

Τ.Ε.Ι ΠΑΤΡΩΝ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΩΝ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΕΚΣΥΓΧΡΟΝΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ
(Αμοιβαία – Παράγωγα)

ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ
ΑΝΔΡΕΑΣ ΑΛΕΞΟΠΟΥΛΟΣ

ΣΠΟΥΔΑΣΤΡΙΕΣ
ΚΟΡΔΑ ΑΝΔΡΙΑΝΑ
ΝΤΑΜΑΤΗ ΕΛΕΝΗ

.....

ΠΑΤΡΑ ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2000

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Πρόλογος Εισαγωγή

A! ΜΕΡΟΣ **Σελ.9** **ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ**

1° ΚΕΦΑΛΑΙΟ	
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	Σελ. 9
1. Ιστορική Ανασκόπηση	Σελ. 9
2. Οργανωτικές δομές του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών	Σελ. 6
3. Όργανα λειτουργίας του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών	Σελ. 7
-Η Διοίκηση	Σελ.8
-Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς	Σελ.8
-Η Εποπτεία	Σελ.17
-Επιχειρήσεις Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών	Σελ.20
-Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου	Σελ.20
-Το Συνεγγυητικό Κεφάλαιο	Σελ.21
-Μεσιτικά Δικαιώματα	Σελ.22

2° ΚΕΦΑΛΑΙΟ	
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ	Σελ. 23
Γενικά	Σελ. 23
Ο Γενικός Δείκτης	Σελ. 24
Δείκτες Σημαντικότερων Ξένων Χρηματιστηρίων	Σελ. 27
Παράγοντες που επηρεάζουν την πορεία του Χρηματιστηρίου Αξιών	Σελ. 27

B! ΜΕΡΟΣ **Σελ. 29** **ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ**

3° ΚΕΦΑΛΑΙΟ	
ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	Σελ. 29
Γενικά	Σελ. 29
1.Τι είναι το Αμοιβαίο Κεφάλαιο	Σελ. 30
2.Η Ενημέρωση του Κοινού	Σελ. 31
α. Ο Κανονισμός του Αμοιβαίου Κεφαλαίου	Σελ. 31
β. Το Ενημερωτικό Δελτίο	Σελ. 31
γ. Η Ετήσια και Εξαμηνιαία Έκθεση	Σελ. 32
δ. Η Διάθεση και η Διαφήμιση των Μεριδίων	Σελ. 32
3. Μεριδιούχοι, Εταιρεία Διαχείρισης και Θεματοφύλακας	Σελ. 33
α. Οι Μεριδιούχοι	Σελ. 33
β. Η Ανώνυμος Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ)	Σελ. 34
γ. Θεματοφύλακας	Σελ. 35

4° ΚΕΦΑΛΑΙΟ	
ΒΑΣΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΣ ΤΩΝ Α/Κ.	Σελ. 36
1. Μερίδια, Τιμές και Κόστος	Σελ.36
α. Μερίδια και Τιμές	Σελ. 36
β. Κόστος Διάθεσης και Εξαγοράς	Σελ. 38

2. Η Εικόνα Διαχείρισης μιας ΑΕΔΑΚ	Σελ. 40
3. Το Ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου	Σελ. 42
α. Αποτίμηση των Στοιχείων του Ενεργητικού	Σελ. 42

5^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ

ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ **Σελ. 43**

Γενικά Στοιχεία Σελ. 43

1^Η ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ: Τα Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια ή Σταθερού
Εισοδήματος Σελ. 43

2^Η ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ: Τα Διαχείρισης Διαθεσίμων Σελ. 44

3^Η ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ: Τα Μεικτά Αμοιβαία Σελ. 45

4^Η ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ: Τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Σελ. 46

5^Η ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ: Διεθνή Αμοιβαία Κεφάλαια Σελ. 47

6^Η ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ: Αμοιβαία Κεφάλαια Εμπορευμάτων Σελ. 48

7^Η ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ: Τα Αμοιβαία Κεφάλαια Δεικτών Σελ. 49

8^Η ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ: Αμοιβαία Κεφάλαια Ειδικών Κατηγοριών Σελ. 50

6^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ

ΕΠΙΛΟΓΗ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΗ Α/Κ **Σελ. 51**

1. Διαδικασία Επιλογής Αμοιβαίου Κεφαλαίου Σελ. 51

α. Στόχος του Επενδυτή Σελ. 51

β. Πόσο Κίνδυνο είναι Διατεθειμένος να Αναλάβει ο Επενδυτής Σελ. 52

γ. Ποιος ο Χρονικός Ορίζοντας του Υποψηφίου Επενδυτή Σελ. 52

2. Υπολογισμός των Αποδόσεων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων Σελ. 53

α. Επένδυση Χρονικού Ορίζοντα ενός Έτους Σελ. 53

β. Επένδυση Χρονικού Ορίζοντα Μακρύτερη του Έτους Σελ. 53

7^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ

ΚΑΝΟΝΕΣ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ **Σελ. 56**

1. Κίνδυνος του Αμοιβαίου Κεφαλαίου Σελ. 56

2. Επιλογή Είδους Επένδυσης Σελ. 56

3. Το Δίλημμα: Μετοχές ή Μετοχικά Αμοιβαία Σελ. 57

4. Η Διαχρονική Απόδοση Σελ. 58

5. Επιλογή Βαθμού Επενδυτικού Κινδύνου Σελ. 59

6. Επιλογή του Επενδυτικού Ορίζοντα Σελ. 60

7. Φορολογική Μεταχείριση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων Σελ. 61

Γ! ΜΕΡΟΣ **Σελ. 63**

ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ

8^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΑΘΗΝΩΝ **Σελ. 63**

Γενικά Σελ. 63

1. Ίδρυση και Οργάνωση του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών Σελ. 63

2. Διοίκηση του ΧΠΑ Σελ. 64

3. Μέλη του ΧΠΑ Σελ. 65

4. Εποπτεία του ΧΠΑ Σελ. 66

5. Σκοπός και Ρόλος του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών Σελ. 67

9^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ

ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΕΠΙ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ (Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π.)

Γενικά	Σελ. 68
1. Ίδρυση και Οργάνωση της Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π.	Σελ. 68
2. Διοίκηση της Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π.	Σελ. 68
3. Μέλη της Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π.	Σελ. 70
4. Σκοπός και Ρόλος της Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π.	Σελ. 71
5. Τα Συστήματα Διαπραγμάτευσης	Σελ. 71
Α. Το Σύστημα Market Making	Σελ. 71
Β. Το Σύστημα Τιμών Διαπραγμάτευσης	Σελ. 72
Γ. Η Αγορά Spot	Σελ. 72

10^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ

ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ

Γενικά	Σελ. 74
Α. Προθεσμιακά Συμβόλαια (Forwards)	Σελ. 77
Β. Ανταλλαγές (Swaps)	Σελ. 79
Γ. Προθεσμιακά Συμβόλαια (Futures)	Σελ. 86
1. Χαρακτηριστικά της Αγοράς των Futures	Σελ. 87
-Διαπραγματευσιμότητα	Σελ. 87
-Όροι Συμβολαίων	Σελ. 89
-Κλείσιμο Θέσης και Παράδοση	Σελ. 90
-Διεκπεραίωση Εντολής	Σελ. 90
2. Συναλλαγές σε Futures	Σελ. 90
3. Ποιοί Συμμετέχουν στην Αγορά	Σελ. 91
4. Μέθοδοι Διαχείρισης του Κινδύνου με Futures	Σελ. 92
5. Προθεσμιακά Συμβόλαια επί Χρηματιστηριακών Δεικτών	Σελ. 94
6. Ποσοστό Κάλυψης του Κινδύνου	Σελ. 99
7. Σχέση Τρέχουσας Τιμής και Τιμής του Futures	Σελ. 102
8. Πλεονεκτήματα των Συναλλαγών σε Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης Futures	Σελ. 104
9. Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε 10 ετές Ομόλογο Ελληνικού Δημοσίου	Σελ. 105
10. Διαφορές Συμβολαίων Futures και Forwards	Σελ. 106
Δ. Δικαιώματα Προαίρεσης ή Options	Σελ. 107
1. Χαρακτηριστικά των Options	Σελ. 108
2. Συμφέρει Περισσότερο τον Επενδυτή: Η Απευθείας Αγορά μιας Μετοχής ή Η Αγορά της Μέσω Call Options	Σελ. 109
3. Βασικοί Παράγοντες Στρατηγικής των Options	Σελ. 113
4. Τι είναι τα Index Option – Παράγωγα σε Δείκτη	Σελ. 115
5. Βασικά Χαρακτηριστικά Συμβολαίων των Index Options	Σελ. 116
6. Καθορισμός της Τιμής των Index Options	Σελ. 117
7. Φόρμουλα Black & Scholes	Σελ. 119
8. Κατηγορίες Επενδυτών στις Οποίες Απευθύνονται τα Index Options	Σελ. 120
9. Πλεονεκτήματα των Index Options	Σελ. 122
10. Οι κίνδυνοι της Επένδυσης Index Options	Σελ. 123
11. Βασικοί Κανόνες Συμμετοχής σε Αγορές Παραγώγων	Σελ. 124
12. Τίτλοι Επιλογής (Warrants)	Σελ. 126.

11^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ	
ΠΛΑΝΟ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΩΝ ΤΗΣ Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π.	Σελ. 127
Γενικά	
1. Ενημέρωση Πελατών και Διαφάνεια Συναλλαγών	Σελ. 127
2. Εκκαθάριση Συναλλαγών στο ΧΠΑ	Σελ. 128
3. Υπερημερία Μέλους της Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π.	Σελ. 129
4. Φορολογία Παραγώγων Προϊόντων	Σελ. 129
5. Οι τελευταίες Εξελίξεις για το ΧΠΑ	Σελ. 130
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	Σελ. 132
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΠΤΥΧΙΑΚΗΣ	Σελ. 137
Ανασκόπηση του Γενικού Δείκτη Από 1/7/1999 Εως 31/7/2000	Σελ. 138
Πορεία Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ	Σελ. 144
Κατάσταση Απόδοσης Επένδυσης σε Αμοιβαία Κεφάλαια της ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΕΔΑΚ	Σελ. 145
Χρήσιμη Ορολογία του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών	Σελ. 146
Το Νομικό Πλαίσιο που Καθορίζει τη Λειτουργία του Χρηματιστηρίου από τον Ιδρυτικό Νόμο 1876 έως σήμερα	Σελ. 155
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	157

Πρόλογος

Η μελέτη που θα διαβάσεις **αγαπητέ Αναγνώστη** είναι μια προσπάθεια αξιοποίησης των γνώσεων που αποκομίσαμε μέσα από τα Φοιτητικά Μας Χρόνια στα Τ.Ε.Ι. της Πάτρας και Ειδικά στο **Τμήμα της Λογιστικής**.

Το αντικείμενο της Μελέτης είναι Εκσυγχρονισμός και Ανάπτυξη της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς (Αμοιβαία-Παράγωγα), που ας σημειώσουμε ότι το βρήκαμε μελετώντας το, **Συναρπαστικό** και **Δημιουργικό** αφού με αυτό θα μπορούσαμε να στηρίξουμε την Επενδυτική – Οικονομική Πολιτική σε οποιαδήποτε Επιχείρηση.

Θα θέλαμε να ευχαριστήσουμε, για την πολύτιμη βοήθεια και την καθοδήγηση στην εργασίας μας, τον Εισηγητή κον **Ανδρέα Αλεξόπουλο**.

Επίσης θα θέλαμε να ευχαριστήσουμε την Εταιρεία 01 ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ Α.Ε. ΚΑΙ ΣΙΑ Ο.Ε για την δυνατότητα ολοκλήρωσης των γνώσεων μας στους Ηλεκτρονικούς Υπολογιστές.

Δεν θα θέλαμε να ξεχάσουμε τα χρόνια που πέρασαν και τις δυσκολίες που συναντήσαμε.

Με σεβασμό θα θυμόμαστε τον Καθηγητή μας **ΝΙΚΟΛΑΟ ΠΕΤΡΙΔΗ**, για την αμέριστη παροχή των γνώσεών του, για τον ιδιαίτερο ζήλο και την επιμέλεια προς την άριστη κατάρτισή μας στα Λογιστικά Θέματα. Δεν θα ξεχάσουμε ποτέ τα λόγια του: **«Ο Σωστός Σπουδαστής Παιδιά μου Ανατρέχει, Μελετάει, Ερευνά κάθε θέμα και έπειτα παίρνει Θέση»**. Τα λόγια του αυτά, για μας, είναι ο οδηγός της μετέπειτα πορείας μας στην κοινωνία. Το έργο μας είναι **Αφιερωμένο στην Μνήμη του**.

Με Σεβασμό σε Σένα
Οι Σπουδάστριες
Ανδριάνα Κόρδα - Ελένη Νταμάτη

Εισαγωγή

Η εργασία μας αυτή βασίζεται στα σημερινά οικονομικά δεδομένα (1999-2000), και σύμφωνα με τις τελευταίες εξελίξεις της σύγχρονης Ελληνικής Οικονομίας. Σκοπός της, είναι να φέρει τον αναγνώστη πιο κοντά στην Χρηματιστηριακή Αγορά και τα οικονομικά γεγονότα που διαδραματίζονται σε αυτή, αναφέροντας τους σκοπούς και στόχους του Ελληνικού Χρηματιστηρίου και αναλύοντας τα Αμοιβαία Κεφάλαια και τα Παράγωγα Προϊόντα.

Η εργασία μας έχει χωριστεί σε τρία βασικά μέρη με την μεγαλύτερη βαρύτητα στο Β! και στο Γ! μέρος, τα οποία έχουν αναλυτικά ως εξής:

Στο πρώτο μέρος που αφορά το Χρηματιστήριο, έχουν αναφερθεί έννοιες για τη λειτουργία του, όργανα που διαχειρίζονται και ελέγχουν τις πράξεις της αγοράς καθώς και παράθεση θέσεων για τον τρόπο λειτουργίας του και βελτίωσης του σημαντικού αυτού θεσμού για την ανάπτυξη της Οικονομίας της Χώρας. Επίσης σημαντική πληροφορία αποτελεί το ποσοστό των μετοχών που απαρτίζουν τον Γενικό Δείκτη.

Στο δεύτερο μέρος της εργασίας μας, που αφορά τα Αμοιβαία Κεφάλαια γίνεται εκτενή παρουσίαση της λειτουργίας τους, των κατηγοριών τους και θα βρείτε σημαντικά στοιχεία από την διαχρονικότητα για την επιλογή ή όχι της επένδυσης αυτής. Επίσης γίνεται αναφορά στην φορολογική μεταχείριση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Στο τρίτο μέρος αναφέρονται τα Παράγωγα Προϊόντα και το Χρηματιστήριο Παραγώγων. Επειδή το Χρηματιστήριο Παραγώγων είναι νέος θεσμός στον Ελληνικό χώρο, θα βρείτε στην μελέτη μας σχετικά στοιχεία με την Διοίκηση, τη λειτουργία, την έδρα του, καθώς και στοιχεία για την Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων (ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π). Επίσης όσον αφορά τα Παράγωγα Προϊόντα αναφέρονται και αναλύονται οι κατηγορίες τους, δίνοντας ιδιαίτερη έμφαση στα Παράγωγα (futures και forwards) που διαπραγματεύονται σήμερα (Σεπτέμβριος 2000), στο ΧΠΑ.

Πιστεύουμε ότι μελετώντας τα παραδείγματα που παρουσιάζουμε, παρέχουν την δυνατότητα στον ενδιαφερόμενο να μάθει ακριβώς τον χειρισμό των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και των Παραγώγων Προϊόντων ακόμα και αν ο ίδιος, δεν είναι οικονομολόγος ή δεν έχει οικονομικές γνώσεις. Στόχος μας είναι η κατανόηση από το ευρύ κοινωνικό σύνολο του έργου μας αυτού και η αξιοποίηση των πληροφοριών που παρέχει.

Καταλήγουμε με βασικούς κανόνες που κάθε επενδυτής πρέπει να προσέξει και σας υπενθυμίζουμε:

“Πρέπει να μοιράζει κανείς τα χρήματά του μεταξύ πολλών διαφορετικών επενδύσεων, έτσι ώστε να ελαττώνει τον κίνδυνο που μπορεί να προέλθει από μια αποτυχημένη επένδυση”.

Σας προτρέπουμε να μην αγνοήσετε τα συμπεράσματά μας και το παράρτημα, γιατί έχουν να σας προσφέρουν πληροφορίες που με πολύ κόπο αντλήσαμε από σύγχρονη βιβλιογραφία, από αρθρογραφία Οικονομικών στηλών σε Εφημερίδες και Περιοδικά καθώς και από διάφορα στοιχεία από Site του Internet απ' ευθείας στην πηγή των πληροφοριών αυτών. Ουσιαστικά όλο το έργο μας είναι

μια ανάλυση, εργασίας ενός έτος για την συλλογή, μελέτη και παρουσίαση των πληροφοριών αυτών.

Δεν έχετε παρά να αδράξετε την ευκαιρία αυτή και να μεγιστοποιήσετε τις επενδυτικές Σας προσπάθειες και αξιοποιώντας Σωστά και Υπεύθυνα τις Οικονομίες Σας.

Σεπτέμβριος 2000

A! ΜΕΡΟΣ

1^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ - ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

1.Ιστορική Ανασκόπηση

Μετά την εμφάνισή του στη γη και αφού διερεύνησε το γύρω του κόσμο, ο άνθρωπος προχώρησε και έδωσε λύση στις βασικές του ανάγκες. Στην περίοδο αυτή των αναζητήσεών του διαπίστωσε ότι έχει ανάγκη να ανταλλάσσει αγαθά, που παράγει, με αγαθά που χρειάζεται για να ζήσει. Η ανάγκη αυτή τον οδήγησε καταρχήν σε συγκεντρώσεις σε τακτά χρονικά διαστήματα για την ανταλλαγή των παραγομένων αγαθών. Έτσι γεννήθηκαν τα παζάρια, οι εμποροπανηγύρεις και μετά πάροδο αρκετών αιώνων οι εκθέσεις. Οι διάφοροι τρόποι επαφής και επικοινωνίας των πωλητών και των αγοραστών με την πάροδο του χρόνου και την εξέλιξη των οικονομικών συνθηκών, λόγω του ότι η οργάνωση της παραγωγής συνεχώς βελτιωνόταν και η παραγωγή αυξανόταν, κατέληξαν να μην επαρκούν, με αποτέλεσμα να δημιουργηθεί η ανάγκη της καθημερινής και άμεσης επαφής των ενδιαφερομένων.

Για την κάλυψη αυτών των αναγκών στην αρχή δημιουργήθηκαν και καθιερώθηκαν τα χρηματιστήρια εμπορευμάτων, όπου γίνοντουσαν οι ανταλλαγές των προϊόντων και στη συνέχεια οι αγορές και πωλήσεις τους. Δηλαδή λειτούργησε ο νόμος της προσφοράς και ζήτησης, που οδήγησε στη συνέχεια τους παραγωγούς σε γιγαντοποίηση των συναλλαγών με συνέπεια να φτάσουν οι απλοί γεωργοί να γίνουν επιχειρηματίες, να οργανώσουν επιχειρήσεις, που με την πάροδο των χρόνων μεγάλωσαν. Έτσι δημιουργήθηκε στη συνέχεια η ανάγκη της ευρέσεως νέων κεφαλαίων για νέες επεκτάσεις. Κατ' αυτόν τον τρόπο δημιουργήθηκαν και τα Χρηματιστήρια Αξιών.

Η ανάπτυξη επιχειρήσεων και συναλλαγών δημιούργησε την ανάγκη της αμεσότητας για την πραγμάτωση του ζητούμενου και οδήγησε στην απόφαση των ενδιαφερομένων να δημιουργήσουν τις κατάλληλες συνθήκες και προϋποθέσεις για να οργανωθούν οι χώροι, που να εξυπηρετούν αυτές τις ανάγκες. Κάτω λοιπόν από την πίεση αυτών των αναγκών δημιουργήθηκαν και καθιερώθηκαν τα Χρηματιστήρια, στα οποία συγκεντρώνονται οι ενδιαφερόμενοι καθημερινά σε ορισμένους χώρους και σε ορισμένες ώρες και διαπραγματεύονται εμπορεύματα και κινητές αξίες μέσα σε ένα θεσμοθετημένο περιβάλλον, όπου έχουν προκαθορισθεί διατυπώσεις και ενέργειες, που στηρίζονται πάνω σε κανόνες και πρότυπα με νομοθετικές καλύψεις και ρυθμίσεις. Έτσι διασφαλίζεται αφενός η ταχύτητα των συναλλαγών και αφετέρου η διαφάνειά τους.

Επομένως η δημιουργία των χρηματιστηρίων στηρίχτηκε στο ότι πρέπει στο χώρο τους να επιτυγχάνεται η ταχύτητα, η οποία επιτυγχάνεται με τον τυποποιημένο τρόπο, που διεξάγονται σε αυτά οι συναλλαγές. Επίσης μια συγκεκριμένη τιμή, που αντιστοιχεί κατά κανόνα στην κατά το δυνατό πραγματική κατάσταση, που διαμορφώνει η προσφορά και σε κάποια συγκεκριμένη στιγμή η ζήτηση. Έτσι δίνεται η ευκαιρία και η δυνατότητα στους ενδιαφερομένους να εκλέξουν την καλλίτερη, για την συγκεκριμένη

στιγμή, γι' αυτούς τιμή αγοράς ή πώλησης. Επίσης επιτυγχάνεται η εύκολη και διαρκής διαπραγμάτευση των αξιών, η εύκολη εξεύρεση κεφαλαίων.

Με αυτή την φιλοσοφική πορεία σκέψεων και λόγω των θετικών προσφορών, τα Χρηματιστήρια αποβαίνουν η καρδιά της οικονομίας κάθε χώρας. Βεβαίως την ιστορική χρησιμότητα των Χρηματιστηρίων την επέβαλλε το μέγεθος των αυξανόμενων συναλλαγών και η μεγάλη δυσκολία που συναντούσαν τα ενδιαφερόμενα μέλη, τα οποία στην αρχή ήταν έμποροι, ναυτικοί-εφοπλιστές, που λόγω της υπεραπασχόλησής τους χρησιμοποίησαν, για να διευκολυνθούν μεσάζοντες. Αυτοί ήταν σαν τους σημερινούς χρηματιστές, δηλαδή έφερναν σε επαφή τους ενδιαφερομένους και πραγματοποιούσαν συναλλαγές για αυτούς.

Εν τω μεταξύ η εξέλιξη των βιομηχανικών επαναστάσεων έφερε πλήθος προϊόντων στην αγορά με αποτέλεσμα τη δημιουργία Χρηματιστηρίων Εμπορευμάτων, Αξιών, Συναλλάγματος κ.λ.π. Εξαιτίας αυτών των αναγκών δημιουργήθηκαν τα Χρηματιστήρια, τα οποία εκφράζουν αφενός όλες τις τάσεις και τις προοπτικές της πορείας της χώρας, στην οποία δραστηριοποιούνται, και αφ' ετέρου τις εξελίξεις στον διεθνή χώρο. Αποτελούν δηλαδή όπως πολύ χαρακτηριστικά έχει ειπωθεί: Τον Καθρέπτη της Οικονομίας κάθε Χώρας. Αυτός ο χαρακτηρισμός αποδίδει την πραγματικότητα και δικαιώνει την ιστορική ανάγκη της δημιουργίας του θεσμού.

Εξαιτίας των ίδιων περίπου αναγκών δημιουργήθηκε και το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών πριν από 114 χρόνια. Το ιστορικό της ιδρύσεώς του δίνεται με το παρακάτω κείμενο:

«Επί της διασταυρώσεως των οδών Ερμού και Αιόλου και άνωθεν του ιστορικού καφενείου 'Η Ωραία Ελλάς', όπου επί της πρώτης δυναστείας ημών ανέβαζον και κατέριπτον τας Κυβερνήσεις, εκείτο η Λέσχη των Εμπόρων Αθηνών κατά το έτος 1870. Εκεί συνερχόμενοι οι έμποροι εκάστην εσπέραν διεπραγματεύοντο, μεταξύ άλλων υποθέσεών των, και τας ομολογίας των εκδιδομένων τότε δύο Εθνικών Δανείων και ούτως ολίγον κατ' ολίγον εσχηματίσθη κάποια διάθεσις προς μεγαλυτέραν και συστηματικώτεραν περί τα τοιαύτα συναλλαγήν. Κατά τον Οκτώβριον δε του έτους 1872 ότε ιδρύθη η πιστωτική Τράπεζα, εύρε τους θαμώνες της Λέσχης ευδιαθέτους πως εις Χρηματιστηριακάς εργασίας, και ολίγον βραδύτερον, ήτοι τον Μάρτιον 1873 ιδρύθη η εταιρεία του Λαυρίου, τον δε Μάιον του αυτού έτους ιδρύθη η Τράπεζα Βιομηχανικής Πίστεως της Ελλάδος, ούτως ώστε η κερδοσκοπία εύρε προσφορώτερον το έδαφος εις χρηματιστηριακάς συμβάσεις και γενικώτερον προσέλαβε χαρακτήρα, ηνάγκασε δε τα τότε μέλη της Λέσχης να προβώσιν εις την εκλογήν προέδρου και να μετονομάσει την Εμπορικήν Λέσχην 'Χρηματιστήριον'». (Βλ. Α.Σιαφάκας- Χρηματιστήριο Αξιών σελ. 34-Εκδόσεις Σμπίλιας 1999)

Μετά την εύγλωτη αυτή ιστορική αναφορά για τις συνθήκες κάτω από τις οποίες δημιουργήθηκε το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, το Σεπτέμβριο του 1876 επί κυβερνήσεως Κουμουνδούρου δημοσιεύτηκε Βασιλικό Διάταγμα, που ενέκρινε τη σύσταση Χρηματιστηρίου, στο οποίο όμως επιτρεπόταν να συναθροίζονται μόνον οι Έμποροι, οι Πλοίαρχοι, οι Κολλυβιστές και οι μεσίτες. Ένα χρόνο πριν είχε ιδρυθεί Χρηματιστήριο και στον Πειραιά, το οποίο όμως δεν λειτούργησε. Αργότερα λειτούργησε υποτυπωδώς σα Χρηματιστήριο Εμπορευμάτων Πειραιώς.

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) στεγάστηκε πρώτα στο Μέγαρο Μελά, στην πλατεία Κοτζιά, εκεί όπου στεγαζόταν πριν από χρόνια τα Κεντρικά Ταχυδρομεία και σήμερα ανήκει στην Εθνική Τράπεζα. Κατόπιν μέχρι το 1890 εγκαταστάθηκε στην οικία Νοταρά, όπου σήμερα είναι το Κεντρικό Κατάστημα της Εμπορικής Τράπεζας. Από το 1891 έως το 1934 στεγαζόταν στην οδό Πεσμαζόγλου δίπλα στην Τράπεζα Κοσμαδοπούλου. Από το 1934 έως σήμερα βρίσκεται σε κτίριο ιδιοκτησίας της Εθνικής Τράπεζας στην οδό Σοφοκλέους 10, γι' αυτό συνηθίζεται το Χ.Α.Α. να αποκαλείται **Η Σοφοκλέους**. Έμβλημά του είναι ο Ερμής, του οποίου μπρούτζινο άγαλμα στολίζει τον τρίτο όροφο, αρχικά έμβλημα της Λέσχης των Εμπόρων.

