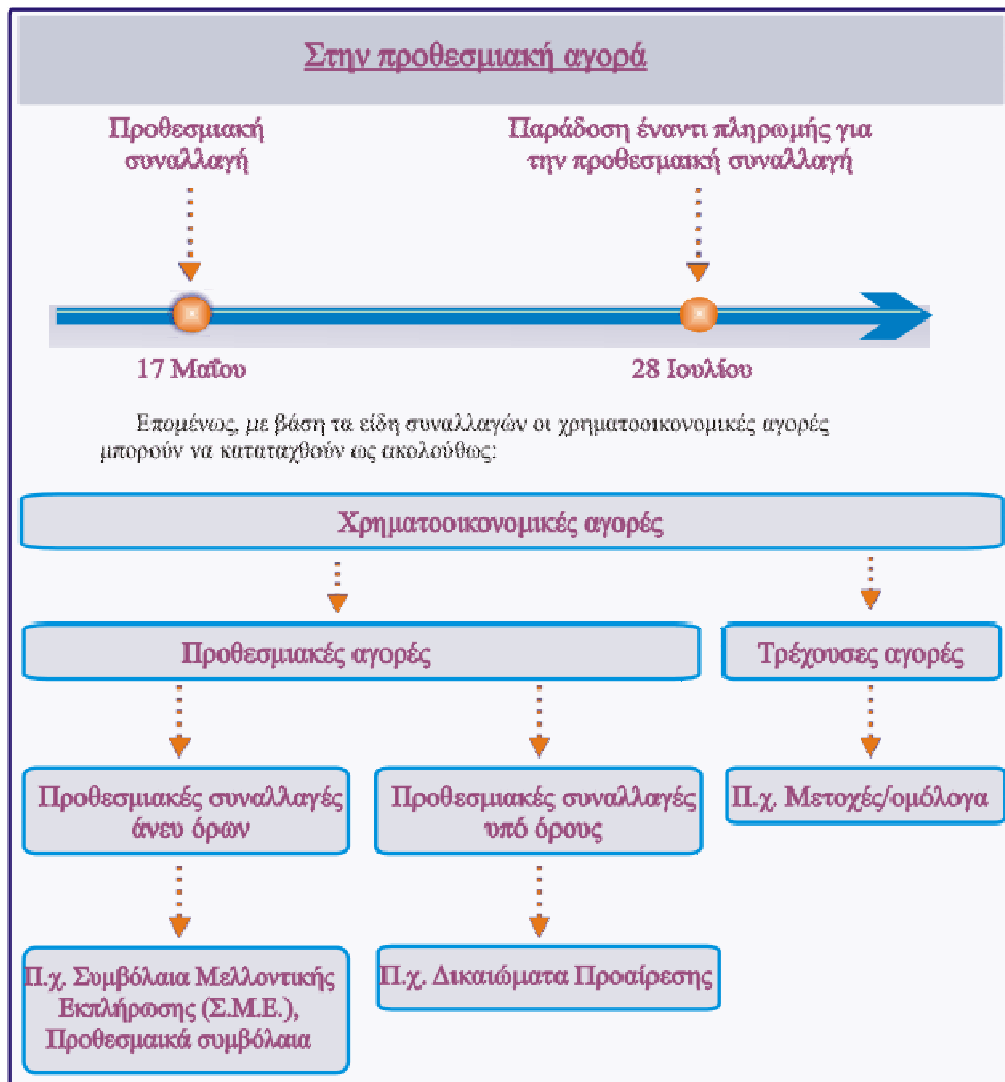


Διάγραμμα 2.4

Μία προθεσμιακή συναλλαγή αναφέρεται στην αγορά ή την πώληση ενός προϊόντος για το οποίο η παράδοση και η πληρωμή δεν είναι άμεσα αλλά συμφωνούνται για μία συγκεκριμένη μελλοντική χρονική στιγμή. Η

αγορά στην οποία συμφωνούνται τέτοιου είδους συναλλαγές ονομάζεται προθεσμιακή αγορά.

Διαφορές μεταξύ συναλλαγών στην τρέχουσα αγορά και στις αγορές παραγώγων.



Διάγραμμα 2.5 Διαφορές στην τρέχουσα αγορά και στις αγορές παραγώγων

Προθεσμιακές συναλλαγές άνευ όρων: (over the counter) Μεταξύ 2 Μεμονωμένων ατόμων

Προθεσμιακές συναλλαγές υπό όρους: (exchange traded)

2.10.1 Διαφορές μεταξύ της εξωχρηματιστηριακής αγοράς παραγώγων (OTC- Over the Counter) και της οργανωμένης Αγοράς Παραγώγων (Χ.Π.Α).

Η διαφορά μεταξύ των παραγώγων που συναλλάσσονται εξωχρηματιστηριακά (OTC) και των παραγώγων που συναλλάσσονται εντός ενός οργανωμένου χρηματιστηρίου έχει κυρίως να κάνει με την ασφάλεια των επενδύσεων και την εκπλήρωση των υποχρεώσεων των συναλλασσομένων.

Οι συναλλαγές στα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα προϊόντα δεν συνδέονται με μια οργανωμένη δομή στην οποία η προσφορά και η ζήτηση συγκεντρώνονται σε ένα κεντρικό σύστημα ή χώρα συναλλαγών. Οι τιμές δεν διαμορφώνονται με βάση την προσφορά και τη ζήτηση, αλλά είναι αποτέλεσμα διαβουλεύσεων μεταξύ των δύο αντισυμβαλλομένων. Αποτέλεσμα αυτών των συναλλαγών είναι ο πιστωτικός κίνδυνος να αναλαμβάνεται από του συμβαλλόμενους.

Από την άλλη πλευρά, σε μια οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά (Χρηματιστήρια Παραγώγων) τα παράγωγα προϊόντα (exchange traded derivatives) έχουν προκαθορισμένα και τυποποιημένα χαρακτηριστικά. Αυτό σημαίνει ότι όλοι οι συμμετέχοντες διαπραγματεύονται με ίσους όρους κατέχοντας την ίδια πληροφορία. Η παράδοση και η πληρωμή αυτών των προϊόντων (δηλαδή η εκκαθάριση των συναλλαγών) γίνεται μέσω ενός κεντρικού εκκαθαριστικού οίκου ο οποίος και αναλαμβάνει τον πιστωτικό κίνδυνο. Ο εκκαθαριστικός οίκος παρεμβαίνει δηλαδή μεταξύ του αγοραστή και του πωλητή και κατά συνέπεια εγγυάται την εκπλήρωση του συμβολαίου απαλλάσσοντας τους αντισυμβαλλόμενους από τον πιστωτικό κίνδυνο.

Στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών το ρόλο εκκαθαριστικού οίκου έχει αναλάβει η Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγώγων (ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π).

2.11. Πώς η τυποποίηση των παράγωγων προϊόντων του Χ.Π.Α. ευνοεί τους επενδυτές

Σε μία εξωχρηματιστηριακή αγορά, οι συμμετέχοντες σε αυτή που επιθυμούν να κλείσουν τη θέση τους πρέπει να γνωρίζουν τα παρακάτω στοιχεία:

Ποιος προσφέρει ένα συμβόλαιο που έχει την ίδια υποκειμενική αξία με το δικό τους;

¶ Είναι το συμβόλαιο του ίδιου μεγέθους με το δικό τους;

¶ Είναι το συμβόλαιο του ίδιου είδους και της ίδιας διάρκειας αυτό που πρόκειται να κλειστεί;

¶ Και αν μιλάμε για Δικαιώματα, έχει το Δικαίωμα που ψάχνουμε την ίδια τιμή εξάσκησης με το δικό τους;

Σε μία οργανωμένη αγορά παραγώγων όμως, όπως το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών, τόσο οι αγοραστές όσο και οι πωλητές των παράγωγων προϊόντων μπορούν να κλείσουν τη θέση τους χωρίς κανένα πρόβλημα οποιοδήποτε στιγμή. Αυτό είναι εφικτό χάρη στο γεγονός ότι τα προϊόντα που συναλλάσσονται στο Χρηματιστήριο είναι τυποποιημένα με αποτέλεσμα οι αγορές αυτές να έχουν μεγάλη ρευστότητα.

Ποιο αναλυτικά, λαμβάνοντας μία θέση στην αγορά, όλοι οι συμμετέχοντες σε αυτή αναλαμβάνουν δικαιώματα και υποχρεώσεις που βασίζονται στους ίδιους, ακριβώς προσδιορισμένους όρους και συνθήκες.

Τα τυποποιημένα στοιχεία περιλαμβάνουν εκτός των άλλων:

¶ Το υποκείμενο προϊόν της συναλλαγής

¶ Τη μονάδα συναλλαγής

¶ Το μέγεθος του συμβολαίου (πολλαπλασιαστής)

¶ Τη ημερομηνία λήξης του συμβολαίου

Έτσι σε μία οργανωμένη αγορά παραγώγων η προσοχή των συναλλασσόμενων δεν χρειάζεται να εστιάζεται σε τίποτε άλλο εκτός από την επενδυτική τους στρατηγική, αφού ο πιστωτικός κίνδυνος και ο κίνδυνος μειωμένης ρευστότητας έχουν σχεδόν εξαλειφθεί.

Για καθένα από αυτά τα τυποποιημένα συμβόλαια, στο ηλεκτρονικό σύστημα συναλλαγών του Χ.Π.Α. υπάρχουν τιμές σε πραγματικό χρόνο, τις οποίες οι συναλλασσόμενοι μπορούν να παρακολουθήσουν σε οθόνες συναλλαγών και οι επενδυτές μπορούν να πληροφορηθούν μέσω των παροχών πληροφόρησης. Επίσης, ημερήσιες εφημερίδες δημοσιεύουν τις τιμές της προηγούμενης ημέρας συναλλαγών.

Γιατί η τυποποίηση των παράγωγων προϊόντων του Χ.Π.Α. ευνοεί τους επενδυτές;

	Εξωχρηματιστηριακή Αγορά (OTC)	Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών
Είδος συμβολαίου	Ποικίλλει	Τυποποιημένο
Εκπλήρωση	50-100%	Μόνο 2-5%
Τρόπος συναλλαγής	Εξωχρηματιστηριακά	στο Χ.Π.Α.
Πιστωτικός κίνδυνος	Καθένας από τους δύο συμβαλλόμενους	ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.
Ρευστότητα	Χαμηλή	Υψηλή
Χρηματορροές	Κατά την παράδοση	Καθημερινός διακανονισμός

Πίνακας 3

Φυσικά σε αυτό το σημείο θα πρέπει να αναφερθεί ότι πέρα από αυτά υπάρχουν και μειονεκτήματα. Σημαντικό μέσα σε αυτά είναι η έλλειψη ευελιξίας.

Τα **options** κατηγοριοποιούνται με ποικίλους τρόπους, εκ των οποίων οι σημαντικότεροι είναι ο χρόνος εξάσκησης και η συναλλαγή που ορίζουν. Αν ένα option μπορεί να εξασκηθεί μόνο κατά τη λήξη της περιόδου διαπ-

ραγμάτευσης, τότε είναι ευρωπαϊκού τύπου, ενώ αν μπορεί να εξασκηθεί οποιαδήποτε στιγμή, τότε είναι αμερικανικού τύπου. Αν το option δίνει στον κάτοχο του το δικαίωμα αγοράς, τότε λέγεται Call (κλήσης), ενώ αν δίνει το δικαίωμα πώληση, τότε λέγεται Put (Επίδοσης). Το γεγονός ότι ένα option, μπορούμε να το αγοράσουμε ή να το πουλήσουμε, αυτομάτως δημιουργεί τέσσερις βασικές θέσεις (στρατηγικές), που ένας επενδυτής μπορεί να πάρει.

1) Θέση αγοράς δικαιώματος αγοράς (Long Call). Ο επενδυτής έχει το δικαίωμα αγοράς της υποκείμενης αξίας π.χ FTSE/ASE-20 σε μια προκαθορισμένη τιμή κατά το τέλος μιας περιόδου (ευρωπαϊκού τύπου). Ο επενδυτής λαμβάνει αυτή τη θέση όταν έχει έντονα ανοδικές προσδοκίες για την υποκείμενη αγορά και ενώ, η δυνητική απόδοση είναι απεριόριστη, η μέγιστη ζημιά ισούται με το τίμημα του δικαιώματος.

2) Θέση πώλησης δικαιώματος αγοράς (Short Call). Ο επενδυτής, ο οποίος βρίσκεται σε αντίθετη θέση από τον αγοραστή δικαιώματος αγοράς, έχει την υποχρέωση και εφόσον του ζητηθεί να παραδώσει την υποκείμενη αξία στην τιμή εξάσκησης κατά το τέλος της ζωής του συμβολαίου. Ο επενδυτής λαμβάνει αυτή τη θέση όταν έχει πτωτικές προσδοκίες για την υποκείμενη αγορά και, το δυνητικό κέρδος περιορίζεται στο τίμημα του δικαιώματος που λαμβάνει, ενώ η μέγιστη πιθανή ζημιά είναι απεριόριστη.

3) Θέση αγοράς δικαιώματος πώλησης (Long Put). Ο επενδυτής αγοράζει το δικαίωμα να πουλήσει την υποκείμενη αξία (FTSE/ASE-20) σε μια προκαθορισμένη τιμή κατά το τέλος μίας περιόδου και πληρώνει ένα τίμημα. Ο επενδυτής αποκομίζει κέρδος από αυτή τη θέση όταν η υποκείμενη αγορά είναι έντονα πτωτική. Το δυνητικό κέρδος περιορίζεται από το ότι η τιμή οποιασδήποτε υποκείμενης αξίας δεν μπορεί να μηδενιστεί, οπότε και παρουσιάζεται η μεγιστοποίηση του κέρδους ενώ η μέγιστη ζημιά ισούται με το τίμημα του δικαιώματος.

4)Θέση πώλησης δικαιώματος πώλησης (Short Put). Ο επενδυτής, ο οποίος βρίσκεται σε αντίθετη θέση από το ν αγοραστή δικαιώματος πώλησης, έχει την υποχρέωση και εφόσον του ζητηθεί να αγοράσει την υποκείμενη αξία στην τιμή εξάσκησης στη λήξη της ζωής του συμβολαίου. Έχει παραχωρήσει δηλαδή το δικαίωμα να πουλήσουν την υποκείμενη αξία. Έχει παραχωρήσει δηλαδή το δικαίωμα να του πουλήσουν την υποκείμενη αξία. Ο επενδυτής λαμβάνει αυτή θέση όταν οι προσδοκίες του για την υποκείμενη αγορά είναι σταθερές ή ελαφρώς ανοδικές και, το δυνητικό κέρδος περιορίζεται στο τίμημα του δικαιώματος, ενώ η πιθανή ζημιά είναι περιορισμένη αφού η υποκείμενη αξία δεν μπορεί να μηδενιστεί.

Τα **πλεονεκτήματα** που προκύπτουν από την εισαγωγή των δικαιωμάτων προαίρεσης στο ΧΠΑ για του επενδυτές μπορούν να συνοψιστούν στα εξής:

- 1) Δυνατότητα πραγματοποίησης κερδών σε ανοδική, καθοδική αλλά και σταθερή αγορά.
- 2) Χρησιμοποιώντας τους συνδυασμούς των τεσσάρων παραπάνω στρατηγικών μπορούν να δημιουργηθούν σύνθετες θέσεις, καλύπτοντας έτσι τις ανάγκες και προσδοκίες κάθε επενδυτή.
- 3) Δυνατότητα πραγματοποίησης σύνθετων θέσεων από τους επενδυτές χρησιμοποιώντας options Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ Futures).
- 4) Τα options είναι επενδυτικά εργαλεία κατάλληλα για όλους τους επενδυτές, από τους πλέον συντηρητικούς ως τους πιο επιθετικούς. Μπορούν να χρησιμοποιηθούν για αντιστάθμιση κινδύνου χαρτοφυλακίου μετοχών αλλά και για κερδοσκοπία, έχοντας το μεγάλο πλεονέκτημα ότι ο επενδυτής μπορεί να καθορίσει το επίπεδο κινδύνου που είναι διατεθειμένος να αναλάβει.
- 5) προσφέρουν σημαντική ποικιλία επενδυτικών επιλογών καλύπτοντας τις ανάγκες θεσμικών και ιδιωτών επενδυτών.

Επίσης προβλέπεται και η εισαγωγή options αμερικανικού τύπου πάνω σε μετοχές του FTSE/ASE-20 σύντομα.

Όλα τα παραπάνω προδιαγράφουν την ανοδική πορεία της ελληνικής αγοράς παραγώγων. Αυτό ήδη επιβεβαιώνεται και απ' τη σημαντική αύξηση των τελικών πελατών επί παραγώγων το τελευταίο διάστημα, παρά τη μείωση του όγκου συναλλαγών του ΧΑΑ.

Πιο συγκεκριμένα σε ότι αφορά τη συνεισφορά στην αποτελεσματικότητα της αγοράς η οργανωμένη αγορά παραγώγων συντελεί:

- Στη διαφάνεια των τιμών της υποκείμενης αγοράς αλλά και της αγοράς παραγώγων
- Στον προσδιορισμό της τιμής και στην καταγραφή των βραχυπρόθεσμων τάσεων.
- Στην ρευστότητα της αγοράς και στην αξιοπιστία των συναλλαγών,
- Στη διαχείριση κινδύνου, είτε με αντιστάθμιση/μετακύλιση κινδύνου, είτε με αύξηση των αποδόσεων.

Όσον αφορά τους επενδυτές, η χρήση των παραγώγων τους βοηθά να προβούν σε:

- Αντιστάθμιση του κινδύνου από μια θέση στην τρέχουσα αγορά,
- Διαφοροποίηση ενός χαρτοφυλακίου χρεογράφων,
- Εκμετάλλευση διαφορών μεταξύ της τρέχουσας και της προθεσμιακής αγοράς,
- Περιορισμό του πιστωτικού κινδύνου, μέσω της ανάληψης από το Χρηματιστήριο Παραγώγων του κινδύνου αθέτησης των συμβαλλομένων μερών.

Τέλος οι επιδράσεις της για το σύνολο της οικονομίας αναφέρονται:

- Στη διεύρυνση των επιλογών των επενδυτών και των εκδοτών με νέα χρηματοοικονομικά προϊόντα,
- Στην αύξησης των συναλλαγών, στην παροχή μέσων για επιμερισμό, συγκέντρωση και αντιστάθμιση κινδύνου,

- Στην αύξηση της ρευστότητας στην αγορά, στην μείωση του κόστους των συναλλαγών και στη βελτίωση της αποτελεσματικότητας της τιμολόγησης,
- Στην αύξηση της ελκυστικότητας της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς για τους επενδυτές,
- Στην παροχή νέων εργαλείων για την επίλυση συμβατικών προβλημάτων και πληροφόρησης,
- Στην ανάληψη επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, και
- Στην αποτελεσματικότερη κατανομή των οικονομικών πόρων, μέσα στην ελληνική οικονομία.

Κερδοσκοπία

Εκτός από την αντιστάθμιση κινδύνου, μπορούμε να λάβουμε θέση στην αγορά παραγώγων στις εκτιμήσεις/προβλέψεις/προσδοκίες μας για την μελλοντική πορεία της. Η κερδοσκοπία (speculation) είναι απαραίτητο συστατικό σε όλες τις αγορές καθώς διευκολύνει την μεταβίβαση του ρίσκου.