Οι πρώτες συναλλαγές στο Χ.Α.Α. αφορούσαν τα εξής χρεόγραφα:

- Ομολογίες Εθνικών Δανείων.
- Μετοχές: της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος, της Ναυτικής Τράπεζας ο Αρχάγγελος, της Γενικής Πιστωτικής Τράπεζας, της Τράπεζας Βιομηχανικής Πίστωσης, της Ανώνυμης Μεταλλευτικής Εταιρείας 'Ο Λαυρεωτικός Όλυμπος', της Ελληνικής Μεταλλευτικής Εταιρείας, της Μεταλλευτικής Εταιρείας η 'Κάρυστος', της Μεταλλουργίας Λαυρίου, της Ασφαλιστικής Εταιρείας ο 'Φοίνιξ' και της Εθνικής Ατμοπλοΐας Ελλάδος.

Ο πρώτος κανονισμός λειτουργίας του δημοσιεύθηκε το Νοέμβριο του 1876. Ο κανονισμός αυτός προέβλεπε εκλογές των μελών της επιτροπής του Χρηματιστηρίου. Τελικά λόγω απραξίας των συναλλαγών ο κανονισμός αυτός δεν εφαρμόστηκε και τον Ιανουάριο του 1880 αντικαταστάθηκε μ' έναν πιο πλήρη. Τα εγκαίνια της επίσημης λειτουργίας του Χρηματιστηρίου Αθηνών καθώς και οι αρχαιρεσίες για την ανάδειξη της πρώτης Διοικούσας Επιτροπής έγιναν το Μάιο του 1880. Με το νόμο 2324/95 μετατράπηκε σε ανώνυμη εταιρία μη κερδοσκοπικού σκοπού με την επωνυμία «Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Ανώνυμη Εταιρία».

Ο ρόλος, που διαδραμάτισε το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών στην διάρκεια της πρώτης του εκατονταετηρίδας, ήταν σαφώς προσδιορισμένος και επηρεασμένος από την καθόλου πορεία και κατάσταση, που βρίσκονταν και η Εθνική Οικονομία' αυτό άλλωστε ήταν επόμενο να συμβεί, καθόσον οι δυνατότητες και οι προϋποθέσεις για μια ζωηρή εμφάνισή του στην οικονομική ζωή του τόπου ήταν περιορισμένες και οι ευκαιρίες για την πραγμάτωση των στόχων και των σκοπών του ασήμαντες. Πέρα όμως από αυτές τις δυσκολίες επέδρασαν δυσμενώς και η μέχρι σήμερα άσκηση της πολιτικής των υψηλών επιτοκίων, η υψηλή φορολόγηση κερδών, η πολιτική του κρατικού παρεμβατισμού, η στρεβλή αντιμετώπιση των θεμάτων, που απασχολούν τις επιχειρήσεις, όπως π.χ. η αντιαναπτυξιακή πολιτική των αποσβέσεων των παγίων περιουσιακών στοιχείων' οι δυσκολίες αυτές εξανάγκασαν το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών να κινείται σε ανύπαρκτους σχεδόν ρυθμούς μέχρι σήμερα.

Και ήτανε περιορισμένες οι ευκαιρίες για την έντονη παρουσία του στα οικονομικά πράγματα της Χώρας γιατί και η Βιομηχανική Επανάσταση ήρθε στη Χώρα μας με πάρα πολύ μεγάλη καθυστέρηση, λόγω της πολιορκίας του έθνους και των διαφόρων πολέμων που υπήρξαν στην Ελλάδα εκείνη την περίοδο, και οι επιχειρήσεις είχαν αυστηρά οικογενειακό χαρακτήρα και τα πολιτικά πράγματα δεν παρείχαν τη δυνατότητα για ήρεμο κλίμα. Με συνέπεια να υπάρχει μόνιμη η σκέψη της αβεβαιότητας. Η οικονομική

ανάπτυξη ακόμη και σήμερα γίνεται, αν γίνεται βέβαια, με λανθασμένες επιλογές και σε αντιοικονομικό κλίμα, που έφτασε να τροφοδοτεί κάθε αναπτυξιακή πολιτική. Το πιστωτικό σύστημα, που τάχα έβρισκε λύση, μπερδεύταν με τον άκρατο, απεριόριστο και λανθασμένο δανεισμό, γεγονός που μας οδήγησε στην τόσο δυσμενή σχέση ΙΔΙΩΝ ΠΡΟΣ ΞΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ και στη συνέχεια δημιούργησε στις μέρες μας το οξύ πρόβλημα των προβληματικών επιχειρήσεων.

Σήμερα βέβαια, που φτάσαμε τα 120 χρόνια ζωής του **Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών**, οι συνθήκες και προϋποθέσεις δείχνουν πως μεταβάλλονται. Σήμερα μόλις έγινε αντιληπτό, ότι το Χρηματιστήριο Αξιών στη Χώρα μας πρέπει να κληθεί να παίξει τον ιστορικό του ρόλο στην καθόλου Οικονομίας και γίνονται προσπάθειες για να εκσυγχρονισθεί και να οργανωθεί. Και η αρχή έγινε με την ψήφιση του Νόμου 1806/88, που βεβαίως ανοίγει τους ορίζοντες για ένα νέο ξεκίνημα, για μια νέα πορεία, που θα γίνει ενδεχόμενα η αφορμή για Διεθνοποίησή του μέσα στα πλαίσια ασφαλώς της Ευρωπαϊκής Ένωσης στην πορεία του 2000.

Ένα από τα χαρακτηριστικότερα βήματα της ανάπτυξης αυτής αποτελεί και το **Χρηματιστήριο Παραγώγων** που έκανε την εμφάνισή του το 1999 στην Ελληνική Κοινωνία και θα επιτελέσει και αυτό με την σειρά του καθοριστικό ρόλο στην Ανάπτυξη της Ελληνικής Οικονομίας. Πρέπει όμως να αναφέρουμε ότι το **Χρηματιστήριο Παραγώγων** για τις Διεθνείς Αγορές δεν είναι Νέος θεσμός αλλά ένας από τους πιο παλιούς, επειδή εκεί οι αγορές είναι ήδη Ανεπτυγμένες, ενώ η Ελληνική Κεφαλαιαγορά είναι σήμερα **Αναπτυσσόμενη**. Μετά το ενιαίο Νόμισμα θα πούμε ότι η Αγορά της Ελλάδος είναι Αναπτυγμένη και σήμερα βρισκόμαστε στην φάση των μεγάλων αλλαγών και των μεγάλων διακυμάνσεων σε βραχυπρόθεσμο διάστημα. Όμως στα κεφάλαια που θα ακολουθήσουν θα δούμε μία εκτενέστερη ανάλυση για το **Χρηματιστήριο Παραγώγων** και την Ανάπτυξή του.

Επίσης, θα πρέπει να αναφέρουμε ότι υπάρχει στα διεθνή Χρηματιστήρια και το **Χρηματιστήριο Εμπορευμάτων**. Αυτό το Χρηματιστήριο δεν λειτουργεί στην Χώρα μας. Διαπραγματεύεται με διάφορα συμβόλαια σε προθεσμιακές συναλλαγές ή σε χρηματοπιστωτικούς τίτλους που χαρακτηρίζονται από μεγάλη ρευστότητα. Τέτοια Χρηματιστήρια είναι το Chicago Board of Trade, Chicago Mercantile Exchange, Commodity Exchange, New York Futures Exchange, London International Financial Futures Exchange. Μεταξύ των προϊόντων και των τίτλων που γίνονται αντικείμενο διαπραγματεύσεων μπορούμε να αναφέρουμε:

- § Σιτάρι/ Καλαμπόκι/ Σόγια
- § Χρυσός/ Αργυρος/ Χαλκός
- § Ξυλεία
- § Αργό Πετρέλαιο/ Φυσικό Αέριο
- § Δείκτης Σ&P 500/Δείκτης Value Line
- § Έντοκα Γραμμάτια Δημοσίου ΗΠΑ / Ευρωδολάρια
- § Ομολογίες Δημοσίου ΗΠΑ
- § Γερμανικά Μάρκα/ Γιαπωνέζικο Γιεν/ Βρετανική Στερλίνα.

2. Οργανωτικές δομές του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Οι οργανωτικές δομές για τη λειτουργία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών διέπονται από διάφορους Νόμους και διατάγματα, που ρυθμίζουν τα της λειτουργίας του και οι βασικότεροι απ' αυτούς είναι: ο Νόμος 3632/1928, Β.Δ. 148/67, Ν.1806/88, Ν.2324/1995, Ν.2396/1996, και Π.Δ.348/85, 360/85.

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ήταν Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου, και λειτουργούσε με ιδιωτικά κριτήρια. Σήμερα σύμφωνα με το Νόμο 2324/95, μετατράπηκε σε Ανώνυμη Εταιρεία με την επωνυμία «**Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Α.Ε.**» και διέπεται από τις διατάξεις της νομοθεσίας για τις ανώνυμες εταιρείες. Τελεί υπό την εποπτεία της πολιτείας, την οποία ασκεί ο Υπουργός Εθνικής Οικονομίας μέσω του διορισμένου Κυβερνητικού Επόπτη. Ο Κυβερνητικός Επόπτης είναι ανώτερος υπάλληλος του αρμόδιου Υπουργείου και παρίσταται καθημερινά στις Δημόσιες συνεδριάσεις του Χρηματιστηρίου, τις οποίες παρακολουθεί και ελέγχει. Κύριος μέτοχος του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών είναι το Ελληνικό Δημόσιο το οποίο και κάλυψε το αρχικό κεφάλαιο, που ορίστηκε σε **πέντε δισεκατομμύρια δρχ.** και διαιρέθηκε σε 500.000 μετοχές ονομαστικής αξίας 10.000δρχ. η καθεμία. Εκτός όμως από το Ελληνικό Δημόσιο, μέτοχοι του Χ.Α.Α. μπορούν να είναι τα μέλη του, Πιστωτικά Ιδρύματα και Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων που λειτουργούν νόμιμα στην Ελλάδα, ασφαλιστικά ταμεία που τελούν υπό την εποπτεία του κράτους και εταιρείες των οποίων οι μετοχές είναι εισαγμένες και διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Δεν επιτρέπεται όμως σε κανένα μέτοχο εκτός από το Ελληνικό Δημόσιο να έχει ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, μεγαλύτερο του **5%**. Το Ελληνικό Δημόσιο μπορεί να πουλήσει μετοχές του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, αφού γίνει αποτίμηση της αξίας του από την Διυπουργική Επιτροπή Αποκρατικοποίησης. Ο Υπουργός Οικονομικών ως εκπρόσωπος του Ελληνικού Δημοσίου προσδιορίζει την τελική τιμή διάθεσης των μετοχών.

Έδρα του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών ως Ανώνυμη Εταιρεία έχει οριστεί ο Δήμος Αθηναίων. Η Εταιρεία μπορεί για την εξυπηρέτηση των σκοπών της, να ιδρύει υποκαταστήματα, γραφεία και πρακτορεία και σε άλλες πόλεις της Ελλάδας ή ακόμα και στο εξωτερικό, με αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου, οι οποίες ταυτόχρονα θα προσδιορίζουν τις αρμοδιότητες, τα καθήκοντα και γενικά τον τρόπο λειτουργίας τους. Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Α.Ε., ως ανώνυμη εταιρεία έχει επίσης διοικητική και οικονομική αυτονομία, ως προς τα χρηματιστηριακά θέματα, εποπτεύεται από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας(ΥΠΕΘΟ) και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Τα μέλη του Χ.Α.Α. διακρίνονται σε τακτικά και έκτακτα. Τακτικά μέλη είναι οι χρηματιστές και οι χρηματιστηριακές εταιρείες, οι οποίες εκπροσωπούνται από τους διορισμένους χρηματιστηριακούς τους εκπροσώπους, οι οποίοι με τη σειρά τους διορίζονται κάτω υπό ορισμένες προϋποθέσεις, όπως η ηλικία, ο τίτλος σπουδών και μετά από έγκριση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Έκτακτα μέλη είναι οι αντικρυστές, οι οποίοι βοηθούν το χρηματιστηριακό εκπρόσωπο στη διεξαγωγή των χρηματιστηριακών συναλλαγών και δικαιούνται να προβαίνουν σε

διαβίβαση δηλώσεων βούλησης για κατάρτιση χρηματιστηριακών συναλλαγών, σύμφωνα με τις οδηγίες του χρηματιστηριακού εκπροσώπου.

(βλ.Βούλγαρη-Παπαγεωργίου)

3. Όργανα λειτουργίας του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Η Λειτουργία του Χρηματιστηρίου ρυθμίζεται από την κείμενη Νομοθεσία και πρακτική. Έτσι σε πρώτη φάση της λειτουργίας του, γίνεται προσδιορισμός των Χρηματιστηριακών συναλλαγών, που είναι δικαιοπραξίες, που συνάπτονται χρηματιστηριακά, το χρόνο, τις ώρες συνεδρίασης του Χρηματιστηρίου και τον τόπο, που είναι η αίθουσα συναλλαγών του Χρηματιστηρίου. Αν δεν πληρούνται αυτά τα στοιχεία, οι συναλλαγές είναι άκυρες. Οι χρηματιστηριακές συναλλαγές έχουν αντικείμενο τα Χρηματιστηριακά πράγματα, τα οποία είναι οι κινητές αξίες. Στο Χρηματιστήριο Αξιών, όταν αναφερόμαστε στις κινητές αξίες, εννοούμε κυρίως τις μετοχές, τις ομολογίες και τα ομόλογα. Γενικότερα κινητές αξίες είναι οι τίτλοι (χρεόγραφα) όπως μετοχές, ομολογίες, οι οποίοι αντιπροσωπεύουν μία οικονομική επένδυση για τους κατόχους τους, έχουν ορισμένο χαρακτήρα, σκοπό και στόχο, εκδίδονται από το Κράτος, τους Δημόσιους Οργανισμούς, τις Τράπεζες, τις Ανώνυμες Εταιρείες και παρέχουν ορισμένα δικαιώματα στους κατόχους τους. Οι κινητές αυτές αξίες προσφέρουν τη δυνατότητα ρευστοποίησης των ακινητοποιηθέντων κεφαλαίων μέσω μιας νόμιμης μεταβίβασής τους.

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών περιλαμβάνει την Κύρια Αγορά και την Παράλληλη Αγορά. Στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, μπορούν να εισαχθούν οι μετοχές ανωνύμων εταιρειών που έχουν σύνολο ιδίων κεφαλαίων τουλάχιστον δύο δισεκατομμυρίων (2.000.000.000) δραχμών και έχουν δημοσιεύσει ετήσιες οικονομικές καταστάσεις τριών τουλάχιστον χρήσεων, οι οποίες είναι ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή (άρθρο 3 Π.Δ. 350/85, όπως τροποποιήθηκε με το άρθρο 1 του Ν. 2651/98).

Στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, μπορούν να εισαχθούν οι μετοχές ανωνύμων εταιρειών που δεν είναι εισαγμένες στην Κύρια Αγορά. Εδώ οι απαιτούμενες προϋποθέσεις είναι: Το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας να ανέρχεται σε τουλάχιστον πεντακόσια εκατομμύρια (500.000.000) δραχμές. Η εταιρεία να έχει δημοσιεύσει οικονομικές καταστάσεις τουλάχιστον δύο χρήσεων, οι οποίες να έχουν ελεγχθεί από ορκωτό ελεγκτή (άρθρο 32 Ν. 1806/88, απόφαση Υπ. Εθν. Οικονομίας 2063/Β69/19.1.1999-ΦΕΚ 79/Β' /8.2.99).

Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (ΝΕ.Χ.Α.). Προσφάτως, με το Ν. 2733/99 συστήθηκε και η Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά, στην οποία θα εισάγονται μετοχές μικρομεσαίων εταιρειών, που δεν έχουν εισαχθεί στην Κύρια ή την Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Οι προϋποθέσεις για την εισαγωγή μιας Α.Ε. στη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά, είναι σύνολο ιδίων κεφαλαίων διακόσια εκατομμύρια (200.000.000) δραχμές, και δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις (ισολογισμός κ.λ.π.) δύο ετών, που να έχουν ελεγχθεί φορολογικά. Παρότι πέρασαν αρκετοί μήνες από τη δημοσίευση του Ν. 2733/99 με τον οποίο συστήθηκε η ΝΕ.Χ.Α., το Δ. Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών δεν έχει προχωρήσει τη σχετική διαδικασία για τη λειτουργία της.

Η Διοίκηση

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εποπτεύεται από το Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας και διοικείται από εννεαμελές διοικητικό συμβούλιο με τριετή θητεία. Το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου εκλέγει τον πρόεδρο, ο οποίος αποτελεί το ανώτατο εκτελεστικό όργανο του Χ.Α.Α. και έχει τη γενική εποπτεία των εργασιών. Μερικές από τις βασικές αρμοδιότητες του Διοικητικού Συμβουλίου είναι:

- α Η διοίκηση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και η διαχείριση της περιουσίας του.
- α Η εκπροσώπησή του δικαστικώς και εξωδίκως.
- α Η εποπτεία της ομαλής εκτέλεσης των εργασιών.
- α Η άσκηση πειθαρχικής εξουσίας στους χρηματιστές, στις χρηματιστηριακές εταιρείες και τους υπαλλήλους του Χρηματιστηρίου.
- α Αποφασίζει για την εισαγωγή μετοχών των ενδιαφερομένων ανωνύμων εταιρειών στο Χρηματιστήριο.
- α Γνωμοδοτεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για τη διαγραφή επιχειρήσεων από το Χρηματιστήριο.
- α Μπορεί να αναστείλει για λίγες μέρες τη λειτουργία της αγοράς μετά από έγκριση του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας.
- α Μπορεί να διακόψει τη διαπραγμάτευση μιας μετοχής αν κρίνει ότι έτσι πρέπει να γίνει.

Το Διοικητικό Συμβούλιο συνέρχεται στην έδρα της εταιρείας τακτικά, τουλάχιστον μια φορά κάθε ημερολογιακό μήνα, σε ημέρες και ώρες που καθορίζει το ίδιο με απόφασή του και έκτακτα ύστερα από πρόσκληση του Προέδρου. Βρίσκεται σε απαρτία και συνεδριάζει νόμιμα όταν παρίστανται αυτοπροσώπως ή αντιπροσωπεύονται το μισό συν ένας των Συμβούλων. Η αντιπροσώπευση στο Διοικητικό Συμβούλιο δεν μπορεί να ανατεθεί σε πρόσωπο που δεν είναι μέλος του Συμβουλίου. Συμπερασματικά το Διοικητικό Συμβούλιο λαμβάνει αποφάσεις με απλή πλειοψηφία των παρόντων και αντιπροσωπευόμενων μελών του. Επίσης στις συνεδριάσεις του, παρίσταται χωρίς δικαίωμα ψήφου ο εκάστοτε προϊστάμενος της αρμόδιας για την εποπτεία του Χρηματιστηρίου Διεύθυνσης του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας. Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου ευθύνονται απέναντι στο χρηματιστήριο για κάθε πταίσμα κατά την άσκηση των καθηκόντων τους, σύμφωνα με το Νόμο 2190/1920. Επίσης υποχρεούνται να τηρούν απόλυτη εχεμύθεια για εμπιστευτικά θέματα του Χρηματιστηρίου, για τα οποία έλαβαν γνώση ως Σύμβουλοι.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Γενικά

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου, με έδρα την πόλη των Αθηνών και εποπτεύεται από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας(σήμερα Γιάννος Παπαντωνίου). Οι αρμοδιότητές της ασκούνται από δύο όργανα: **το επταμελές Διοικητικό Συμβούλιο και την τριμελή Επιτροπή.**

Το Διοικητικό Συμβούλιο αποτελείται από τον Πρόεδρο, δύο Αντιπροέδρους και 4 μέλη. Ο Πρόεδρος και οι δύο Αντιπρόεδροι διορίζονται

από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας. Τα υπόλοιπα τέσσερα μέλη εκλέγονται από κατάλογο 12 υποψηφίων που υποβάλλεται από κοινού από την Τράπεζα της Ελλάδος, το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών και τον Σύνδεσμο Ελληνικών Βιομηχανιών και διορίζονται με απόφαση του ΥΠΕΘΟ. Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου πρέπει να είναι πρόσωπα αναγνωρισμένου κύρους και να διαθέτουν ειδικές γνώσεις και εμπειρία σε θέματα κεφαλαιαγοράς. Η θητεία του Δ.Σ. είναι πενταετής. Ο Πρόεδρος και οι δύο Αντιπρόεδροι μπορούν να αναδιορίζονται, αλλά η συνολική θητεία καθενός δεν πρέπει να ξεπερνά τα 10 χρόνια.

Το **Διοικητικό Συμβούλιο** της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς συνεδριάζει όποτε τούτο κρίνεται αναγκαίο και τουλάχιστον δύο φορές το μήνα, για τη λήψη αποφάσεων επί θεμάτων τα οποία εισηγούνται οι υπηρεσίες και ανάγονται στις αρμοδιότητές της. Το Διοικητικό Συμβούλιο συγκαλείται μετά από πρόσκληση του Προέδρου, ο οποίος ορίζει τον τόπο και την ώρα της συνεδρίασης. Η ημερήσια διάταξη μπορεί να καταρτίζεται και από τον Αντιπρόεδρο, ο οποίος αναπληρώνει τον Πρόεδρο εφόσον υπάρχει ειδική έγγραφη εντολή του Προέδρου προς τούτο. Τον Πρόεδρο του Διοικητικού Συμβουλίου απόντα ή κωλύόμενο, αναπληρούν οι Αντιπρόεδροι κατά τη σειρά τους. Το συμβούλιο συνεδριάζει έγκυρα παρουσία του Προέδρου και εφόσον παρίστανται αυτοπροσώπως τέσσερα τουλάχιστον μέλη. Οι αποφάσεις λαμβάνονται με απλή πλειοψηφία των παρόντων. Σε περίπτωση ισοψηφίας, υπερισχύει η απόφαση υπέρ της οποίας τάσσεται ο Πρόεδρος ή ο αναπληρωτής του.

Η **Εκτελεστική Επιτροπή** αποτελείται από τον Πρόεδρο και τους δύο Αντιπρόεδρους του Διοικητικού Συμβουλίου. Συγκαλείται από τον Πρόεδρο ή τον πρώτο Αντιπρόεδρο, εφόσον υπάρχει ειδική έγγραφη εντολή του Προέδρου. Συνεδριάζει τουλάχιστον μια φορά την εβδομάδα, εφόσον παρίστανται αυτοπροσώπως τουλάχιστον δύο από τα μέλη της. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εκπροσωπείται δικαστικώς και εξωδίκως ενώπιον κάθε αρχής από την Εκτελεστική Επιτροπή. Είναι δυνατόν κατόπιν απόφασης της Εκτελεστικής Επιτροπής, να εκπροσωπείται εκάστοτε και από ανώτατο υπάλληλο πλήρους απασχόλησης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Αρμοδιότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Μερικές από τις αποφασιστικές αρμοδιότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς είναι:

- α Παρέχει τη σύμφωνη γνώμη για την αναστολή της διαπραγματεύσεως μιας μετοχής.
- α Αποφασίζει μετά από πρόταση του Διοικητικού Συμβουλίου τη διαγραφή μιας εταιρείας από την Κύρια ή την Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου.
- α Χορηγεί άδεια σύστασης χρηματιστηριακής εταιρείας.
- α Εγκρίνει τον διορισμό Χρηματιστηριακού εκπροσώπου, εφόσον πληρούνται οι οριζόμενες προϋποθέσεις.
- α Διορίζει τους χρηματιστές, εφόσον συγκεντρώνουν τα απαιτούμενα προσόντα και επιτύχουν στις ειδικές εξετάσεις.
- α Παύει μέλος της διοίκησης χρηματιστηριακής εταιρείας αν κρίνει ότι συντρέχουν λόγοι.

- α Μετά από γνωμοδότηση του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, αποφασίζει την εισαγωγή των μετοχών των ενδιαφερόμενων εταιρειών στην Κύρια και την Παράλληλη Αγορά.

Επίσης η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εποπτεύει μια σειρά λειτουργιών και γνωμοδοτεί προς το Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας για όλα τα ζητήματα που αφορούν τη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς.

Διάρθρωση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και αρμοδιότητες των υπηρεσιών της.

Με το Νόμο 2324/95 η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς διαρθρώθηκε σε γραφεία, διευθύνσεις και τμήματα ως εξής:

A. 1. Γραφείο Προέδρου

2. Γραφεία Αντιπροέδρων

B. 1. Νομική Υπηρεσία

2. Διεύθυνση Διοικητικής και Οικονομικής Υποστήριξης

- α. Τμήμα Διοικητικής Υποστήριξης
- β. Τμήμα Οικονομικής Υποστήριξης
- γ. Τμήμα Γραμματείας και Δημοσίων Σχέσεων

3. Διεύθυνση Εποπτείας και Ελέγχου Χρηματιστηρίου και Εταιρειών

- α. Τμήμα Εποπτείας και Ελέγχου Χρηματιστηρίου
- β. Τμήμα Εποπτείας και Ελέγχου Θεσμικών Επενδυτών, εισαγμένων στο Χρηματιστήριο Εταιρειών και λοιπών Εταιρειών.

4. Διεύθυνση Μελετών, Παρακολούθησης της Κεφαλαιαγοράς και Διεθνών Σχέσεων.

- α. Τμήμα Μελετών και Παρακολούθησης της Κεφαλαιαγοράς
- β. Τμήμα Διεθνών Σχέσεων και Παρακολούθησης Διεθνών Εξελίξεων

Με απόφαση του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας, η οποία εκδίδεται κατόπιν εισηγήσεως του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, δύναται να ανακατανέμονται οι αρμοδιότητες μεταξύ των επί μέρους τμημάτων και διευθύνσεων.

I. Οι αρμοδιότητες της Νομικής Υπηρεσίας είναι οι εξής:

- 1. Η δικαστική παράσταση για την Επιτροπή κεφαλαιαγοράς στα ελληνικά και αλλοδαπά δικαστήρια.
- 2. Η επεξεργασία και διατύπωση προτάσεων επί νομικών θεμάτων, σχετικών με τη λειτουργία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.
- 3. Η σύνταξη γνωμοδοτήσεων και η παροχή οικονομικών υπηρεσιών προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, επί θεμάτων που προκύπτουν από την άσκηση των γενικών αρμοδιοτήτων της.

II. Οι αρμοδιότητες της Διεύθυνσης Διοικητικής και Οικονομικής Υποστήριξης κατανέμονται μεταξύ των τμημάτων ως εξής:

A. Στο Τμήμα Διοικητικής Υποστήριξης ανήκουν:

- 1. Η εφαρμογή της κείμενης νομοθεσίας που αναφέρεται στα θέματα υπηρεσιακής κατάστασης του πάσης φύσεως προσωπικού, η τήρηση προσωπικού μητρώου των υπαλλήλων και των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, η τήρηση των ατομικών τους φακέλων και

η διενέργεια των μετακινήσεων, αποστάσεων, τοποθετήσεων και προαγωγών του πάσης φύσεως προσωπικού.

2. Η μέριμνα συντήρησης, βελτίωσης και φύλαξης των χώρων και των εγκαταστάσεων, των τηλεφωνικών δικτύων, κλιματισμού, θέρμανσης και η φροντίδα για την καθαριότητα.

B. Στο Τμήμα Οικονομικής Υποστήριξης ανήκουν:

1. Η κατάρτιση και η επεξεργασία του προϋπολογισμού, η κατάρτιση του ετήσιου απολογισμού της επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η παρακολούθηση της κίνησης των πιστώσεων, η εκκαθάριση των αποδοχών των υπαλλήλων και των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η διαχείριση των πάσης φύσεως δαπανών, η μέριμνα για την είσπραξη των εσόδων και η κατανομή των οικείων πιστώσεων.
2. Η τήρηση της διαδικασίας για την προμήθεια υλικού και εξοπλισμού.

Γ. Στο Τμήμα Γραμματείας και Δημόσιων Σχέσεων ανήκουν:

1. Η γραμματειακή εξυπηρέτηση των συνεδριάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου και της Εκτελεστικής Επιτροπής της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η τήρηση των πρακτικών, η οργάνωση και η τήρηση του πρωτοκόλλου, η διεκπεραίωση της απλής και διαβαθμισμένης αλληλογραφίας, η ευθύνη για την αναπαραγωγή και διακίνηση των εγγράφων, η γραμματειακή υποστήριξη των λοιπών διευθύνσεων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η τήρηση αρχείων πρωτότυπων και εξερχόμενων εγγράφων καθώς και η βεβαίωση της ακρίβειας φωτογραφιών, φωτοτυπιών, οποιωνδήποτε εγγράφων και γενικά δικαιολογητικών, ύστερα από την αντιπαραβολή τους, με το επιδεικνυόμενο σχετικό πρωτότυπο ή ακριβές αντίγραφο, όλων των διευθύνσεων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.
2. Η πληροφόρηση των μέσων ενημέρωσης για τις δραστηριότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η κάλυψη γεγονότων και εκδηλώσεων, η παρακολούθηση, επισήμανση και συλλογή ειδήσεων και δημοσιευμάτων, τα οποία αφορούν δραστηριότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και η επιμέλεια οργάνωσης διαφόρων εκδηλώσεων.

III. Οι αρμοδιότητες της Διεύθυνσης Εποπτείας και Ελέγχου Χρηματιστηρίου και Εταιρειών κατανέμονται μεταξύ των τμημάτων ως εξής:

A. Στο Τμήμα Εποπτείας και Ελέγχου του Χρηματιστηρίου και των μελών του ανήκουν:

1. Η παρακολούθηση της όλης λειτουργίας της χρηματιστηριακής αγοράς Κύριας και Παράλληλης.
2. Η Εποπτεία του χρηματιστηρίου και των μελών του, τακτικών και έκτακτων και η τήρηση μητρώου γι' αυτά.
3. Η μελέτη και παρακολούθηση των εφαρμοζόμενων από τα μέλη του Χρηματιστηρίου διαδικασιών για τις χρηματιστηριακές συναλλαγές.
4. Η παρακολούθηση και ο εντοπισμός δημοσιεύσεων, πληροφοριών και φημών που είναι ικανές να επηρεάσουν τις συναλλαγές των τίτλων στην αγορά, συνολικά ή μεμονωμένα.
5. Η αναφορά προς την Εκτελεστική Επιτροπή ή το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς επί περιπτώσεων

- παραβάσεων της χρηματιστηριακής νομοθεσίας, καθώς και η εισήγηση, σε συνεργασία με τη νομική υπηρεσία, για τον τρόπο αντιμετώπισής τους.
6. Η εισήγηση στην Εκτελεστική Επιτροπή και το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, επί θεμάτων σχετικών με τις αρμοδιότητες του τμήματος.
 7. Η διαπίστωση παραβάσεων της χρηματιστηριακής νομοθεσίας, σε περιπτώσεις απότομων μεταβολών των τιμών της αγοράς.
 8. Η διενέργεια έρευνας σε περιπτώσεις τυχόν εκμετάλλευσης ή μη νόμιμης διασποράς εσωτερικών πληροφοριών.
 9. Η υποβολή προτάσεων προς την Εκτελεστική Επιτροπή και το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, για προσαρμογές του θεσμικού πλαισίου του Χρηματιστηρίου.
 10. Η διενέργεια ελέγχου των βιβλίων και στοιχείων των μελών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και των λοιπών φυσικών και νομικών προσώπων, τα οποία εποπτεύονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.
 11. Η εισήγηση επί αιτήσεων των μελών του Χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών, για διορισμό υπευθύνων στα εκτός έδρας γραφεία τους.
 12. Η εισήγηση για την έκδοση αποφάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου, βάσει των οποίων διενεργούνται τακτικοί ή έκτακτοι έλεγχοι στα μέλη του Χρηματιστηρίου, καθώς και τη διαδικασία και τα όργανα διενέργειας των ελέγχων αυτών.
 13. Η παρακολούθηση και ο έλεγχος των εργασιών και της εν γένει δραστηριότητας της Εταιρείας Αποθετηρίου.
 14. Η εισήγηση προς το Διοικητικό Συμβούλιο για την έγκριση λειτουργίας νέων Ανώνυμων Χρηματιστηριακών Εταιρειών ή και άλλων νομικών προσώπων, για τη λειτουργία των οποίων απαιτείται άδεια ή έγκριση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

B. Στο Τμήμα Εποπτείας και Ελέγχου Θεσμικών Επενδυτών, Εισαγμένων στο Χρηματιστήριο Εταιρειών και λοιπών Εταιρειών ανήκουν:

1. Η εποπτεία και η τήρηση μητρώου των Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, Εταιρειών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων ελληνικών και αλλοδαπών που λειτουργούν στην ελληνική αγορά, καθώς και των εισαγμένων στην Κύρια ή την Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου ανωνύμων εταιρειών.
2. Ο έλεγχος των βιβλίων και στοιχείων των παραπάνω εταιρειών, καθώς και η συμμόρφωση αυτών, προς τις διατάξεις του νομοθετικού πλαισίου που τις αφορά.
3. Ο εντοπισμός ανακριβών διαφημίσεων και ανακοινώσεων που αναφέρονται στο Β1.
4. Ο έλεγχος της καταλληλότητας των κατά νόμο υπευθύνων των Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και των Εταιρειών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων(Α.Ε.Δ.Α.Κ.).
5. Ο έλεγχος των εκάστοτε ακολουθούμενων πρακτικών πώλησης και εξαγοράς μεριδίων και της τυχόν μη συμμόρφωσης των Εταιρειών Διαχείρισης προς τους κανονισμούς των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και τις διατάξεις της ισχύουσας νομοθεσίας.

6. Η εισήγηση προς την Εκτελεστική Επιτροπή ή το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, επί αιτήσεων για χορήγηση άδειας λειτουργίας νέων Εταιρειών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων και Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, καθώς και για την έγκριση ή τροποποίηση Κανονισμών Αμοιβαίων Κεφαλαίων και καταστατικών Α.Ε.Δ.Α.Κ.
7. Η συλλογή και ο έλεγχος των υποβαλλόμενων περιοδικών καταστάσεων και στοιχείων από τα υποχρεούμενα από το νόμο φυσικά ή νομικά πρόσωπα και η υποβολή τους στην Εκτελεστική Επιτροπή και στο Διοικητικό Συμβούλιο.
8. Η υποβολή προτάσεων στην Εκτελεστική Επιτροπή και το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, για την αναμόρφωση και προσαρμογή του θεσμικού πλαισίου και των κανόνων λειτουργίας των Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.
9. Η υποβολή προτάσεων στην Εκτελεστική Επιτροπή και το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, για την επιβολή κυρώσεων στις περιπτώσεις παραβάσεων της νομοθεσίας περί κεφαλαιαγοράς.
10. Η εισήγηση προς την Ε.Ε. ή το Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, επί αιτήσεων επενδύσεων σε μη εισαγμένους στο Χρηματιστήριο τίτλους, από Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και Α.Ε. Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων.
11. Η παρακολούθηση της τήρησης των ορίων επενδύσεων που έχουν τεθεί από τις σχετικές ρυθμίσεις του Ν. 1969/1991, όπως ισχύει σήμερα.
12. Η εισήγηση για την έκδοση αποφάσεων του Δ.Σ. βάσει των οποίων θα διενεργούνται τακτικοί ή έκτακτοι έλεγχοι σε φυσικά ή νομικά πρόσωπα όσον αφορά την τήρηση της νομοθεσίας περί κεφαλαιαγοράς.
13. Η εισήγηση για έγκριση ενημερωτικών δελτίων στις περιπτώσεις της κάλυψης του μετοχικού κεφαλαίου με δημόσια εγγραφή εταιρειών που οι μετοχές τους δεν εισάγονται στο Χρηματιστήριο.
14. Ο έλεγχος συμμόρφωσης των αναφερόμενων στο Β1 νομικών προσώπων προς τις διατάξεις της νομοθεσίας περί κεφαλαιαγοράς, και οι σχετικές εισηγήσεις προς την Ε.Ε. και το Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, για εντοπιζόμενες παραβάσεις της νομοθεσίας που αφορά τις εισαγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρείες, καθώς και τις μη εισαγμένες, για την περίπτωση παραβάσεων σχετικών με την κάλυψη κεφαλαίου με δημόσια εγγραφή.
15. Η επεξεργασία των εισηγήσεων του Χρηματιστηρίου που αφορούν την εισαγωγή εταιρειών στην Κύρια ή την Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου, η προετοιμασία των σχετικών εισηγήσεων για την Εκτελεστική Επιτροπή και το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, καθώς και η κατάρτιση των σχετικών αποφάσεων.

I.V. Οι αρμοδιότητες της Διεύθυνσης Μελετών Παρακολούθησης της Κεφαλαιαγοράς και Διεθνών Σχέσεων κατανέμονται μεταξύ των τμημάτων ως εξής:

A. Στο Τμήμα Μελετών και Παρακολούθησης της Κεφαλαιαγοράς ανήκουν:

1. Η παρακολούθηση των συντελούμενων εξελίξεων στις χρηματιστηριακές αγορές και στην αγορά κεφαλαίου εν γένει, η ανάλυση αυτών και η ενημέρωση του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.
2. Η κατάρτιση μελετών σε θέματα της χρηματιστηριακής αγοράς και της κεφαλαιαγοράς εν γένει.
3. Η σύνταξη της ετήσιας έκθεσης απολογισμού του έργου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η σύνταξη και η δημοσίευση ενημερωτικών φυλλαδίων και η επιμέλεια των εν γένει εκδόσεων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.
4. Η σύνταξη των γνωμοδοτήσεων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς προς τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας.
5. Η κατάρτιση κανονισμών, σε συνεργασία με τις συναρμόδιες διευθύνσεις, στις περιπτώσεις που ο νόμος προβλέπει την έκδοση κανονισμών.
6. Η συλλογή και παρακολούθηση της νομοθεσίας για την Κεφαλαιαγορά, η παροχή γνώμης για νομοθετικές μεταρρυθμίσεις και η σύνταξη των σχετικών μελετών.

B. Στο Τμήμα Διεθνών Σχέσεων και Παρακολούθησης Διεθνών Εξελίξεων ανήκουν:

1. Η παρακολούθηση των θεσμικών και άλλων μεταρρυθμίσεων στα Κράτη-Μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης και στα αναπτυγμένα σε θέματα Κεφαλαιαγοράς κράτη.
2. Η παρακολούθηση και ο συντονισμός της εφαρμογής των συμφωνιών με τα κράτη αυτά, που αφορούν στο τομέα της Κεφαλαιαγοράς και η σύνταξη περιοδικών εκθέσεων, ιδίως μετά την παρακολούθηση σχετικών επιτροπών.
3. Η μελέτη τρόπων και μεθόδων για την ανάπτυξη της τεχνικής συνεργασίας σε θέματα Κεφαλαιαγοράς με άλλα κράτη και ιδίως με τα Κράτη-Μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης.
4. Η συγκέντρωση στοιχείων για μηχανογραφική επεξεργασία και ανάλυση στατιστικών σειρών των παραπάνω Κρατών σε θέματα Κεφαλαιαγοράς.
5. Η διαμόρφωση προτάσεων για τις ελληνικές θέσεις επί της Κεφαλαιαγοράς, σε συνεργασία με τις αρμόδιες υπηρεσίες του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας ή άλλων Υπουργείων, και ο συντονισμός της αναγκαίας εφαρμογής διεθνών συμβάσεων ή συμφωνιών, σε θέματα Κεφαλαιαγοράς.

Με απόφαση του ΥΠΕΘΟ η οποία εκδίδεται κατόπιν εισήγησης του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, μπορούν να ανακατανέμονται οι αρμοδιότητες μεταξύ τω επί μέρους τμημάτων και διευθύνσεων. (βλ. Σιαφάκα-Βούλγαρη)

Πειθαρχικές και ποινικές ποινές των μελών της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς λειτουργεί πειθαρχικό συμβούλιο, το οποίο συγκροτείται ανάλογα με τη βαρύτητα των παραπτώματων και δύναται να επιβάλλει τις εξής ποινές:

- α. Έγγραφο επίπληξη
- β. Πρόστιμο μέχρι τις αποδοχές ενός μηνός.
- γ. Λύση της σύμβασης για χρονικό διάστημα μέχρι τριών μηνών.
- δ. Καταγγελία της σύμβασης.

Τον πειθαρχικό έλεγχο επί του Προέδρου, των Αντιπροέδρων και των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ασκεί ο Υπουργός Εθνικής Οικονομίας. Ο ΥΠΕΘΟ μπορεί να ανακαλέσει το διορισμό μέλους της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, εκτός από την πειθαρχική ή ποινική ευθύνη του παραβάτη στις παρακάτω περιπτώσεις:

- 1) Όταν μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου συμμετέχει άμεσα ή έμμεσα σε οποιαδήποτε ενέργεια ή συναλλαγή, που αφορά αντικείμενο που τελεί υπό τον έλεγχο της Ε.Κ.
- 2) Όταν μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου συμμετέχει στη συζήτηση και λήψη αποφάσεων από το Δ.Σ. ή την Εκτελεστική Επιτροπή για θέματα που αφορούν φυσικά πρόσωπα με τα οποία είναι σύζυγος ή συγγενής μέχρι τρίτου βαθμού ή νομικά πρόσωπα με τα οποία τελεί σε σχέση εργασίας ή εντολής ή άλλης παρόμοιας ή συμμετέχει έμμεσα ή άμεσα στο μετοχικό κεφάλαιό τους.
- 3) Όταν ο Πρόεδρος και οι δύο Αντιπρόεδροι, κατά τη διάρκεια της θητείας τους, συμμετέχουν στην ίδρυση ή στο μετοχικό κεφάλαιο ή σε διοικητικό όργανο επιχείρησης που τελεί υπό τον έλεγχο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Τιμωρείται με φυλάκιση 3 τουλάχιστον μηνών και χρηματική ποινή:

- 1) Όποιος έχοντας αποκτήσει γνώση εμπιστευτικών πληροφοριών για επιχείρηση με αφορμή μόνιμη ή πρόσκαιρη παροχή υπηρεσιών με οποιαδήποτε ιδιότητα προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, χρησιμοποίησε τις πληροφορίες αυτές είτε ο ίδιος είτε μέσω άλλου προσώπου και αγοράζει ή πωλεί χρηματιστηριακές ή μη κινητές αξίες της επιχείρησης αυτής, για να επιτύχει σημαντικό περιουσιακό όφελος για τον εαυτό του ή τρίτον ή να επιφέρει σημαντική περιουσιακή ζημιά σε τρίτον.
- 2) Όποιος αποκτά άμεσα ή έμμεσα γνώση εμπιστευτικών πληροφοριών για επιχείρηση από πρόσωπα που είχαν αποκτήσει γνώση των πληροφοριών σύμφωνα με τα παραπάνω. Χρησιμοποιεί δε αυτές, εν γνώσει του γεγονότος ότι είναι εμπιστευτικές, είτε ο ίδιος είτε μέσω άλλου προσώπου και αγοράζει ή πωλεί χρηματιστηριακές ή μη αξίες της επιχείρησης, για να επιτύχει σημαντικό περιουσιακό όφελος για τον εαυτό του ή τρίτον ή να επιφέρει σημαντική περιουσιακή ζημιά σε τρίτον.
- 3) Όποιος, έχοντας αποκτήσει γνώση εμπιστευτικών πληροφοριών για επιχείρηση με αφορμή μόνιμη ή πρόσκαιρη παροχή υπηρεσιών με οποιαδήποτε ιδιότητα προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, τις καθιστά γνωστές σε άλλον, εκτός αν αυτό επιτρέπεται από διάταξη νόμου ή συντελείται στο πλαίσιο εκτέλεσης των καθηκόντων του.

(βλ.Χρηματιστήριο Αξιών:Βούλγαρη-Παπαγεωργίου σελ 123,124)

Σε αυτό το σημείο και αφού αναφέραμε την λειτουργία και τις αρμοδιότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, **κρίνουμε σκόπιμο** να παραθέσουμε σε συντομία, κάποια πιθανά μέτρα για την αποτελεσματικότερη και πιο αξιόπιστη λειτουργία της. Αν η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αποφάσιζε τη διεύρυνση των μετοχών του Γενικού Δείκτη, η αντικειμενικότητα της ανάπτυξης της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς θα ήταν πιο ουσιαστική, θα διαφαίνονταν η πραγματική εικόνα της και δεν θα υπήρχε τρόπος κατεύθυνσής της από ορισμένους παράγοντες.

Η πιθανή καταβολή εγγυητικού κεφαλαίου των επιχειρήσεων κατά την έγκριση της αίτησης εισαγωγής τους, στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, θα βοηθούσε την αποφυγή άντλησης κεφαλαίου και την τοποθέτησή του σε μη προγραμματισμένες 'ελεγχόμενες' επενδύσεις. Επίσης το κεφάλαιο αυτό θα ήταν χρήσιμο στη συνέχεια να χρησιμοποιείται για την υποστήριξη των επιχειρήσεων στην λανθασμένη επενδυτική πολιτική τους.

Η οριοθέτηση και ο μεγαλύτερος έλεγχος των Θεσμικών Επενδυτών, τόσο στην συμμετοχή τους στα χαρτοφυλάκια, όσο και στις πράξεις ρευστοποίησης και αναδιανομής των αποτελεσμάτων τους, να είναι άμεση και πράξεις μεγάλης κεφαλαιοποίησης να δημοσιεύονται και να φέρει μέρος ευθύνης και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Σήμερα στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς συμμετέχουν άτομα που αντιπροσωπεύουν κυρίως τους μεγαλοεπενδυτές με αποτέλεσμα ο μικροεπενδυτής να βρίσκεται στο περιθώριο και να ακολουθεί τα καλώς ή κακώς κείμενα των αποφάσεών της. Η ύπαρξη εκλεγμένου μέλους μικροεπενδυτή, με άποψη και κρίση των αποφάσεων, θεωρείται απαραίτητη αφού θα αποτελέσει σημαντικό βήμα ανάπτυξης και προστασίας των κατόχων μικρών κεφαλαίων.

Παρ' όλες τις αρμοδιότητες που ήδη σήμερα έχει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, πιστεύουμε ότι κυρίως ο έλεγχος είναι μερικά επιφανειακός, γίνεται γνωστό σε **λίγους** και όχι στο σύνολο των επενδυτών όπως και θα έπρεπε.

Ένα άλλο θέμα που θα συνέβαλλε στην αξιοπιστία της λειτουργίας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, είναι η επιβολή αυστηρότερων προστίμων για την συμμόρφωση των εταιρειών οι οποίες υπέπεσαν σε σφάλματα, ενάντια των νομοθετικών διατάξεων και σε βάρος των κεφαλαίων των επενδυτών.

Η θεσμοθέτηση νομοθετικού διατάγματος όσον αφορά την εισαγωγή νέων εταιρειών στο Χρηματιστήριο και η χειραγώγηση των μετοχών τους θα πρέπει να καθορίζεται από συγκεκριμένο νομικό πλαίσιο, το οποίο να ελέγχεται καθοριστικά από την Επιτροπή κεφαλαιαγοράς και να αποφεύγονται λανθασμένες κινήσεις.

Σήμερα (31/10/1999-30/3/2000) είμαστε μία ακόμη **Αναδυόμενη Αγορά** και υπάρχει μεγάλη επιφυλακτικότητα κινήσεως των κεφαλαίων. Αν γίνουμε μία **Ωριμη (Αναπτυγμένη) Αγορά** πιθανώς να πετύχουμε την εμπιστοσύνη των ξένων επενδυτών και την εισαγωγή νέων κεφαλαίων στην χώρα μας, για την επίτευξη των στόχων Μας.

Η Εποπτεία

Η Διεύθυνση Εποπτείας Χρηματιστηρίων, που σήμερα είναι εγκατεστημένη στην οδό Πεσμαζόγλου 1, είναι επιφορτισμένη με την άσκηση της κυβερνητικής εποπτείας στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Τα όργανα της εποπτείας δικαιούνται να ελέγχουν βιβλία και στοιχεία που τηρούν το Χ.Α.Α., τα μέλη του (χρηματιστές και χρηματιστηριακές εταιρείες) και οι εισηγμένες επιχειρήσεις.

Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρείες (Α.Χ.Ε.)

Σύμφωνα με το **άρθρο 3 του Ν. 1806/88**:

- 1) Η χρηματιστηριακή εταιρεία είναι ανώνυμη εταιρεία με αποκλειστικό σκοπό τη διεξαγωγή χρηματιστηριακών συναλλαγών.
- 2) Το μετοχικό κεφάλαιο της ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρείας καταβάλλεται σε μετρητά και έχει ελάχιστο ύψος εβδομήντα εκατομμυρίων δραχμών που πρέπει να έχουν καταβληθεί ολοσχερώς κατά τη σύσταση της εταιρείας. Το όριο αυτό μπορεί να αυξάνεται με απόφαση του Υπουργού, ύστερα από γνώμη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Με την Υ.Α. 66855/3.11.94 (ΦΕΚ 842/Β'/11.11.94) το ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο της Α.Χ.Ε. αναπροσαρμόστηκε σε διακόσια εκατομμύρια (200.000.000) δρχ.
- 3) Οι μετοχές της ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρείας είναι ονομαστικές. Η μεταβίβασή τους για οποιαδήποτε νομική αιτία, με εξαίρεση την κληρονομική διαδοχή και τη γονική παροχή, χωρίς προηγούμενη άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς είναι άκυρη, εκτός αν με τη μεταβίβαση, ή και με αυτή, ο αποκτών δεν συγκεντρώνει μετοχές που αντιπροσωπεύουν ποσοστό μεγαλύτερο του δέκα τοις εκατό του μετοχικού κεφαλαίου. Για τη χορήγηση της άδειας η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εκτιμά την καταλληλότητα του αποκτώντος για τη διασφάλιση της χρηστής διαχείρισης της εταιρείας.
- 4) Δεν μπορεί να είναι μέτοχος ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρείας χρηματιστής, αντικρυστής, χρηματιστηριακός εκπρόσωπος, ανώνυμη χρηματιστηριακή εταιρεία, προσωπική εταιρεία της περίπτωσης V της παραγράφου 3 του άρθρου 12 του Ν. 3632/1928 (ΦΕΚ 137) ή οργανισμός που έχει αποκλειστικό σκοπό τις συλλογικές επενδύσεις σε κινητές αξίες.

Άδεια για σύσταση Α.Χ.Ε. (άρθρο 4 Ν. 1806/88).

- 1) Για να εκδοθεί άδεια σύστασης ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρείας σύμφωνα με τις διατάξεις των ανωνύμων εταιρειών, απαιτείται να κατατεθεί προηγουμένως σε ειδικό λογαριασμό, σε τράπεζα που λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα, το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας, καθώς και να έχει δοθεί άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Για την χορήγηση της άδειας η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς συνεκτιμά την οργάνωση, τα τεχνικά και οικονομικά μέσα της εταιρείας, την αξιοπιστία και την πείρα των προσώπων που πρόκειται να τη διοικήσουν, καθώς και την καταλληλότητα των μετόχων που διαθέτουν ποσοστό μεγαλύτερο του δέκα τοις εκατό του μετοχικού κεφαλαίου για την διασφάλιση

της χρηστής διαχείρισης της εταιρείας. Δεν επιτρέπεται σε τράπεζες να είναι μέτοχοι σε περισσότερες από μία ανώνυμες χρηματιστηριακές εταιρείες.

- 2) Όμοια άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, με τις προϋποθέσεις της προηγούμενης παραγράφου, απαιτείται και για τη μετατροπή ανώνυμης εταιρείας σε χρηματιστηριακή.
- 3) Για την εγκατάσταση και λειτουργία στην Ελλάδα αλλοδαπής χρηματιστηριακής εταιρείας απαιτείται και άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. (Βλ. Περιοδικό Λογιστής Δεκέμβριος 1999)

Σχέση ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων Α.Χ.Ε.

Αν κατά το κλείσιμο του ισολογισμού της ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρείας οι υποχρεώσεις της υπερβαίνουν τα ίδια κεφάλαια, η εταιρεία υποχρεούται μέσα στους έξι πρώτους μήνες της επόμενης διαχειριστικής χρήσης, να αυξήσει το μετοχικό της κεφάλαιο, ώστε οι υποχρεώσεις της να μην υπερβαίνουν τα ίδια κεφάλαια (άρθρο 5 Ν.1806/88).

Εκπρόσωποι Α.Χ.Ε. (άρθρο 6 Ν.1806/88).

- 1) Για τις χρηματιστηριακές συναλλαγές η ανώνυμη χρηματιστηριακή εταιρεία διορίζει εκπροσώπους της, οι οποίοι ονομάζονται χρηματιστηριακοί εκπρόσωποι.
- 2) Όπου στην κείμενη νομοθεσία για το χρηματιστήριο απαιτείται ενέργεια χρηματιστή για τη χρηματιστηριακή συναλλαγή, η ανώνυμη χρηματιστηριακή εταιρεία δεσμεύεται μόνο αν η ενέργεια έγινε από το χρηματιστηριακό της εκπρόσωπο. Στην παραπάνω εκπροσώπηση περιλαμβάνονται και οι διαπραγματεύσεις για τη σύναψη χρηματιστηριακής σύμβασης, και η λήψη εντολής για τη σύναψή της. Κατά τα λοιπά η ανώνυμη χρηματιστηριακή εταιρεία εκπροσωπείται έναντι τρίτων κατά τις διατάξεις για τις ανώνυμες εταιρείες.
- 3) Χρηματιστηριακός εκπρόσωπος διορίζεται:
 - α. Χρηματιστής οπότε και αναστέλλεται η άσκηση του επαγγέλματός του.
 - β. Αυτός που επιτυγχάνει σε ειδικές εξετάσεις που διεξάγονται σύμφωνα με την παράγραφο 2 του άρθρου 10, του Ν. 1806/88.
- 4) Ο χρηματιστηριακός εκπρόσωπος διορίζεται και ανακαλείται σύμφωνα με τις διατάξεις για την εκπροσώπηση που περιλαμβάνονται στο καταστατικό της.
- 5) Ο διορισμός χρηματιστηριακού εκπροσώπου εγκρίνεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Έλεγχος στις Α.Χ.Ε.

Ο τακτικός και έκτακτος έλεγχος που προβλέπεται από τις διατάξεις για τις ανώνυμες εταιρείες ασκείται στις ανώνυμες χρηματιστηριακές εταιρείες από ορκωτό λογιστή (άρθρο 8 Ν. 1806/88).

Χρηματιστής. Διορισμός και προσόντα.
(Σύμφωνα με το **άρθρο 10 του Ν. 1806/88**).