Παράδειγμα:

Είμαι ο κ. Κερδοσκόπος. Εάν η πρόβλεψη μου για την τιμή του κακάο είναι απαισιόδοξη (bearish) θα λάβω τέτοια θέση στην αγορά, ακόμη και αν δεν έχω κανένα επαγγελματικό ενδιαφέρον για το προϊόν (το κακάο). Επιστρέφοντας στο προηγούμενο παράδειγμα, ίσως να είμαι αυτός ο οποίος αναλαμβάνει το ρίσκο του κ. Σοκολάτα, ευελπιστώντας πως η πρόβλεψη μου είναι σωστή και κατά συνέπεια η τιμή του κακάο θα είναι χαμηλότερη από €2.80 το κιλό στις 20 Μαρτίου, άρα θα κερδίσω €1000 (το premium που θα μου καταβάλει ο κ. Σοκολάτας) προκειμένου να δεσμευθώ πως στις 20 Μαρτίου θα τον προμηθεύσω με την απαιτούμενη ποσότητα κακάο στα €2.80 το κιλό).

Σημειώστε, ότι ο κάθε επενδυτής έχει διαφορετικό σκοπό για την κάθε του συναλλαγή, διαφορετικό χρονικό ορίζοντα και διαφορετικές βλέψεις για την πορεία της αγοράς. Η διαφορετικότητα αυτή ενισχύει την πολυ-

μορφικότητα της αγοράς, επηρεάζοντας ευνοϊκά τους κερδοσκόπους (speculators). Έτσι, στο παραπάνω παράδειγμα ο κ. Σοκολάτας θα προτιμούσε η τιμή του κακάο να πέσει στα €2.00 γιατί στην περίπτωση αυτή θα έχανε το premium των €1000 αλλά θα κέρδιζε πολύ παραπάνω, αγοράζοντας το κακάο σε χαμηλότερη τιμή. Αλλά και κ. Κερδοσκόπος ευελπιστεί σε πτώση της τιμής. Συνεπώς, στην συγκεκριμένη περίπτωση και οι δύο αντισυμβαλλόμενοι έχουν την ίδια προσδοκία: διατήρηση ή πτώση της τιμής.

2.12. Ομοιότητες και διαφορές μεταξύ του Χ.Α.Α. και του Χ.Π.Α.

	Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών	Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών
Τι διαπραγματεύονται;	Μετοχές	Παράγωγα προϊόντα τα οποία βασίζονται σε μετοχές ή δείκτες του Χ.Α.Α.
Εκκαθάριση συναλλαγών	Τρεις εργάσιμες ημέρες μετά τη συναλλαγή (T+3)	Την επόμενη εργάσιμη ημέρα (T+1)
Πιστωτικός κίνδυνος	Καθενός από τους συμβαλλόμενους	Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγώγων (ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.)
Κεφάλαιο που πρέπει να καταβληθεί για αγορά	<u>Όλη η αξία</u> Πρέπει να καταβληθεί το σύνολο του κεφαλαίου που απαιτείται για την αγορά των μετοχών	<u>Μέρος του κεφαλαίου</u> Απαιτείται μόνο ένα μικρό κεφάλαιο για την αγορά ενός συμβολαίου (αντιστοιχεί στο περιθώριο ασφάλισης για την εξασφάλιση από πιθανές ζημιές)

Πίνακας 4

2.13 Παράδειγμα Δημιουργίας Συμβολαίου Αγοράς (Customized Derivative)

Ας υποθέσουμε ότι είστε ενοικιαστής ενός διαμερίσματος και έχετε κλείσει συμβόλαιο δύο χρόνων με τον ιδιοκτήτη του. Γνωρίζεται ότι ο ιδιοκτήτης ενδιαφέρεται να πουλήσει το σπίτι στο χρονικό ορίζοντα των δυο ετών. Από την άλλη μεριά, έχετε πληροφορίες πως η περιοχή θα αναπτυχθεί σύντομα διότι επώνυμη αυτοκινητοβιομηχανία του εξωτερικού σκέφτεται να δημιουργήσει εργοστάσιο κοντά στην περιοχή σας. Αποτέλεσμα είναι ότι θα ανοίξουν πολλές θέσεις εργασίες και θα αναβαθμιστεί με ταχείς ρυθμούς την επόμενη πενταετία.

Η τρέχουσα αξία του διαμερίσματος αποτιμάται σε 146.000 ευρώ. Έρχεστε σε επαφή με τον ιδιοκτήτη και τον ρωτάτε εάν είναι πρόθυμος εσείς να του δώσετε και αυτός να δεχτεί μια προμήθεια ποσοστού της τρέχουσας τιμής του διαμερίσματος 3% δηλαδή 4.380 ευρώ η οποία θα σας δίνει το δικαίωμα να αγοράσετε το σπίτι μετά από δύο χρόνια στην τιμή των 170.000 ευρώ (τιμή εξάσκησης). Εάν δεχτεί ο ιδιοκτήτης να προχωρήσει στη σύναψη της συμφωνίας και επικυρωθεί από δικηγόρο προκειμένου το συμβόλαιο να παράγει νομική κατοχύρωση, τότε δημιουργήσατε ένα συμβόλαιο Δικαιώματος Αγοράς το οποίο θα σας δίνει το δικαίωμα να το εξασκήσετε μόνον την τελευταία μέρα της συμφωνίας (European Style) και να αγοράσετε το διαμέρισμα στην τιμή των 170.000 ευρώ. Το αν θα χρησιμοποιηθεί το ποσό του συμβολαίου ως μέρος του ποσού σε περίπτωση αγοράς, αυτό μπορεί να γραφεί μέσα στους όρους εάν τα αντισυμβαλλόμενα μέρη το δεχτούν.

2.14 Μετοχές Δείκτη FTSE/ASE-20

Όπως είναι γνωστό στους περισσότερους ο Γενικός Δείκτης του Χ.Α.Α περιέχει 60 μετοχές. Υπάρχουν δύο δείκτες κεφαλοποίησης πάνω στους οποίους βασίζονται τα προϊόντα του Χ.Π.Α. ο πρώτος δείκτης είναι ο FTSE/ASE-20 ο οποίος περιέχει τις 20 υψηλότερες σε κεφαλαιοποίηση

μετοχές του Χ.Α.Α τις λεγόμενες blue chip μετοχές. Περιλαμβάνει κυρίως τράπεζες, τηλεπικοινωνίες και βιομηχανικές μετοχές, και επομένως αυτοί οι κλάδοι έχουν το μεγαλύτερο βάρος στη σύνθεση του δείκτη.

Οι μετοχές που απαρτίζουν το δείκτη υπόκεινται σε επανεξέταση δυο φορές το χρόνο τον Απρίλιο και τον Οκτώβριο, προκειμένου, να καθοριστούν οι εταιρείες που θα αντικατοπτρίζουν με ποσότητα τις κινήσεις της αγοράς.

Στον επόμενο πίνακα γίνεται μια παρουσίαση του πιο πρόσφατου πίνακα με τις μετοχές αυτές.

Σύμβολο	Όνομα Μετοχής	% Συμμετοχής	Τεμάχια	Τιμή	Μεταβ.	% Μεταβ.	Γράφημα
ΑΛΦΑ	ALPHA BANK ΑΕ (ΚΟ)	100	235105567	28.34	+0.40	+1.43	
ΕΕΕΚ	COCA-COLA Ε.Ε.Ε. (ΚΑ)	40	238260129	20.98	+0.68	+3.35	
ΚΟΣΜΟ	COSMOTE ΑΕ (ΚΟ)	40	332476500	13.98	-0.08	-0.57	
ΕΥΡΩΒ	EFG EUROBANK ERGASIAS ΑΕ (ΚΟ)	75	314009537	25.08	+0.74	+3.04	
ΦΟΛΙ	FOLLI - FOLLIE ΑΒΕΕ (ΚΟ)	50	32946875	21.32	-0.16	-0.74	
ΗΥΑΤΤ	HYATT REGENCY ΑΕ (ΚΟ)	50	84000000	9.42	+0.10	+1.07	
ΤΙΤΚ	ΑΕΤ ΤΙΤΑΝ (ΚΟ)	75	76560264	26.48	+0.50	+1.92	
ΒΙΟΧΚ	ΒΙΟΧΑΛΚΟ ΑΕ (ΚΑ)	75	199474091	6.14	+0.08	+1.32	
ΓΕΡΜ	ΓΕΡΜΑΝΟΣ ΑΒΕΕ (ΚΟ)	75	40487500	24.10	+0.16	+0.67	
ΔΕΗ	ΔΕΗ ΑΕ (ΚΟ)	50	232000000	22.38	-0.20	-0.89	
ΕΤΕ	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ (ΚΟ)	100	331575511	28.18	+0.10	+0.36	
ΕΛΤΕΧ	ΕΛ. ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ ΑΕ (ΚΟ)	75	128388154	3.78	+0.08	+2.16	
ΕΛΠΕ	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ ΑΕ (ΚΟ)	40	305513425	8.46	+0.26	+3.17	
ΕΜΠ	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ (ΚΟ)	75	88260978	21.08	+1.14	+5.72	
ΙΝΤΚΑ	ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΑΕ (ΚΟ)	75	131258772	4.08	+0.18	+4.62	
ΚΑΕ	ΚΑΕ ΑΕ (ΚΟ)	30	52675000	13.12	+0.12	+0.92	
ΜΟΗ	ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ ΑΕ (ΚΟ)	20	110782980	11.94	+0.04	+0.34	
ΟΠΑΠ	ΟΠΑΠ ΑΕ (ΚΟ)	50	319000000	22.46	-0.30	-1.32	
ΟΤΕ	ΟΤΕ ΑΕ (ΚΟ)	75	491259299	14.40	+0.06	+0.42	
ΠΕΙΡ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕ (ΚΟ)	100	200257006	14.96	+0.26	+1.77	

Πίνακας 5

2.15 Ακούμε και διαβάζουμε μερικές φορές ότι οι ξένοι ή θεσμικοί επενδυτές ήταν πωλητές ή αγοραστές στα παράγωγα και κίνησαν την αγορά. Είναι δυνατόν αυτό;

Κανείς δεν μπορεί να ξέρει εκτός από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ποιος ήταν αγοραστής ή πωλητής σε μια συγκεκριμένη ημέρα. Ακόμα και στην περίπτωση που ακούγεται ότι ένα μέλος έδωσε αυτή την πληροφορία πάλι δεν μπορούμε να είμαστε σίγουροι αφού ο πελάτης αυτός μπορεί να έχει και άλλους κωδικούς συναλλαγών σε άλλα Μέλη, και μπορεί να μην ξέρει την συνολική θέση του πελάτη κατά τη διάρκεια ή στο τέλος της ημέρας. Άρα οι επενδυτές δεν πρέπει να δίνουν βάση σε παρόμοιες «πληροφορίες».

Για να δούμε τα κατά μέσο όρο ποσοστά συμμετοχής του κάθε τύπου επενδυτή στην αγορά παραγώγων κατά τη διάρκεια ενός έτους(2002), παραθέτεται ο παρακάτω Επίσημος πίνακας του Χ.Π.Α.

Συναλλαγές για τον ίδιο λογαριασμό	13%
Ειδικό διαπραγματευτές τύπου Β (Market Makers)	45%
Ιδιώτες	29%
Θεσμικοί επενδυτές (Έλληνες)	9,9%
Θεσμικοί επενδυτές (Ξένοι)	3.1%

Πίνακας 6

Παρατηρείται ιδιαίτερη μείωση, κατά τη διάρκεια του 2002, του ποσοστού συμμετοχής των Market Makers που από 80% έχει πλέον μειωθεί στο 45%, κατά μέσο όρο για το σύνολο των προϊόντων,. Ιδιαίτερα για τα δύο μετοχικά Σ.Μ.Ε. οι ΕΔ Β συμμετέχουν με ποσοστό 38% στο Σ,Μ,Ε του FTSE/ASE-20 και 34% στο Σ.Μ.Ε του FTSE/ASE mid 40. Αυτό πισ-

τοποιοί ότι υπάρχει αυξανόμενη ρευστότητα στα δύο προϊόντα, αυξάνεται ο αριθμός των συμμετεχόντων και συνεπώς αυξάνεται η διασπορά στους όγκους συναλλαγών.

ΑΓΟΡΑΠΩΛΗΣΙΕΣ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ σε παράγωγα προϊόντα					
	FTSE/ASE-20	FTSE/ASE Mid 40	Δικαιώματα στον FTSE/ASE-20	BOND FUTURE	ΣΥΝΟΛΟ
Συνολικά συμβόλαια κατά το 2000	968.486	857.982	52.740	502.052	2.381.260
Μερίδιο αγοράς των Ελλήνων θεσμικών	12,7%	12,1%	4,9%	1,3%	9,9%
Μερίδιο αγοράς των ξένων θεσμικών	3,8%	0,8%	1,4%	6,5%	3,1%

Πίνακας 7

2.16 Πώς «χειραγωγείται» η ίδια η αγορά παραγώγων

Η παγκόσμια εμπειρία δείχνει ότι η αγορά παραγώγων «χειραγωγείται» πολύ δύσκολα και ότι η λειτουργία της μειώνει τη δυνατότητα «χειραγωγησης» της αγοράς του Χ.Α.Α, ανοδικά ή καθοδικά.

Ο λόγος είναι ότι υπάρχει μεγάλη και συγκεντρωμένη ρευστότητα σε μικρό αριθμό Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης που υπάρχουν, με διαφορετικές ημερομηνίες λήξης πάνω στους δείκτες FTSE/XAA-20 και FTSE/XAA Mid 40 το ενδιαφέρον των επενδυτών επικεντρώνεται μόνο

στους δύο κοντινότερους μήνες λήξης του κάθε δείκτη. Για παράδειγμα, στις 20 Φεβρουαρίου οι δύο κοντινότερες σειρές Μαρτίου και Απριλίου και ο τζίρος επικεντρώνεται σε αυτές τις σειρές για τα Σ.Μ.Ε. στους δύο δείκτες.

Στο Χ.Α.Α όπου υπάρχουν πάνω από 300 μετοχές, ο τζίρος ανά μετοχή, κατά μέσον όρο, δεν ξεπερνά για τις μετοχές μεσαίας και υψηλής κεφαλαιοποίησης τα 3 δις δρχ.

Αντίθετα στα Σ.Μ.Ε. όπου ο τζίρος είναι κοντά στα 15 δις δρχ στις κοντινές ημερομηνίες λήξης είναι πολύ δύσκολο να προκαλέσει κάποιος επενδυτής «χειραγώγηση» των τιμών.

Είναι λοιπόν φανερό ότι ενώ ένας μεγάλος επενδυτής μπορεί να κινήσει ανοδικά ή καθοδικά με σχετική ευκολία, ιδιαίτερα σε μια ρηχή αγορά, μια μετοχή με μέσο ημερήσιο τζίρο 1-2 δις δραχμές, δεν μπορεί να κάνει το ίδιο σε ένα Σ.Μ.Ε με τζίρο 15 δις δραχμές, όπου έχει μάλιστα από τη άλλη μεριά τις αντίθετες θέσεις αρκετών Διαπραγματευτών τύπου Β, αλλά και άλλων μεγάλων επενδυτών.

Αρα βλέπουμε ότι η αγορά παραγώγων χειραγωγείται δυσκολότερα από την τιμή μιας μετοχής. Η χειραγώγηση της γίνεται ακόμη δυσκολότερη εξαιτίας της ύπαρξης των Ειδικών Διαπραγματευτών τύπου Β, όπως είδαμε και προηγουμένως. Οι ΕΔ Β είναι συνέχεια στην αγορά έτοιμοι να απορροφήσουν μεγάλες εντολές, είτε αγοράς είτε πώλησης και συνεπώς μειώνουν τις απότομες κινήσεις της αγοράς, που μπορεί ταυτόχρονα να συμβαίνουν σε συγκεκριμένες μετοχές.

Επομένως, η «χειραγώγησης» τιμών μετοχών που αποτελούν δείκτες είναι δυνατή ανεξάρτητα από την ύπαρξη της αγοράς παραγώγων. Η ύπαρξη των Σ.Μ.Ε κάνει πιο δύσκολη τη «χειραγώγηση» των μετοχών ή των δεικτών, αφού πλέον απαιτείται μεγαλύτερο κεφάλαιο για επένδυση, σε δύο πλέον αγορές. Γι αυτόν ακριβώς το λόγο οι ώριμες αγορές διαθέτουν αγορές παραγώγων και είναι πιο αποτελεσματικές

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Η ΠΟΡΕΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗ- ΡΙΟΥ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΣΤΟΝ ΕΛ- ΛΗΝΙΚΟ ΧΩΡΟ ΚΑΙ Η ΣΥΝΥΠΑΡΞΗ ΤΟΥ ΜΕ ΤΑ ΞΕΝΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΠΑΡΑ- ΓΩΓΩΝ

ΤΡΙΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ: Η ΠΟΡΕΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣ-
ΤΗΡΙΟΥ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΣΤΟΝ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΩΡΟ

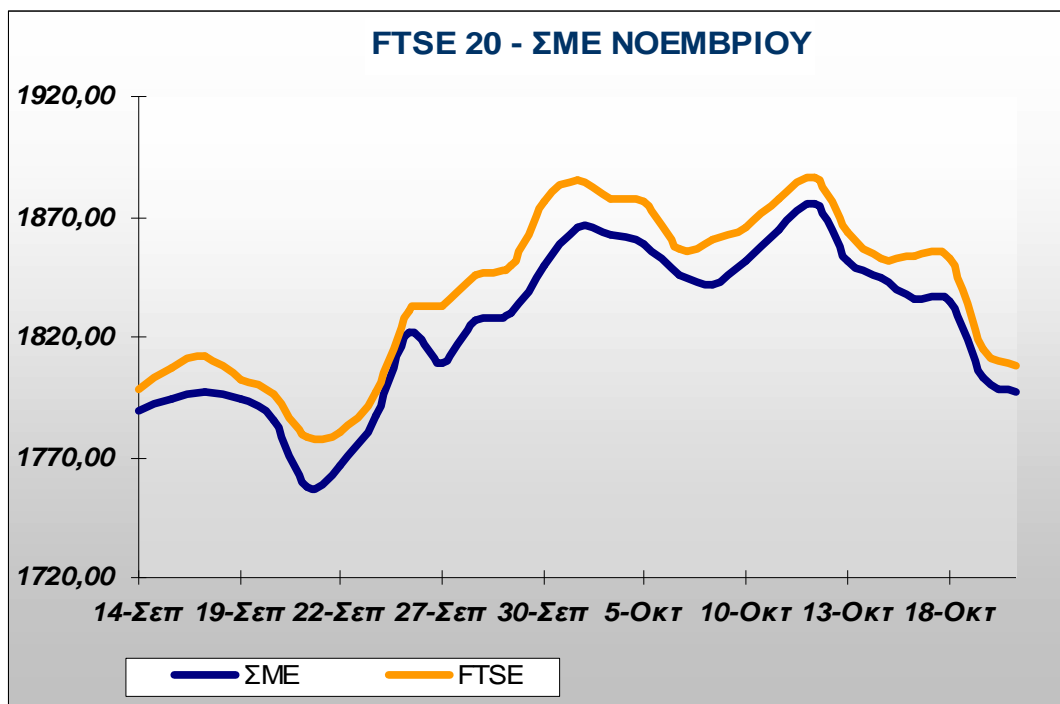
ΚΑΙ Η ΣΥΝΥΠΑΡΞΗ ΤΟΥ ΜΕ ΤΑ ΞΕΝΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ.