- 1) Χρηματιστής διορίζεται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αυτός που συγκεντρώνει τα προσόντα που προβλέπονται στην παράγραφο 3 του άρθρου 10 και έχει επιτύχει σε ειδικές εξετάσεις.
- 2) Αυτός που συμμετέχει στις ειδικές εξετάσεις της πρέπει:
 - α) Να έχει ηλικία τουλάχιστον είκοσι πέντε ετών.
 - β) Να είναι πτυχιούχος ανώτατου εκπαιδευτικού ιδρύματος ή Τ.Ε.Ι. Κατ' εξαίρεση, οι κατά την έναρξη ισχύος του νόμου αυτού εν ενεργεία αντικρυστές μπορούν να μετάσχουν στις εξετάσεις χωρίς να έχουν πτυχίο ανώτατου εκπαιδευτικού ιδρύματος ή Τ.Ε.Ι., εάν κατά την ημέρα υποβολής της αίτησης για συμμετοχή στις εξετάσεις έχουν ασκήσει επί πέντε τουλάχιστον έτη το επάγγελμα του αντικρυστή.
 - γ) Αν υπέχει στρατιωτικές υποχρεώσεις να τις έχει εκπληρώσει ή να έχει απαλλαγεί από αυτές.
 - δ) Να μην έχει καταδικαστεί για αδίκημα από εκείνα που αποτελούν κώλυμα διορισμού σε θέση δημόσιου υπαλλήλου.
 - ε) Να έχει ασχοληθεί επαγγελματικά, με πλήρη απασχόληση, για μια τριετία τουλάχιστο με τα χρηματιστηριακά. Η απασχόληση αυτή αποδεικνύεται με βεβαίωση του οικείου ασφαλιστικού φορέα ή της φορολογούσης αρχής και συστατική επιστολή του εργοδότη.

Οι Αντικρυστές

Προκειμένου να επιτελέσουν το έργο τους οι Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρείες, διορίζουν χρηματιστηριακούς εκπροσώπους οι οποίοι έχουν τη δυνατότητα να πραγματοποιούν τις χρηματιστηριακές συναλλαγές. Επίσης για τον ίδιο σκοπό μπορούν να ορίζουν αντικρυστές όπως ακριβώς μπορεί να κάνει κάθε χρηματιστής.

Ο Αντικρυστής είναι ο εξουσιοδοτημένος από την χρηματιστηριακή εταιρεία, υπάλληλος χρηματιστηριακών συναλλαγών του χρηματιστηρίου, ο οποίος λαμβάνει τις εντολές από τον Χρηματιστή και διαπραγματεύεται για λογαριασμό του, τους τίτλους στο ταμπλό του χρηματιστηρίου.

Ο Χρηματιστής είναι ο υπάλληλος της Χρηματιστηριακής Εταιρείας ο οποίος λαμβάνει τις εντολές Αγοραπωλησίας των μετοχών από τον Επενδυτή και είναι υπεύθυνος να τις διαβιβάσει στον Αντικρυστή για την εκτέλεση τους.

Ο χρηματιστής παρέχει στον αντικρυστή απεριόριστη συμβολαιογραφική πληρεξουσιότητα, αντίγραφο της οποίας παραδίδει στη Διοίκηση του Χρηματιστηρίου. Όταν ο χρηματιστής παύει έναν αντικρυστή, πρέπει να τοιχοκολλήσει την ανάκλησή του στην αίθουσα του Χρηματιστηρίου.

Με λίγα λόγια, οι μόνοι που μπορούν να πραγματοποιήσουν χρηματιστηριακές συναλλαγές είναι οι χρηματιστές και οι βοηθοί τους, οι αντικρυστές. Ο αντικρυστής απαγορεύεται να πραγματοποιεί συναλλαγές για τον εαυτό του και μπορεί να εργάζεται μόνο για ένα χρηματιστή ή μια χρηματιστηριακή εταιρεία.

Σήμερα (30/6/2000) οι συναλλαγές στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών πραγματοποιούνται μέσω του συστήματος ΟΑΣΗΣ, αυτόματα και ελέγχονται από Αντικρυστές και Χρηματιστές, καθώς επίσης και από τα

Όργανα Λειτουργίας του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. (Βλ. Το αλφαβητάρι του χρηματιστηρίου Κ. Στούπας)

Επιχειρήσεις Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ.).

Με το Ν. 2396/96 ενσωματώθηκε στην ελληνική νομοθεσία η υπ' αριθ. 93/22/ΕΟΚ Οδηγία του Συμβουλίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων για τις επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών. Το άρθρο 2 της παραγράφου 3 του Ν. 2396/96 ορίζει ότι η Επιχείρηση Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ.) είναι οποιοδήποτε φυσικό ή νομικό πρόσωπο παρέχει κατ' επάγγελμα προς τρίτους επενδυτικές υπηρεσίες. Από τις συνδυασμένες διατάξεις των λοιπών άρθρων του άνω νόμου και κυρίως του άρθρου 2 παράγραφος 3 και του άρθρου 3 παράγραφος 1 εδάφιο θ', προκύπτει αφενός ότι για τη σύσταση και λειτουργία μιας Ε.Π.Ε.Υ. απαιτείται άδεια των αρμόδιων ελληνικών αρχών (μεταξύ των οποίων και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς) και αφετέρου ότι η άδεια συστάσεως και λειτουργίας Ε.Π.Ε.Υ. παρέχεται σε συγκεκριμένες κατηγορίες επιχειρήσεων που έχουν περιβληθεί το νομικό τύπο της ανώνυμης εταιρείας με ορισμένο (ελάχιστο) όριο κεφαλαίου και ονομαστικές μετοχές, όπως παρακάτω σημειώνεται.

Α) Ε.Π.Ε.Υ. με τη μορφή ανώνυμης εταιρείας

Ανώνυμες εταιρείες που έχουν ως σκοπό την άσκηση δραστηριοτήτων όπως: α) Εκτέλεση εντολών για αγοραπωλησία τίτλων. β) Διαχείριση χαρτοφυλακίου πελατών. γ) Παροχή υπηρεσιών αναδόχου για την έκδοση τίτλων κ.α. Οι εταιρείες αυτές πρέπει να έχουν σε κάθε περίπτωση μετοχικό κεφάλαιο ελάχιστου ύψους διακοσίων εκατομμυρίων (200.000.000) δραχμών και εφόσον παρέχουν υπηρεσίες αναδόχου ενός δισεκατομμυρίου(1.000.000.000) δραχμών.

Οι μετοχές σε κάθε περίπτωση, πρέπει να είναι ονομαστικές. Για να δοθεί η άδεια συστάσεως και λειτουργίας από το Υπουργείο Αναπτυξίας (Εμπορίου) στις κατά τα άνω ανώνυμες εταιρείες πρέπει προηγουμένως να κατατεθεί σε ειδικό λογαριασμό τράπεζας ολόκληρο το μετοχικό κεφάλαιο και να έχει ληφθεί η άδεια λειτουργίας από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, στην οποία απαριθμούνται οι επενδυτικές υπηρεσίες που θα δικαιούται να παρέχει η εταιρεία (άρθρα 27-29 Ν. 2396/96).

Β) Εταιρείες Λήψεως και Διαβιβάσεων Εντολών (Ε.Λ.Δ.Ε.)

Οι επιχειρήσεις που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες που συνίστανται αποκλειστικά στη λήψη και διαβίβαση εντολών με αντικείμενο κινητές αξίες (άρθρο 3 παράγραφος 1 εδάφιο θ' Ν. 2396/96) επιτρέπεται να λειτουργούν μόνο με τη μορφή ανώνυμης εταιρείας, της οποίας οι μετοχές είναι ονομαστικές (άρθρο 30 παράγραφος 1 Ν.2396/96).

Το κατώτατο μετοχικό κεφάλαιο των Ε.Λ.Δ.Ε. είχε ορισθεί με το άρθρο 30 παράγραφος 1 του Ν. 2396/96 σε τριάντα εκατομμύρια δραχμές και αναπροσαρμόστηκε σε εξήντα εκατομμύρια (60.000.000) δραχμές με το άρθρο 16 του Ν. 2651/98.

Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου

Οι ανώνυμες εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου διέπονται από τις διατάξεις του Ν. 1969/91 και του Κ.Ν. 2190/20. Σκοπό έχουν τη διαχείριση χαρτοφυλακίου κινητών αξιών (μετοχές, ομολογίες, ομόλογα, τίτλοι

μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων, έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου και άλλα χρηματιστηριακά πράγματα).

Το μετοχικό κεφάλαιο της ανώνυμης εταιρείας επενδύσεων χαρτοφυλακίου πρέπει να είναι τουλάχιστον πεντακόσια εκατομμύρια (500.000.000) δραχμές (άρθρο 1 παράγραφος 2 του Ν. 1969/91).

Για τη σύσταση ανώνυμης εταιρείας επενδύσεων χαρτοφυλακίου απαιτείται άδεια λειτουργίας από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Όμοια άδεια απαιτείται και για την μετατροπή υφιστάμενης εταιρείας σε εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου.

Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισεως. Αμοιβαία Κεφάλαια (άρθρα 17 επόμενα του Ν. 1969/91).

Η Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισεως (που διέπεται από τις διατάξεις του Ν. 1969/91 και τις κείμενες διατάξεις περί ανωνύμων εταιρειών) έχει αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων. Το μετοχικό κεφάλαιο της Α.Ε. Διαχείρισεως καταβάλλεται σε μετρητά και έχει ελάχιστο ύψος πενήντα εκατομμυρίων (50.000.000) δραχμών.

Το Συνεγγυητικό Κεφάλαιο

Οι χρηματιστηριακές εταιρείες είναι και αυτές επιχειρήσεις και, όπως συμβαίνει με τις επιχειρήσεις σε όλο τον κόσμο, κάπου, κάπως, κάποτε μπορεί να 'πέσουν έξω'. Τι θα συμβεί όμως αν ο χρηματιστής ή η χρηματιστηριακή εταιρεία βρεθούν σε αδυναμία να καλύψουν τους πελάτες; Σε αυτή την περίπτωση οι επενδυτές στο χρηματιστήριο, καλύπτονται από το συνεγγυητικό κεφάλαιο, στο οποίο συμμετέχουν χρηματιστές και χρηματιστηριακές εταιρείες. Σκοπός λοιπόν του Συνεγγυητικού είναι η καταβολή αποζημιώσεων σε εντολές και σε αντισυμβαλλόμενα μέλη, όταν διαπιστωθεί οριστική ή μη ανατρέψιμη αδυναμία Εταιρείας Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών, να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της που απορρέουν από παροχή επενδυτικών υπηρεσιών.

Το Κοινό Συνεγγυητικό Κεφάλαιο Ασφαλείας των Χρηματιστηριακών Συναλλαγών μετονομάστηκε με το Ν. 2533/97 σε Συνεγγυητικό Κεφάλαιο Εξασφάλισης Επενδυτικών Υπηρεσιών και προσαρμόστηκε στις διατάξεις της Ευρωπαϊκής Κοινότητας για την καλύτερη προστασία του επενδυτικού κοινού. Για τις σχέσεις του με την αλλοδαπή χρησιμοποιείται η επωνυμία 'The Athens stock Exchange Members Guarantee Fund'.

Η συμμετοχή των μελών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών στο Συνεγγυητικό και κάθε άλλης Εταιρείας Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (από 1998) είναι **υποχρεωτική** και αποτελεί προϋπόθεση για να παρέχουν καλυπτόμενες επενδυτικές υπηρεσίες. Εξαιρούνται οι Ε.Π.Ε.Υ. που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας σε άλλο κράτος μέλος της Ευρωπαϊκής Κοινότητας ή σε τρίτη χώρα, εφόσον καλύπτονται από συστήματα εγγύησης των συναλλαγών. Η Επιτροπή κεφαλαιαγοράς θα εκτιμά κατά περίπτωση αν το αλλοδαπό σύστημα παρέχει κάλυψη τουλάχιστον ισοδύναμη με το Συνεγγυητικό.

Το ελάχιστο ποσό της εισφοράς μέλους του Συνεγγυητικού είναι **92.000.000 εκ. δρχ.** και μπορεί να αναπροσαρμοστεί με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Το Συνεγγυητικό μπορεί να ορίζει πρόσθετες εισφορές στις Ε.Π.Ε.Υ., όταν διαπιστώνεται ανεπάρκεια κεφαλαίου για την κάλυψη υποχρεώσεών του. Διοικείται από επταμελές Διοικητικό Συμβούλιο όπου μετέχει και ο Πρόεδρος του Χ.Α.Α. Το Διοικητικό Συμβούλιο του Συνεγγυητικού είναι αρμόδιο για την διαχείριση, την εκπροσώπησή του, την είσπραξη των πόρων του και τη λήψη αποφάσεων που το αφορούν. Η λήψη των αποφάσεων που αφορούν δικαιώματα αποζημίωσης των επενδυτών και αποτίμησης των απαιτήσεών τους, ανατίθεται σε πενταμελή επιτροπή αποζημιώσεως που διορίζεται από το Διοικητικό Συμβούλιο για 3 έτη.

Το συνεγγυητικό κεφάλαιο έχει δύο σκέλη:

α) Το κοινό συνεγγυητικό κεφάλαιο, όπου συμμετέχουν οι χρηματιστές και οι μικρότερες χρηματιστηριακές εταιρείες, το οποίο έχει την ευθύνη για τις εντός κύκλου συναλλαγές(που λαμβάνουν χώρα κατά την ώρα της συνεδρίασης του Χρηματιστηρίου με την εκδήλωση της προσφοράς μετοχών σε συγκεκριμένη τιμή από τη μια πλευρά και την εκδήλωση της αποδοχής από την άλλη πλευρά).

β) Τον ειδικό λογαριασμό συνεγγυητικού με την ονομασία Λογαριασμός Κάλυψης Κύκλου Συναλλαγών, όπου συμμετέχουν οι μεγαλύτερες Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρείες οι οποίες έχουν δικαίωμα σύναψης συναλλαγών εκτός κύκλου για την κάλυψη των εκτός κύκλου συναλλαγών. Όταν λέμε συναλλαγές εκτός κύκλου συναλλαγές εννοούμε τις συναλλαγές που δεν γίνονται με δημόσια 'εκφώνηση' και 'αντιφώνηση' αλλά απευθείας μεταξύ των χρηματιστηριακών εκπροσώπων των ενδιαφερόμενων πλευρών. (Βλ. βιβλία - Σιαφάκα & Κ. Στούπα & Ε. Βούλγαρη-Παπαγεωργίου)

Μεσιτικά Δικαιώματα

Όπως ήδη είπαμε, για να πραγματοποιήσει κάποιος μια συναλλαγή στο χρηματιστήριο, χρειάζεται να μεσολαβήσει κάποιος χρηματιστή ή μια χρηματιστηριακή εταιρεία.

Για τη μεσιτεία αυτή ο χρηματιστής δικαιούται να πάρει κάποια προμήθεια. Μέχρι τους πρώτους μήνες του 1995, η προμήθεια αυτή ήταν αυστηρά καθορισμένη και έφτανε το 1% της συναλλαγής για ποσά κάτω του ενός εκατομμυρίου, το 0,75% για συναλλαγές μέχρι τα 3 εκατομμύρια και 0,5% για μεγαλύτερες συναλλαγές.

Όμως από το 1995 με το Ν. 2324/1995 οι συναλλασσόμενοι επιτρέπεται να συμφωνούν **ελεύθερα τα ποσά των δικαιωμάτων** για την διεκπεραίωση χρηματιστηριακών συναλλαγών και για κάθε παροχή υπηρεσίας κατά την άσκηση του επαγγέλματός τους, καθώς και το ποσοστό απόκλισης μεταξύ της τιμής αγοράς και της τιμής πώλησης των μετοχών από Ανώνυμη Χρηματιστηριακή Εταιρεία για τη σύναψη χρηματιστηριακής συναλλαγής εκτός κύκλου. Με λίγα λόγια σήμερα ισχύει το καθεστώς των απελευθερωμένων προμηθειών οι οποίες αποτελούν πλέον αντικείμενο ελεύθερης διαμόρφωσής τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2ο

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ

Γενικά

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

Είτε παρακολουθούνται οι μεταβολές του συνόλου των μετοχών είτε ενός αντιπροσωπευτικού δείγματος μετοχών. Αντιπροσωπευτικό είναι κατ' αρχήν το δείγμα, όταν οι μετοχές που περιλαμβάνονται σ' αυτό παρουσιάζουν μεγάλη συχνότητα συναλλαγών, είναι ανομοιογενείς και αντιπροσωπεύουν όλου τους επιμέρους κλάδους της χρηματιστηριακής αγοράς, έχουν δηλαδή υψηλή εμπορευσιμότητα.

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

Για την κατάρτιση ενός χρηματιστηριακού δείκτη λαμβάνονται υπόψη, το μέγεθος των μετοχών, το είδος των μετοχών και η στάθμιση που γίνεται συνήθως με βάση τη χρηματιστηριακή αξία κάθε μετοχής.

Προκειμένου όμως να διαπιστώσουμε αν η αγορά έκλεισε με άνοδο ή πτώση, χρειάζεται να ανατρέξουμε στους ειδικούς δείκτες που έχουν κατασκευαστεί και οι οποίοι σε γενικές γραμμές αποτελούν τον 'καθρέπτη' της αγοράς.

Παράδειγμα

Έστω ότι παίρνουμε σαν βάση δημιουργίας ενός δείκτη το 1980 και έστω ότι οι μετοχές που επιλέγουμε για τη δημιουργία του δείκτη 'X' είναι η 'Α', η 'Β' και η 'Γ'. Η δημιουργία του δείκτη 'X' γίνεται ως ακολούθως:

Παίρνουμε τις τιμές των τριών μετοχών κατά την ημερομηνία βάσης. Έστω, 'Α'=50δρχ., 'Β'=70δρχ. και 'Γ'=100δρχ. Πολλαπλασιάζουμε τις τιμές της συγκεκριμένης ημερομηνίας με τον αριθμό των μετοχών, της κάθε εταιρείας και βρίσκουμε τη χρηματιστηριακή αξία της κάθε εταιρείας στη συγκεκριμένη ημερομηνία. Στη συνέχεια προσθέτουμε τις χρηματιστηριακές αξίες των τριών εταιρειών του δείκτη.

Έστω λοιπόν ότι κάθε μετοχή από το παράδειγμα διαθέτει μόνο 100 μετοχές. Θα έχουμε: 'Α' 50δρχ. χ 100 μετοχές=5.000δρχ., 'Β' 70δρχ. χ 100 μετοχές=7.000δρχ. και 'Γ' 100δρχ. χ 100 μετοχές=10.000δρχ. Έχουμε λοιπόν 'Α'+ 'Β'+ 'Γ'= 5.000+7.000+10.000=22.000.

Η χρηματιστηριακή αξία λοιπόν των μετοχών που απαρτίζουν τον δείκτη 'X' στην ημερομηνία βάσης είναι 22.000. Την επόμενη μέρα οι τιμές των μετοχών είναι πιθανόν να έχουν αλλάξει. Έστω ότι 'Α'=60δρχ., 'Β'=90δρχ. και 'Γ'=90δρχ. Η χρηματιστηριακή αξία αντίστοιχα διαμορφώνεται σε 'Α'=6.000δρχ., 'Β'=9.000δρχ. και 'Γ'=9.000δρχ., το άθροισμα μας κάνει 24.000. Αν διαιρέσουμε τη τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία των μετοχών του δείκτη με τη χρηματιστηριακή του αξία στην

ημερομηνία της βάσης, θα έχουμε $24.000:22.000=1.09$. Πολλαπλασιάζοντας το 1.09 με το 100, μας προκύπτει το 109, οπότε κατά την επόμενη μέρα έχουμε άνοδο του δείκτη 'X' κατά 9%.

Άρα η διαμόρφωση ενός δείκτη προκύπτει, αν διαιρέσουμε την Τρέχουσα Χρηματιστηριακή Αξία μετοχών Δείκτη δια τη Χρηματιστηριακή Αξία στο έτος Βάσης και μετά πολλαπλασιάσουμε με το 100. Προκύπτει δηλαδή από τον τύπο:

$$(Τρέχουσα Χρημ. Αξία μετοχών Δείκτη / Χρημ. Αξία έτος Βάσης) \times 100$$

Ο Γενικός Δείκτης

Ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, δημιουργήθηκε το 1988 και έχει σαν ημερομηνία βάσης την 31-12-1980 οπότε ο δείκτης ορίστηκε ότι ήταν ίσος με 100. Αν στις 21-04-1996 ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, έκλεισε στις 950 μονάδες σημαίνει ότι από την 31-12-1980 το σύνολο της αξίας των μετοχών που απαρτίζουν τον δείκτη έχει σχεδόν δεκαπλασιαστεί.

Αν αποπληθώσουμε τα 16 χρόνια, θα διαπιστώσουμε την άνοδο που παρουσιάζουν οι τιμές των μετοχών και κατά συνέπεια το σύνολο της αγοράς.

Πριν από την Άνοιξη του έτους 1996 στην διαμόρφωση του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, δηλαδή πριν την είσοδο του ΟΤΕ στην Αγορά, οι μετοχές που συντελούσαν στην διαμόρφωση του Δείκτη ήταν διαφορετικές από ότι σήμερα.

Μετά την είσοδο της συγκεκριμένης επιχείρησης οι μετοχές αυτές έχουν διαμορφωθεί ως εξής: (Ακολουθεί πίνακας)

ΟΙ ΜΕΤΟΧΕΣ ΤΟΥ ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΔΕΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ			
ΟΝΟΜΑΣΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΚΕΦ/ΣΗΣ(%)	ΟΝΟΜΑΣΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΚΕΦ/ΣΗΣ(%)
GOODYS ΑΕ (ΚΑ)	0,48	ΔΕΛΤΑ ΠΡΟΤ. ΒΙΟΜ ΓΑΛΑΚΤΟΣ ΑΕ (Κ)	0,66
ΕΤΒΑ ΛΗΣΙΝΓΚ ΑΕ (ΚΟ)	0,29	Ε.Τ.Ε.Β.Α (ΚΟ)	1,68
Η ΕΘΝΙΚΗ (ΕΛΛ. ΕΤ.ΓΕΝ. ΑΣΦ.) (ΚΟ)	1,71	ΕΔΡΑΣΗ-Χ.ΨΑΛΛΙΔΑΣ Α.Τ.Ε. (ΚΟ)	0,15
ΗΡΑΚΛΗΣ (ΑΝ. ΓΕΝ. ΕΤ. ΤΣΙΜ.) (ΚΟ)	1,81	ΕΛ.Δ.ΜΟΥΖΑΚΗΣ Α.Ε.Β.Ε.Μ.& Ε. (ΚΑ)	0,24
ΜΗΧΑΝΙΚΗ ΑΕ (ΚΟ)	0,54	ΕΛΑΙΣ (ΕΛΑΙΟΥΡΓ.ΕΠΙΧ/ΣΗ) (Κ)	0,46
ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ Α.Τ.Ε. (ΚΟ)	0,2	ΕΛΛ. ΕΤ. ΕΜΦΙΑΛΩΣΕΩΣ (Κ)	3,15
ΤΙΤΑΝ ΑΕ (ΚΟ)	2,38	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ ΑΕ (ΚΟ)	4,39
ΑΛΡΗΑ ΑΛΡΗΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΑΕ (ΚΟ)	0,64	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΑΕ (ΚΟ)	1,33
ΑΛΡΗΑ FİNANCE ΑΕ (ΚΟ)	1,36	ΕΤΕΜ ΑΕ (Κ)	0,17
ΑΛΡΗΑ LEASING ΑΕ (ΚΟ)	0,74	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ (ΚΟ)	14,99
ΑΛΡΗΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΕ (ΚΑ)	1,04	ΕΛΛ.ΒΙΟΜ .ΖΑΧΑΡΗΣ ΑΕ (ΚΑ)	0,75
ΑΛΡΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΙΣΤΕΩΣ (ΚΟ)	8,79	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤ.ΜΠΙΣΚΟΤΩΝ (Κ)	0,37
CHIRITA INTERNATIONAL S.A.(ΚΑ)	0,51	ΕΛΛ/ΚΗ ΕΤ. ΕΠΕΝ/ΣΕΩΝ ΧΑΡΤ/ΚΙΟΥ (ΚΑ)	1,01
HELLAS CAN-ΑΕ ΒΙΟΜ.ΚΥΤΙΩΝ (Κ)	0,47	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ(ΚΟ)	7,2
INFORM Π.ΛΥΚΟΣ ΑΕ (ΚΟ)	0,84	ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ ΚΛΩΣ/ΡΓΙΑ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΑ)	0,3
LAVIPHARM ΑΕ (ΚΟ)	0,41	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΑΕ (ΚΑ)	0,76
ΑΕΕ ΑΡΓΥΡΟΜΕΤ/ΤΩΝ & ΒΑΡΥΤ. (ΚΑ)	0,67	ΕΠΙΧ/ΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ ΑΕ ΣΥΜ/ΧΩΝ (Κ)	1,68
ΑΕΓΕΚ ΑΕ (ΚΟ)	0,45	ΕΡΓΑΣΙΑΣ (ΤΡΑΠΕΖΑ) (ΚΟ)	3,86
ΑΚΤΩΡ ΑΕ (ΚΟ)	0,56	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ ΕΑΕ (ΚΟ)	1,24
ΑΛΤΕ ΑΝΩΝ.ΤΕΧΝ. ΕΤΑΙΡΙΑ (ΚΟ)	0,32	ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΑΕ. (ΚΟ)	5,46
ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ Α.Ε.Γ.Α. (ΚΟ)	0,58	ΙΟΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ (ΚΟ)	1,64
ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε.(ΚΟ)	0,66	ΚΛΩΝΑΤΕΞ ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧ/ΣΕΩΝ ΑΕ (ΚΑ)	0,38
ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΕ (ΚΟ)	1,08	ΜΕΤΚΑ ΑΕ (ΚΟ)	0,84
ΑΛΦΑ-ΒΗΤΑ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ ΑΕ (ΚΟ)	0,3	ΟΤΕ Α.Ε (ΚΟ)	8,77
ΒΙΟΧΑΛΚΟ Ε.Β. (ΚΑ)	3,36	ΠΑΠΑΣΤΡΑΤΟΣ (Α.Β.Ε.Σ.) (Κ)	0,67
ΓΕΝ.ΕΤ.ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ (ΚΟ)	0,55	ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ ΕΠΙΧ/ΣΕΙΣ Α.Β.Ε.Τ.Ε. (ΚΟ)	0,28
ΓΡ.ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε. (ΚΑ)	0,46	ΠΕΙΡΑΙΩΣ (ΤΡΑΠΕΖΑ) (ΚΟ)	3,49
ΓΡΑΜΜΕΣ ΣΤΡΙΝΤΖΗ ΑΕ (ΚΑ)	0,43	ΠΡΟΟΔΟΣ ΑΕ- ΕΛΛ.ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ (ΚΑ)	0,24
ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ(ΚΟ)	0,87	ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ ΑΕ (ΚΟ)	0,8
		ΦΟΥΡΛΗΣ ΑΕ (Κ)	0,54

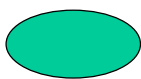
Πηγή:Εφημερίδα «Ημερησία»φύλλο Παρασκευή 21 Απριλίου 2000

Ο παραπάνω πίνακας ισχύει μέχρι και σήμερα (Σεπτέμβριος 2000). Παρακολουθώντας τις εξελίξεις στο Δείκτη τα δύο τελευταία χρόνια, έχουμε να παρατηρήσουμε, λόγω και των προσπαθειών της Ελληνικής Κυβέρνησης για την επίτευξη του στόχου της **Ένταξης της Χώρας στην ΟΝΕ**, λόγω των συνθηκών στις γειτονικές χώρες, λόγω της ανόδου του Δολαρίου, ακόμη και λόγω τις υποτίμησης παλιότερα της δραχμής, στις 13 Μαρτίου του 1998, ορισμένοι παράγοντες να κατευθύνουν με τις κινήσεις τους, την άνοδο ή την κάθοδο αντίστοιχα του Γενικού

Δείκτη. Συγκεκριμένα όταν ήθελαν να στηρίξουν την Αγορά, αγοράζονταν συνεχώς μετοχές με μεγάλη ποσοστιαία συμμετοχή στο Δείκτη, όπως ΟΤΕ, ΕΛΛ. ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ, ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ, ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΙΣΤΕΩΣ. Ο Τζίρος της αγοράς δεν ήταν μεγάλος, πολλές φορές κυμαίνονταν και κάτω των 100δισ, όμως ο Δείκτης κατέγραφε άνοδο. Τα αποτελέσματα των προσπαθειών αυτών τα είδαμε λίγο αργότερα, μετά την έκρηξη των τιμών των μετοχών τον Σεπτέμβριο του έτους 1999 ακολούθησε από τον Οκτώβριο και μετά έως και το Φεβρουάριο του 2000 συνεχόμενη πτώση των τιμών. Η “δικαιολογία” τους στην περίπτωση αυτή ήταν το «**Προσέξτε υπάρχουν μετοχές που είναι Φούσκες**». Μετά από αυτό το άκουσμα έπρεπε να φτάσει ο Φεβρουάριος, για να έχουν κάποιοι καταγράψει στο χαρτοφυλάκιο τους, μεγάλες απώλειες και ειδικά εκείνοι που έκαναν το λάθος να έχουν τοποθετήσεις σε Αμοιβαία Κεφάλαια και δεν μετακίνησαν τις τοποθετήσεις τους αυτές.

Εκεί κατεγράφησαν απώλειες για τις οποίες θα μας δοθεί η ευκαιρία να αναλύσουμε πιο κάτω, κατά την ανάπτυξη του Κεφαλαίου για Αμοιβαία Κεφάλαια, εδώ απλά να τονίσουμε ότι η κάθοδος του Γεν. Δείκτη έκανε μια ανάπαυλα το Φεβρουάριο και συνεχίστηκε και το Μάρτιο του 2000, όπου το Απρίλιο στην συνέχεια, είδαμε **μεγάλες διακυμάνσεις μέσα σε μία μόνο Συνεδρίαση** και κλίμα αστάθειας σε μια περίοδο που τα Διεθνή Οικονομικά Δεδομένα ήταν στο καλύτερο δυνατό σημείο. Η Ελλάδα είχε αποκτήσει Δικές της συνθήκες στην Χρηματιστηριακή Αγορά. **Το τραγελαφικό** κατά εμάς των τελευταίων αυτών χρόνων ήταν ότι **«Την περίοδο του Πολέμου»** στην γειτονική Γιουγκοσλαβία, το Ελληνικό Χρηματιστήριο κατέγραφε την σημαντικότερη Ανάπτυξη, από την Λειτουργία του μέχρι και σήμερα.

Άξιο παρατήρησης είναι και το γεγονός ότι όλοι όσοι ασχολήθηκαν με τις Χρηματιστηριακές συναλλαγές κατά την **Άνοδο ήταν όλοι Επενδυτές, κατά την πτώση αυτοί που γρήγορα ρευστοποιούσαν ήταν Κερδοσκόποι**. Εδώ σαν σπουδάστριες για να θυμόμαστε και λίγο τα χρονικά της μελέτης μας αυτής, ας μας επιτραπεί, να παραθέσουμε:



Επενδυτής ή Κερδοσκόπος;
Χμμ! Τί λέτε Καλέ...
Επενδυτηγής!



Στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εκτός από το Γενικό Δείκτη υπάρχουν και οι επιμέρους κλαδικοί δείκτες 8 στο σύνολό τους, (Τραπεζών, Ασφαλειών, Επενδύσεων, κ.α.), ενώ η Ιονική Τράπεζα η Icap και η Εμπορική Τράπεζα έχουν δημιουργήσει δικούς τους γενικούς και επιμέρους δείκτες. Σήμερα το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών δημοσιεύει 11 δείκτες οι οποίοι βασίζονται στην τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία των μετοχών.

Δείκτες Σημαντικότερων Ξένων Χρηματιστηρίων

Οι Σημαντικότεροι ξένοι χρηματιστηριακοί δείκτες είναι ο δείκτης **Dow Jones** του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης και συγκεκριμένα το χρηματιστήριο **New York Stock Exchange(N.Y.S.E.)**, ο δείκτης του χρηματιστηρίου του Λονδίνου ο **Financial Times Stock Exchange 100 (F.T.SE 100)**, γνωστός και ως **FOOTSIE**, για το χρηματιστήριο των Παρισίων ο **CAC-40**, του Τόκιο ο **Νικκει**, της Φραγκφούρτης ο **DAX**, του Μιλάνου ο **MIBtel Index**, και της Αυστραλίας ο **All Ordinaries**.

Μεγάλη διεθνών Χρηματιστηρίων δημοσιεύονται όχι μόνο στις οικονομικές εφημερίδες και περιοδικά αλλά και στον ημερήσιο τύπο. Το 1998 η συμμετοχή των τοποθετήσεων από το εξωτερικό στο Ελληνικό Χρηματιστήριο έφτασε και το 50% του συνόλου. Στην εποχή της παγκοσμιοποίησης οι αγορές έχουν γίνει αλληλένδετες. Το κακό όμως αυτής κατάστασης είναι η κίνηση των δεικτών να μην εκφράζει πάντα την πραγματική κατάσταση των επιχειρήσεων που διαπραγματεύονται στο Χ.Α.Α. ή την πορεία της Ελληνικής Οικονομίας, αλλά να επηρεάζεται από άσχετες διεθνής εξελίξεις και συμφέροντα.

Παράγοντες που επηρεάζουν την πορεία του Χρηματιστηρίου Αξιών

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών αποτελεί αναμφισβήτητα ένα σημαντικότερο θεσμό και σαν όλους τους θεσμούς έχει και αυτό τις αδυναμίες του. Επομένως η ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων και συνεπώς η πορεία του, επηρεάζεται από πολλούς παράγοντες όπως:

1) Από την οικονομική κατάσταση της χώρας.

Η οικονομική κατάσταση μιας χώρας επηρεάζει θετικά ή αρνητικά τα κέρδη των εταιρειών και συνεπώς τη ζήτηση για χρηματιστηριακούς τίτλους. Επίσης το επενδυτικό κοινό επηρεάζεται θετικά όταν κρίνει ότι η οικονομική κατάσταση είναι καλή και υπάρχουν προοπτικές βελτίωσής της. Επικρατεί όπως λέγεται, αισιοδοξία στην αγορά και αυξάνεται η ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων. Το αντίθετο συμβαίνει σε περίπτωση που η οικονομία βρίσκεται σε στασιμότητα και υπάρχει απαισιοδοξία για το μέλλον της.

2) Από τον πληθωρισμό.

Το ύψος του πληθωρισμού είναι καθοριστικό για τη ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων. Ο πληθωρισμός αναδιανέμει το εισόδημα από τους μισθούς στα κέρδη των εταιρειών, γιατί οι εταιρείες προσπαθούν να ενσωματώσουν τον πληθωρισμό στο κόστος παραγωγής τους και στην τιμή πώλησης των προϊόντων τους. Τα κέρδη των επιχειρήσεων αυξάνονται καθώς και τα μερίσματα που διανέμουν, και οι επενδυτές στρέφονται προς την αγορά μετοχών.

3) Από την φορολογία .

Αν το Κράτος δίνει φορολογικές απαλλαγές στα εισοδήματα από χρηματιστηριακούς τίτλους, τότε αυτοί γίνονται ελκυστικότεροι για την τοποθέτηση των αποταμιεύσεων του κοινού. Αντίθετα αν από την φορολογική πολιτική ευνοούνται οι καταθέσεις σε διάφορα πιστωτικά ιδρύματα, τότε το ενδιαφέρον των επενδυτών για χρηματιστηριακούς τίτλους μειώνεται.

4) Από τις ισοτιμίες των νομισμάτων.

Οι διακυμάνσεις στην συναλλαγματική ισοτιμία των νομισμάτων μπορεί να προκαλέσουν εισροή ξένων κεφαλαίων ή διαφυγή ντόπιων κεφαλαίων προς άλλες χώρες. Επίσης επηρεάζουν θετικά ή αρνητικά τις προσδοκίες των επενδυτών και συνεπώς τη ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων.

5) Από την οργάνωση του Χρηματιστηρίου.

Ένα καλά οργανωμένο Χρηματιστήριο εμπνέει εμπιστοσύνη στο επενδυτικό κοινό και προσελκύει περισσότερους μικροαποταμιευτές, σαν μέσο αξιοποίησης των οικονομιών τους και σαν μέσο άντλησης κεφαλαίου για την περαιτέρω ανάπτυξη των στόχων τους.

6) Από την παιδεία και την πληροφόρηση του κοινού.

Όσο καλύτερα είναι πληροφορημένο το κοινό για το είδος των τίτλων που διαπραγματεύονται σε ένα Χρηματιστήριο, ποιες είναι οι αποδόσεις που του αποφέρουν σε σχέση με άλλες τοποθετήσεις των κεφαλαίων του, τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα να επενδύσει σε χρηματιστηριακούς τίτλους.

7) Από την πολιτική κατάσταση της χώρας.

Η πολιτική αβεβαιότητα επηρεάζει αρνητικά την οικονομία μιας χώρας και τη χρηματιστηριακή αγορά. Ένας λόγος που η χρηματιστηριακή αγορά δεν αναπτύχθηκε στην Ελλάδα, ήταν οι συχνές πολιτικές αναταραχές και οι πόλεμοι στους οποίους συμμετείχε η χώρα μας.

8) Από διάφορα διεθνή γεγονότα.

Διεθνή γεγονότα όπως συρράξεις, πόλεμοι, ανεργία, πετρελαιική κρίση, επηρεάζουν τις χρηματιστηριακές αγορές σε όλο τον κόσμο δυσμενώς. Οι επενδυτές στρέφονται σε επενδύσεις των κεφαλαίων τους με λιγότερο κίνδυνο και απομακρύνονται από το Χρηματιστήριο ή κρατούν επιφυλακτική στάση.

9) Από το ύψος των επιτοκίων.

Τα υψηλά επιτόκια, όταν είναι μεγαλύτερα από το επίπεδο του πληθωρισμού, προκαλούν στροφή του επενδυτικού κοινού στην τραπεζική αγορά. Αντίθετα η μείωση των επιτοκίων τονώνει το ενδιαφέρον των επενδυτών για τη χρηματιστηριακή αγορά. Επηρεάζουν επίσης, την δανειακή πολιτική των επενδυτών και συμβάλουν στην ανάπτυξη, αφού τα χρηματικά διαθέσιμα που κυκλοφορούν στην αγορά είναι μεγαλύτερα από εκείνα που θα μπορούσαν να ήταν αν είχαμε μεγάλα επιτόκια.

10) Από την δημοσίευση διαφόρων οικονομικών πράξεων των επιχειρήσεων. Πολλές φορές η αρθρογραφία των οικονομικών στηλών και η ενημέρωση του κοινού μέσω της τηλεόρασης και του ραδιοφώνου μπορεί να επηρεάσει τις τοποθετήσεις του Χρηματιστηρίου αρνητικά με λανθασμένες ειδήσεις, με πιθανούς ανύπαρκτους φόβους, με φήμες (παπαγαλάκια), αντίθετα η δημοσίευση των Οικονομικών Καταστάσεων, (Ισολογισμών, Γενικής Εκμετάλλευσης, Αποτελεσμάτων Χρήσης και Διανομής) και η βαθύτερη Ανάλυση τους θα αποτελούσε ισχυρότατο όπλο για τις τοποθετήσεις των επενδυτών.

Β! ΜΕΡΟΣ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

3^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Γενικά (Στον Ελλαδικό Χώρο)

Η δυναμική εξέλιξη του κλάδου των αμοιβαίων κεφαλαίων την τελευταία δεκαετία του εικοστού αιώνα αποτελεί την πιο επιτυχημένη χρηματοπιστωτική αγορά στην Ελλάδα δια μέσου όλων των εποχών. Η εξέλιξη του κλάδου συμπίπτει με την απελευθέρωση του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος καθώς και με τη διαρκώς ενισχυόμενη θέση των αμοιβαίων κεφαλαίων διεθνώς. Χαρακτηριστικό της εξέλιξης αυτής είναι ότι τα επενδεδυμένα ποσά σε αμοιβαία κεφάλαια από 147 δις δραχμές το 1990 αυξήθηκαν κατά 64 φορές έως το τέλος Ιανουαρίου 1999 αγγίζοντας τα 9,3 τρισεκατομμύρια δραχμές. Η αντίστοιχη αύξηση των αμοιβαίων κεφαλαίων ΗΠΑ που δεσπάζουν παγκοσμίως συγκεντρώνοντας σχεδόν τα 2/3 των συνολικών κεφαλαίων του κλάδου ήταν περίπου 6 φορές στο διάστημα 1990-96. Η μακροοικονομική ομαλοποίηση που επιτυγχάνεται στην ελληνική οικονομία βοήθησε τα μέγιστα στη μεταφορά κεφαλαίων από τραπεζικές καταθέσεις με αποτέλεσμα τα επενδύσιμα ποσά στα αμοιβαία κεφάλαια να αποτελούν το 22% των καταθέσεων στο τέλος του 1996 και το εντυπωσιακό 39% το 1997.

Παρά τη μεγάλη αύξηση του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων ως ποσοστό, των καταθέσεων, περιθώρια για περαιτέρω ανάπτυξη εξακολουθούν να υπάρχουν. Αυτή θα προέλθει από τη σταδιακή διαχειριστική ενεργοποίηση των συνταξιοδοτικών ταμείων (δηλαδή όπως και στον ήδη αναπτυγμένο κλάδο των αμοιβαίων κεφαλαίων των ΗΠΑ η αξία των μεριδίων που κατέχουν τα διάφορα συνταξιοδοτικά ταμεία, σύμφωνα με στοιχεία του Investment Company Institute (Ινστιτούτου Επιχειρησιακών Επενδύσεων των ΗΠΑ) ανέρχονταν στο 35% του συνόλου στο τέλος του 1996. Η αξία αυτή αντιπροσώπευε το 16% του συνολικού ενεργητικού όλων των συνταξιοδοτικών προγραμμάτων). Σύμφωνα με τους ήδη υπάρχοντες νόμους, τα συνταξιοδοτικά ταμεία μπορούν να δημιουργήσουν δικά τους αμοιβαία κεφάλαια ή να αγοράσουν μερίδια ήδη υπαρχόντων αμοιβαίων κεφαλαίων με σκοπό την ενεργό διαχείρισή τους. Τα κεφάλαια αυτά, είτε αφορούν ποσά που έχουν κατατεθεί στην Τράπεζα της Ελλάδος σύμφωνα με παλαιότερες ρυθμίσεις είτε αφορούν νέες εισφορές ασφαλισμένων. Οι νέες διατάξεις που θα πρέπει να ενεργοποιηθούν στο πλαίσιο της συνολικής ρύθμισης για το ασφαλιστικό είναι σύμφωνες με τη σύγχρονη κατεύθυνση που ακολουθούν ευρωπαϊκά κράτη αλλά και τη θέσπιση επικουρικής σύνταξης. Η ανάγκη μεταφοράς από το παλιό σύστημα σταθερών συντάξεων στο σύστημα σταθερών αποδόσεων των καταθέσεων εισαγάγει την ανάγκη δυναμικής διαχείρισης των καταθέσεων αυτών είτε από ένα συλλογικό όργανο (π.χ. συνταξιοδοτικό ταμείο) είτε από τον ίδιο των ασφαλιζόμενο, ο οποίος συμμετέχοντας σε οποιοδήποτε αμοιβαίο κεφάλαιο έχει πάντα στόχο την ανόρθωση του οικονομικού άρα και του βιοτικού του επιπέδου.

Η επιτυχία του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων σε μεγάλο βαθμό έγκειται στα πλεονεκτήματα που συγκεντρώνει η συλλογική επένδυση σε

σχέση με την ατομική επένδυση, όπως η επαγγελματική διαχείριση του χαρτοφυλακίου και η καλύτερη διαφοροποίηση του κινδύνου με το μικρότερο δυνατό κόστος τόσο στην εγχώρια αγορά για τα μικρά ή μεγάλα ποσά επένδυσης όσο και στη διεθνή. Η ύπαρξη πολλών και ανεξάρτητων μεριδιούχων επιτρέπει στο αμοιβαίο κεφάλαιο να διατηρεί επαρκή ρευστότητα ικανή να ανταποκριθεί στις εκάστοτε ανάγκες τους.

Τέλος, η στενά εποπτευόμενη λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων εγγυάται την προστασία των επενδυτών από διαχειριστικές καταχρήσεις και πρακτικές οι οποίες αντιβαίνουν το πνεύμα των δεσμεύσεων που αναγράφονται στον Κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Η καθημερινή δημοσιότητα και αναφορά στην αξία του αμοιβαίου κεφαλαίου αποτελεί συνεχή έλεγχο της πορείας των επενδύσεων και υποβοηθά των έγκαιρο προσδιορισμό των προκλήσεων από τους επενδυτικούς στόχους. Επί πλέον, ο συνεχής έλεγχος της αξίας της επένδυσης επιτρέπει στους επενδυτές να αναπροσαρμόσουν την επενδυτική τους πολιτική πουλώντας τα μερίδια του Χ αμοιβαίου κεφαλαίου και αγοράζοντας Ψ.

Αλλά πέραν από τα γενικά στοιχεία που εάν κανείς δεν έχει την ιδέα, την γνώση του χώρου της οικονομίας πιθανώς να μην κατανοεί και του όρους στους οποίους αναφερόμαστε, γι' αυτό ας πάρουμε το θέμα εξ' αρχής να δούμε τι ακριβώς είναι αυτά τα πολυσυζητημένα αμοιβαία κεφάλαια που το τελευταίο χρονικό διάστημα κινδυνεύουν να γίνουν μόδα παρά οργανωμένος τρόπος επένδυσης.

1. Τί είναι το Αμοιβαίο Κεφάλαιο

Αν θέλαμε να δώσουμε σχηματικά την εικόνα σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο, θα λέγαμε ότι πρόκειται για μια περιουσία που δημιουργείται από τη συγκέντρωση κεφαλαίων διαφόρων ατόμων τα οποία στη συνέχεια επενδύονται για λογαριασμό τους από εξειδικευμένους επαγγελματίες. Οι διαχειριστές των αμοιβαίων γνωρίζουν και παρακολουθούν τις αγορές και έτσι μπορούν να πετύχουν υψηλές αποδόσεις για τα χρήματα των επενδυτών-αποταμιευτών. (Θ. Θεοδωρόπουλος, Ν. Μυλωνάς, site: enet.gr)

Τα αμοιβαία κεφάλαια δεν είναι νομικά πρόσωπα. Σκοπός των επενδυτών (και κατά συνέπεια των αμοιβαίων κεφαλαίων) είναι η επένδυση των συγκεντρωμένων ποσών σε επιλεγμένες ευκαιρίες με τρόπο ώστε να επιδιώκεται η μέγιστη δυνατή απόδοση σε σχέση με τον κίνδυνο. Με την τοποθέτηση των χρημάτων του σε αμοιβαία κεφάλαια, κάθε επενδυτής εκχωρεί το δικαίωμα στην ομάδα διαχείρισης του αμοιβαίου κεφαλαίου να επενδύσει εκ μέρους του κατά το δοκούν και εφόσον ικανοποιούνται οι όροι επίτευξης της μέγιστης δυνατής απόδοσης για τον κίνδυνο που διατρέχει η επένδυση. Σε αντίθετη περίπτωση ο επενδυτής έχει την επιλογή να αποσύρει τα χρήματά του από το αμοιβαίο κεφάλαιο που απέτυχε στο στόχο του και να τα τοποθετήσει σε κάποιο άλλο αμοιβαίο κεφάλαιο που εμφανίζει καλύτερες πιθανότητες επιτυχίας.

Η επιλογή του αμοιβαίου κεφαλαίου, στην οποία παίζει σημαντικό ρόλο η επίτευξη αποδόσεων στο παρελθόν, γίνεται με βάση το είδος των επενδύσεων στις οποίες τοποθετούνται τα χρήματα. Βραχυπρόθεσμες ή μακροπρόθεσμες επενδύσεις, ακίνδυνες ή κινδυνόφορες, σταθερού εισοδήματος ή υπεραξίας επιτοκιακού χαρακτήρα ή μετοχικές ή

διεθνείς είναι τα κύρια είδη των επενδύσεων που επιλέγουν τα αμοιβαία κεφάλαια. Το είδος των επενδύσεων που επιλέγεται από τα αμοιβαία κεφάλαια είναι γνωστό εκ των προτέρων και διατηρείται ώστε να συνεχίσει να ανταποκρίνεται στους αρχικούς στόχους των επενδυτών.

2. Η Ενημέρωση του Κοινού

α. Ο Κανονισμός του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

Για να συσταθεί ένα αμοιβαίο κεφάλαιο είναι απαραίτητο όπως καταρτισθεί ο Κανονισμός του, υπογραφεί από την εταιρεία διαχείρισης του αμοιβαίου κεφαλαίου και το θεματοφύλακα, υποβληθεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και εγκριθεί. Ο Κανονισμός προσδιορίζει τον επενδυτικό σκοπό του αμοιβαίου κεφαλαίου, διέπει τις σχέσεις μεταξύ μεριδιούχων και εταιρείας διαχείρισης και περιγράφει το κόστος που απορρέει από τις συμβατικές υποχρεώσεις προς τρίτους, δηλαδή φορολογικές υποχρεώσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου, προμήθειες διαχειριστών και έξοδα Τραπεζών που έχουν συμβληθεί με τα Αμοιβαία Κεφάλαια προς την εξυπηρέτηση των επενδυτών τους.

Πιο συγκεκριμένα, ο Κανονισμός περιέχει την ονομασία του αμοιβαίου κεφαλαίου, της εταιρείας διαχείρισης, και του θεματοφύλακα καθώς και τις αμοιβές αυτών. Ο σκοπός του αμοιβαίου κεφαλαίου μαζί με την επενδυτική πολιτική και τις μεθόδους δανειοδότησης καθώς και το είδος των κινητών αξιών που επενδύεται η περιουσία του αποτελεί σημαντικό τμήμα του Κανονισμού.

Σαφής μνεία γίνεται για τις προμήθειες που καταβάλλει ο μεριδιούχος κατά τη διάθεση και εξαγορά μεριδίων καθώς και για το χρόνο αλλά και τη διαδικασία διανομής των κερδών στους μεριδιούχους. Αναφέρει ότι η διάρκεια του Αμοιβαίου κεφαλαίου είναι αορίστου χρόνου, προσδιορίζει το χρόνο και τη διαδικασία διανομής στους μεριδιούχους των κερδών του Α/Κ. Τέλος, προσδιορίζεται η τιμή μεριδίου του αμοιβαίου κεφαλαίου κατά το χρόνο συστάσεως του.

Ο Κανονισμός ενός αμοιβαίου κεφαλαίου μπορεί να τροποποιηθεί από κοινού από την εταιρεία διαχείρισης και το θεματοφύλακα αφού πρώτα εκδώσει σχετική άδεια η Επιτροπή της Κεφαλαιαγοράς. Οι τροποποιήσεις του Κανονισμού πρέπει να γνωστοποιηθούν αμέσως στους μεριδιούχους ώστε, εάν δεν συμφωνούν, να μπορούν εντός τριών μηνών να εξαγοράσουν τα μερίδιά τους σύμφωνα με τον προηγούμενο Κανονισμό, εάν όμως αποδεχθούν το Νέο Κανονισμό δεσμεύονται από τους όρους του.

β. Το Ενημερωτικό Δελτίο

Για την απόκτηση μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων θα πρέπει ο υποψήφιος μεριδιούχος να υποβάλει αίτηση στην ΑΕΔΑΚ (Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίου Κεφαλαίου) όπου να αποδέχεται τον Κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η ΑΕΔΑΚ από την πλευρά της υποχρεούται να παραδώσει δωρεάν το ενημερωτικό δελτίο του αμοιβαίου κεφαλαίου ώστε να πληροφορηθεί ο υποψήφιος μεριδιούχος για μια σειρά από σημαντικά χαρακτηριστικά του αμοιβαίου κεφαλαίου όπως: τον Κανονισμό, την ημερομηνία σύστασής του, την ΑΕΔΑΚ και την διεύθυνσή

της, τα άλλα αμοιβαία κεφάλαια που πιθανώς διαχειρίζεται η ΑΕΔΑΚ, καθώς και το ύψος των ιδίων κεφαλαίων της, το θεματοφύλακα και τους τυχόν υπάρχοντες εξωτερικούς συμβούλους επενδύσεων και γενικά όλα τα στοιχεία εκείνα που θα βοηθήσουν τον υποψήφιο μεριδιούχο να αποφασίσει για την αγορά μεριδίων ή όχι. Για το λόγο αυτό απαραίτητα προσφέρονται οι τελευταίες εκθέσεις του εξαμήνου και του έτους μαζί με την έκθεση των ορκωτών λογιστών.

γ. Η Ετήσια και Εξαμηνιαία Έκθεση

Η διαχειριστική χρήση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου ταυτίζεται με την διάρκεια του ημερολογιακού έτους. Στο τέλος κάθε διαχειριστικής χρήσης η ΑΕΔΑΚ υποχρεούται να συντάξει την ετήσια έκθεση του αμοιβαίου κεφαλαίου στις 31/12 του έτους αναλυτικά ως προς το είδος και την ποσότητα των κινητών αξιών, τις καταθέσεις, τις απαιτήσεις και τις υποχρεώσεις. Επίσης η ετήσια έκθεση παραθέτει τα αποτελέσματα χρήσης με προσόδους και δαπάνες ανά κατηγορία καθώς και τα διανεμόμενα και επανεπενδύόμενα κέρδη. Ειδική μνεία γίνεται στην εισροή και εκροή κεφαλαίων με την αντίστοιχη αύξηση ή μείωση του αριθμού των μεριδίων ενώ παρατίθεται συγκριτικός πίνακας των τριών τελευταίων διαχειριστικών χρήσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου ώστε να διαφαίνεται η εξέλιξη της καθαρής αξίας του ενεργητικού και της καθαρής τιμής μεριδίου. Η εξαμηνιαία έκθεση συντάσσεται με το τέλος του πρώτου εξαμήνου κάθε διαχειριστικής χρήσης και περιλαμβάνει παρόμοια στοιχεία με αυτά της ετήσιας έκθεσης με εξαίρεση τη διανομή ή επανεπένδυση κερδών και τη σύγκριση με προηγούμενες διαχειριστικές χρήσεις.

Τόσο η ετήσια όσο και η εξαμηνιαία έκθεση υπόκεινται σε έλεγχο από μέλη του Σώματος Ορκωτών Λογιστών και κατόπιν υποβάλλονται στην Επιτροπή της Κεφαλαιαγοράς. Οι εκθέσεις αυτές τίθενται στη διάθεση των μεριδιούχων αλλά και κάθε ενδιαφερομένου μέσα στο πρώτο δίμηνο από την παρέλευση του ημερολογιακού έτους ή του πρώτου εξαμήνου. Τέλος, μετά τη λήξη του ημερολογιακού έτους δημοσιεύεται σε μια ημερήσια πολιτική και μια οικονομική εφημερίδα των Αθηνών, μια συνοπτική κατάσταση του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου μαζί με το Λογαριασμό Αποτελεσμάτων Χρήσης και Διάθεσης των Κερδών.