3.1 Εισαγωγή

Η παγκοσμιοποίηση της οικονομίας, η μεγάλη κινητικότητα των κεφαλαίων και η ανάγκη διασφάλιση τους σε συνδυασμό με την πορεία της ελληνικής οικονομίας προς τη σταθερότητα, ώθησαν στη δημιουργία, και στην Ελλάδα οργανωμένης αγοράς χρηματιστηριακών παραγώγων προϊόντων, των οποίων η λειτουργία τους είναι ήδη γνωστή στις ξένες χρηματαγορές. Σε αυτό το κεφάλαιο θα γίνει μια παρουσίαση της εικόνας της Ελληνικής Χρηματαγοράς Παραγώγων. Μια οργανωμένη αγορά παραγώγων όπως είναι αυτή του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών (Χ.Π.Α), συνεισφέρει στην αποτελεσματικότητα της κεφαλαιαγοράς, παρέχει οφέλη προς τους επενδυτές και έχει θετικές επιδράσεις για το σύνολο της οικονομία. Παρακάτω θα γίνει σύγκριση ανάμεσα στην πορεία του Ελληνικού Χρηματιστηρίου Παραγώγων. Επίσης παρουσιάζονται ποσοτικά και στατιστικά στοιχεία που αφορούν τη λειτουργία και την πορεία του Χ.Π.Α για κάποια συγκεκριμένα χρονικά διαστήματα.

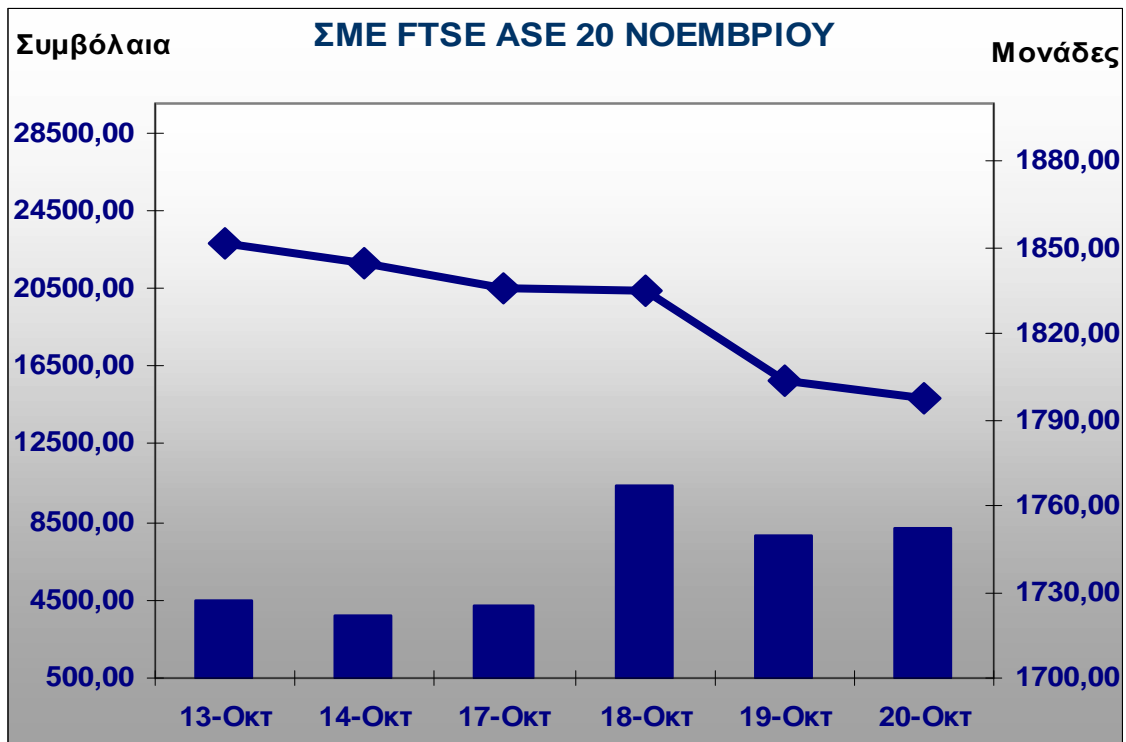
3.2 Χρηματιστήριο Παραγώγων - Εβδομαδιαία Ανασκόπηση (14/10/05-20/10/05)

Παρακάτω θα γίνει παρουσίαση της πορείας ενός παραγώγου (FTSE 20 – ΣΜΕ) κατά το χρονικό διάστημα 14/9 – 18/1



Διάγραμμα 3.1 FTSE 20 -14/9 – 18/10 2005

- FTSE 20 – 14/9-18/10 200



Διάγραμμα 3.2 ΣΜΕ ASE 20 – 13/10 – 20/10

- **ΣΜΕ FTSE ASE 20 – 13/10-20/10**

Με απώλειες οι οποίες άγγιξαν το 3% για την υψηλή κεφαλαιοποίηση και το 2,5% για τη μεσαία κεφαλαιοποίηση έκλεισαν τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης αυτή τη συγκεκριμένη εβδομάδα, επιβεβαιώνοντας με αυτό το τρόπο τις ανησυχίες που είχαν διαφανεί από τη τεχνική εικόνα των δεικτών (π.χ. ανοδικά gap) αλλά και τον υψηλό αριθμό των ανοιχτών θέσεων σε calls Οκτωβρίου με τιμή εξάσκησης 1850 και άνω.

Η αγορά παρουσίασε ουσιαστικά δυο πρόσωπα, καθώς την υποτονικότητα που χαρακτήρισε τις πρώτες συνεδριάσεις, διαδέχτηκε η αυξημένη νευρικότητα η οποία εκφράστηκε με τις έντονες αυξομειώσεις των τιμών. Αν και η ελληνική αγορά στην αρχή ακολούθησε με διστακτικότητα τη πτωτική κίνηση των κύριων διεθνών δεικτών, το τοπίο ξεκαθάρισε οριστικά με συνεδριάσεις, κατά τις οποίες επικράτησαν έντονα πτωτικές τάσεις. Η αδυναμία εξάλλου των δεικτών να κινηθούν προς υψηλότερα επίπεδα τιμών ήταν εμφανής και κατά το προηγούμενο διάστημα, καθιστών-

τας έτσι επιτακτική μια διόρθωση των τιμών, η οποία θα επιτρέψει την ανανέωση ή έστω και ανακύκλωση του συναλλακτικού αλλά και του αγοραστικού ειδικότερα ενδιαφέροντος.

Οι τίτλοι της υψηλής κεφαλαιοποίησης πάντως ήταν οι κύριοι αποδέκτες της “μήνης” των πωλητών, καθώς η δρομολόγηση επιχειρηματικών εξελίξεων σε τίτλους της μικρότερης κυρίως κεφαλαιοποίησης, π.χ. στο κατασκευαστικό κλάδο, λειτούργησαν “καταπραϋντικά”.

Τα ΣΜΕ Νοεμβρίου του FTSE 20 διαπραγματεύτηκαν με μειωμένα discount τα οποία κυμάνθηκαν στα επίπεδα του 0,5%-0,7%, αν και κατά διαστήματα ξεπέρασαν το 0,9%. Τα ΣΜΕ του FTSE 40 κυμάνθηκαν κατά τη μεγαλύτερη διάρκεια με premium, τα οποία ωστόσο δε ξεπέρασαν το 0,3%-0,4%.

Η μετακύληση θέσεων λόγω της λήξης των συμβολαίων Οκτωβρίου, είχε σαν αποτέλεσμα την αύξηση των συναλλαγών, με τη πραγματοποίηση 17,000 συμβολαίων κατά μέσο όρο ανά συνεδρίαση. Σε χαμηλά επίπεδα πάντως παρέμειναν οι συναλλαγές όσον αφορά τα ΣΜΕ του FTSE 40, οι οποίες δε ξεπέρασαν τα 350 συμβόλαια κατά μέσο όρο ανά συνεδρίαση.

Στα μετοχικά ΣΜΕ, ο μέσος ημερήσιος όγκος των συναλλαγών παρέμεινε στα επίπεδα των 5,000 συμβολαίων, με έντονη κινητικότητα να παρατηρείται στα ΣΜΕ του ΟΤΕ, της ΔΕΗ, της ΕΤΕ και της Eurobank. Οι περισσότεροι τίτλοι έκλεισαν πτωτικά, με φωτεινή εξαίρεση τη Hyatt η οποία αντέδρασε ανοδικά και ενισχύθηκε κατά 5%.

Στην αγορά των δικαιωμάτων οι μέσες ημερήσιες συναλλαγές συνέχισαν να κυμαίνονται στα επίπεδα των 2500 calls και 1100 puts. Αξίζει να σημειωθεί, ότι για μία ακόμη φορά επιβεβαιώθηκαν οι ανοιχτές θέσεις σε options, τα οποία προεξοφλούσαν μια κίνηση του FTSE 20 μεταξύ των 1800 και των 1850 μονάδων. Η τεκμαρτή μεταβλητότητα των at the money calls Νοεμβρίου μειώθηκε σε επίπεδα χαμηλότερα του 16%, ενώ αντίστοιχα αυξήθηκε στο 18%-19% για τα puts Νοεμβρίου.

Στα μετοχικά ΣΜΕ, ο μέσος ημερήσιος όγκος των συναλλαγών παρέμεινε στα επίπεδα των 5,000 συμβολαίων, με έντονη κινητικότητα να παρατηρείται στα ΣΜΕ του ΟΤΕ, της ΔΕΗ, της ΕΤΕ και της Eurobank. Οι περισσότεροι τίτλοι έκλεισαν πτωτικά, με φωτεινή εξαίρεση τη Hyatt η οποία αντέδρασε ανοδικά και ενισχύθηκε κατά 5%.

Στην αγορά των δικαιωμάτων οι μέσες ημερήσιες συναλλαγές συνέχισαν να κυμαίνονται στα επίπεδα των 2500 calls και 1100 puts. Αξίζει να σημειωθεί, ότι για μία ακόμη φορά επιβεβαιώθηκαν οι ανοιχτές θέσεις σε options, τα οποία προεξοφλούσαν μια κίνηση του FTSE 20 μεταξύ των 1800 και των 1850 μονάδων. Η τεκμαρτή μεταβλητότητα των at the money calls Νοεμβρίου μειώθηκε σε επίπεδα χαμηλότερα του 16%, ενώ αντίστοιχα αυξήθηκε στο 18%-19% για τα puts Νοεμβρίου.

Με μικρά κέρδη της τάξεως του 0,3% έκλεισαν τέλος τα ΣΜΕ του ευρώ δολαρίου, με τη τελική τιμή να διαμορφώνεται στο 1,199. Οι τιμές παρουσίασαν αρκετές διακυμάνσεις, αλλά δε ξέφυγαν από ο εύρος μεταξύ του 119,6 και του 121.

ΤΙΜΕΣ ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗΣ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ ΝΟΕΜΒΡΙΟΥ							
	13/10/2005	20/10/2005	Μεταβολή %		13/10/2005	20/10/2005	Μεταβολή %
CALL 1750	108,45	62,13	-42,71	PUT 1925	87,3	130,38	49,35
CALL 1775	88,18	45,88	-47,97	PUT 1900	68,94	107,69	56,21
CALL 1800	69,86	32,49	-53,49	PUT 1875	52,71	86,35	63,82
CALL 1850	40,21	14,21	-64,66	PUT 1850	38,87	66,86	72,01
CALL 1875	29,11	8,75	-69,94	PUT 1825	27,51	49,28	79,13

Πίνακας 8 Τιμές εκκαθάρισης δικαιωμάτων προαίρεσης 11/2005

3.3 Μελέτη για την αξία συναλλαγών των ευρωπαϊκών αγορών παραγώγων σε σχέση με τις υποκείμενες αγορές αξιών

3.3.1 Εισαγωγή

Σκοπός της μελέτης αυτής είναι η αποτύπωση της αξίας συναλλαγών στις αγορές παραγώγων ως προς τις αξίες συναλλαγών στην Ευρώπη σε μηνιαία βάση.

Για το στατιστικό μέρος της μελέτης χρησιμοποιούνται τα επίσημα διαθέσιμα στοιχεία της Federation of European Securities Exchanges (FESE)¹.

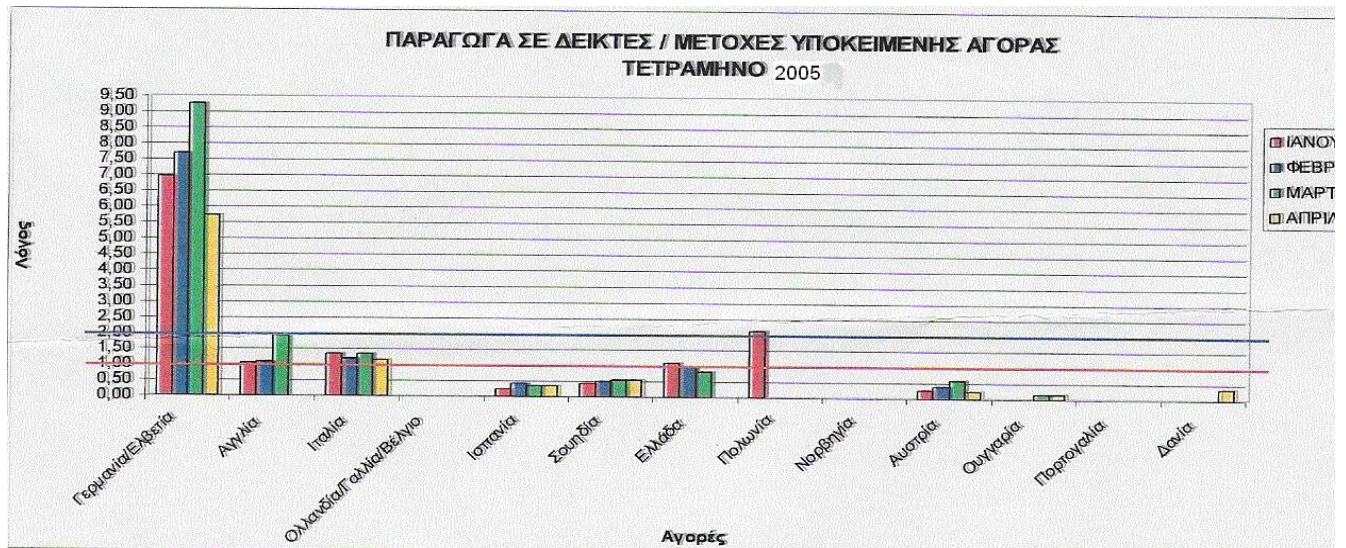
3.3.2. Παρατηρήσεις

Η συνολική αξία συναλλαγών των αγορών παραγώγων περιλαμβάνει τα ΣΜΕ και τα δικαιώματα σε όλους τους δείκτες που διαπραγματεύονται σε κάθε χρηματιστήριο.

¹Μέχρι τον Οκτώβριο του 2004 δεν παρέχονται στοιχεία για το EURONEXT. Από το Νοέμβριο του 2004 τα στοιχεία του EURONEXT αναφέρονται στην αγορά παραγώγων που σχηματίστηκε από τη συγχώνευση των χρηματιστηρίων της Ολλανδίας, της Γαλλίας, του Βελγίου, της Αγγλίας και της Πορτογαλίας. Επίσης δεν παρέχονται στοιχεία για το χρηματιστήριο της Νορβηγίας – OSLO από τον Ιούνιο του 2003 μέχρι σήμερα, για το LIFFE για το Απρίλιο του 2004, ενώ δεν παρέχονται στοιχεία για όλους τους μήνες για τα χρηματιστήρια της Πολωνίας – WSE – BUDAPEST και Δανίας – FUTOP.

Στον υπολογισμό του λόγου της αξίας συναλλαγών δεν συμπεριλαμβάνεται η αξία συναλλαγών σε παράγωγα επί συγκεκριμένων μετοχών σε κανένα χρηματιστήριο.

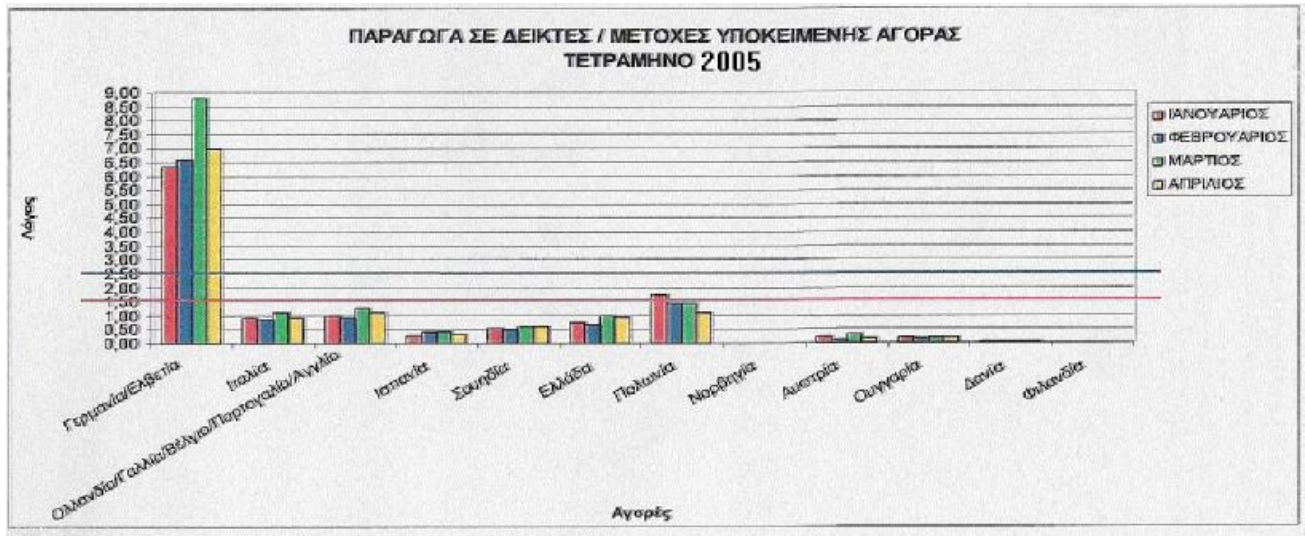
Ο υπολογισμός του λόγου της αξίας συναλλαγών παρουσιάζεται στα παρακάτω γραφήματα:



Διάγραμμα 3.3 παράγωγα σε δείκτες/μετοχές υποκείμενης αγοράς

Στο γράφημα 3.3, παρατηρείται ότι η αξία συναλλαγών των αγορών παραγώγων επί δεικτών των χρηματιστηρίων EUREX, IDEM, WSE και LIFFE, για το τετράμηνο του 2005 ξεπερνά την αξία συναλλαγών της υποκείμενης αγοράς τους. Ειδικότερα, για τον Απρίλιο του 2005 το EUREX φαίνεται να ξεπερνά κατά 5.7 φορές την αξία των συναλλαγών της υποκείμενης αγοράς (με μεγαλύτερη τιμή αυτή του Μαρτίου 2005 9,9 φορές, ενώ τα IDEM κατά 1.15 φορές. Άλλες τιμές που παρατηρούνται είναι για το LIFFE 1.93 φορές (Μάρτιος 2005) και για το WSE 2.11 φορές (Ιανουάριος 2005).

Από τα υπόλοιπα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια, όπως παρουσιάζεται στο Γράφημα 1, το ADEX εμφανίζει το μεγαλύτερο λόγο καλύπτοντας 0.79 φορές την αξία της υποκείμενης αγοράς το Μάρτιο του 2005. Ακολουθούν τα OM, FUTOP, BSE και ΟΤΟΒ με λόγους 0.56, 0.35, 0.33 και 0.23 αντίστοιχα για τον Απρίλιο του 2004.