δ. Η Διάθεση και η Διαφήμιση των Μεριδίων.

Η διάθεση των μεριδίων ενός αμοιβαίου κεφαλαίου γίνεται μέσω της ΑΕΔΑΚ. Μπορεί όμως η ΑΕΔΑΚ να χρησιμοποιεί και τους αντιπροσώπους για να διαθέσει τα μερίδια αυτά. Στην περίπτωση αυτή ως αντιπρόσωποι μπορεί να λειτουργήσουν μόνο η Τράπεζες, Ασφαλιστικές Εταιρείες, και μέλη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Αλλά ας δούμε αναλυτικότερα πως μπορώ να αποκτήσω συμμετοχή σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο.

Κάθε ενδιαφερόμενος μπορεί να συμμετέχει αγοράζοντας **μερίδια** του αμοιβαίου κεφαλαίου με μια απλή διαδικασία. Συμπληρώνει μια αίτηση και καταθέτει το ποσό το οποίο επιθυμεί στον τραπεζικό λογαριασμό του αμοιβαίου κεφαλαίου που έχει επιλέξει αποκτώντας την ιδιότητα του **μεριδιούχου**. Μέσα σε λίγες μέρες από την κατάθεσή του παραλαμβάνει

τον ονομαστικό τίτλο του αμοιβαίου που έχει επενδύσει. Στον τίτλο αναγράφονται τα προσωπικά στοιχεία του καθώς και ο αριθμός των μεριδίων που αντιστοιχούν στο ποσό της επένδυσής του. Μπορεί κανείς να καταθέσει χρήματα εφάπαξ αλλά υπάρχει η δυνατότητα σταδιακής τοποθέτησης επιπλέον κεφαλαίων και σε άλλα μερίδια και έτσι ενώ αρχικά είχαν αγοραστεί Α μερίδια μετά από ένα διάστημα να προστεθούν και Β μερίδια με στόχο την μεγαλύτερη απόδοση της επενδυτικής κίνησης του ενδιαφερόμενου εάν το αμοιβαίο που έχει επιλέξει έχει καλές προοπτικές και ανοδική τάση.

Πολλές πληροφορίες για τα αμοιβαία κεφάλαια διατίθενται μέσα από τον Τύπο στον οποίο μπορούν να διαφημίζονται, όμως κάθε πρόσκληση προς διάθεση μεριδίων θα πρέπει να συνοδεύεται με τον ακριβή τόπο όπου διατίθεται το ενημερωτικό δελτίο. Επίσης κάθε δημοσίευση θα πρέπει να αναγράφει την ένδειξη ότι **η επένδυση σε αμοιβαία κεφάλαια δεν είναι εγγυημένη και ότι οι προηγούμενες αποδόσεις δεν είναι ενδεικτικές των μελλοντικών αποδόσεων**. Ψευδείς δηλώσεις ή ανακοινώσεις προς το κοινό αναφορικά με τα οικονομικά πεπραγμένα του αμοιβαίου κεφαλαίου, επισύρουν σοβαρές ποινικές και χρηματικές ποινές. Όλες οι δημοσιεύσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου και της ΑΕΔΑΚ για διαφημιστικούς ή μη λόγους υποβάλλονται στην Επιτροπή της Κεφαλαιαγοράς.

3.Μεριδιούχοι, Εταιρεία Διαχείρισης και Θεματοφύλακας

α. Οι Μεριδιούχοι.

Όπως κάθε χρηματική δεξαμενή, έτσι και τα αμοιβαία κεφάλαια τελούν υπό διαχείριση και διαχειριστικό έλεγχο. Και ενώ η απόδοση των επενδεδυμένων κεφαλαίων σε άλλους θεσμικούς επενδυτές (π.χ. τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρίες) δεν αποτελεί αναγκαστικά στοιχείο διατήρησης ή περαιτέρω προσέλκυσης πελατών, στην περίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων η απόδοση που επιτυγχάνουν τα αμοιβαία κεφάλαια σε χώρες με ανεπτυγμένο τον ανταγωνισμό στην αγορά, αυτή είναι καθοριστική της περαιτέρω πορείας τους. Ο λόγος που συμβαίνει αυτό είναι ότι στην περίπτωση των θεσμικών επενδυτών υπάρχει σαφής διαχωρισμός μεταξύ των πελατών και των μετόχων. Οι πελάτες συνήθως απολαμβάνουν κάποια σταθερή απόδοση που τους έχει υποσχεθεί εξαρχής, ενώ οι μέτοχοι απολαμβάνουν τα οφέλη από μια καλή διαχείριση και υφίστανται τις ζημίες από μια κακή. Στην περίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων πελάτες και μέτοχοι είναι ένα και το αυτό. Ως εκ τούτου οι επιπτώσεις μιας καλής ή κακής διαχείρισης που αντικατοπτρίζονται στις αποδόσεις επηρεάζουν όλους τους μεριδιούχους κατά το ίδιο ποσοστό και ανάλογα με τον αριθμό των μεριδίων που κατέχουν κατά απόλυτο μέγεθος.

Ας, δούμε όμως τι είναι τα μερίδια;

Τα μερίδια δεν είναι τίποτα άλλο από την περιουσία του αμοιβαίου κεφαλαίου σε ποσοστά τα οποία ανήκουν σε έναν ή περισσότερους δικαιούχους ή αλλιώς μεριδιούχους. Το συνολικό ποσό που έχει συγκεντρωθεί στο αμοιβαίο χωρίζεται ισότιμα μερίδια. Κάθε επενδυτής τοποθετεί ένα ποσό χρημάτων και αγοράζει το κομμάτι που του αναλογεί. Οι αποταμιευτές που καταθέτουν τα χρήματά τους σε αμοιβαία κεφάλαια

γίνονται αυτόματα συμμετοχοί της κοινής περιουσίας και παίρνουν τους αντίστοιχους τίτλους, στους οποίους αντιστοιχούν τα μερίδια του αμοιβαίου κεφαλαίου, **ονομαζόμενοι μεριδιούχοι**. (Βλ. Αμοιβαία Κεφάλαια Ν. Μυλωνάς)

Ο αριθμός των μεριδίων που κατέχει ένας επενδυτής προσδιορίζει και το ποσοστό ιδιοκτησίας του στο αμοιβαίο κεφάλαιο. Τα μερίδια αποκτώνται με την πληρωμή της αξίας για κάθε ένα τη συγκεκριμένη ημέρας αγοράς. Η αξία αυτή μεταβάλλεται καθημερινά καθώς οι κινητές αξίες πάνω στις οποίες είναι επενδεδυμένα τα αμοιβαία κεφάλαια είναι αντικείμενο συνεχούς διαπραγμάτευσης και ως εκ τούτου αυξομειώσεων. Όμως, τα μερίδια των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν είναι διαπραγματεύσιμα στο χρηματιστήριο όπως είναι οι μετοχές των εταιρειών επενδύσεων ΕΕΧ (αμοιβαία κεφάλαια κλειστού τύπου). Ο λόγος είναι ότι από τη στιγμή που οι αξίες στις οποίες τοποθετούνται τα χρήματα των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι διαπραγματεύσιμες, η αξία των μεριδίων που είναι συνάρτηση των διαπραγματεύσιμων αυτών τιμών είναι πλήρως προσδιορισμένη και στο τέλος της ημέρας ανακοινώσιμη δημόσια.

Ένα από τα πλεονεκτήματα που χαρακτηρίζουν τις επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια είναι η δυνατότητα εύκολης ρευστοποίησης, η οποία μπορεί να γίνει όποτε το θελήσει ο μεριδιούχος. Αρκεί να προσκομίσει τα μερίδιά του στη διαχειρίστρια εταιρεία ή τράπεζα που έχει αναλάβει για λογαριασμό του αμοιβαίου το ρόλο του ταμεία. Σε ακραίες περιπτώσεις, ωστόσο, όταν δηλαδή υπάρχει μεγάλη ζήτηση για ρευστοποίηση μεριδίων, η διαχειρίστρια εταιρεία μπορεί να αρνηθεί την άμεση ρευστοποίηση προκειμένου να αποφύγει μια κατακόρυφη πτώση τιμών, όχι όμως περαιτέρω, συνήθως, των δύο ημερών και κάθε φορά, ανάλογα και με τον κανονισμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου τον οποίο ο επενδυτής έχει εξ' αρχής της επένδυσης **αποδεχθεί**. Σε περίπτωση όπου πολλοί μεριδιούχοι ζητήσουν ταυτοχρόνως να εξαργυρώσουν τα μερίδια τους από το αμοιβαίο κεφάλαιο, η διαχειρίστρια εταιρεία προκειμένου να εξασφαλίσει τα απαιτούμενα κεφάλαια για να ικανοποιήσει τους επενδυτές, θα αναγκασθεί να πουλήσει σε χαμηλή τιμή τα περιουσιακά στοιχεία του, με αποτέλεσμα την κατακόρυφη πτώση των τιμών των μεριδίων του.

β. Η Ανώνυμος Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ)

Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, αγοράζοντας μερίδια οι επενδυτές εναποθέτουν τα χρήματά τους στο διαχειριστή του αμοιβαίου κεφαλαίου. Ο διαχειριστής ενός αμοιβαίου κεφαλαίου δεν είναι τίποτε άλλο παρά μια εταιρεία διαχείρισης ΑΕΔΑΚ. Η εταιρεία αυτή η οποία πρέπει να έχει την έγκριση της Επιτροπής της Κεφαλαιαγοράς για να λειτουργήσει, είναι ανώνυμη εταιρεία και διαχειρίζεται συνήθως ολόκληρη την οικογένεια των αμοιβαίων κεφαλαίων, δηλαδή αμοιβαία κεφάλαια διαφόρων κατηγοριών. Η εταιρεία αυτή έχει την αποκλειστική ευθύνη της τοποθέτησης των χρημάτων σε διάφορες επιλογές και την καθημερινή επέμβαση στις αγορές εφόσον κριθεί αναγκαία. Πέρα από τα στελέχη που χαράζουν και εφαρμόζουν τις επενδυτικές στρατηγικές, υπάρχει μια Επενδυτική Επιτροπή που εκτός από τα βασικά στελέχη της ΑΕΔΑΚ διευρύνεται με άτομα που έχουν θεωρητική και πρακτική κατάρτιση και προσαρμόζουν την επενδυτική πολιτική στα τεκταινόμενα της αγοράς αλλά και των διεθνών τάσεων. Τέλος, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΑΕΔΑΚ επιβλέπει τις επενδυτικές στρατηγικές

που εφαρμόζονται και προτείνει κατευθυντήριες γραμμές. Η εταιρεία διαχείρισης είναι το Α και το Ω για την επίτευξη ικανοποιητικής απόδοσης και ευθύνεται για κάθε διαχειριστική αμέλεια. Χωρίς αυτήν η χρηματική δεξαμενή δεν θα μπορούσε να αξιοποιηθεί με αποτέλεσμα οι μεριδιούχοι να μην επιτύχουν καμία απόδοση. Σε μεγάλο βαθμό η επιτυχία μιας ΑΕΔΑΚ στηρίζεται στα άτομα της διαχειριστικής ομάδας και την εμπειρία και το ταλέντο που διαθέτουν στη διαχείριση. Γι' αυτό και πολλές φορές επώνυμοι επιτυχημένοι διαχειριστές στο εξωτερικό μπορούν να μεταφέρουν πολλούς χρηματικούς πόρους όταν μετακινούνται από τη μία εταιρεία διαχείρισης στην άλλη.

γ. Θεματοφύλακας

Η επένδυση σε αμοιβαία κεφάλαια είναι από τις πιο εγγυημένες επενδυτικές επιλογές όχι τόσο όσον αφορά τις αποδόσεις, όσο τη διαφάνεια των χρηματικών συναλλαγών και την εξασφάλιση των τίτλων και των επενδεδυμένων χρημάτων. Σε αυτό συντελούν τόσο οι νόμοι που διέπουν τη λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων όσο και ο θεματοφύλακας που είναι εντεταλμένος για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο. Ο θεματοφύλακας έχει την ευθύνη της εξασφάλισης των περιουσιακών στοιχείων για λογαριασμό των μεριδιούχων. Ο ρόλος του είναι ιδιαίτερα σημαντικός καθώς εγγυάται την ασφάλεια των χρημάτων των μεριδιούχων. Έτσι αναλαμβάνει την ευθύνη είσπραξης τόκων και μερισμάτων καθώς και τις χρηματοροές από πώλησης μετοχών ή άλλων αξιολογίων ενώ πραγματοποιεί τις πληρωμές για αγορά κινητών αξιών.

Ο ρόλος του θεματοφύλακα επαφίεται κυρίως σε τραπεζικά ιδρύματα. Ο ρόλος αυτός εμπίπτει στη φύση των εργασιών τους καθώς έχουν εμπειρία από ελεγκτικές εργασίες ενώ διευκολύνονται από το υπάρχον σύστημα πληρωμών και εισπράξεων. Οι υπηρεσίες διαφύλαξης χρημάτων που προσφέρονται στα αμοιβαία κεφάλαια είναι συνήθεις υπηρεσίες που προσφέρονται σε άλλους πελάτες. Για το λόγο αυτό η προκαθορισμένη αμοιβή για το θεματοφύλακα που εμπεριέχεται στον κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι ανταγωνιστική και σε πολύ χαμηλά επίπεδα.

Γενικά ο Θεματοφύλακας αναλαμβάνει καθήκοντα ταμεία και ευθύνεται απέναντι στην ΑΕΔΑΚ και τους μεριδιούχους για κάθε αμέλεια ως προς την εκπλήρωση των υποχρεώσεων του. Η ευθύνη που δεν μετατίθεται σε περίπτωση ανάθεσης φύλαξης κινητών αξιών σε άλλη τράπεζα ή ίδρυμα. Ο θεματοφύλακας υποχρεούται να εκτελεί τις εντολές της ΑΕΔΑΚ εκτός εάν είναι παράνομες ή αντιβαίνουν τον κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου. Παράλληλα, η ΑΕΔΑΚ είναι υποχρεωμένη να παρακολουθεί τον θεματοφύλακα για την ορθή εκτέλεση των εντολών της. Με τις υποχρεώσεις αυτές που έχουν εκατέρωθεν, ο θεματοφύλακας και η ΑΕΔΑΚ οφείλουν να ενεργούν ανεξάρτητα μεταξύ τους και με γνώμονα το συμφέρον των μεριδιούχων. (Βλ. Ένθετο της Οικονομικής Εφημερίδας Ναυτεμπορική Μάρτιος 2000)

4^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ

ΒΑΣΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΣ ΤΩΝ Α/Κ

1.Μερίδια, Τιμές και Κόστος.

α. Μερίδια και Τιμές.

Για τα μερίδια μια μικρή αναφορά έγινε στην παράγραφο των μεριδιούχων μια και οι έννοιες αυτές είναι αλληλένδετες μεταξύ τους. Παρά το γεγονός αυτό ας δούμε ακόμα μερικά ενδιαφέροντα. Τα Μερίδια είναι τίτλοι ιδιοκτησίας πάνω στο καθαρό ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου που επενδύει ο μεριδιούχος. Οι τίτλοι αυτοί αποκτώνται με την καταβολή της τιμής διάθεσης στο αμοιβαίο κεφάλαιο και εξαγοράζονται μόνο από τον ίδιο αμοιβαίο κεφάλαιο. Όμως, μπορούν να ενεχυριασθούν για εξασφάλιση απαίτησης. Επίσης επιτρέπεται σε περίπτωση ασφάλειας ζωής, και κατόπιν συμφωνίας, η αποζημίωση να γίνεται με τη μεταβίβαση μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων αντί μετρητών. Τέλος, επιτρέπεται η μεταβίβαση των μεριδίων μεταξύ συζύγων ή συγγενών πρώτου και δεύτερου βαθμού σε ευθεία γραμμή. Τα μερίδια δεν μεταβιβάζονται κατά το γενικότερο κανόνα ούτε γίνεται διαπραγμάτευσή τους στο Χρηματιστήριο. Είναι ονομαστικοί τίτλοι που ρευστοποιούνται μόνο από τον δικαιούχο του τίτλο. Ωστόσο δικαιούχοι μπορεί να είναι περισσότερα από ένα άτομα. Στην περίπτωση αυτή ο τίτλος μπορεί να εξαργυρωθεί από οποιοδήποτε από τα άτομα που αναγράφονται σ' αυτόν. Έτσι με τους τρόπους αυτούς αποδίδεται μεγαλύτερη χρησιμότητα στα μερίδια των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Ο αριθμός των μεριδίων κατά τη δημιουργία του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι συνάρτηση του μεγέθους του αρχικού κεφαλαίου και της ονομαστικής αξίας κάθε μεριδίου και προκύπτει από τη διαίρεση του πρώτου από το δεύτερο. Λόγω του γεγονότος ότι τα αμοιβαία κεφάλαια είναι ανοικτού τύπου, ο αριθμός μεριδίων δεν παραμένει σταθερός. Κάθε φορά που προσελκύονται νέοι μεριδιούχοι, δημιουργούνται νέα μερίδια ανάλογα με τα χρήματα που εισρέουν. Αντίστοιχα, κάθε φορά που οι μεριδιούχοι πωλούν τα μερίδια τους στο αμοιβαίο κεφάλαιο, ο αριθμός των μεριδίων ελαττώνεται κατά αντιστοιχία της μείωσης του ενεργητικού.

Οι τίτλοι μεριδίου μπορεί να εκδίδονται από την ΑΕΔΑΚ για ένα ή περισσότερα μερίδια, ή κλάσμα μεριδίου και θα πρέπει να περιέχουν:

- Την ονομασία του αμοιβαίου κεφαλαίου,
- Τον αριθμό της άδειας συστάσεως του αμοιβαίου κεφαλαίου,
- Τις επωνυμίες της ΑΕΔΑΚ και του Θεματοφύλακα,
- Τα στοιχεία του μεριδιούχου,
- Βεβαίωση ότι καταβλήθηκε ολοσχερώς η αξία του μεριδίου. (βλ. πραγματικό τίτλο μεριδίων ΑΚ της Διεθνικής ΑΕΔΑΚ)

Από τη στιγμή που δημιουργηθεί το αμοιβαίο κεφάλαιο και εγκριθεί η λειτουργία του είναι υποχρεωμένο να προσφέρει νέα μερίδια με βάση την τιμή που προσδιορίζεται την ημέρα εκείνη. Προς τούτο όμως απαιτείται όπως ο υποψήφιος μεριδιούχος υποβάλλει γραπτή αίτηση προς την ΑΕΔΑΚ όπου αποδέχεται τον Κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου και καταβάλλει

την τιμή διάθεσης σε μετρητά, ή ακόμα και κινητές αξίες εφόσον συμφωνήσει η ΑΕΔΑΚ. Η τιμή που είναι σημείο αναφοράς για την αξία των μεριδίων βασίζεται στην αξία των επενδύσεων που έχουν πραγματοποιηθεί.

Πιο συγκεκριμένα, στο τέλος της ημέρας και με το κλείσιμο του χρηματιστηρίου υπολογίζεται η συνολική αξία των τίτλων που κατέχει το αμοιβαίο κεφάλαιο με βάση των αριθμό τους και την τιμή κλεισίματος. Για τους τίτλους που δεν διακινήθηκαν, χρησιμοποιούνται οι τιμές της προηγούμενης διαπραγμάτευσης, ενώ σ' αυτές τις τιμές προστίθενται άλλες αξίες όπως χρήματα που δεν έχουν ακόμη επενδυθεί, ή όποιες καταθέσεις και μετρητά διαθέτει το αμοιβαίο κεφάλαιο για να εκτελεί τις εκάστοτε εξαγορές ή πληρωμές προς τρίτους που ανακύπτουν. Το σύνολο των ανωτέρω αξιών αποτελεί την αξία του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου. Το συνολικό ενεργητικό διαιρεμένο με τον αριθμό των μεριδίων δίνει την τιμή ενός μεριδίου. Η τιμή αυτή ονομάζεται **καθαρή αξία** (τιμή) **του μεριδίου**.

Ο νέος μεριδιούχος, όμως, που θα καταθέσει το κεφάλαιό του σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο, θα αγοράσει το μερίδιο όχι με την καθαρή τιμή του μεριδίου αλλά με την **τιμή διάθεσης** που δημοσιεύεται σε όλους του πίνακες των αμοιβαίων κεφαλαίων. Η τιμή διάθεσης **ισούται** με την καθαρή τιμή **προσαυξημένη με την προμήθεια** διάθεσης. Ομοίως, όταν στο μέλλον ο μεριδιούχος θελήσει να πουλήσει τα μερίδιά του, θα εισπράξει **όχι την καθαρή τιμή ανά μερίδιο, αλλά την τιμή εξαγοράς**. Η τιμή εξαγοράς **ισούται** με την καθαρή τιμή **μειωμένη κατά την προμήθεια εξαγοράς**.

Και ενώ δεν δημιουργείται πρόβλημα για τον υπολογισμό της αξίας των μετοχικών τίτλων στο τέλος της ημέρας, πρόβλημα παρουσιάζεται στην αποτίμηση των ομολόγων λόγω χρόνιας ανεπάρκειας της δευτερογενούς αγοράς. Έτσι παρά την μεταβολή των τιμών ομολογιών αυξομειώσης των επιτοκίων, οι τιμές των μεριδίων δεν επηρεάζονταν με αποτέλεσμα την πλασματική εικόνα της αξίας τους. Με τη βελτίωση όμως της δευτερογενούς αγοράς ομολόγων αυτή υπερκεράζεται από το Φεβρουάριο του 1999 καθώς η ημερήσια αποτίμηση του ενεργητικού τους γίνεται με βάση την τρέχουσα αξία των ομολόγων που έχουν στο ενεργητικό τους.

Από την πλευρά του παθητικού τα αμοιβαία κεφάλαια δεν έχουν μακροπρόθεσμα δάνεια καθώς δεν επιτρέπεται δανεισμός με σκοπό την επένδυση. Όμως, μικρού μεγέθους βραχυπρόθεσμα δάνεια επιτρέπονται για την αντιμετώπιση πρόσκαιρων αναγκών πληρωμών προς τρίτους για υπηρεσίες που έχουν προσφέρει ή για απρόβλεπτα αυξημένες εξαγορές. Άλλες υποχρεώσεις που έχουν τα αμοιβαία κεφάλαια είναι οι αμοιβές προς την ΑΕΔΑΚ, το θεματοφύλακα και τους άλλους επενδυτικούς συμβούλους. Τέλος, υποχρεώσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου προς τρίτους είναι και οι προμήθειες που έχουν υπολογισθεί αλλά δεν έχουν καταβληθεί ακόμη στις χρηματιστηριακές εταιρείες. Το σύνολο των ανωτέρω χρηματικών ποσών αποτελεί τις υποχρεώσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου προς τρίτους.

Το υπόλοιπο μετά την αφαίρεση των υποχρεώσεων προς τρίτους από τη συνολική αξία του ενεργητικού αποτελεί την καθαρή θέση των μεριδιούχων, ή όπως είναι κοινώς αποδεκτό, την αξία του καθαρού ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η καθαρή τιμή ανά μερίδιο προκύπτει από τη διαίρεση της αξίας του καθαρού ενεργητικού με τον αριθμό των μεριδίων.

Η εξαγορά των μεριδίων από την ΑΕΔΑΚ είναι υποχρεωτική εφόσον το ζητήσει ο μεριδιούχος με γραπτή αίτηση. Κατόπιν τούτου η ΑΕΔΑΚ ακυρώνει τους τίτλους των μεριδίων που εξαγοράζονται και καταβάλλει την αξία σε μετρητά μέσα σε πέντε ημέρες από την ημέρα υποβολής της αίτησης. Τα μερίδια εξαγοράζονται σύμφωνα με την καθαρή τιμή του μεριδίου στο τέλος της ημέρας της αίτησης.

Η καθαρή τιμή του μεριδίου είναι η τιμή διάθεσης μείον τους απαιτούμενους φόρους που το αμοιβαίο κεφάλαιο είναι απαραίτητο να παρακρατήσει και να αποδώσει στο Δημόσιο, ενώ η τιμή εξαγοράς του μεριδίου είναι η καθαρή τιμή του μείον της προμήθειες της ΑΕΔΑΚ ή ακόμα και της Τράπεζας που παρέχει την εξυπηρέτηση της επένδυσης στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο.

β. Κόστος Διάθεσης και Εξαγοράς.

Τα αμοιβαία κεφάλαια για να εισπράξουν ένα τμήμα από το κόστος προμηθειών στο οποίο υποβάλλονται αλλά και για να αποτρέψουν τους μεριδιούχους από το να ρευστοποιούν τα μερίδιά τους, επιβάλλουν κόστος διάθεσης και εξαγοράς.

Ένα πολύ σημαντικό στοιχείο που θα πρέπει να λάβει υπόψη του κάθε υποψήφιος επενδυτής είναι οι δαπάνες που επιβαρύνουν κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο.

Η σημαντικότητα των δαπανών λειτουργίας και διάθεσης των αμοιβαίων κεφαλαίων έγκειται στο γεγονός ότι τα σχετικά έξοδα αφαιρούνται από το ενεργητικό προκειμένου να προσδιοριστεί η καθαρή αξία του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Συνεπώς, όσο υψηλότερο είναι το κόστος ενός αμοιβαίου κεφαλαίου τόσο μικρότερη θα είναι η καθαρή αξία αυτού, επομένως τόσο μικρότερη θα είναι και η απόδοση των κεφαλαίων που έχει τοποθετήσει ένας επενδυτής στο συγκεκριμένο αμοιβαίο κεφάλαιο.

Οι κατηγορίες δαπανών που βαρύνουν ένα αμοιβαίο κεφάλαιο είναι οι ακόλουθες:

- Προμήθειες,
- Αμοιβές Διαχείρισης,
- Λειτουργικές Δαπάνες,
- Αμοιβές και Προμήθειες θεματοφύλακα. (Βλ. Π. Πετράκης – Αξιολόγηση και Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Ζητήματα Τραπεζικής Οικονομικής 1999)

Το κόστος διάθεσης είναι ένα ποσοστό επί της καθαρής τιμής μεριδίου που πρέπει να καταβληθεί από τους μεριδιούχους για κάθε μερίδιο που αποκτούν, πέρα από την καθαρή τιμή μεριδίου. Το κόστος εξαγοράς είναι ένα ποσοστό επί της καθαρής τιμής μεριδίου που δεν αποδίδεται στο μεριδιούχο κατά την εξαγορά αλλά αφαιρείται από την καθαρή τιμή μεριδίου.

Τα κόστη εισόδου και εξόδου, όπως θα μπορούσαν να χαρακτηρισθούν αντίστοιχα τα κόστη διάθεσης και εξαγοράς, δεν είναι ίδια για όλα τα αμοιβαία κεφάλαια αλλά διαφέρουν.

Οι διαφορές είναι μεγαλύτερες μεταξύ των κατηγοριών των αμοιβαίων κεφαλαίων και λιγότερο μεταξύ των αμοιβαίων κεφαλαίων της ίδιας κατηγορίας. Ο λόγος είναι ότι κάθε κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων έχει διαφορετικό βαθμό κινητικότητας των κεφαλαίων και επομένως ρευστότητας (και κινδύνου) που καθορίζει αντιστρόφως ανάλογα το κόστος προμηθειών και συναλλαγών.