Διάγραμμα 3.4 Παράγωγα σε δείκτες/μετοχές υποκείμενης αγοράς

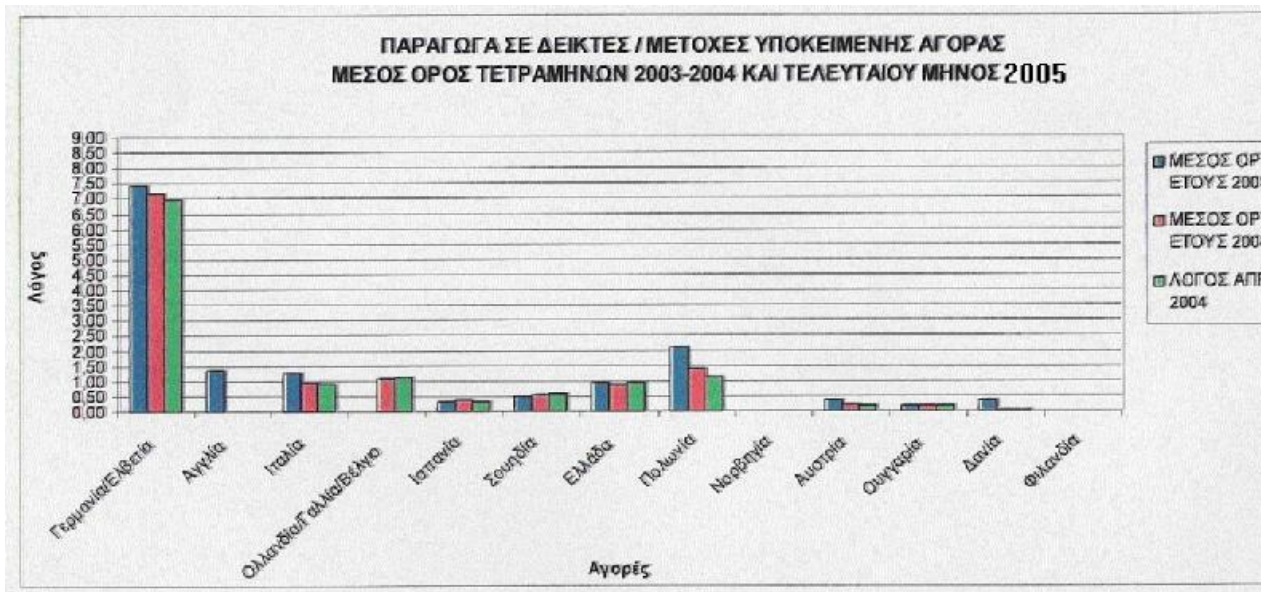
Ο λόγος για την αξία συναλλαγών για το τετράμηνο του 2005 παρουσιάζεται στο Γράφημα 3.4. όπως παρατηρούμε, τα παραπάνω χρηματιστήρια παρουσιάζουν και πάλι αξία συναλλαγών σε παράγωγα επί δεικτών που υπερβαίνει αυτήν της υποκείμενης αγοράς. Ειδικότερα, τα στοιχεία του μηνός Απριλίου για το EUREX στη Γερμανία, εμφανίζουν την αξία συναλλαγών στα παράγωγα επί δεικτών να υπερβαίνει κατά 6,99 φορές αυτήν των υποκείμενων αγορών. Ακολουθούν τα EURONEXT², WSE, ADEX και IDEM με λόγους 1.11, 1.10, 0.94 και 0,90 αντίστοιχα.

Όσον αφορά τα υπόλοιπα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια, ακολουθούν τα OM (0.60) και BSE (0.30), ενώ τα BUDAPEST, OTOB και FUTOP εμφανίζουν πολύ μικρότερο λόγο αξίας συναλλαγών παραγώγων προς υποκείμενη αγορά (0.18 και 0.17 αντίστοιχα).

² Πρέπει να σημειωθεί ότι από τον Ιανουάριο του 2004 παρέχονται τιμές για την αγορά παραγώγων EUROTEXT, όπως αυτή έχει σχηματιστεί μετά τη συγχώνευση. Για τον υπολογισμό του λόγου έχουμε προσθέσει στην αξία συναλλαγών της spot EURO-NEXT την αξία συναλλαγών London Stock Exchange, έτσι ώστε να μπορέσουμε βγάλουμε το λόγο των δύο αγορών και να συνεχίσουμε με τις αξιολογήσεις

Στον Πίνακα 9, παρουσιάζεται ο μέσος όρος των λόγων του τετραμήνου για τα έτη 2004 και 2005, καθώς και ο λόγος του τελευταίου μήνα του 2005. Η γραφική απεικόνιση του Πίνακα 9 εμφανίζεται στο Γράφημα 3.5

	Μέσος Όρος Λόγων Τετραμήνου 2004	Μέσος Όρος Λό- γων Τετράμηνου 2005	Λόγος Απ- ριλίου 2005
Γερμανία/Ελβετία	7,41	7,17	6,99
Αγγλία	1,35	N/A	N/A
Ιταλία	1,25	0,95	0,90
Ολλανδία/Γαλλία/Βέλγιο /Αγγλία/Πορτογαλλία	N/A	1,08	1,11
Ισπανία	0,34	0,34	0,30
Σουηδία	0,51	0,56	0,60
Ελλάδα	0,94	0,84	0,94
Πολωνία	2,11	1,41	1,10
Νορβηγία	0,01	N/A	N/A
Αυστρία	0,36	0,20	0,17
Ουγγαρία	0,16	0,18	0,18
Δανία	0,35	0,03	0,02



Διάγραμμα 3.5 παράγωγα δείκτες/μέτοχες υποκείμενης αγοράς

Από το γράφημα 3.5 παρατηρούμε ότι ο μέσος όρων των λόγων της αξίας συναλλαγών του τετραμήνου για το έτος 2005 είναι μικρότερος από αυτόν του έτους 2004, ενώ ο λόγος του Απριλίου 2005 εμφανίζει τιμές μικρότερες και από τους δύο μέσους όρους των δύο ετών. Χαρακτηριστικές περιπτώσεις τα Χρηματιστήρια της Γερμανίας – EUREX, της Πολωνίας – WSE, της Ιταλίας – IDEM, και της Αυστρίας - ΟΤΟΒ με σαφώς πολύ μικρότερες τιμές.

Αντιθέτως, σχεδόν στα ίδια επίπεδα κυμαίνονται οι τιμές για το μέσο όρο των ετών και του μηνός Απριλίου 2005 για τα Χρηματιστήρια ADEX και OM με τις τιμές από 0,51 έως 0,94 και για τα BSE και BUDAPEST με τιμές από 0,16 έως 0,34.

Στο συγκεκριμένο διάγραμμα δεν μπορούμε να συγκεντρώσουμε τα EURONEXT και LIFFE γιατί για το μεν EURONEXT έχουμε μόνο τιμές 2004, ενώ για το LIFFE έχουμε μόνο τιμές 2004.

3.3.3. Συμπεράσματα

Από την ανάλυση των παραπάνω δεδομένων, προκύπτουν τα εξής συμπεράσματα:

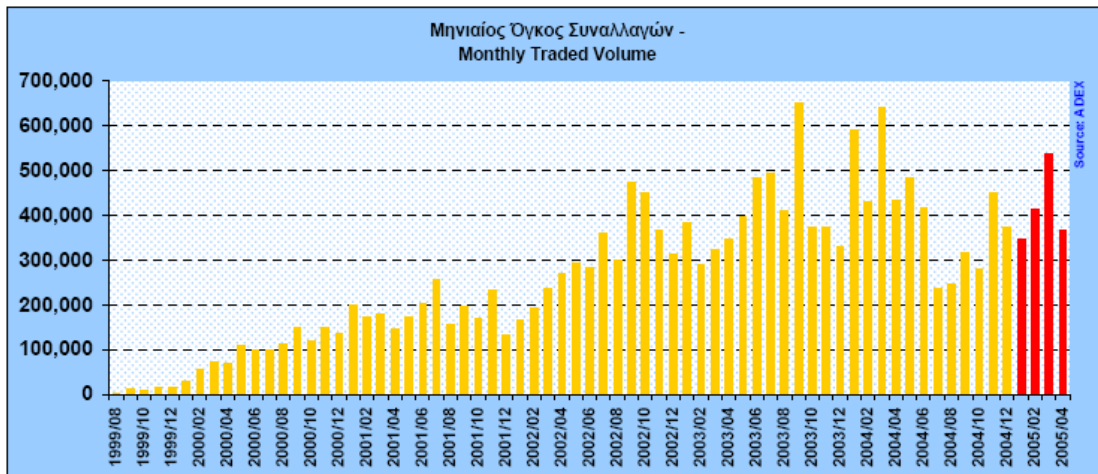
- Η σύγκριση της αξίας συναλλαγών της αγοράς παραγώγων και της υποκείμενης αγοράς για κάθε ευρωπαϊκή αγορά που αναφέρεται στη μελέτη, αποδεικνύει ότι για τα τετράμηνα του 2004 και 2005 η αξία συναλλαγών των παραγώγων υπερβαίνει αυτή της υποκείμενης αγοράς
- Η πλειοψηφία των τιμών του λόγου της αξία συναλλαγών των δύο αγορών σε μηνιαία βάση κατά το τετράμηνο του 2004 είναι μεγαλύτερος από αυτές του τετραμήνου του 2005-12-19 Παρατηρείται πτωτική τάση στις τιμές των μέσων όρων των λόγων της αξίας συναλλαγών κατά τα τετράμηνα των 2004 και 2005 καις την τιμή του λόγου του πιο πρόσφατου συγκρινόμενου μήνα του 2005 (Απρίλιος), κυρίως για τα χρηματιστήρια EUREX συγκρινόμενου μήνα του 2005 (Απρίλιος), κυρίως για τα χρηματιστήρια EUREX (7,41/7, 17/6,99), WSE (2.11/1,41/1,10), IDEM (1.25/0,95/0.90) και ΟΤΟΒ (0,36/0,20/0,17)
- Μόνο τέσσερα Χρηματιστήρια παρουσιάζουν σταθερότητα ή μικρή άνοδο στις τιμές των συγκεκριμένων μέσων όρων και του πιο πρόσφατου μήνα. Ειδικότερα τα ADEX (0.94/0.84/0.94). OM (0.51/0.56/0.60), BSE (0.34/0.34/0.30) και BUDAPEST (0,16/0,18/0,18)
- Σχεδόν μηδενικές τιμές εμφανίζει η Δανία – FUTOP με μόνο 0,03 και 0,02 για το μέσο όρο του τετραμήνου 2005 και το μήνα Απρίλιο 2005 αντίστοιχα
- EURONEXT και LIFFE δε μπορούν να συγκριθούν με τα υπόλοιπα χρηματιστήρια τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή, λόγω έλλειψης στοιχείων μετά τη συγχώνευση των αγορών παραγώγων.

3.4 Στατιστικά στοιχεία

Τα παρακάτω στατιστικά οικονομικά στοιχεία έχουν καταγραφεί από πληροφορίες που έχουν συλλεχθεί με τη βοήθεια της Διεύθυνσης Ανάπτυξης Εργασιών της Αγοράς Παραγώγων του Χρηματιστηρίου Αθηνών και της Διεύθυνσης Εκκαθάρισης της Εταιρείας Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων (ΕΤΕΣΕΠ).

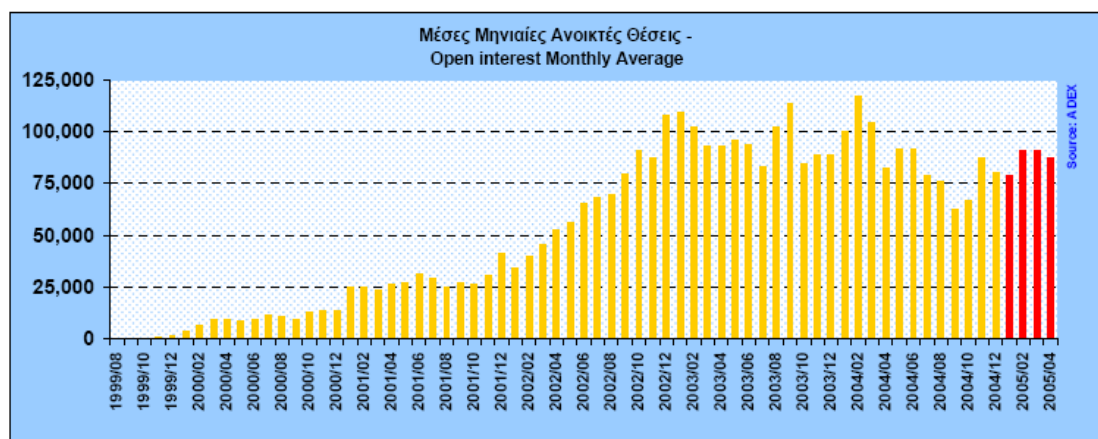
Τα στοιχεία έχουν αποκλειστικά στατιστικό χαρακτήρα και έχουν προσδιοριστεί πάνω σε συγκεκριμένα χρονικά διαστήματα.

3.4.1. Συνολικός όγκος συναλλαγών



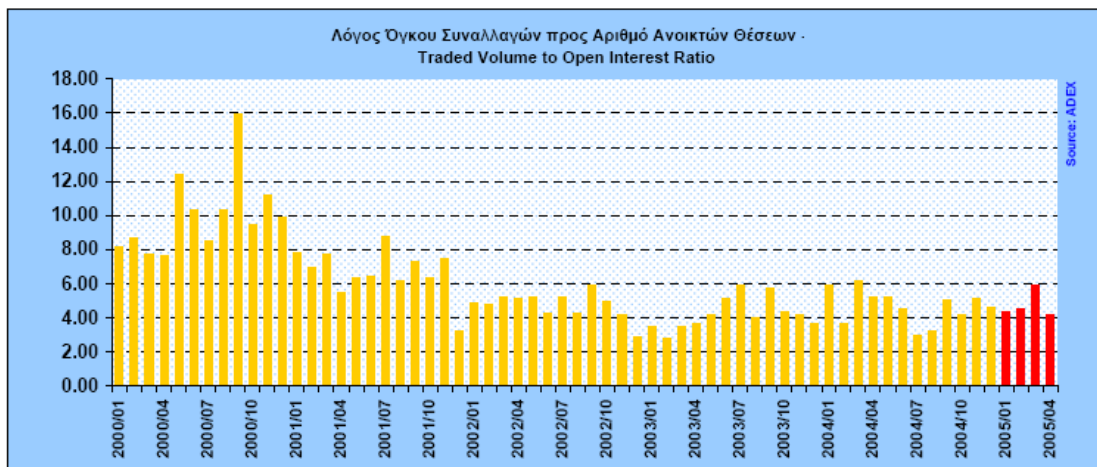
Διάγραμμα 3.6 μηνιαίος όγκος συναλλαγών

3.4.2 Μέσος αριθμός ανοιχτών θέσεων



Διάγραμμα 3.7 μέσες μηνιαίες ανοικτές θέσεις

3.4.3 Λόγος Όγκου Συναλλαγών προς Αριθμό Ανοιχτών Θέσεων



Διάγραμμα 3.8 λόγος όγκου συναλλαγών προς αριθμό ανοιχτών θέσεων

3.5 Πίνακας ανάπτυξης της αγοράς παραγώγων τα τελευταία χρόνια

ΠΙΝΑΚΑΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΤΟΥ Χ.Α.						
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Μέλη διαπραγμάτευσης	20	40	65	70	67	60
Νέα μέλη		22	26	8	1	2
Συγχωνεύσεις και διαγραφές μελών		-2	-1	-3	-4	-9
Μέλη εκκαθάρισης	20	36	42	47	47	41
Νέα μέλη ανά έτος		18	6	5	2	2
Συγχωνεύσεις και διαγραφές μελών		-2	0	0	-2	-8
Άμεσα εκκαθαριστικά μέλη	20	29	33	35	35	29
Γενικά εκκαθαριστικά μέλη	-	7	9	12	12	12
Τερματικά συναλλαγών	92	171	333	419	429	405
Όγκος συναλλαγών (αριθμός συμβολαίων)	48,877	1,190,168	2,179,433	3,693,787	4,841,522	4,894,778
Κωδικοί επενδυτών	325	3,181	9,133	15,482	21,256	24,153
Προϊόντα	1	5	7	8	10	11

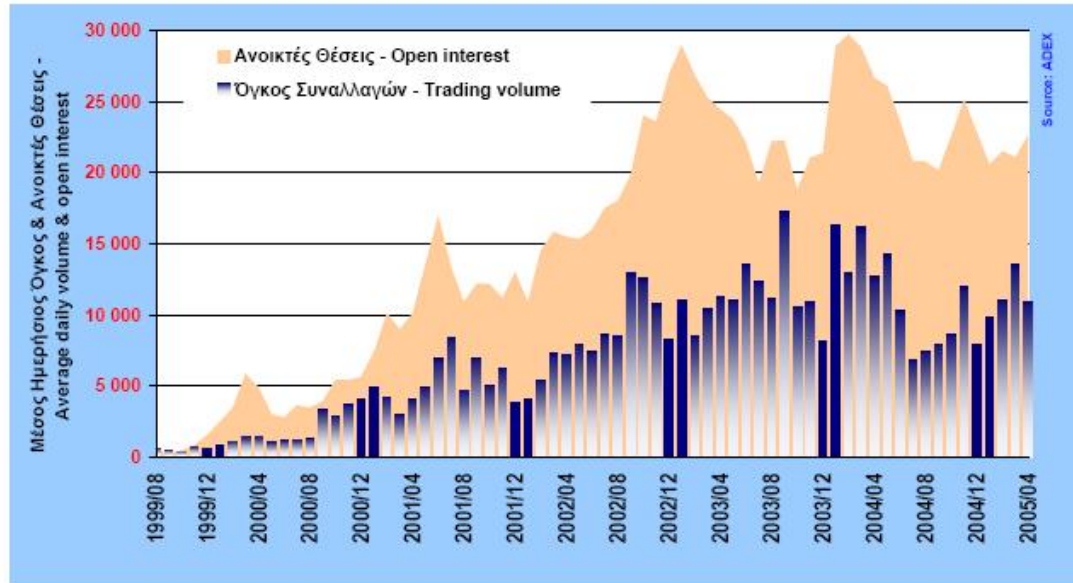
Πίνακας 10 Ανάπτυξη της αγοράς παραγώγων

Όπως βλέπουμε στον πίνακα 10 η ανάπτυξη του Χρηματιστηρίου Παραγώγων είναι ραγδαία. Τα μέλη διαπραγμάτευσης έχουν πολλαπλασιαστεί και το ίδιο ισχύει για τα άμεσα και γενικά εκκαθαριστικά μέλη. Ο όγκος συναλλαγών, δηλαδή ο αριθμός των συμβολαίων έχει πολύ σημαντική αύξηση γεγονός που δείχνει ότι το φαινόμενο της υποτονικότητας και της διστακτικότητας που κυριαρχούσε στην αρχή αρχίζει σιγά σιγά να εξαφανίζεται. Κάτι ανάλογο ισχύει με τα προϊόντα του Χ.Π.Α. Η ανάπτυξη του και σε αυτόν τον τομέα είναι ραγδαία.

3.6 Στατιστικά ανά προϊόν

Ø ΣΜΕ στον FTSE/ASE-20 Stock Index Futures

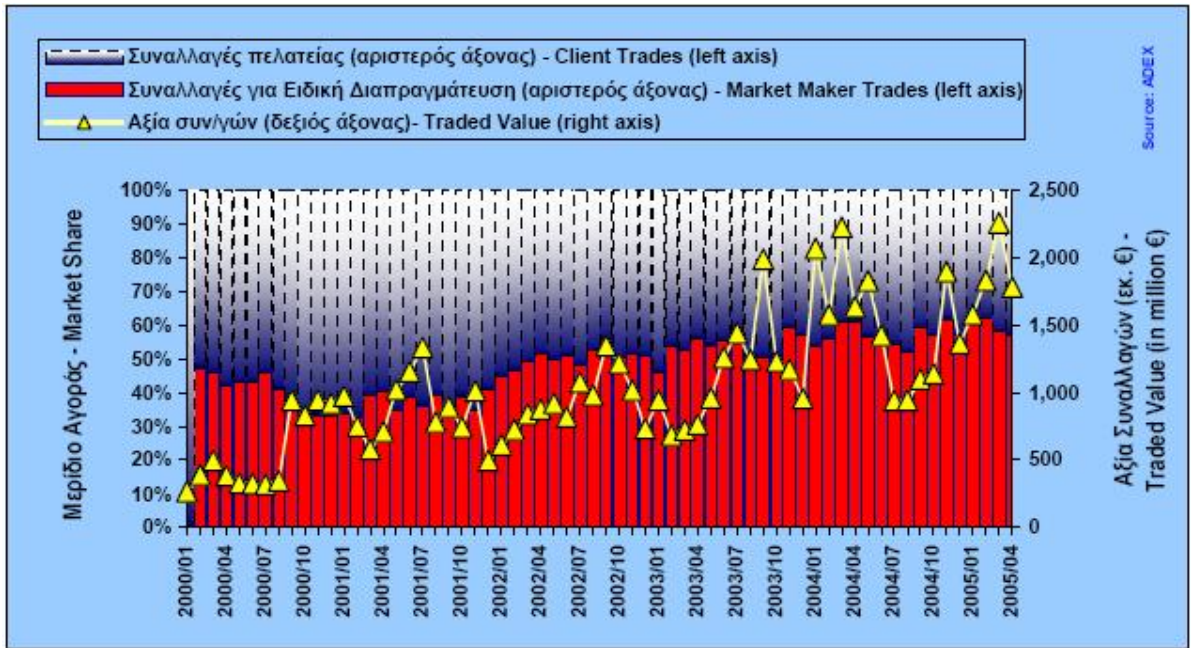
Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στον FTSE/ASE-20 - FTSE/ASE-20 Stock Index Futures



Διάγραμμα 3.9 μέσος ημερήσιος όγκος & ανοικτές θέσεις

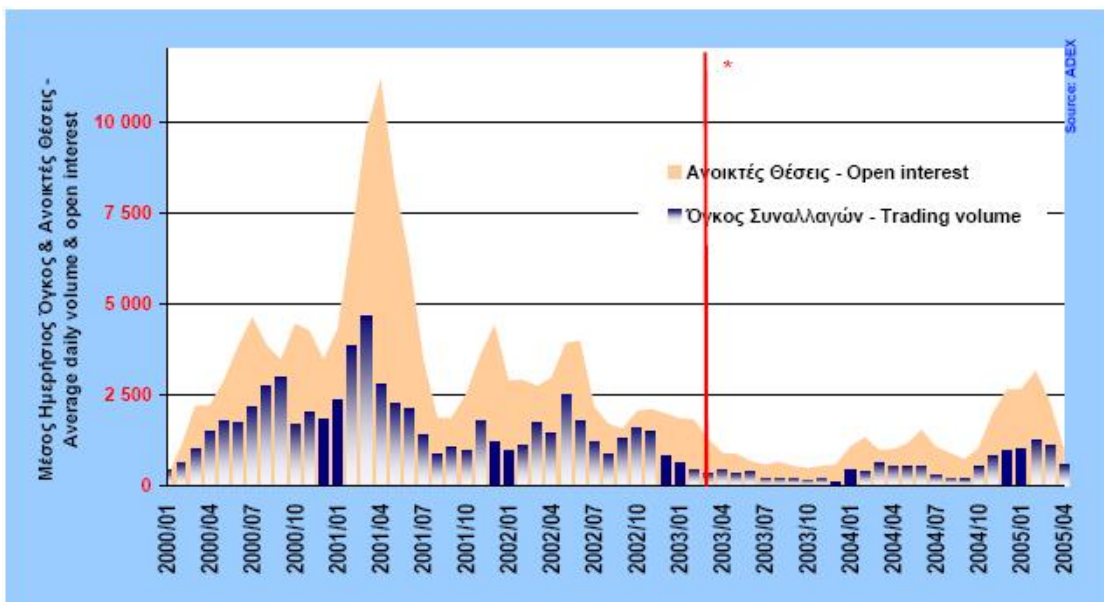
	Εργασίες Ημέρες - Trading days	Μέσος Ημερήσιος Όγκος συναλλαγών - Daily Average Traded Volume	Αξία συναλλαγών (ακατ. ευρώ) - Traded Value (mil. Euro)	Λογος αξίας συναλλαγών Παροχολογού / Υποκείμενη - Derivative / Spot traded value ratio	Συνιγές Ειδικών Διαπραγματευτών - Market Maker trades	Συνιγές πελατών - CLIENT Account trades
ΣΥΝΟΛΟ ΕΤΟΥΣ - YEAR TOTAL 2000	252	1,922	6,514.23	24%	37%	63%
ΣΥΝΟΛΟ ΕΤΟΥΣ - YEAR TOTAL 2001	250	5,283	10,464.48	59%	37%	63%
ΣΥΝΟΛΟ ΕΤΟΥΣ - YEAR TOTAL 2002	247	8,442	11,181.61	111%	51%	49%
ΣΥΝΟΛΟ ΕΤΟΥΣ - YEAR TOTAL 2003	247	11,373	13,374.84	76%	53%	47%
ΣΥΝΟΛΟ ΕΤΟΥΣ - YEAR TOTAL 2004	253	11,036	18,146.57	74%	57%	43%
ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ - JANUARY 2005	20	9,791	1,577.87	57%	62%	38%
ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ - FEBRUARY 2005	20	11,061	1,829.47	58%	62%	38%
ΜΑΡΤΙΟΣ - MARCH 2005	20	13,509	2,256.29	74%	58%	42%
ΑΠΡΙΛΙΟΣ - APRIL 2005	20	10,957	1,780.48	69%	57%	43%
ΜΑΪΟΣ - MAY 2005						
ΙΟΥΝΙΟΣ - JUNE 2005						
ΙΟΥΛΙΟΣ - JULY 2005						
ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ - AUGUST 2005						
ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ - SEPTEMBER 2005						
ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ - OCTOBER 2005						
ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ - NOVEMBER 2005						
ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ - DECEMBER 2005						
ΣΥΝΟΛΟ ΕΤΟΥΣ - YEAR TOTAL 2005	80	11,329	7,444.11	64%	59%	41%

πίνακας 11



Διάγραμμα 3.10 Μερίδιο αγοράς

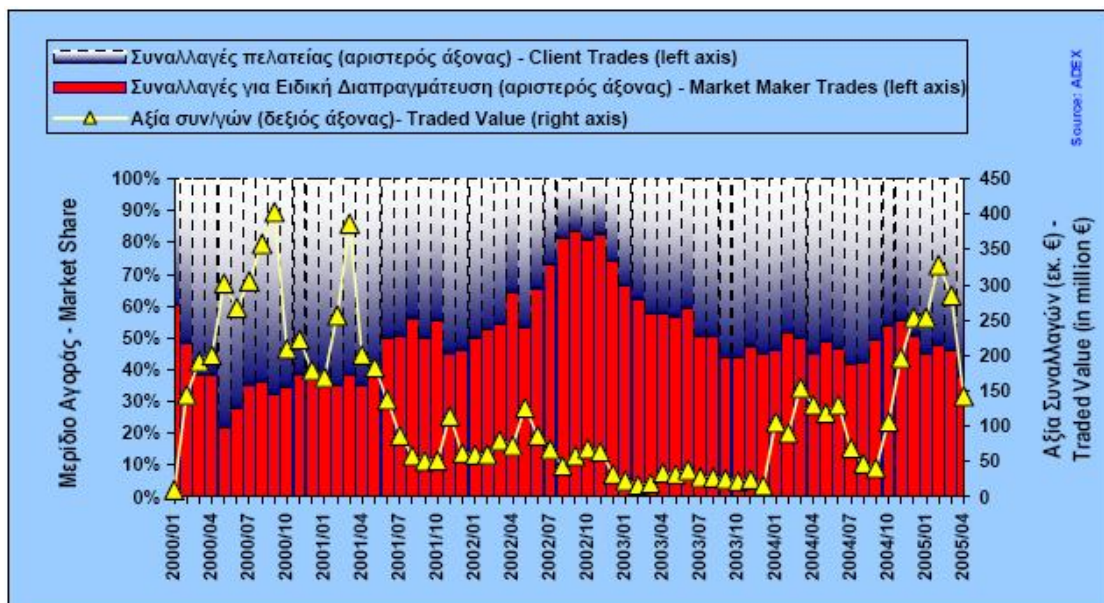
Ø Συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης στον FTSE/ASE Mid-40



Διάγραμμα 3.11 Μέσος Ημερήσιος Όγκος & Ανοικτές θέσεις

	Εργασίμες Ημέρες - Trading days	Μέσος Ημερήσιος Όγκος συνιγών - Daily Average Traded Volume	Αξία συνιγών (εκστ. ευρώ) - Traded Value (mil. Euro)	Λογός αξίας συνιγών Παραγώγου / Υποκείμενη - Derivative / Spot traded value ratio	Συνιγές Ειδικών Διαπραγματεύσεων - Market Maker trades	Συνιγές πελατείας - CLIENT Account trades
ΣΥΝΟΛΟ ΕΤΟΥΣ - YEAR TOTAL 2000	234	1,833	2,792.44	19%	34%	66%
ΣΥΝΟΛΟ ΕΤΟΥΣ - YEAR TOTAL 2001	250	2,099	1,758.49	34%	42%	58%
ΣΥΝΟΛΟ ΕΤΟΥΣ - YEAR TOTAL 2002	247	1,395	819.99	25%	67%	33%
ΣΥΝΟΛΟ ΕΤΟΥΣ - YEAR TOTAL 2003	247	311	306.59	5%	56%	44%
ΣΥΝΟΛΟ ΕΤΟΥΣ - YEAR TOTAL 2004	253	517	1,442.02	33%	49%	51%
ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ - JANUARY 2005	20	1,040	254.07	45%	45%	55%
ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ - FEBRUARY 2005	20	1,257	328.08	51%	48%	52%
ΜΑΡΤΙΟΣ - MARCH 2005	20	1,125	285.03	49%	46%	54%
ΑΠΡΙΛΙΟΣ - APRIL 2005	20	591	142.28	45%	38%	62%
ΜΑΪΟΣ - MAY 2005						
ΙΟΥΝΙΟΣ - JUNE 2005						
ΙΟΥΛΙΟΣ - JULY 2005						
ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ - AUGUST 2005						
ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ - SEPTEMBER 2005						
ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ - OCTOBER 2005						
ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ - NOVEMBER 2005						
ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ - DECEMBER 2005						
ΣΥΝΟΛΟ ΕΤΟΥΣ - YEAR TOTAL 2005	80	1,003	1,009.45	48%	45%	55%

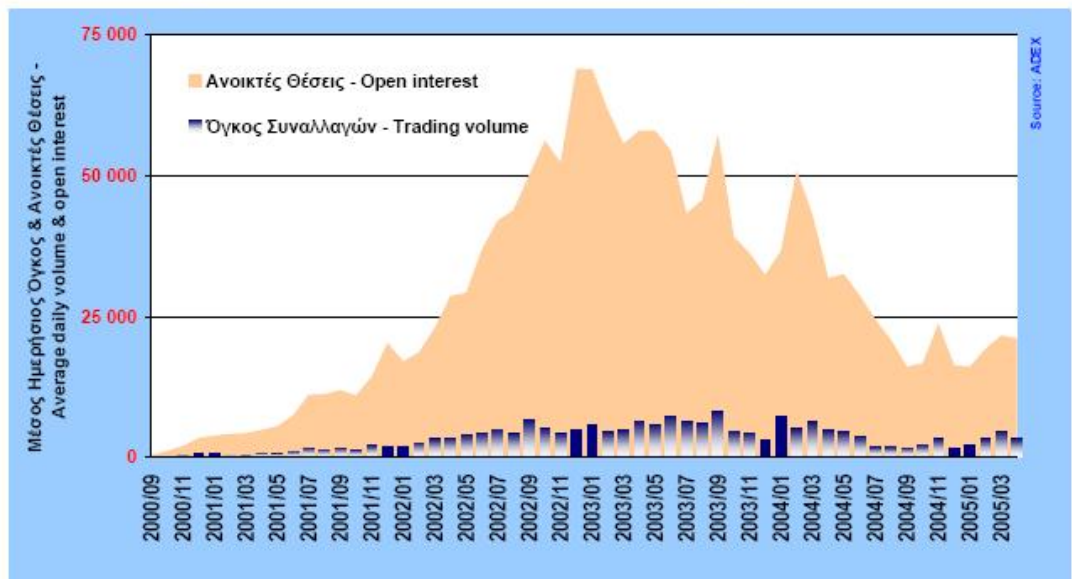
Πίνακας 12



Διάγραμμα 3.12 Μερίδιο αγοράς

Δικαιώματα προαίρεσης στον FTSE/ASE-20

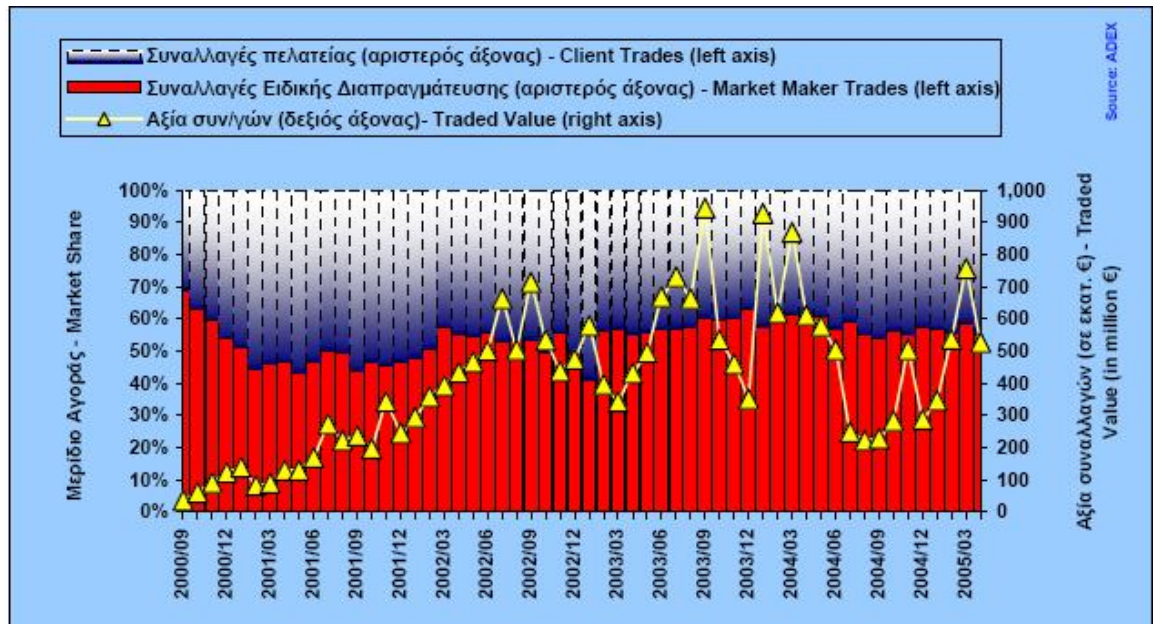
Δικαιώματα Προαίρεσης στον FTSE/ASE-20 - FTSE/ASE-20 Stock Index Options



Διάγραμμα 3.13 Μέσος ημερήσιος όγκος και ανοικτές θέσεις

	Εργάσιμες Ημέρες - Trading days	Μέσος Ημερήσιος Όγκος συναλλαγών - Daily Average Traded Volume	Αξία συναγίων (κατα. ευρώ) - Traded Value (mil. Euro)	Λόγος αξίας συναγίων Παραγώγων / Υποκείμενη - value ratio	Συνίλες Εξισικών Διαπραγματευτών - Market Maker trades	Συνίλες πελατείας - CLIENT Account trades
ΣΥΝΟΛΟ ΕΤΟΥΣ - YEAR TOTAL 2000	78	338	309.02	4%	59%	41%
ΣΥΝΟΛΟ ΕΤΟΥΣ - YEAR TOTAL 2001	250	1,148	2,255.63	13%	47%	53%
ΣΥΝΟΛΟ ΕΤΟΥΣ - YEAR TOTAL 2002	247	4,117	5,776.49	58%	53%	47%
ΣΥΝΟΛΟ ΕΤΟΥΣ - YEAR TOTAL 2003	247	5,548	6,606.23	37%	56%	44%
ΣΥΝΟΛΟ ΕΤΟΥΣ - YEAR TOTAL 2004	253	3,593	5,889.89	24%	58%	42%
ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ - JANUARY 2005	20	2,180	346.93	12%	57%	43%
ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ - FEBRUARY 2005	20	3,258	537.60	17%	56%	44%
ΜΑΡΤΙΟΣ - MARCH 2005	20	4,512	756.14	25%	59%	41%
ΑΠΡΙΛΙΟΣ - APRIL 2005	20	3,240	527.34	20%	55%	45%
ΜΑΙΟΣ - MAY 2005						
ΙΟΥΝΙΟΣ - JUNE 2005						
ΙΟΥΛΙΟΣ - JULY 2005						
ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ - AUGUST 2005						
ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ - SEPTEMBER 2005						
ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ - OCTOBER 2005						
ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ - NOVEMBER 2005						
ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ - DECEMBER 2005						
ΣΥΝΟΛΟ ΕΤΟΥΣ - YEAR TOTAL 2005	80	3,298	2,168.01	19%	57%	43%

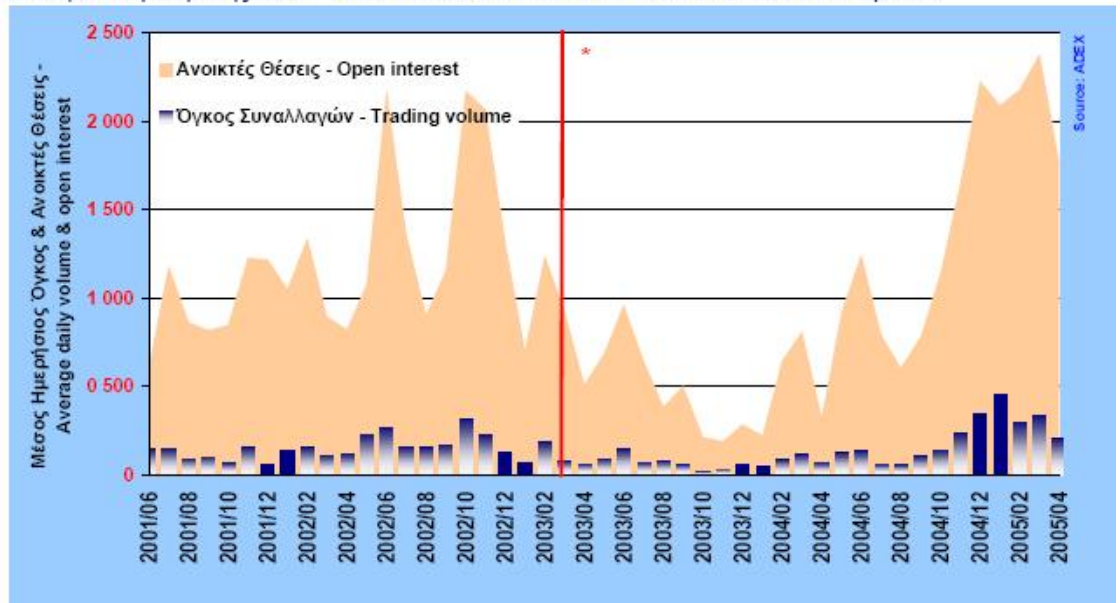
Πίνακας 13



Διάγραμμα 3.16 Μερίδιο αγοράς

Ø Δικαιώματα Προαίρεσης στον FTSE/Mid- 40

Δικαιώματα Προαίρεσης στον FTSE/ASE Mid-40 - FTSE/ASE Mid-40 Stock Index Options

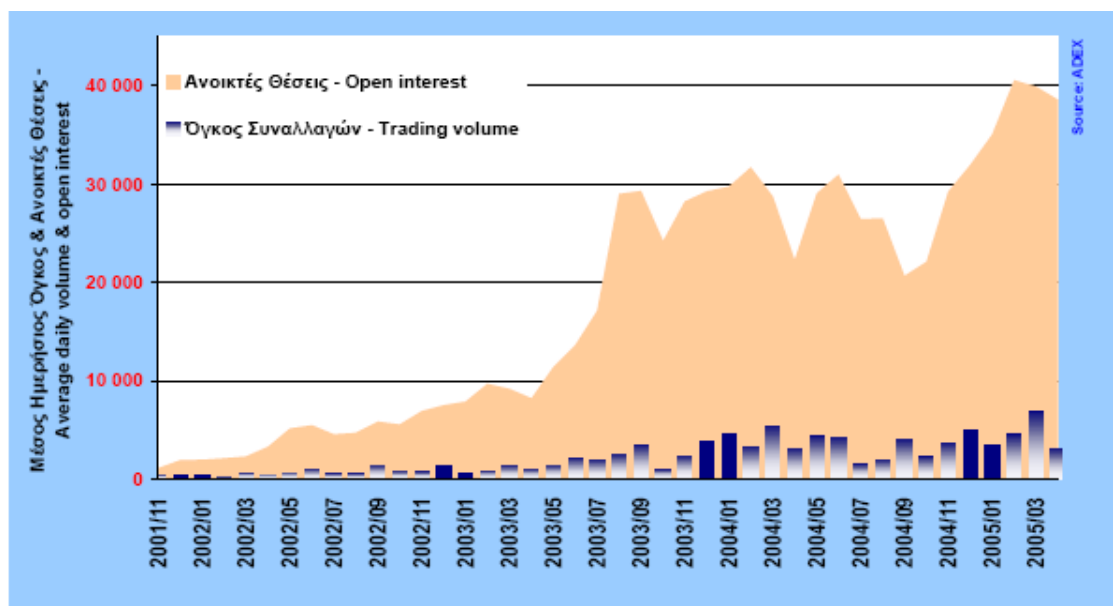


Διάγραμμα 3.15 ημερήσιος όγκος & ανοικτές θέσεις

	Εργασίμες Ημέρες - Trading days	Μέσος Ημερήσιος Όγκος συναλλαγών - Average Traded Volume	Αξία συναλλαγών (εκστ. ευρώ) - Traded Value (mil. Euro)	Λόγος αξίας συναλλαγών Παρονομού / Υποκείμενη - Derivative / Spot traded value ratio	Συνηγές Ειδήσιών Διαπραγματευτών - Market Maker trades	Συνηγές πελάτες - CLIENT Account trades
ΣΥΝΟΛΟ ΕΤΟΥΣ - YEAR TOTAL 2000						
ΣΥΝΟΛΟ ΕΤΟΥΣ - YEAR TOTAL 2001	146	109	45.54	2%	72%	28%
ΣΥΝΟΛΟ ΕΤΟΥΣ - YEAR TOTAL 2002	247	180	104.32	3%	72%	28%
ΣΥΝΟΛΟ ΕΤΟΥΣ - YEAR TOTAL 2003	247	75	76.25	1%	70%	30%
ΣΥΝΟΛΟ ΕΤΟΥΣ - YEAR TOTAL 2004	253	128	355.11	8%	65%	35%
ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ - JANUARY 2005	20	452	110.48	19%	56%	44%
ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ - FEBRUARY 2005	20	296	76.99	12%	59%	41%
ΜΑΡΤΙΟΣ - MARCH 2005	20	333	86.21	15%	66%	34%
ΑΠΡΙΛΙΟΣ - APRIL 2005	20	204	48.71	15%	63%	37%
ΜΑΪΟΣ - MAY 2005						
ΙΟΥΝΙΟΣ - JUNE 2005						
ΙΟΥΛΙΟΣ - JULY 2005						
ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ - AUGUST 2005						
ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ - SEPTEMBER 2005						
ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ - OCTOBER 2005						
ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ - NOVEMBER 2005						
ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ - DECEMBER 2005						
ΣΥΝΟΛΟ ΕΤΟΥΣ - YEAR TOTAL 2005	80	321	322.39	15%	60%	40%

Πίνακας 14

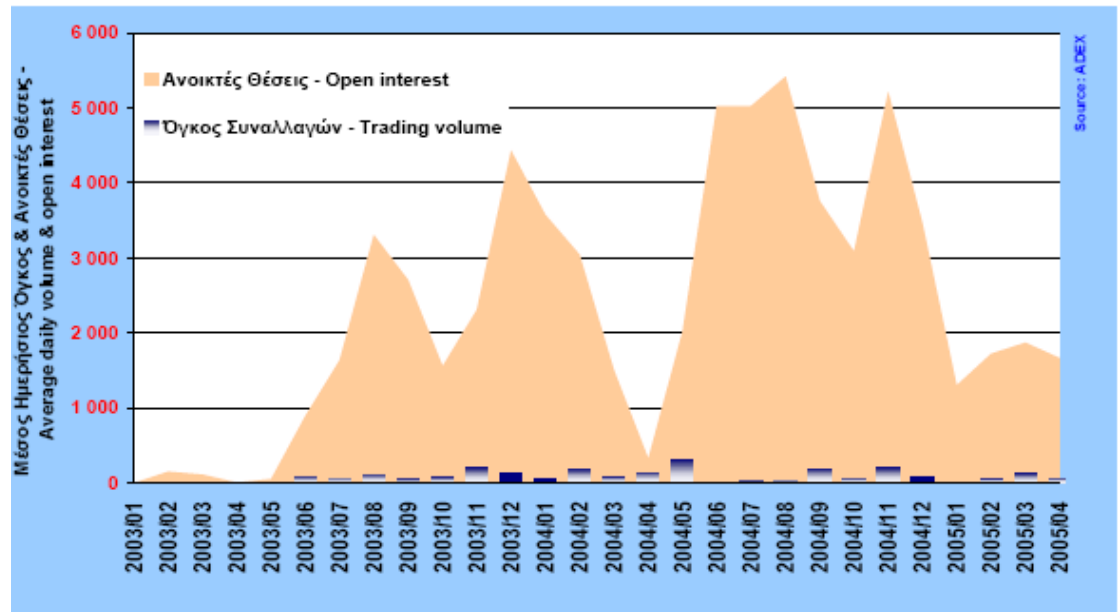
Ø Συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης σε μετοχές



Διάγραμμα 3.16 Μέσος ημερήσιος όγκος & ανοιχτές θέσεις

Ø Δικαιώματα Προαίρεσης σε μετοχές

. Δικαιώματα Προαίρεσης σε μετοχές - Stock Options

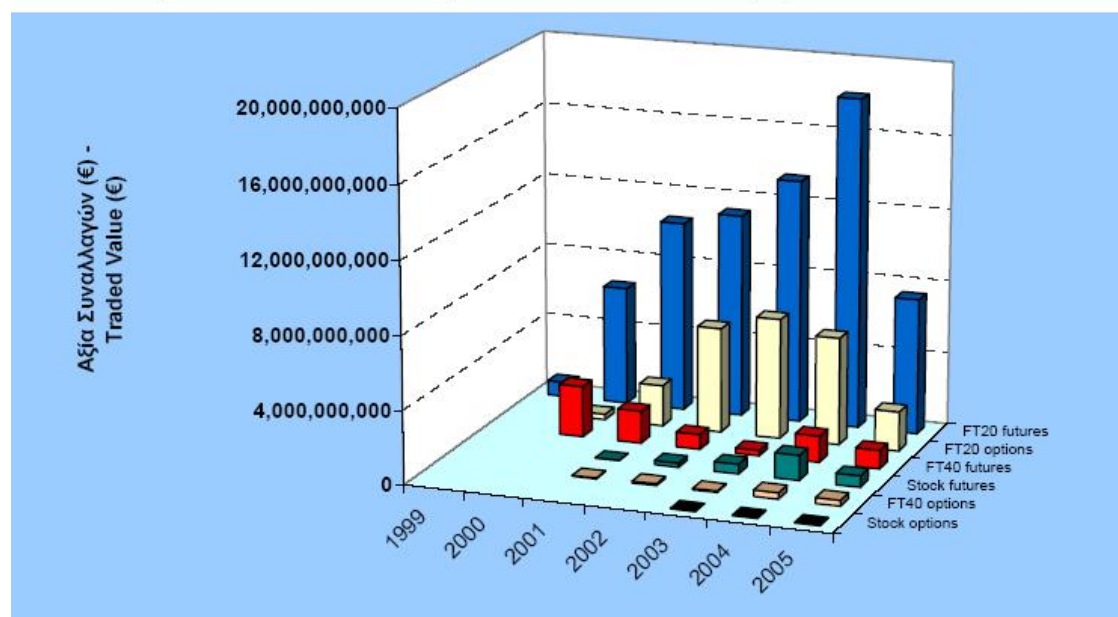


Διάγραμμα 3.17 Μέσος ημερήσιος όγκος & ανοιχτές θέσεις

Ø Στο παρακάτω διάγραμμα φαίνεται η Ετήσια Ονομαστική Αξία Συναλλαγών επί Παραγώγων από τη χρονολογία ίδρύσεως του μέχρι το 2005

Διάγραμμα 3.18 Αξία Συναλλαγών

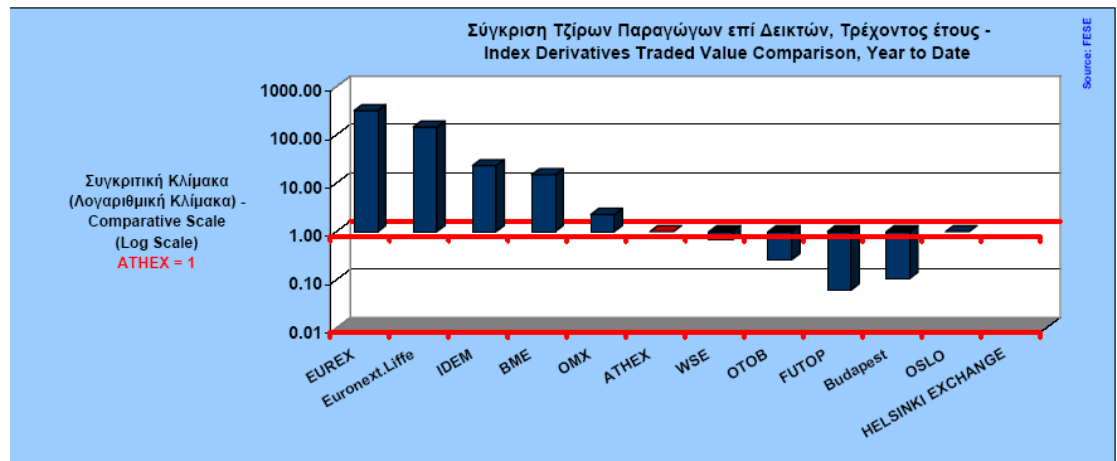
Χρηματιστήριο Αθηνών Αγορά Παραγώγων : Ετήσια Ονομαστική Αξία Συναλλαγών επί Παραγώγων (σε €) - Athens Exchange Derivatives Market : Yearly Nominal Value of Derivatives (in €)



3.7 Ευρωπαϊκά Χρηματιστήρια

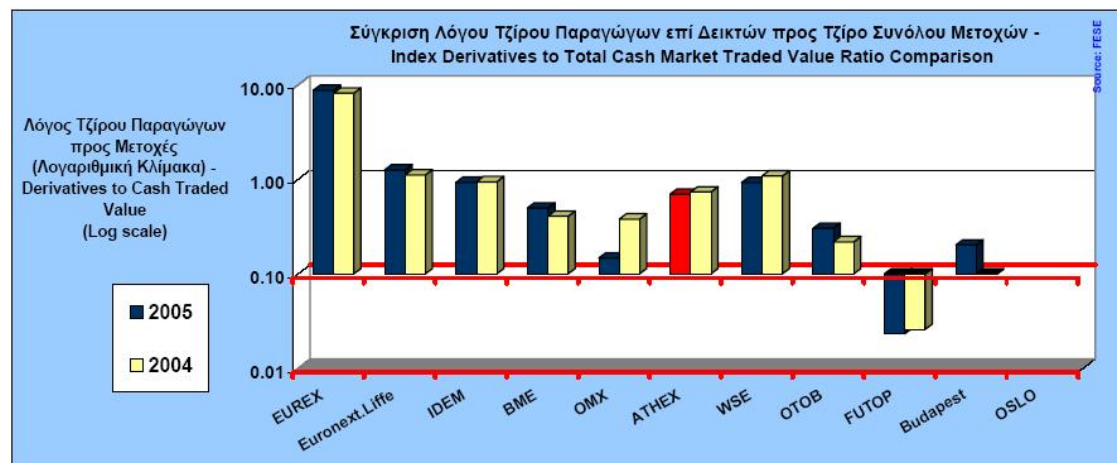
3.7.1 Σύγκριση τζιρών Αγορών Παραγώγων επί Δεικτών

Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται, σε λογαριθμική κλίμακα, η κανονικοποιημένη αξία συναλλαγών, της Αγοράς Παραγώγων των μεγαλύτερων Ευρωπαϊκών Χρηματιστηρίων, με βάση την αξία συναλλαγών στην Αγορά Παραγώγων του ΧΑ.



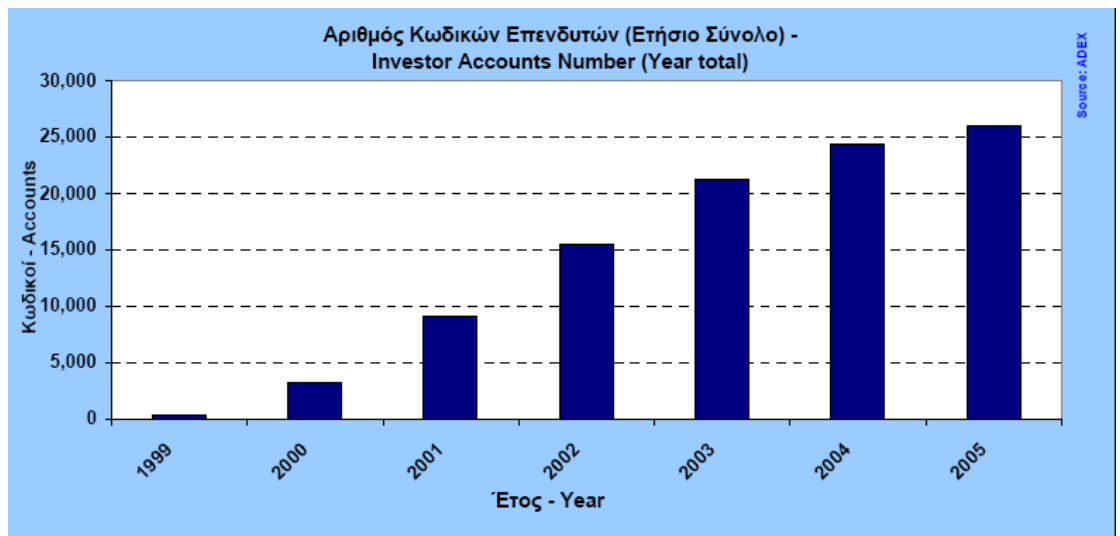
Διάγραμμα 3.19 Σύγκριση τζιρών επί Δεικτών

Ø Σύγκριση Λόγου τζιρού Παραγώγων επί Δεικτών προς Τζίρο Συνόλου Μετοχών



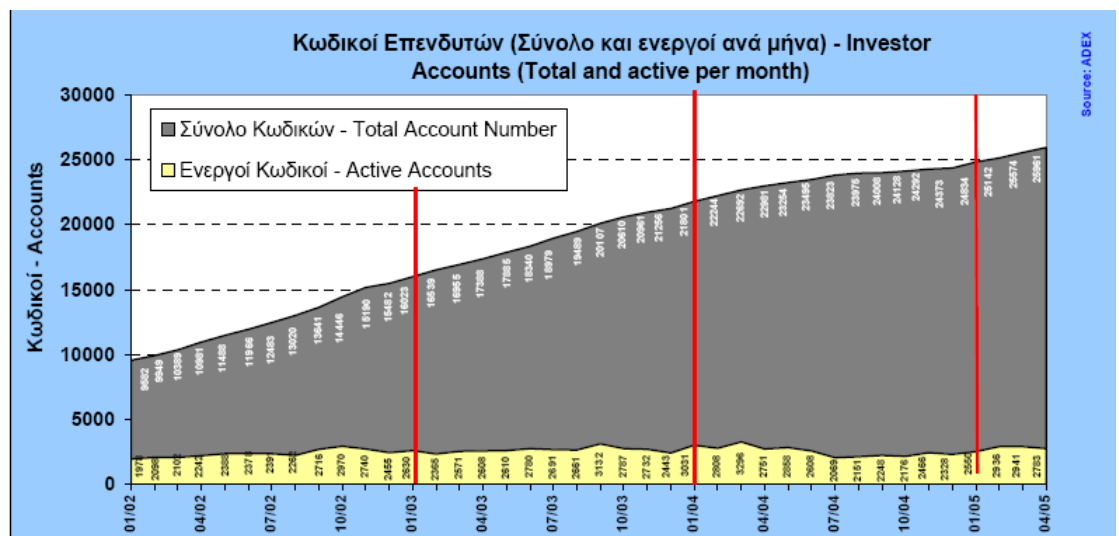
Διάγραμμα 3.20 Λόγος τζιρού παραγώγων προς μετοχές

Κινητικότητα επενδυτών

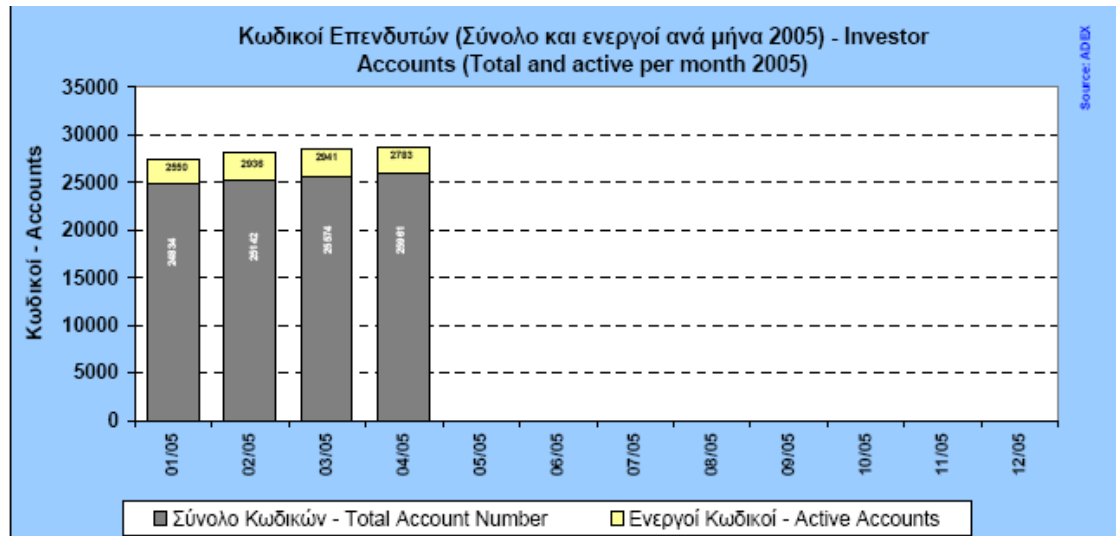


Διάγραμμα 3.21 Αριθμός κωδικών επενδυτών

Ø Κωδικοί Επενδυτών (Σύνολο και ενεργοί ανά μήνα)

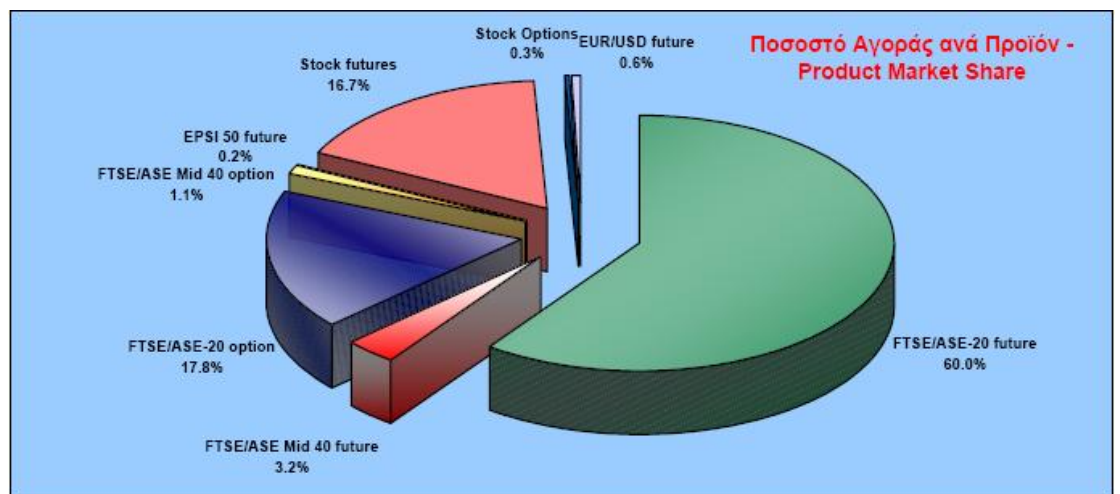


Διάγραμμα 3.22 Κωδικοί επενδυτών



Διάγραμμα 3.23 Σύνολο ενεργών κωδικών

Ø Ποσοστό Αγοράς ανά προϊόν



Διάγραμμα 3.24 Ποσοστό Αγοράς ανά προϊόν

3.7.2 Σύγκριση με άλλα Ευρωπαϊκά Χρηματιστήρια

Α) ΣΜΕ σε Δείκτες - Stock Index Futures (κατάταξη με βάση την αξία συναλλαγών για το 2005 - Ranking based on 2005 Traded Value)						
Χρηματιστήριο Παραγώγων - Derivatives Exchange	Χώρα - Country	Συνολικός Όγκος Συναλλαγών - Total Traded Volume		Συνολικός Τύπος (εκατ. €) - Total Trading Value (mil. €)		% Μεταβολή Μέσου Μηνιαίου Τύπου - Value Change
		2004	2005	2004	2005	
1. EUREX	Germany, Switzerland	161,700,235	41,189,895	6,653,377.0	1,822,340.0	9.6%
2. Euronext.Liffe	Holland, Belgium, France, Portugal, Un. Kingdom	52,732,215	12,982,538	2,728,260.0	732,744.0	7.4%
3. IDEM	Italy	4,816,955	1,209,638	508,617.7	151,353.5	19.0%
4. BME	Spain	4,473,114	1,244,916	366,909.5	115,668.8	26.1%
5. OMX	Sweden, Finland	16,460,920	4,429,893	125,478.1	n/a	n/a
6. ATHEX	Greece	2,922,919	759,088	19,585.4	6,539.1	33.6%
7. WSE	Poland	3,517,782	1,117,141	13,580.5	5,483.9	61.5%
8. OTOB	Austria	76,050	35,026	2,670.9	1,525.3	128.4%
9. Budapest	Hungary	227,406	126,919	1,060.4	913.6	244.6%
10. FUTOP	Denmark	555,048	125,997	2,014.9	516.8	2.6%
11. HELSINKI (merged with OMX)						
12. OSLO	Norway	677,513	132,038	n/a	n/a	n/a

Πηγή: Federation of European Securities Exchanges

Πίνακας 13 Σύγκριση με Ευρωπαϊκά Χρηματιστήρια Παραγώγων

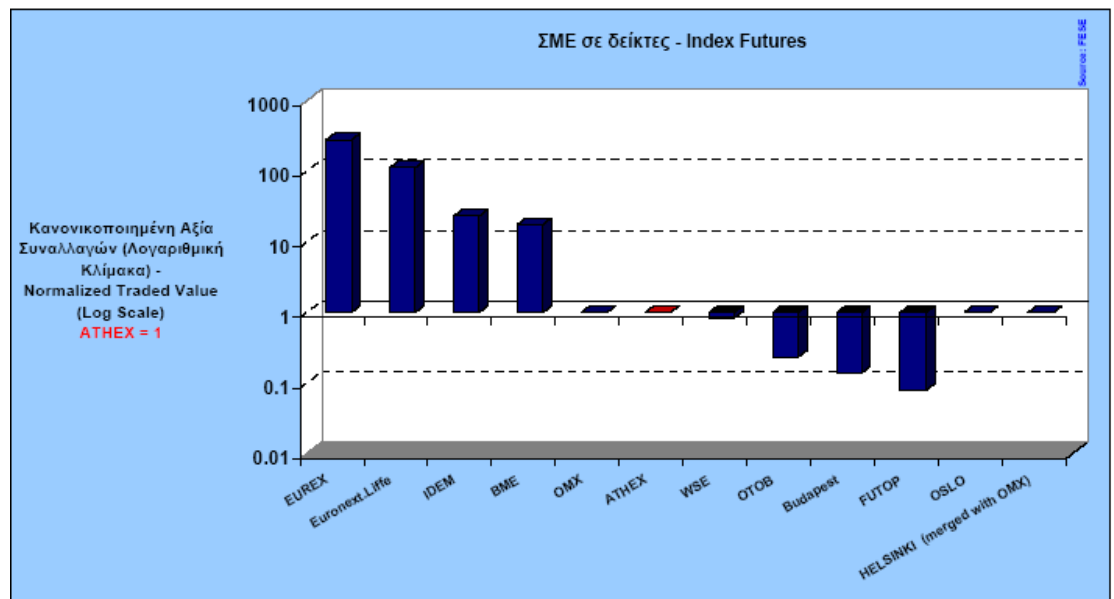
Β) Δικαιώματα σε Δείκτες - Stock Index Options (κατάταξη με βάση την αξία συναλλαγών για το 2005 - Ranking based on 2005 Traded Value)						
1. EUREX	Germany, Switzerland	117,114,860	32,976,874	2,927,904.3	888,246.8	21.3%
2. Euronext.Liffe	Holland, Belgium, France, Portugal, Un. Kingdom	99,607,852	22,014,321	2,078,315.0	512,117.0	-1.4%
3. IDEM	Italy	2,190,807	576,516	152,839.1	44,668.3	16.9%
4. OMX	Sweden, Finland	8,947,439	2,306,812	67,587.0	19,059.7	12.8%
5. BME	Spain	294,750	114,227	24,234.3	10,631.9	75.5%
6. ATHEX	Greece	941,387	220,631	6,245.2	1,914.4	22.6%
7. OTOB	Austria	40,835	13,810	1,502.7	684.3	82.2%
8. WSE	Poland	124,392	43,065	482.5	214.3	77.7%
9. FUTOP	Denmark	1,299	140	4.6	0.5	-56.5%
10. Budapest	Hungary					n/a
11. HELSINKI (merged with OMX)						n/a
12. OSLO	Norway	695,672	105,149	n/a	n/a	n/a

Πηγή: Federation of European Securities Exchanges

Πίνακας 14 Σύγκριση με Ευρωπαϊκά Χρηματιστήρια Παραγώγων με βάση την αξία συναλλαγών για το 2005

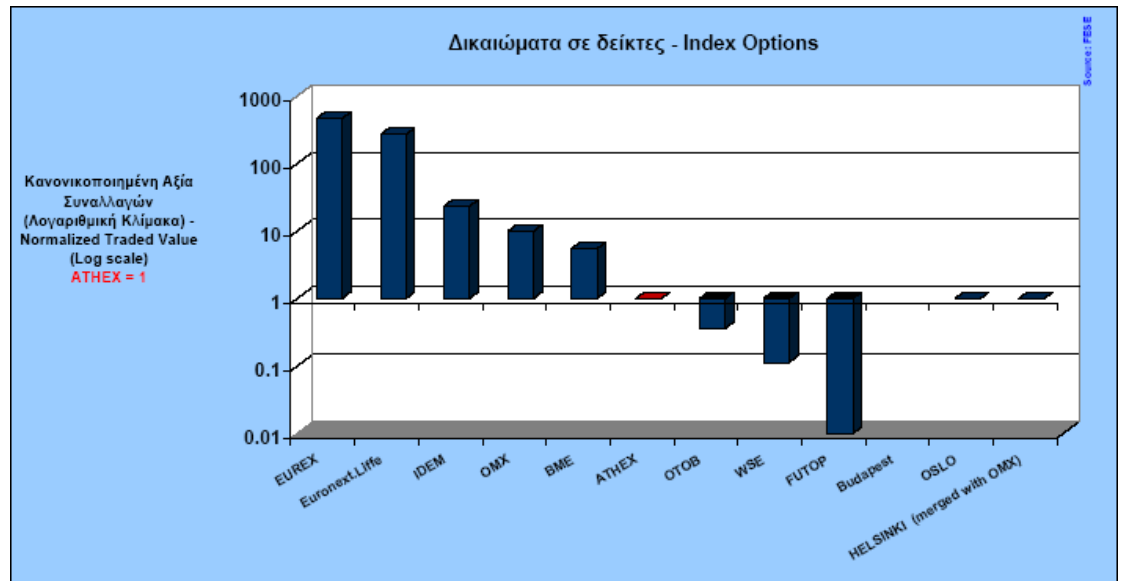
3.7.3 Σύγκριση αξίας Συναλλαγών ΣΜΕ σε δείκτες

Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται, σε λογαριθμική κλίμακα, η κανονικοποιημένη αξία συναλλαγών των ΣΜΕ επί δεικτών των μεγαλύτερων Ευρωπαϊκών Χρηματιστηρίων Παραγώγων, με βάση σύγκρισης (βάση=1,00) την αξία συναλλαγών ΣΜΕ επί δεικτών στην Αγορά Παραγώγων στο ΧΑ.



Διάγραμμα 3.25 Κανονικοποιημένη αξία συναλλαγών

Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται, σε λογαριθμική κλίμακα, η κανονικοποιημένη αξία συναλλαγών των δικαιωμάτων επί δεικτών των μεγαλύτερων Ευρωπαϊκών Χρηματιστηρίων Παραγώγων, με βάση σύγκρισης (βάση=1,00) την αξία συναλλαγών των δικαιωμάτων επί δεικτών στην Αγορά Παραγώγων στο ΧΑ.



Διάγραμμα 3.26 Κανονικοποιημένη Αξία Συναλλαγών

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

&

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Σαφώς είναι ξεκάθαρο η προστασία που μας παρέχει η αγορά ενός παραγώγου στον σωστό χρόνο. Αντισταθμίζοντας τον κίνδυνο (hedging) με σωστή επιλογή στην τιμή εξάσκησης, το χαρτοφυλάκιό μας δεν διακινδυνεύει. Οι πιο γνωστές εφαρμογές πέραν της διαχείρισης κινδύνου, είναι η μείωση του κόστους, η είσοδος και έξοδος από την αγορά, η κερδοσκοπική αντιστάθμιση, η κερδοσκοπία και η ενίσχυση αποδόσεων.

Τα σενάρια που μπορεί να συμβούν είναι πολλά και διάφορα και αυτά είναι που θα διαμορφώσουν την στρατηγική που θα λάβουμε για να προστατεύσουμε την θέση μας.

Γνωρίζοντας σωστά τους μηχανισμούς των παραγώγων και χωρίς επιπόλαιες κινήσεις, μπορεί να αποδειχτούν σωτήριες σε περιπτώσεις λανθασμένης εκτίμησης της πορείας της αγοράς. Η εστίασή μας θα πρέπει να υπάρχει στην υιοθέτηση για διαμόρφωση μίας στρατηγικής αντιμετώπισης ενός κακού σεναρίου.

Αντιθέτως, η κερδοσκοπία πάνω στα προϊόντα αυτά, μπορεί να αποφέρει τεράστια κέρδη χρησιμοποιώντας μικρά κεφάλαια λόγω της μεγάλης μόχλευσης (leverage) που τα χαρακτηρίζουν αλλά από την άλλη μεριά τεράστιες ζημιές ακόμη και ολοκληρωτικό χάσιμο του επενδυμένου κεφαλαίου σε περίπτωση που η αγορά δεν κινηθεί με το μέρος μας. Για αυτό πρέπει να χρησιμοποιούνται με σύνεση και με στόχο την αντιστάθμιση κινδύνου σε ανοιχτές θέσεις μετοχών ή αντιστάθμιση παραγώγων με παράγωγα. Για παράδειγμα, εάν διαβλέπουμε μία άνοδο κάποιας μετοχής και ανοίξουμε μόνον μία θέση με Δικαίωμα Αγοράς χωρίς να κατέχουμε τις ίδιες τις μετοχές, θα ήταν συνετό εάν πάρει την άνοδο η μετοχή να ανοίξουμε παράλληλα και μία θέση με χαμηλότερη τιμή εξάσκησης σε Δικαιώματα Πώλησης της ίδιας της μετοχής προκειμένου να προστατευτούμε στην αντίθετη περίπτωση εάν η μετοχή διορθώσει.

Η τακτική παρακολούθηση καθώς και η ρευστοποίησή τους στα επίπεδα που ικανοποιούν τους στόχους που έχουν τεθεί εξαρχής, χαρακτηρίζουν τον επενδυτή που ξέρει πότε να κλείσει την θέση του και να απορροφήσει το κέρδος ή την ζημία του. Η αντίθετη περίπτωση, όπου η επιπολαιότητα και η απληστία θα επικρατήσουν, το πιθανότερο είναι να έχουν δυσάρεστα αποτελέσματα..

Αυτή ήταν μία γρήγορη ανάπτυξη του τρόπου λειτουργίας των παραγώγων και συγκεκριμένα των Δικαιωμάτων Προαίρεσης (Options). Ο αναγνώστης θα πρέπει να μελετήσει το κείμενο τόσες φορές όσες νομίζει πως χρειάζεται να το κατανοήσει σε βάθος. Η αφομοίωση και κατανόηση της δομής τους, είναι βασική αρχή και στρατηγική κίνηση για όσους θέλουν να γίνουν χρήστες και να λάβουν ενεργά μέρος στην αγορά αυτή.

Σημαντικός στόχος του Χ.Π.Α είναι η μέγιστη ρευστότητα, με αξιοπιστία, η οργάνωση και η υποστήριξη των συναλλαγών στη χρηματιστηριακή αγορά παραγώγων, η οργάνωση της λειτουργίας του συστήματος συναλλαγών, καθώς και κάθε συναφής δραστηριότητα.

Τα μεγαλύτερα χρηματιστήρια που διαπραγματεύονται παράγωγα και κυρίως futures είναι το Chicago Board of Trade (C.B.O.T.) και το Chicago Mercantile Exchange (C.M.E). Φυσικά το Χ.Π.Α δεν μπορεί να συγκριθεί με αυτά τα δύο Χρηματιστήρια. Παρόλα αυτά η ανάπτυξη ου Χ.Π.Α είναι ραγδαία. Τα μέλη διαπραγμάτευσης έχουν πολλαπλασιαστεί σε σχέση με το έτος ίδρυσης του, και το ίδιο ισχύει για τα άμεσα και γενικά εκκαθαριστικά μέλη. Το 1999 τα μέλη διαπραγμάτευσης ήταν 20 και το ίδιο τα άμεσα και γενικά εκκαθαριστικά μέλη. Το 2005 τα μέλη διαπραγμάτευσης ανήλθαν στα 60 και τα μέλη εκκαθάρισης στα 49 αντίστοιχα. Ο όγκος συναλλαγών συμβολαίων έχει πολύ σημαντική αύξηση, γεγονός που δείχνει ότι ο φαινόμενο της υποτονικότητας και της διστακτικότητας που κυριαρχούσε στην αρχή αρχίζει σιγά σιγά να εξαφανίζεται, και κάτι ανάλογο ισχύει και για τα προϊόντα του Χ.Π.Α. Τα νούμερα είναι αυτά που το αποδεικνύουν. Ο όγκος συναλλαγών το 1999 ήταν 48.877 και το 2005 ανήλθε στα 5.123.984 και για τα προϊόντα, ενώ το 1999 ενώ ήταν μόνο 1 το 2005 έφτασαν τα 11.

Ευρωπαϊκά Χρηματιστήρια

Χρηματιστήριο Παραγώγων - Exchange	Χώρα - Country	Λόγος Τύπου Παραγώγων προς Μετοχές - Derivatives to Spot Traded Value RATIO		Τύπος Αγοράς Μετοχών (κτ €) - Stock Traded Value (m €)		
		2004	2005	03/2005		
1. EUREX	Germany, Switzerland	8.20	8.78	115,473	1,098,348	9.51
2. Euronext.Liffe	Holland, Belgium, France, Portugal, Un. Kingdom	1.12	1.26	379,612	517,780	1.36
3. IDEM	Italy	0.94	0.93	71,381	80,158	1.12
4. BME	Spain	0.41	0.50	85,741	42,149	0.49
5. OMX	Sweden, Finland	0.38	0.15	45,233	6,679	0.15
6. ATHEX	Greece	0.74	0.70	4,085	3,392	0.83
7. WSE	Poland	1.09	0.93	1,876	2,463	1.31
8. OTOB	Austria	0.22	0.30	2,652	1,449	0.55
9. FUTOP	Denmark	0.03	0.02	10,057	163	0.02
10. Budapest	Hungary	0.10	0.20	1,680	434	0.26
11. OSLO	Norway	N/A	N/A	11,291	N/A	N/A
12. HELSINKI EXCHANGE	Finland	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

Πίνακας 14

Μιλώντας τώρα για το Χ.Π.Α ανάμεσα στα υπόλοιπα Ευρωπαϊκά Χρηματιστήρια θα μπορούσε να ειπωθεί ότι η θέση που κατέχει δεν είναι φυσικά η επιθυμητή αλλά ούτε απογοητευτική. Ο πίνακας 14 που προηγείται είναι αντιπροσωπευτικός και βοηθάει να αντιληφθούμε τη θέση του Χ.Π.Α στην Ευρώπη.

Οι περισσότεροι κίνδυνοι σχετικά με τη χρήση των παραγώγων πηγάζουν από την ανικανότητα κατανόησης της λειτουργίας της εκάστοτε αγοράς παραγώγων και την ανεπάρκεια στη διαχείριση εσωτερικού κινδύνου και ελέγχου. Τρανταχτό παράδειγμα αποτελεί η χρεοκοπία της Barings, το 1995. Η παλαιότερη βρετανική τράπεζα, με ιστορία 230 χρόνων,

πουλήθηκε έναντι μιας στερλίνας. Οι σημαντικές ζημιές που κατέγραψε η θυγατρική τής τράπεζας στη Σιγκαπούρη ήταν η βασική αιτία της χρεοκοπίας. Ο ανεπαρκής εσωτερικός έλεγχος στα εκεί γραφεία επέτρεψε τη δημιουργία ακάλυπτων θέσεων σε Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης. Τα δικαιώματα, από την άλλη, στον Δείκτη ΝΙΚΚΕΙ 225 επίκεντρο έναν και μόνο χρηματιστή παραγώγων επέφεραν ζημιές που ξεπερνούσαν το συνολικό μετοχικό κεφάλαιο της τράπεζας. Επίσης οι στατιστικές δεν είναι αυτές που απεικονίζουν πάντα τις πραγματικές συνθήκες. Η ροπή των στελεχών στη χρήση των στατιστικών μελετών (που αποδεικνύουν πως πιθανότητα ενός γεγονότος να συμβεί είναι απειροελάχιστη) για υποστήριξη αποφάσεων, μπορεί να αποβεί μοιραία για επενδυτικά κεφάλαια. Ποιος δε θα ισχυριζόταν πως μια καταστροφή σαν αυτή της 11^{ης} Σεπτεμβρίου 2001 στο Διεθνές Εμπορικό Κέντρο της Νέας Υόρκης είχε απειροελάχιστες πιθανότητες να συμβεί; Και όμως, συνέβη. Τέτοιου είδους αναπάντεχα γεγονότα, σε συνδυασμό με την ανεπάρκεια όσον αφορά τη διαχείριση επενδυτικού (Risk Management) και τη μόχλευση, μπορεί να προκαλέσουν την κατάρρευση επενδυτικών εταιρειών, αν οι θέσεις στην αγορά παραγώγων δεν καλύπτουν την πιθανότητα πραγματοποίησης ενός ανάλογου γεγονότος.

Η ανάπτυξη της πληροφορικής και της τεχνολογίας έχουν οδηγήσει στην εκρηκτική ανάπτυξη και καινοτομία των παραγώγων. Δεν είναι αυτό μόνο αρκετό όμως. Από την δικιά του πορεία μέχρι τώρα το Χ.Π.Α, την πορεία των ξένων Χρηματιστηρίων Παραγώγων και από κάποια καταστροφικά λάθη εταιρειών που αναφέρθηκαν παραπάνω θα πρέπει να μάθει να εξελίσσεται.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Ο Έλληνας θεωρούσε το Χρηματιστήριο Παραγώγων προνόμιο των «ολίγων» και των «ειδικών». Τα τελευταία χρόνια πολλά πράγματα αλλάζουν προς το καλύτερο.

Παρόλα αυτά οι ενέργειες δεν πρέπει να σταματήσουν. Οι νέες και υγιείς εταιρείες πρέπει να εξακολουθούν να εισάγονται στο Χρηματιστήριο και ο αριθμός των επενδυτών να αυξηθεί, γι αυτό οι υπεύθυνοι του Χ.Π.Α πρέπει να δώσουν κίνητρα και τα ήδη υπάρχοντα μέλη να είναι οι καλύτεροι διαφημιστές. Έτσι λοιπόν και αυτοί πρέπει να παρουσιάσουν την εμπειρία τους με όλες τις πτυχές τους αρνητικές και θετικές ώστε να βοηθήσουν τους πιθανούς μελλοντικούς επενδυτές. Πρέπει να θεσπιστούν θεσμικά μέτρα και προγράμματα εκσυγχρονισμού που θα βελτιώσουν τη λειτουργία του Χρηματιστηρίου. Τα Μ.Μ.Ε πρέπει να αρχίσουν να ασχολούνται συστηματικά με το Χ.Π.Α και όχι μόνο να ενημερώνουν αλλά και να συμβουλεύουν το κοινό με τη βοήθεια και εξουσιοδοτημένων ατόμων και αρμοδίων.

Ο ρόλος του Χ.Π.Α μέσα στην ελληνική οικονομία αναβαθμίζεται συνεχώς. Έτσι ο Έλληνας έχει αρχίσει να δείχνει το ενδιαφέρον του όλο και περισσότερο γι αυτό. Όμως πολλοί είναι ακόμη αυτοί που το θεωρούν μια περίπλοκη διαδικασία, φοβισμένοι ίσως και από την ειδικευμένοι ορολογία των επαγγελματιών του χώρου αυτού.

Με την εργασία αυτή προσπάθησα να βοηθήσω και να ενημερώσω ακόμη και τον αμύητο αναγνώστη με απλά και βασικά θέματα αλλά και να ενημερώσω και τον πιο ειδικό με πιο εξειδικευμένα και περίπλοκα θέματα.

Μετά τη μελέτη αυτή όμως ένα από τα συμπεράσματα είναι ότι χρειάζεται εμπειρία χρόνων για να αποκτηθεί η γνώση που απαλλάσσει τα παράγωγα από οποιαδήποτε ευθύνη. Οτιδήποτε καινούργιο οι άνθρωποι έχουν την τάση να το κατηγορούν. Είναι επόμενο, για όσους δεν γνωρίζο-

υν, να κατηγορούν το Χρηματιστήριο Παραγώγων για την πορεία της Ελληνικής Χρηματιστηριακής αγοράς.

Πρέπει να μάθουμε από τα λάθη των άλλων χωρών (για παράδειγμα κατάρρευση της Enron) και είναι αδιανόητο στην εποχή της πληροφόρησης, αντί να προσπαθούμε να μάθουμε από αυτά, ώστε να μην τα επαναλαμβάνουμε και να μελετάμε προκειμένου να καταλάβουμε πώς να χρησιμοποιούμε το καινούργιο αυτό χρηματοοικονομικό προϊόν (παράγωγο), να αναλωνόμαστε σε προσπάθειες δυσφήμισης τους.

Τα παράγωγα αν χρησιμοποιηθούν σωστά, μπορούν να αποτελέσουν πολύτιμο βοήθημα για τους επενδυτές (επαγγελματίες και μη) στην προσπάθεια τους να «επιβιώσουν» σε νευρικές πτωτικές περιόδους. Σε καμιά περίπτωση όμως δεν πρέπει να συνδέονται τα παράγωγα με την πτώση της αγοράς. Ο αποδόσεις των παραγώγων είναι οι ίδιες είτε η αγορά είναι πτωτική, είτε είναι ανοδική. Επιπλέον, θα πρέπει κάθε φορά που ακούμε ή διαβάζουμε μια αρνητική κριτική για τους «σορτάκηδες(!)» - όπως είναι γνωστοί στο χώρο- αυτοί που πουλάνε (short) Σ.Μ.Ε και ρίχνουν την αγορά προκειμένου να κερδίσουν από τα Σ.Μ.Ε, να αναρωτηθούν ποιοι έχασαν τα λεφτά που οι «σορτάκηδες» κέρδισαν. Ποιοι δηλαδή αγόρασαν αυτά τα Σ.Μ.Ε και κατά συνέπεια έχασαν αυτά τα τεράστια ποσά. Το να προσπαθούμε να προσωποποιήσουμε την αιτία της ζημιάς μας μπορεί να είναι ανακουφιστικό, δεν σημαίνει όμως πως είναι και σωστό. Κατά τη γνώμη μας κανείς δεν φταίει για την εκάστοτε πορεία της αγοράς και κανείς δεν είναι αρκετά ισχυρός ώστε να χειραγωγήσει μακροπρόθεσμα. Η αγορά αντιστρέφει την τάση της όταν έρθει η ώρα να το κάνει, είτε το θέλουν οι «σορτάκηδες» (και αντιστοίχως σε περιόδους υπέρμετρης ευφορίας, οι υπέρ υπεραισιόδοξοι) είτε όχι. Η διαφορά είναι πως στην ανοδική αγορά κερδίζουν όλοι οι επενδυτές, με συνέπεια κανείς να μην ψάχνει κάποιο εξιλαστήριο θύμα στο οποίο θα προσάψει την (πολλές φορές παράλογη) άνοδο.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Ε. Βούλγαρη – Παπαγεωργίου, (1999), Χρηματιστήριο αξιών & Χρηματιστήριο Παραγώγων, 4η Έκδοση, Εκδόσεις σύγχρονη εκδοτική Αθήνα.
- Τσερεγκούνης Γ., (2000), Το Χρηματιστήριο και πως κέρδισα από αυτό, Εκδόσεις Δέλτα
- Μαλινδέτου.Β. – Μαλινδέτος.Π., (1999), Χρηματιστήριο, Εκδόσεις Παπαζήσης
- Θεοδωρόπουλος.Θ, (1999), Χρηματιστηριακές Επενδύσεις, Εκδόσεις Σταμούλης.Α.
- Μαθιόπουλος Χ.Η. (1996), Μικρό Εγχειρίδιο του επενδυτή, Εκδόσεις Εστία
- Κωτσάκης Δ. (1999) Χρηματιστήριο Τζόγος ή Επένδυση, Εκδόσεις Ηχώχρωμα.
- Mangiero S, (2003), “Derivative and their impact on company value,”, Timely news, analysis and resources for defensible valuations. Expert from Vol,11.No.
- Χριστοδούλου.Σ, (2005), «Παράγωγα προϊόντα για επενδυτές με ρίσκο και ορίζοντα», ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ εφημερίδα ΤΑ ΝΕΑ.
- « Ηαξία του κινδύνου. Η διαχείριση κινδύνων και η θεωρία των ακραίων τιμών». (2005), ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ εφημερίδα ΤΑ ΝΕΑ.
- «Η ασφάλεια των κινδύνων»,(2005), ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ εφημερίδα ΤΑ ΝΕΑ.
- CD – ROM Ο Σύμβουλος του επενδυτή. Επενδύστε στα τυφλά.....η γνώση είναι πάντα ο καλύτερος σύμμαχος Χ.Π.Α Χορηγός: ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ.

- GIDDY.H.I, (2000), Παγκόσμιες Χρηματοπιστωτικές Αγορές, Εκδόσεις Παπαζήσης .
- Μυλωνάς.Θ.Ν, (2001),Αγορές και Προϊόντα Παραγώγων, Εκδόσεις Ένωση Τραπεζών.
- Δημητρόπουλος.Α.Π., (2002), Τα παράγωγα στο Ελληνικό Χρηματιστήριο, Εκδόσεις Φυκίρης.
- Σπύρου.Ι.Σ, (2000), Αγορές χρήματος και κεφαλαίου, Εκδόσεις Μπένου
- Συρράκος.Ε, (2003), Χρηματιστήρια και Επιτοκιακά παράγωγα.Αποτίμηση και εφαρμογές.Εκδόσεις Αδάμ Δαμιανάκης Α.Ε.
- Καραθανάσης.Α.Γ, (2000), Αξιολόγηση Επενδύσεων. Χρηματοδοτήσεις και Χρηματιστηριακές Αγορές. Εκδόσεις ΤΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
- Abstract from <http://www.ADEX.gr>
- Abstract from <http://www.robbly.gr>
- Abstract from <http://www.in.gr>
-

ΣΥΝΟΨΗ

Στο σύγγραμμα που ακολουθεί γίνεται σε πολύ σημαντικό βαθμό μια επιστημονική παρουσίαση των παραγώγων μέσω γενικότερα αλλά και του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών συγκεκριμένα. Γίνεται επισκόπηση του θεσμού και ο απολογισμός των πρώτων πέντε ετών της λειτουργίας του. Μελετάται η πορεία του Χ.Π.Α και οι αλλαγές που έχουν γίνει μέσα στο διάστημα των πέντε ετών. Αυτά θα γίνουν κατανοητά μέσω θεωρητικών στοιχείων αρχικά αλλά και –στο σημαντικότερο τμήμα της εργασίας αυτής- μέσω οικονομικών και στατιστικών στοιχείων, διαγραμμάτων και πινάκων. Πάνω σε αυτά στοιχεία γίνεται και η μελέτη για το πόσο σημαντική είναι η παρουσία του Χρηματιστηρίου παραγώγων στον ελληνικό χώρο και τι αλλαγές πρέπει να γίνουν ώστε να γίνει σημαντικότερη.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να αφιερώσω αυτήν την πτυχιακή εργασία στην οικογένεια μου, Δημήτρης, Ευσταθία και Μαρία Γιαννακοπούλου για ό,τι έχουν κάνει για μένα μέχρι τώρα και τους ευχαριστώ και ευγνωμονώ για την υποστήριξη τους και το ότι πίστεψαν και πιστεύουν σε μένα μέχρι τώρα.

Θα ήθελα επίσης να εκφράσω την εκτίμηση μου στον επιβλέποντα καθηγητή μου κ.Ζαχούρη Πάρη για τις απόψεις και τις συμβουλές του όσον αφορά την προετοιμασία της πτυχιακής αυτής.

Τέλος θα ήθελα να ευχαριστήσω όσους έχω δίπλα μου και με στηρίζουν.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Σύνοψη.....	122
Ευχαριστίες	123
Περιεχόμενα.....	125
Εισαγωγή	1

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ:

ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ.

Η νέα δυναμική τάση της παγκόσμιας αγοράς – Γενική επισκόπηση

των παραγώγων μέσων.

1.1 Τι είναι παράγωγα (derivatives).....	5
1.2 Κοινά χαρακτηριστικά όλων των παραγώγων μέσων.....	7
1.3 Η πρώτη εμφάνιση των συναλλαγών σε παράγωγα.....	8
1.4 Η σπουδαιότητα της αγοράς παραγώγων.....	10
1.5 Σκοπός συναλλαγών με παράγωγα προϊόντα.....	12
1.6 Παράγωγα προϊόντα που διαπραγματεύονται στο Χ.Π.Α.....	14
1.7 Προθεσμιακά Συμβόλαια (futures).....	15
1.7.1 Γενικά	15
1.7.2 Η λειτουργία των περιθωρίων	18
1.8 Προθεσμιακά Συμβόλαια (Forwards).....	19
1.9 Futures επί δεικτών μετοχών	21
1.10 Futures επί επιτοκίων.....	23

1.11	Προθεσμιακές συμβάσεις επιτοκίων (Forward Rate Agreements FRAs)	23
1.12	Ανταλλαγές (SWAPS).....	24
1.13	Προθεσμιακά δικαιώματα (options)	25
1.13.1	Γενικά	25
1.13.2	Είδη options	27
1.14	Options επί μετοχών	28
1.15	Διάφορα σχόλια για τα παράγωγα από χρήστες, διοικητικές αρχές και ακαδημαϊκούς.....	31
1.15.1	Απόψεις χρηστών	31
1.15.2	Απόψεις διοικητικών αρχών	33
1.15.3	Απόψεις ακαδημαϊκών και άλλων ειδών.....	34
1.16	Μύθοι και πραγματικότητα από τα παράγωγα	36
1.17	Κίνδυνοι και πως μπορούν να αντιμετωπιστούν.....	38
1.17.1	Μόχλευση κεφαλαίου – stopo loss εντολές.....	39
1.18	Μετοχές και παράγωγα.....	40

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ :

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ

2.1	Ίδρυση κα οργάνωση Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών.....	43
2.1.1	Έναρξη λειτουργίας	43
2.1.2	Ιστορική αναδρομή	44
2.1.3	Γιατί δημιουργήθηκε το Χ.Π.Α	51

2.1.4 Σκοπός και λειτουργία του Χ.Π.Α	52
2.2 Τα προϊόντα του Χ.Π.Α και πως μπορούν να τα χρησιμοποιήσουν οι επενδυτές	57
2.3 Τα κριτήρια με τα οποία ξεκίνησε το Χ.Π.Α	58
2.4 Οργανωτική δομή του Χ.Π.Α	59
2.5 Οι κατηγορίες των επενδυτών που συμμετέχουν στην αγορά και ο σκοπός τους	60
2.5.1 Κατηγορίες μελών	62
2.5.2 Βασικές προϋποθέσεις εγγραφής μέλους	64
2.6 Αρχιτεκτονική δικτύου συναλλαγών Χ.Π.Α	66
2.7 Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγώγων (ΕΤ.Ε.Σ.ΕΠ)	68
2.7.1 Γενικά	68
2.7.2 Σκοπός και λειτουργία της ΕΤ.Ε.Σ.ΕΠ	68
2.7.3 Μετοχικό κεφάλαιο	68
2.7.4 Ποιος ο ρόλος της ΕΤ.Ε.Σ.ΕΠ ως κεντρικός αντισυμβαλλόμενος	69
2.7.5 Οργανωτική δομή της ΕΤ.Ε.Σ.ΕΠ	70
2.8 Δομή της Ελληνικής αγοράς παραγώγων	71
2.9 Η ύπαρξη του Χρηματιστηρίου Παραγώγων και σε άλλες χώρες	71
2.10 Διαφορές μεταξύ συναλλαγών στην τρέχουσα αγορά και στις αγορές παραγώγων	72
2.10.1 Διαφορές μεταξύ της εξωχρηματιστηριακής αγοράς παραγώγων (OTC – over the counter) και της οργανωμένης αγοράς παραγώγων	74
2.11 Πώς η τυποποίηση των παραγώγων προϊόντων ευνοεί τους επενδυτές	75
2.12 Ομοιότητες και διαφορές μεταξύ Χ.Α.Α και του Χ.Π.Α	81
2.13 Παραδείγματα δημιουργίας Συμβολαίου Αγοράς (Customized Derivatives)	

.....	82
2.14 Μετοχές Δείκτη FTSE/ASE -20.....	82
2.15 Ακούμε και διαβάζουμε μερικές φορές ότι οι ξένοι ή θεσμικοί επενδυτές ήταν πωλητές ή αγοραστές στα παράγωγα και κίνησαν την αγορά. Είναι δυνατόν αυτό;.....	84
2.16 Πώς «χειραγωγείται» η ίδια αγορά παραγώγων.....	85

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ :**Η ΠΟΡΕΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ****ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΩΡΟ ΚΑΙ Η ΣΥΝΥΠΑΡΞΗ ΤΟΥ ΜΕ ΤΑ ΞΕΝΑ****ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ**

3.1 Εισαγωγή	88
3.2 Χρηματιστήριο παραγώγων – Εβδομαδιαία ανασκόπηση	89
3.3 Μελέτη για την αξία συναλλαγών των Ευρωπαϊκών αγορών παραγώγων σε σχέση με τις υποκείμενες αγορές	93
3.3.1 Εισαγωγή	93
3.3.2 Παρατηρήσεις	93
3.3.3 Συμπεράσματα	97
3.4 Στατιστικά στοιχεία	99
3.4.1 Συνολικός όγκος συναλλαγών.....	99
3.4.2 Μέσος αριθμός ανοιχτών θέσεων	99
3.4.3 Λόγος όγκου συναλλαγών προς αριθμό ανοιχτών θέσεων	100
3.5 Πίνακας ανάπτυξης της αγοράς παραγώγων τα τελευταία χρόνια..	100
3.6 Στατιστικά ανά προϊόν	101
3.7 Ευρωπαϊκά Χρηματιστήρια	108
3.7.1 Σύγκριση τζίρων αγορών παραγώγων επί δεικτών	108
3.7.2 Σύγκριση με άλλα Ευρωπαϊκά Χρηματιστήρια Παραγώγων...	111
3.7.3 Σύγκριση αξίας συναλλαγών Σ.Μ.Ε σε δείκτες	112
Συμπεράσματα.....	115
Επίλογος	119
Βιβλιογραφία.....	121