Έτσι αμοιβαία κεφάλαια με βραχυπρόθεσμες τοποθετήσεις εμφανίζουν μικρό κόστος συναλλαγών και το κόστος διάθεσης και εξαγοράς είναι σε χαμηλά ποσοστά του 1% έως 2%. Αντίθετα, κόστος 4% έως 5,5% επιβάλλεται από αμοιβαία κεφάλαια που ανήκουν σε κατηγορίες μακροπρόθεσμων επενδύσεων, όπως μετοχικά, με αυξημένο κόστος συναλλαγών και επενδυτικό κίνδυνο.

Γενικά τα κόστη εισόδου και εξόδου αποτελούν, μεταξύ άλλων, εργαλεία προσέλκυσης νέων επενδυτικών κεφαλαίων και διατήρησής τους στο αμοιβαίο κεφάλαιο. Έτσι, υπάρχουν αμοιβαία κεφάλαια που δεν χρεώνουν κόστος διάθεσης κατά την είσοδο κεφαλαίων, χρεώνουν όμως κατά την έξοδο ως προμήθεια κατακράτησης των κεφαλαίων.

Παρόμοια, υπάρχουν αμοιβαία κεφάλαια, που δεν χρεώνουν ή χρεώνουν ελάχιστο κόστος εξαγοράς ως τρόπο προσέλκυσης κεφαλαίων καθόσον ο μεριδιούχος γνωρίζει ότι του προσφέρεται ευελιξία διαχείρισης των κεφαλαίων του χωρίς επιβολή κάποιας «τιμωρίας» εάν επιθυμούσε να εγκαταλείψει το αμοιβαίο κεφάλαιο.

Βέβαια, σε τέτοια περίπτωση ο μεριδιούχος προκαταβάλλει το κόστος αυτό υπό τη μορφή του κόστους διάθεσης. Τέλος, προς αποφυγή μεταβολής των όρων επένδυσης, τα αμοιβαία κεφάλαια διατηρούν την όποια πολιτική εφαρμόζουν διαχρονικά.

Για την καλύτερη κατανόηση των παραπάνω ας πάρουμε να δούμε **ένα αναλυτικό παράδειγμα** σε ένα τυχαίο αμοιβαίο κεφάλαιο της Ασφαλιστικής Εταιρείας INTERAMERICAN. Έστω ένας επενδυτής μετά από μελέτη έχει καταλήξει στην απόφαση την 6/12/99 να συμμετάσχει με 2.000.000 δρχ. στο αμοιβαίο κεφάλαιο της πιο πάνω Ασφαλιστικής Εταιρείας.

Για να δούμε αναλυτικά πως θα κινηθεί.

- Το πρωί της 6/12/99 κατεβαίνει στο γραφείο της Εταιρείας INTERAMERICAN και βρίσκει τον Ασφαλιστή του δίνει και συμπληρώνει την αίτηση συμμετοχής στο Αμοιβαίο κεφάλαιο και
- Τον στέλνει στην Τράπεζα να καταθέσει στο λογαριασμό του αμοιβαίου κεφαλαίου τα χρήματα της επένδυσης, ήτοι 2.000.000δρχ.
- Έπειτα πηγαίνει και το αποδεικτικό της κατάθεσης των χρημάτων στον ίδιο Ασφαλιστή και καταχωρείται η αίτηση με αριθμό προτεραιότητας στο συγκεκριμένο αμοιβαίο κεφάλαιο.

Το μεσημέρι με το κλείσιμο του Χρηματιστηρίου το Αμοιβαίο Κεφάλαιο έχει ανακοινώσει και το Δελτίο των Τιμών του.

Ο Ασφαλιστής είχε αναφέρει στον επενδυτή ότι θα συμμετείχε στην επένδυσή του με το σημερινό κλείσιμο. Ως εκ του τούτου ο επενδυτής

- Ελέγχει βάση του πιο κάτω δελτίου τιμών, πόσα μερίδια από το αμοιβαίο που επένδυσε τελικά απέκτησε και έχουμε:

Δελτίο Τιμών 6/12/1999	
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧ.ΕΣΩΤ.	
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ: 237.034.266.940,00	
ΜΕΡΙΔΙΑ: 11.750.131,02	ΤΙΜΗ ΚΑΘ.: 20.172,90
ΜΕΤ. ΠΡΟΗΓ.: -1,61%	ΤΙΜΗ ΔΙΑΘ.: 20.778,09
ΤΙΜΗ ΕΞΑΓ.: 19.971,18	ΜΕΤ. 1-1-99 : 132,71%

(Πηγή: Internet /www/enet.gr)

Ποσό επένδυσης : Τιμή Διάθεσης= Μεριδία του επενδυτή
Δηλαδή $2.000.000:20.778,09=96,255$

- Μετά από ένα χρονικό διάστημα θα παραλάβει το αποδεικτικό τίτλο συμμετοχής του στο αμοιβαίο που θα αναφέρει ότι έχει στην κατοχή του τα 96,255 Μεριδία του πιο πάνω αμοιβαίου κεφαλαίου.

Οι Διαφορές που φαίνονται στον πίνακα μεταξύ τιμής Διάθεσης και Καθαρής τιμής είναι όλες οι προμήθειες για να συμμετάσχει ο επενδυτής στο αμοιβαίο κεφάλαιο.

Οι Διαφορές μεταξύ Καθαρής τιμής και Τιμής Εξαγοράς είναι όλες οι προμήθειες κατά την ρευστοποίηση των μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου από τον επενδυτή, οι οποίες παρακρατούνται από την ΑΕΔΑΚ.

2. Η Εικόνα Διαχείρισης μιας ΑΕΔΑΚ

Ας δούμε λίγο και τον τρόπο λειτουργίας μιας ΑΕΔΑΚ παραθέτοντας την εικόνα ενός τυπικού αμοιβαίου κεφαλαίου όπως αυτή καταγράφεται κατά τη διαχειριστική περίοδο 1-1-1997 έως 31-12-1997 στον πίνακα 1.

Η εικόνα της διαχείρισης και των περιουσιακών στοιχείων αποτυπώνεται στην κατάσταση καθαρού ενεργητικού και στα αποτελέσματα χρήσεως. Τα στοιχεία είναι πραγματικά, απλώς μεταβλήθηκαν αναλογικά τα διάφορα μεγέθη των λογαριασμών.

Από τη διόρθωση του χαρτοφυλακίου γίνεται φανερό ότι το αμοιβαίο κεφάλαιο στον Πίνακα 1 έχει επενδύσει τα κεφάλαιά του σε ομόλογα και γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου.

Μόνο ένα ασήμαντο ποσοστό είναι τοποθετημένο σε ελληνικές μετοχές και σε άλλα χρεόγραφα. Επομένως το αμοιβαίο κεφάλαιο θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως ομολογιών εσωτερικού.

Εν τούτοις σύμφωνα με την ονομασία του είναι αμοιβαίο κεφάλαιο μικτό εσωτερικού, υποδηλώνοντας έτσι κάποια διάσταση της επενδυτικής πολιτικής που εφαρμόζει από τους στόχους ενός μικτού αμοιβαίου κεφαλαίου.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1		
Συνοπτική Κατάσταση Ενεργητικού, Αποτελεσμάτων και Διανομής Κερδών Ελληνικού Αμοιβαίου Κεφαλαίου (χρήση 1/1/1997 έως 31/12/1997, ποσά σε δραχμές)		
A. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΤΗΣ 31/12/1997		
Χρεώγραφα		
Ομόλογα Ελλ. Δημοσίου με προσαρτημένο το τρέχον τοκομερίδιο	145.118.333	
Ομόλογα Ελλ. Δημοσίου με αποκομμένο το τρέχον τοκομερίδιο	18.062.796	
Εντοκα Γραμμάτια Ελληνικού Δημοσίου	20.120.586	
Zero Coupon Bonds	12.411.753	
Μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών	171.089	
Λοιπά χρεόγραφα	285.795	196.170.352
Χρηματικά Διαθέσιμα		
Καταθέσεις όψεως και προθεσμίας		212.243.691
Απαιτήσεις		
Χρεώστες Διάφοροι		572.877
Μεταβατικοί Λογαριασμοί Ενεργητικού		
Δεδουλευμένα έσοδα		12.054.378
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		421.041.297
(Μερίδια 123.456*3.404)		
B. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓ/ΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ 1-1-97 έως 31-12-97		
Έσοδα		
Έσοδα από προσόδους	12.908.675	
Έσοδα (κέρδη) κεφαλαίου	21.275.297	34.183.972
Εξοδα		
Εξοδα κτήσεως προσόδων	2.103.157	
Εξοδα κτήσεως κερδών κεφαλαίου	2.782.384	4.885.541
Καθαρά Αποτελέσματα (Κέρδη) Χρήσεως		29.298.431
Μείον:		
Κέρδη (Πρόσθετη αξία) εξαγορασθέντων μεριδίων κατά τη χρήση 1/1/97 έως 31/12/97		
Από Προσόδους	9.581.895	
Από κέρδη κεφαλαίου	17.637.650	27.219.545
Καθαρά κέρδη των κυκλοφορούντων Μεριδίων κατά την 31/12/97		
Από Προσόδους	855.262	2.078.886
Κέρδη προς Διανομή		2.078.886
Η Διανομή έγινε ως εξής:		
Επανεπενδύσιμα κέρδη		2.078.886
Αριθμός μεριδίων κατά την 31/12/97		123.456
Καθαρή αξία μεριδίου κατά την 31/12/97		3.404

Πηγή: Ν. Μυλωνάς (Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια – Εκδόσεις Σακκούλα 1999)

Ένα άλλο παράδοξο γεγονός είναι ότι ως ποσό μεγαλύτερο του χαρτοφυλακίου του εμφανίζει τα χρηματικά διαθέσιμα. Το ποσό αυτό θα μπορούσε να εξηγηθεί στην περίπτωση ενός νέου αμοιβαίου κεφαλαίου που

δεν έχει ολοκληρώσει ακόμη την επενδυτική του πολιτική και επομένως διατηρεί υψηλά ρευστά κεφάλαια.

Το αμοιβαίο κεφάλαιο κατά τη διαχειριστική περίοδο πραγματοποίησε σημαντικά κέρδη ενώ τα έξοδα δεν ξεπερνούσαν το 1/6 των κερδών. Επίσης ένα μεγάλο μέρος των μεριδίων εξαγοράστηκε μέσα στο 1997 όπως διαφαίνεται από το μερίδιο των κερδών που είχαν αυτά στο σύνολο των αποτελεσμάτων χρήσης.

Ενώ πιο πάνω είδαμε αναλυτικό παράδειγμα θα ήταν εύλογο σε αυτό το σημείο να αναλύσουμε το Ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου

3.Το Ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

Ενεργητικό Αμοιβαίου Κεφαλαίου ονομάζεται η συνολική περιουσία του αμοιβαίου σε τρέχουσες τιμές. Καθημερινά υπολογίζονται οι τιμές των ομολόγων, των μετοχών, οι τόκοι, τα μετρητά, το συνάλλαγμα κ.λ.π. και αθροίζονται για να προκύψει το ενεργητικό. Εξυπακούεται ότι, όπως οι τιμές των μετοχών και των νομισμάτων αλλάζουν καθημερινά, αλλά και οι δεδουλευμένοι τόκοι των ομολογιών και εντόκων αυξάνουν καθημερινά, έτσι μεταβάλλεται και το ενεργητικό των αμοιβαίων. Επίσης το ενεργητικό μεταβάλλεται ως αποτέλεσμα των ενεργειών των διαχειριστών επί κινητών αξιών που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο. Τέλος, μεταβάλλεται εξαιτίας των συμμετοχών και των εξαγορών των μεριδίων που πραγματοποιούνται κάθε μέρα.

α. Αποτίμηση των Στοιχείων του Ενεργητικού.

Τα στοιχεία του ενεργητικού ενός αμοιβαίου κεφαλαίου αποτιμώνται ως ακολούθως:

- Η αξία των μετοχών – και των κινητών αξιών γενικότερα – που διαπραγματεύονται σε χρηματιστήρια αξιών προσδιορίζεται με βάση την τιμή κλεισίματος των χρηματιστηριακών συναλλαγών της ίδιας ημέρας. Εάν δεν έχει πραγματοποιηθεί χρηματιστηριακή συναλλαγή την ημέρα της αποτίμησης, λαμβάνεται υπόψη η τιμή της προηγούμενης συνεδρίασης του χρηματιστηρίου.
- Η αποτίμηση της αξίας των κινητών αξιών που δεν είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο γίνεται με βάση τους κανόνες που θεσπίζονται με απόφαση της επιτροπής κεφαλαιαγοράς.

Προκειμένου να προσδιοριστεί η καθαρή αξία (τιμή) του ενεργητικού ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, από το ενεργητικό του αφαιρούνται οι αμοιβές της Α.Ε. Διαχείρισης, του Θεματοφύλακα και των μελών του χρηματιστηρίου, οι δαπάνες που βαρύνουν το αμοιβαίο κεφάλαιο, καθώς και τα κέρδη που διανέμονται στους μεριδιούχους.

Θα πρέπει να επισημανθεί ότι κατά τον προσδιορισμό της καθαρής αξίας του ενεργητικού ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, δεν αφαιρούνται από το ενεργητικό οι προμήθειες διάθεσης/εξαγοράς των μεριδίων αυτού.

5^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ

ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Γενικά Στοιχεία

Κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο έχει πλήρη αυτονομία και ανεξαρτησία ακόμη και αν η εταιρεία που διαχειρίζεται είναι η ίδια που διαχειρίζεται και άλλα. Η αυτονομία έγκειται στο γεγονός ότι οποιεσδήποτε επενδυτικές αποφάσεις αναληφθούν αφορούν το ενεργητικό ενός συγκεκριμένου αμοιβαίου κεφαλαίου. Η διαφορά που υπάρχει μεταξύ των ήδη υπαρχόντων αμοιβαίων κεφαλαίων αφορά την επενδυτική στρατηγική που ακολουθούν.

Η δεδηλωμένη και συγκεκριμένη επενδυτική στρατηγική που ακολουθεί κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο γίνεται γνωστή μέσω των ενημερωτικών εντύπων που προωθεί για την προσέλκυση εκείνων των υποψηφίων επενδυτών που έχουν παρόμοιους επενδυτικούς στόχους. Η στρατηγική αυτή ακολουθείται πιστά για να αποτρέψει πιθανή αποχώρηση των επενδυτών προς άλλα αμοιβαία κεφάλαια που ακολουθούν με μεγαλύτερη συνέπεια τους συγκεκριμένους επενδυτικούς τους στόχους. Βάσει των διαφόρων επενδυτικών στρατηγικών που εφαρμόζονται μπορούμε να κατατάξουμε τα αμοιβαία κεφάλαια στις εξής κατηγορίες:

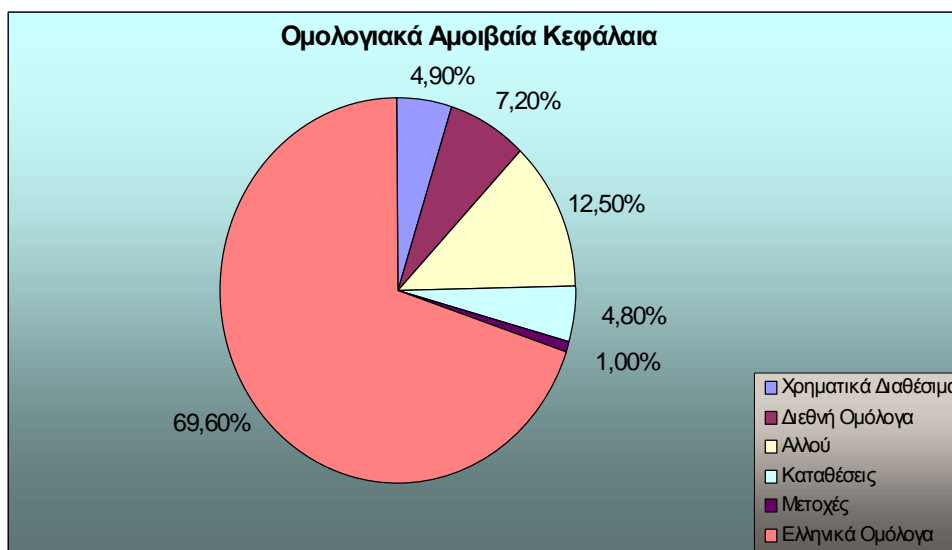
- Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια ή Σταθερού Εισοδήματος
- Διαχείρισης Διαθεσίμων
- Μεικτά Αμοιβαία
- Μετοχικά Αμοιβαία
- Διεθνή Αμοιβαία
- Εμπορευμάτων
- Δεικτών και
- Ειδικών κατηγοριών.

1^η ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ: Τα Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια ή Σταθερού Εισοδήματος

Τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια ή σταθερού εισοδήματος, στοχεύουν την εξασφάλιση μιας υψηλής ετήσιας απόδοσης, αντίστοιχης ή και μεγαλύτερης των υψηλότερων επιτοκίων της αγοράς. Τα αμοιβαία αυτά επενδύουν σχεδόν αποκλειστικά σε ομόλογα και άλλους τίτλους σταθερής απόδοσης, κυρίως του Ελληνικού Δημοσίου, γι' αυτόν ακριβώς το λόγο θεωρούνται αμοιβαία κεφάλαια με τον μικρότερο επενδυτικό κίνδυνο, απευθύνονται δηλαδή στον πλέον συντηρητικό επενδυτή.

Είναι προφανές ότι τόσο τα ομολογιακά κεφάλαια όσο και τα αμοιβαία διαχείρισης διαθεσίμων απευθύνονται σε επενδυτές που δεν είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν μεγάλο κίνδυνο, αλλά την ίδια στιγμή επιθυμούν μια καλή και σταθερή απόδοση.

Που επενδύουν τα ομολογιακά αμοιβαία



Πηγή:Κανονισμός της ΔΙΕΘΝΙΚΗΣ ΑΕΔΑΚ

2^Η ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ: Τα Διαχείρισης Διαθεσίμων

Τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων επενδύουν κυρίως σε προϊόντα της χρηματαγοράς και δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος και όχι πάνω από το 10% σε μετοχές εταιρειών.

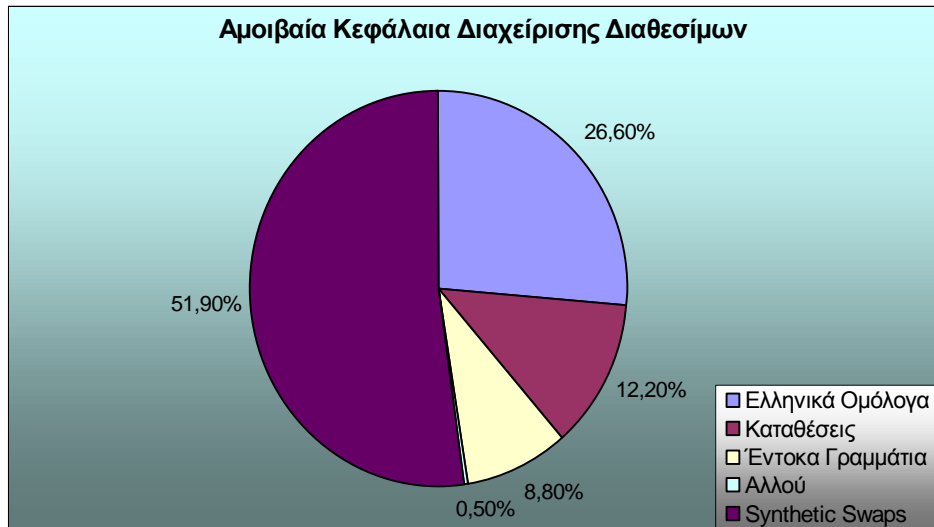
Πάνω από το 50% του χαρτοφυλακίου τους, σύμφωνα με τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία, είναι τοποθετημένο σε παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα και συγκεκριμένα σε (swaps) παράγωγα προϊόντα εσωτερικού ή εξωτερικού, ενώ μεγάλο μέρος, περίπου το 35%, έχει επενδυθεί σε κρατικούς τίτλους .

Τα αμοιβαία αυτά απευθύνονται σε επενδυτές με βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα.

Ως εκ τούτου είναι σε θέση να εκμεταλλεύονται σήμερα τα υψηλότερα βραχυχρόνια δραχμικά επιτόκια και να αποδίδουν ικανοποιητικές αποδόσεις, γεγονός που τα έχει καταστήσει ιδιαίτερα δημοφιλή.

Το 65% περίπου των κεφαλαίων που έχουν τοποθετηθεί σε αμοιβαία έχει επενδυθεί σε μερίδια της κατηγορίας αυτής.

Που επενδύουν τα διαχείρισης διαθεσίμων



Πηγή:Κανονισμός ΑΤΕ ΑΕΔΑΚ

3^Η ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ: Τα Μεικτά Αμοιβαία.

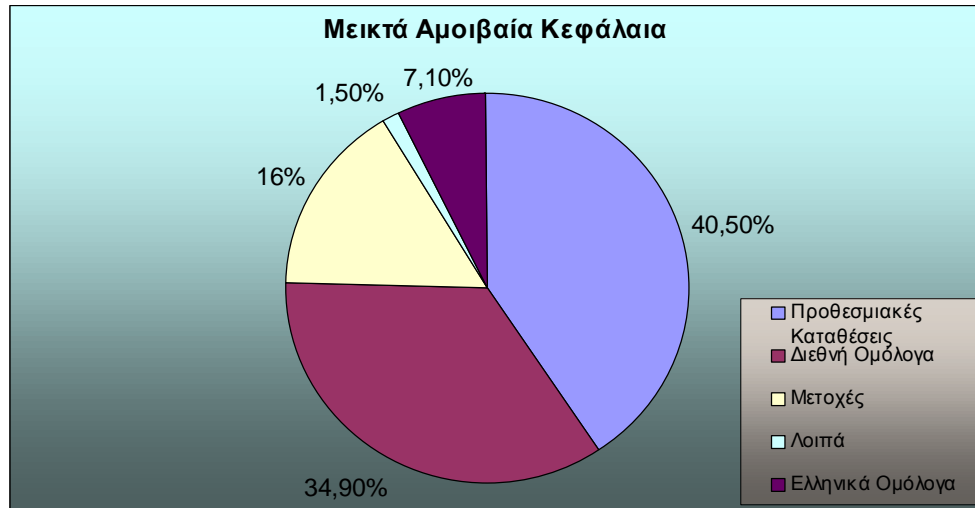
Τα μεικτά αμοιβαία κεφάλαια είναι ο χαρακτηριστικός εκπρόσωπος της κατηγορίας των επενδύσεων που χαρακτηρίζονται μεσαίου επενδυτικού κινδύνου, αφού ο μεριδιούχος που θα προτιμήσει να επενδύσει σε αμοιβαία αυτής της κατηγορίας δεν είναι απολύτως εκτεθειμένος στον κίνδυνο να απολέσει ένα μεγάλο μέρος του κεφαλαίου που έχει επενδύσει. Και σε αυτή την περίπτωση πάντως ο κίνδυνος είναι υπαρκτός, αλλά χαμηλότερος από αυτόν που χαρακτηρίζει τα μετοχικά αμοιβαία των οποίων σχεδόν το σύνολο του ενεργητικού είναι τοποθετημένο σε μετοχές.

Ο επενδυτικός κίνδυνος που χαρακτηρίζει αυτήν την κατηγορία αμοιβαίων είναι μεσαίος και ο χρονικός ορίζοντας επένδυσης που προτείνεται κυμαίνεται μεταξύ 18 και 36 μηνών. Περισσότερο αυξάνεται ο κίνδυνος όταν τα μεικτά αμοιβαία επενδύουν στο Εξωτερικό.

Έτσι όσοι πιστεύουν ότι ο κίνδυνος που εμπερικλείουν τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια είναι μεγάλος αλλά δεν διατεθειμένοι να εγκαταλείψουν εντελώς την πιθανότητα να ωφεληθούν από τις μεγάλες αποδόσεις, που ενδεχομένως να προσφέρουν οι τοποθετήσεις σε μετοχές, μπορούν να στραφούν σε μεικτά αμοιβαία. Τα αμοιβαία αυτής της κατηγορίας ακολουθούν επενδυτική τακτική παραπλήσια αυτής των μετοχικών αμοιβαίων, φροντίζοντας ωστόσο για μεγαλύτερη διασπορά του επενδυτικού κινδύνου. Αυτό επιτυγχάνεται με περιορισμό των τοποθετήσεων σε μετοχές εις όφελος επενδύσεων σταθερής απόδοσης, όπως είναι οι τίτλοι του Δημοσίου. Έτσι ο μεριδιούχος που προτιμά αυτή την κατηγορία αμοιβαίων γνωρίζει ότι δεν θα καρπωθεί πλήρως τις υψηλές αποδόσεις των μετόχων, στην περίπτωση που αυτές εξελιχθούν θετικά, αλλά ξέρει επίσης ότι δεν θα

επωμισθεί για το σύνολο του κεφαλαίου που έχει διαθέσει τις απώλειες από μια αρνητική πορεία μετοχών. Τα χαρτοφυλάκια αυτών των αμοιβαίων περιορίζουν κάτω από το μισό τις τοποθετήσεις τους σε μετοχές, αντικαθιστώντας τες κυρίως με τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου αλλά και άλλες μορφές διεθνών επενδύσεων σταθερής απόδοσης.

Που επενδύουν τα Μεικτά Αμοιβαία Κεφάλαια



Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών-Επιτροπή Οικονομικών και Στατιστικών Θεμάτων 30/3/2000

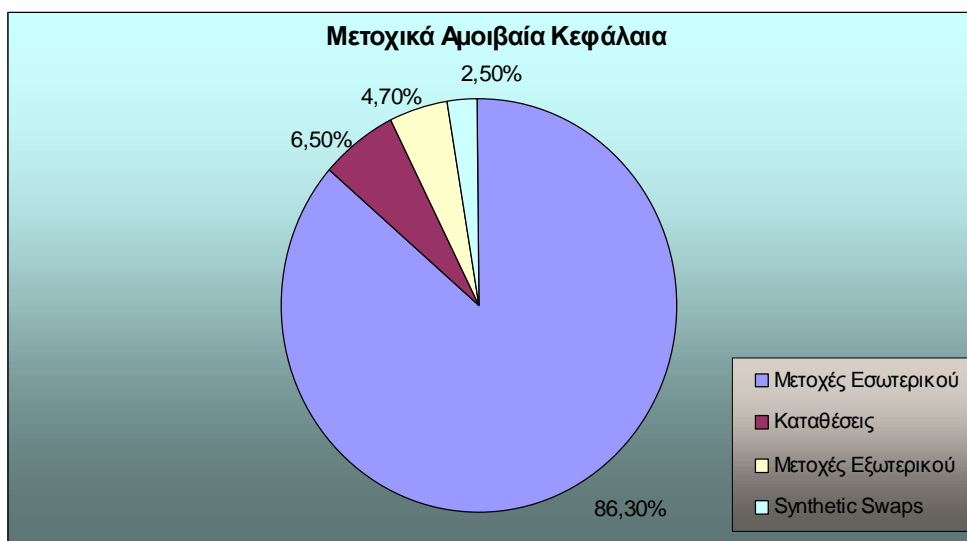
4^Η ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ: Τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια

Το μεγαλύτερο μέρος του ενεργητικού αυτής της κατηγορίας των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι τοποθετημένο σε μετοχές, κι έτσι η απόδοση της επένδυσης όποιου εμπιστευθεί ένα αμοιβαίο αυτής της κατηγορίας, είναι συνδεδεμένη με την πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς. Είναι σαφές ότι τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν επένδυση που εμπεριέχει μεγάλο επενδυτικό κίνδυνο, όπως είναι κάθε επένδυση που συνδέεται άμεσα με την πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς.

Τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια επενδύουν τα κεφάλαιά τους σε μετοχές. Το είδος αυτό των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι συνυφασμένο με αρκετά μεγάλους κινδύνους καθώς οι μετοχικοί τίτλοι ενέχουν μεγαλύτερους κινδύνους από τους ομολογιακούς τίτλους ή άλλες επενδύσεις σταθερού εισοδήματος. Αυτό συμβαίνει γιατί οι μετοχές (κοινές και προνομιούχες) δεν προσφέρουν σταθερό και βέβαιο μέρισμα εκτός από ένα ελάχιστο υποχρεωτικό και μόνον εφ' όσον επιτυγχάνονται κέρδη. Έτσι η απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου που προέρχεται από μερίσματα απέχει πολύ από το να θεωρηθεί σταθερή. Αν υπολογισθεί και η απόδοση που επηρεάζεται από τις μεταβολές του γενικού δείκτη των τιμών του χρηματιστηρίου που χαρακτηρίζεται από μεγάλη μεταβλητότητα, τότε η συνολική απόδοση ενός μετοχικού αμοιβαίου κεφαλαίου αναμένεται να εμφανίζει μεγάλη διακύμανση.

Βασικός παράγοντας για τον προσδιορισμό του κινδύνου που ενυπάρχει σε ένα μετοχικό αμοιβαίο κεφάλαιο είναι ο επενδυτικός του χαρακτήρας. Έτσι για παράδειγμα υπάρχουν αμοιβαία κεφάλαια που τοποθετούν τις επενδύσεις τους σε εταιρείες που προσφέρουν μεγάλα μερίσματα. Αυτά αναφέρονται ως μετοχικά εισοδήματος. Επίσης υπάρχουν και τα αναπτυξιακά αμοιβαία κεφάλαια που τοποθετούν τα κεφάλαιά τους μέσω εταιριών που προσφέρουν ελάχιστη μερισματική απόδοση ενώ ταυτόχρονα συνεχίζουν να αυξάνουν τις επενδύσεις τους με αποτέλεσμα να τροφοδοτούν μεγάλες προσδοκίες ανάπτυξης.

Που επενδύουν τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια



Πηγές: Επιτροπή Οικονομικών και Στατιστικών θεμάτων και Διεύθυνση Οικονομικών μελετών της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος (Φεβρουάριος 2000)

5^Η ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ: Διεθνή Αμοιβαία Κεφάλαια

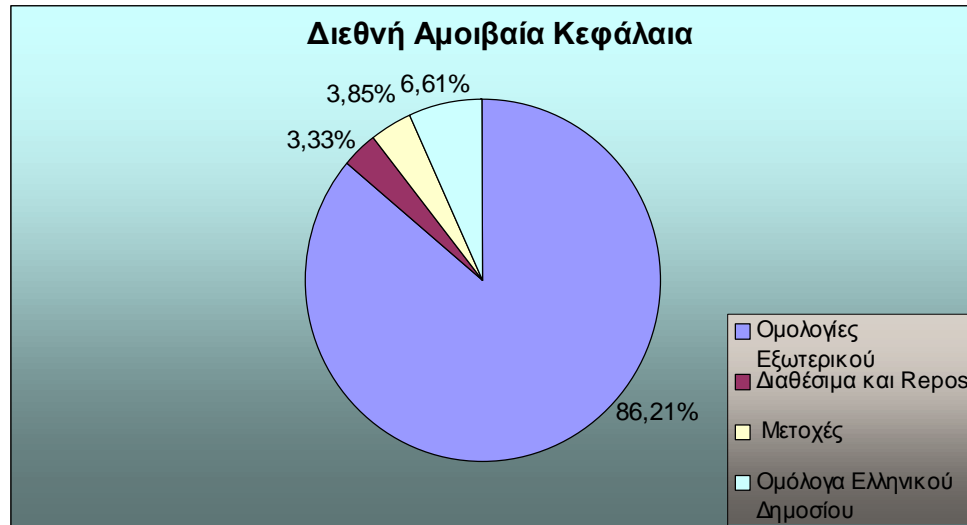
Οι παγκόσμιες οικονομίες και πολιτικές εξελίξεις της τελευταίας δεκαετίας οδήγησαν στην πιο ελεύθερη διακίνηση ανθρώπων, προϊόντων και κεφαλαίων μεταξύ των διαφόρων χωρών. Αποτέλεσμα αυτής της εξέλιξης ήταν η αύξηση του ανταγωνισμού σε όλα τα επίπεδα, προϊόντα και υπηρεσίες που οδήγησε ταυτόχρονα στη μεγαλύτερη αλληλεξάρτηση των οικονομιών μεταξύ τους. Έτσι ο κίνδυνος που σχετίζεται με μια ξένη χώρα δεν εστιάζεται μόνον στις μεταβολές της ισοτιμίας συναλλάγματος αλλά και στις μεταβολές της συγκριτικής οικονομικής κατάστασης των δύο χωρών. Έτσι μια μεταβολή των επιτοκίων της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ συμπαρασύρει όχι μόνο τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, αλλά και τα επίπεδα τιμών στα διεθνή χρηματιστήρια καθώς και τις οικονομικές εξελίξεις παγκοσμίως.

Έτσι, καθίσταται απαραίτητη η συμμετοχή επενδυτικών κεφαλαίων της χώρας μας σε χρηματιστηριακούς τίτλους άλλων χωρών. Με την απελευθέρωση της κίνησης των κεφαλαίων δίνεται η δυνατότητα σε αμοιβαία κεφάλαια να τοποθετήσουν κεφάλαια σε τίτλους (ομολογίες και

μετοχές) κοινοτικών χωρών ή ακόμη και μη κοινοτικών χωρών (ΗΠΑ, Απω Ανατολή). Ο κίνδυνος ενός διεθνούς αμοιβαίου κεφαλαίου διαφέρει ανάλογα με το είδος των τίτλων (ομολογίες, μετοχές ή μικτό) και κατά πόσο είναι εισοδήματος ή αναπτυξιακό.

Πάντως η τοποθέτηση σε ένα διεθνές αμοιβαίο κεφάλαιο έχει σημαντικά πλεονεκτήματα καθώς όχι μόνον αντιμετωπίζεται επιτυχώς ο συναλλαγματικός κίνδυνος, αλλά δίνεται η ευκαιρία συμμετοχής στην άνοδο που προσφέρουν κάποιες άλλες αγορές χρήματος και κεφαλαίου.

Που επενδύουν τα Διεθνή Αμοιβαία Κεφάλαια



Πηγή:Κανονισμός Α/Κ της ΕΡΜΗΣ ΑΕΔΑΚ

6^Η ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ: Αμοιβαία Κεφάλαια Εμπορευμάτων.

Τα αμοιβαία κεφάλαια εμπορευμάτων έχουν εισαχθεί πρόσφατα στη διεθνή οικογένεια των αμοιβαίων κεφαλαίων παρ' όλο που στην Ελλάδα ακόμη δεν επιτρέπονται. Πρόκειται για αμοιβαία κεφάλαια που κατευθύνουν κεφάλαια σε προϊόντα όπως πολύτιμα μέταλλα, αλλά κυρίως σε προθεσμιακά συμβόλαια εμπορευμάτων ή χρηματοπιστωτικών τίτλων. Τα προθεσμιακά συμβόλαια είναι συμφωνίες μεταξύ ενός αγοραστή και ενός πωλητή για την παράδοση σε συγκεκριμένο απώτερο χρόνο μιας ποσότητας ενός προϊόντος ή αριθμού χρηματοπιστωτικών τίτλων σε τιμή η οποία προαποφασίζεται στη συμφωνία. Τα συμβόλαια αυτά που καλύπτουν μεγάλο αριθμό εμπορευμάτων και χρηματοπιστωτικών τίτλων είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε προθεσμιακές αγορές που χαρακτηρίζονται από μεγάλη ρευστότητα όπως Chicago Board of Trade, Chicago Mercantile Exchange, Commodity Exchange, New York Futures Exchange, London International Financial Futures Exchange.

Μεταξύ των προϊόντων και τίτλων που γίνονται αντικείμενο διαπραγματεύσεων μπορούμε να αναφέρουμε:

- Σιτάρι, καλαμπόκι, σόγια
- Χρυσός, άργυρος, χαλκός
- Ξυλεία
- Αργό πετρέλαιο, φυσικό αέριο
- Δείκτης S&P 500/ δείκτης Value Line
- Έντοκα γραμμάτια δημοσίου ΗΠΑ/ Ευρωδολάρια
- Ομολογίες δημοσίου ΗΠΑ
- Γερμανικά Μάρκα, Γιαπωνέζικο Γιεν, Βρετανική Στερλίνα

Ο κίνδυνος που εμφανίζουν τα αμοιβαία κεφάλαια εμπορευμάτων είναι αρκετά σημαντικός παρά τη διαφοροποίηση του κινδύνου που επιτυγχάνεται. Μάλιστα η συνεχώς επιδιωκόμενη διαφοροποίηση απορροφά ένα σημαντικό ποσό από τη συνολική απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου με τη μορφή κόστους συναλλαγής και αμοιβαίων στους συμβούλους επενδύσεων εμπορευμάτων.

7^Η ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ: Τα Αμοιβαία Κεφάλαια Δεικτών.

Τα αμοιβαία κεφάλαια που ανήκουν σ' αυτή την κατηγορία έχουν μια πολύ σαφή επενδυτική πολιτική. Συγκεκριμένα, επενδύουν τα κεφάλαιά τους στο χαρτοφυλάκιο των χρηματιστηριακών τίτλων που συνθέτουν ένα δείκτη. Οι υπάρχοντες δείκτες απαρτίζονται από συγκεκριμένο είδος τίτλων όπως μετοχές, ομολογίες ή εμπορεύματα. Επιπλέον οι δείκτες αυτοί μπορεί να αφορούν συγκεκριμένους κλάδους της οικονομίας (βιομηχανία, ενέργεια, μεταφορές, υψηλή τεχνολογία κλπ) ή συγκεκριμένα εμπορεύματα (σιτηρά, έλαια, πολύτιμα μέταλλα κλπ.). Η επενδυτική στρατηγική συνίσταται στην αγορά των τίτλων που απαρτίζουν το συγκεκριμένο δείκτη κατά το ποσοστό συμμετοχής εκάστου στον υπολογισμό του δείκτη. Οποιαδήποτε αλλαγή τίτλων και ποσοστού συμμετοχής στο δείκτη καθιστά υποχρεωτική παρόμοια αλλαγή στις επενδύσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου. Με την παρούσα δομή του δείκτη και τον περιορισμό της επένδυσης έως 10% του καθαρού ενεργητικού σε μια μετοχή δημιουργείται τεχνικό πρόβλημα αδυναμίας αναπροσαρμογής του δείκτη σε περιπτώσεις που μια ή περισσότερες μετοχές αποκτούν εκπροσώπηση στο δείκτη μεγαλύτερη του 10%. Το πρόβλημα αυτό μπορεί να ξεπερασθεί με επενδυτική στρατηγική που αποβλέπει στην προσομοίωση του δείκτη (που όμως απαιτεί πολλά έξοδα συναλλαγών) καθώς και με τη χρήση προθεσμιακών συμβολαίων.

Η υποχρεωτική αυτή σύμπλευση της επενδυτικής στρατηγικής του αμοιβαίου κεφαλαίου με τη δομή του δείκτη είναι το μεγαλύτερο πλεονέκτημα αυτού του είδους του αμοιβαίου κεφαλαίου. Αυτό συμβαίνει γιατί απλοποιείται εξ ολοκλήρου η επενδυτική στρατηγική με μόνη υποχρέωση τη στενή παρακολούθηση του δείκτη. Η ανάγκη συνεχούς αναθεώρησης του χαρτοφυλακίου που υπάρχει σε άλλα αμοιβαία κεφάλαια δεν υφίσταται στα αμοιβαία κεφάλαια δεικτών. Έτσι ελαχιστοποιείται το κόστος που προέρχεται από την αμοιβή συμβούλων επένδυσης και άλλων αναλυτών πρόβλεψης των

οικονομικών προοπτικών. Ως εκ τούτου προσδένεται η απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου δεικτών στην απόδοση του συγκεκριμένου δείκτη.

Θα έπρεπε να τονισθεί ότι ένα αμοιβαίο κεφάλαιο δείκτη από τη φύση του ακολουθεί μια αμυντική πολιτική διαχείρισης κεφαλαίων. Αυτό ίσως θα ταίριαζε στις επιλογές επενδυτών με αυξημένη την αποστροφή στον κίνδυνο. Παρά ταύτα όμως η ύπαρξη πολλών δεικτών που εκπροσωπούν διάφορα είδη μετοχών, ομολογιών ή εμπορευμάτων δίνει τη δυνατότητα και σ' αυτούς που επιθυμούν μια επιθετική πολιτική διαχείρισης των κεφαλαίων τους να επωφεληθούν από τα πλεονεκτήματά τους. Έτσι μια επιθετική πολιτική κατανομής κεφαλαίων (asset allocation) σε μια από τις κατηγορίες ρευστών, ομολογιών και κεφαλαίων μπορεί να γίνει εύκολα με την επένδυση σε αντίστοιχα αμοιβαία κεφάλαια δεικτών. Η δυναμική εφαρμογή αυτή της πολιτικής συνίσταται στην αυξομείωση κατοχής μεριδίων στα αντίστοιχα αμοιβαία κεφάλαια δεικτών ανάλογα με τις προβλέψεις του επενδυτή.

8^H ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ: Αμοιβαία Κεφάλαια Ειδικών Κατηγοριών.

Εξ' ίσου ενδιαφέροντα είναι και τα κλαδικά αμοιβαία κεφάλαια που στρατηγική τους είναι η επένδυση σε συγκεκριμένους κλάδους βιομηχανιών (π.χ. υψηλής τεχνολογίας, κατασκευών, ένδυσης και υπόδησης ή εταιρειών ενέργειας). Ως εκ της κατασκευής του τα αμοιβαία αυτά κεφάλαια επενδύουν σε μετοχές ενός ευρύτερου κλάδου. Όμως παρ' όλη τη διαφοροποίηση κινδύνου που μπορεί να επιτύχουν υπόκεινται σε σημαντικό κίνδυνο που προέρχεται από τις διακυμάνσεις της οικονομικής κατάστασης που τυγχάνει να σχετίζεται με ένα συγκεκριμένο κλάδο.

Έτσι π.χ., οι κυκλικές μετοχές (cyclical stocks) έχουν δραματικές πτώσεις σε περιόδους ύφεσης και θεαματικές ανόδους σε περιόδους οικονομικής ανόρθωσης. Για το λόγο αυτό σημαντικό είναι το είδος της αντιστάθμισης που οι διαχειριστές θα επιλέξουν να εισαγάγουν στο χαρτοφυλάκιο επιμερίζοντας ένα τμήμα των κεφαλαίων σε ομολογίες ή και σε μετοχές που δεν ανήκουν στον εξειδικευμένο κλάδο.

6^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ

ΕΠΙΛΟΓΗ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΗ Α/Κ

1. Διαδικασία Επιλογής Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Η διαδικασία επιλογής ενός αμοιβαίου κεφαλαίου μπορεί να χωριστεί σε δύο μεγάλα βήματα. Στο πρώτο ο επενδυτής θα πρέπει να καθορίσει τι θέλει να πετύχει επιλέγοντας ένα συγκεκριμένο αμοιβαίο. Ποιες είναι οι οικονομικές του ανάγκες και χαρακτηριστικά.

Στο δεύτερο βήμα ο υποψήφιος επενδυτής θα πρέπει να αναζητήσει το συγκεκριμένο αμοιβαίο που θα του καλύψει αυτές τις ανάγκες εφαρμόζοντας μια σειρά από κριτήρια αξιολόγησης.

Το καλύτερο σημείο για την έναρξη της διαδικασίας επιλογής του κατάλληλου αμοιβαίου είναι η εσωτερική αναζήτηση του ίδιου του επενδυτή. Αν ο επενδυτής παραβλέψει το σημείο αυτό και επικεντρωθεί αποκλειστικά στο ποια είναι αμοιβαία με τις καλύτερες αποδόσεις, είναι αρκετά πιθανό να επιλέξει κάποιο του οποίου οι αποδόσεις δεν θα τον ικανοποιούν διότι δεν ταιριάζουν με τις ανάγκες και τους στόχους του.

Τρία είναι τα βασικά ερωτήματα που θα πρέπει να απαντήσει ο υποψήφιος επενδυτής σε αυτό το στάδιο της διαδικασίας επιλογής:

α. Ποιος είναι ο βασικός στόχος του υποψηφίου επενδυτή σταθερό εισόδημα, κεφαλαιακή αύξηση ή συνδυασμός των δύο αυτών στόχων.

β. Πόσο κίνδυνο είναι διατεθειμένος να αναλάβει.

γ. Ποιος είναι ο επενδυτικός του ορίζοντας.

α. Στόχος του Επενδυτή

Ο στόχος πηγάζει από τις συγκεκριμένες οικονομικές - και γενικότερης φύσης - ανάγκες που επιθυμεί να ικανοποιήσει. Εάν στόχος του είναι η όσο το δυνατόν μεγαλύτερη αύξηση των επενδύμενων κεφαλαίων, θα πρέπει να επενδύσει σε αμοιβαία που ως στόχο τους έχουν την κεφαλαιακή αύξηση.

Εάν ο επενδυτής αναμένει από τα κεφάλαια που θα επενδύσει να έχει κάποιο σταθερό εισόδημα, τότε θα πρέπει να αναζητήσει αμοιβαία που του εξασφαλίζουν μια σταθερή ροή εισοδημάτων. Σε αυτή την περίπτωση έχει δύο επιλογές. Η μία είναι να επενδύσει σε ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια τα οποία εξασφαλίζουν στους μεριδιούχους τους μια σχετικά σταθερή ροή χρημάτων μέσω των τόκων που εισπράττουν από τις επενδύσεις σε ομόλογα. Η δεύτερη επιλογή είναι να επενδύσει στα μεικτά αμοιβαία κεφάλαια τα οποία περιλαμβάνουν ένα μείγμα επενδυτικών προϊόντων.

Φυσικά, υπάρχουν και τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων γι' αυτούς που πρώτιστο μέλημά τους είναι η εξασφάλιση - ονομαστικής αξίας - των επενδύμενων κεφαλαίων, ενώ η ύπαρξη κάποιου εισοδήματος και αύξηση του κεφαλαίου έρχονται σε δεύτερη μοίρα.

β. Πόσο Κίνδυνο είναι Διατεθειμένος να Αναλάβει ο Επενδυτής

Ο υποψήφιος μεριδιούχος θα πρέπει να αποφασίσει για το πόσο κίνδυνο θέλει να αναλάβει. Κάθε αμοιβαίο ενέχει ουσιαστικά και διαφορετικό κίνδυνο. Ο κίνδυνος ορίστηκε ως η διακύμανση που ενδέχεται να παρουσιάσουν οι αποδόσεις των διαφόρων αμοιβαίων. Συνεπώς ανάλογα με το πόσο ριψοκίνδυνος ή όχι είναι ένας επενδυτής, μπορεί να στρέψει το ενδιαφέρον του προς συγκεκριμένες κατηγορίες αμοιβαίων. Ο Κίνδυνος που είναι διατεθειμένος να αναλάβει ένας επενδυτής είναι συνάρτηση των ακόλουθων παραγόντων:

- Των τρεχουσών οικονομικών συνθηκών και των προσδοκιών του ατόμου αναφορικά με τη μελλοντική τους εξέλιξη.
- Του ύψους του εισοδήματος του και του μεγέθους της οικογένειά του.
- Της γενικότερης οικονομικής του κατάστασης.
- Της ηλικίας του.

Αν ο υποψήφιος επενδυτής επιθυμεί όσο το δυνατόν υψηλότερες αποδόσεις, τότε θα πρέπει να είναι προετοιμασμένος να αποδεχτεί και λιγότερη ασφάλεια για τα κεφάλαιά του (δηλαδή μεγαλύτερο κίνδυνο). Από την άλλη πλευρά, το τίμημα για την εξασφάλιση των κεφαλαίων του είναι η χαμηλή απόδοση αυτών. Υπάρχει δηλαδή ένα αντιστάθμισμα μεταξύ απόδοσης και ασφάλειας.

γ. Ποιος ο Χρονικός Ορίζοντας του Υποψηφίου Επενδυτή

Ο επενδυτής θα πρέπει να ξεκαθαρίσει για πόσο χρονικό διάστημα σκοπεύει να επενδύσει τα χρήματά του. Η διάσταση του χρόνου είναι πολύ σημαντική για τον καθορισμό του είδους του αμοιβαίου κεφαλαίου που ορίζει καλύτερα σε κάθε επενδυτή. Είναι αποδεδειγμένο ότι τα μετοχικά αμοιβαία μακροχρόνιου διαστήματος (άνω των τριών ετών), επιτυγχάνουν καλύτερες αποδόσεις έναντι των άλλων κατηγοριών.

Λόγω όμως του υψηλότερου κινδύνου που ενέχουν τα μετοχικά αμοιβαία, όταν ο χρονικός ορίζοντας της επένδυσης είναι βραχυπρόθεσμος ή μεσοπρόθεσμος δεν ενδείκνυται η συγκεκριμένη κατηγορία.

Σε τέτοιες περιπτώσεις προτιμούνται τα αμοιβαία κεφάλαια με μικρότερη διακύμανση στις αποδόσεις.

2. Υπολογισμός των Αποδόσεων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Για τον υπολογισμό της απόδοσης μιας επένδυσης απαιτείται αρχικά ο προσδιορισμός του χρονικού διαστήματος για τον οποίο κατέχουμε την επένδυση. Εκτός από τον χρονικό ορίζοντα, ένα ακόμα απαραίτητα στοιχείο για τον υπολογισμό της απόδοσης είναι το μέγεθος των

χρηματικών εισροών και εκροών, καθώς και τα χρονικά σημεία στα οποία πραγματοποιούνται.

α. Επένδυση Χρονικού Ορίζοντα ενός Έτους

Αν υποθέσουμε ότι ο χρονικός ορίζοντας αποτελείται μόνο από μία χρονική περίοδο, δηλαδή ένα έτος, τότε ο υπολογισμός της απόδοσης της επένδυσης είναι μια πολύ εύκολη υπόθεση. Για παράδειγμα, υποθέτουμε ότι ο χρονικός ορίζοντας της επένδυσης σε μερίδια ενός αμοιβαίου κεφαλαίου είναι ένα έτος. Συγκεκριμένα, αγοράσαμε στην αρχή του έτους μερίδια αξίας 1.000 δρχ. και τα πουλήσαμε στο τέλος του έτους για 1.200 δρχ. Επιπλέον εισπράξαμε 100 δρχ. ως μέρισμα. Το σύνολο των χρηματικών εισροών από τη συγκεκριμένη απόδοση είναι $1.200 + 100 = 1.300$ δρχ.

**Ο βαθμός Απόδοσης (B.A) της επένδυσης είναι:
B.A $1.300 - 1.000/1.000=0,30$ ή 30%**

Άρα επανεισπράξαμε το αρχικό μας κεφάλαιο και επιπλέον είχαμε πλεόνασμα 300δρχ. ανά μερίδιο ή αλλιώς, συν το 30% του αρχικού μας κεφαλαίου.

β. Επένδυση Χρονικού Ορίζοντα Μακρύτερη του Έτους

Η κατάσταση διαφοροποιείται αρκετά όταν η διάρκεια της επένδυσης είναι μεγαλύτερη από ένα έτος. Αν υποθέσουμε ότι αγοράζουμε σήμερα μερίδια ενός αμοιβαίου κεφαλαίου αξίας 1.000 δρχ. και ο χρονικός ορίζοντας της επένδυσής μας είναι δύο έτη, στο τέλος του πρώτου έτους εισπράξαμε, με μορφή μερίσματος, 100 δραχμές. Η τρέχουσα αξία της επένδυσης στο τέλος του πρώτου έτους ήταν 1.200 δραχμές. Στο τέλος του δεύτερου έτους, το μέρισμα ήταν 100 δρχ., η δε αξία των μεριδίων που είχαμε αγοράσει ήταν 1.200 δραχμές.

Για να υπολογίσουμε την απόδοση της επένδυσης με χρονική διάρκεια μεγαλύτερη του έτους έχουν προταθεί τρία εναλλακτικά μέτρα υπολογισμού:

- A. Η Μέση Ετήσια Απόδοση**
- B. Ο Εσωτερικός Βαθμός Απόδοσης**
- Γ. Ο Γεωμετρικός Βαθμός Απόδοσης.**

A. Η Μέση Ετήσια Απόδοση (M.E.A.)

Για να υπολογίσουμε την μέση ετήσια απόδοση της επένδυσης υποθέτουμε ότι ο επενδυτής του πιο πάνω παραδείγματος επενδύει στην αρχή του πρώτου έτους καταβάλλοντας 1.000 δραχμές (για αγορά), εισπράττει το μέρισμα ύψους 100 δραχμών στο τέλος του πρώτου έτους και διατηρεί την επένδυση για ένα ακόμα έτος. Στο τέλος του δεύτερου έτους ο

επενδυτής εισπράττει το μέρισμα 100 δρχ. και επιπλέον εισπράττει τα χρήματα από την πώληση των μεριδίων.

Υπολογίζοντας τη μέση ετήσια απόδοση ακολουθούμε τρία βήματα:

1^ο . Υπολογισμός του Βαθμού Απόδοσης του πρώτου Έτους (B.A.1^ο):

$$\mathbf{B.A. 1^{\circ} : [100 + (1.200-1.000)] / 1.000 = 0,30}$$

2^ο . Υπολογισμός του Βαθμού Απόδοσης του δεύτερου Έτους (B.A.2^ο):

$$\mathbf{B.A. 2^{\circ} : [100 + (1.200-1.200)] / 1.200 = 0,083}$$

3^ο . Υπολογισμός Μέσης Ετήσιας Απόδοσης:

$$\mathbf{B.A.1^{\circ} + B.A.2^{\circ} / 2 = (0,30 + 0,083) / 2 = 0,1915 \text{ ή } 19,15\%}$$

Το μειονέκτημα του συγκεκριμένου τρόπου υπολογισμού, είναι ότι, εάν οι ετήσιοι βαθμοί απόδοσης είναι σημαντικά διαφορετικοί μεταξύ τους χρονικά, τότε η μέση ετήσια απόδοση δεν εκφράζει τον πραγματικό βαθμό αύξησης της επένδυσης καθ' όλη τη διάρκεια αυτής.

B.O Εσωτερικός Βαθμός Απόδοσης (E.B.A) – Γ.Γεωμετρικός Απόδοσης

Εκφράζει το βαθμό απόδοσης του κεφαλαίου που είναι επενδυμένο στην αρχή κάθε περιόδου.

Ο εσωτερικός βαθμός απόδοσης είναι εκείνο το επιτόκιο το οποίο εξισώνει την παρούσα αξία των ταμιακών ροών μιας επένδυσης με αρχικό κεφάλαιο.

Επίσης μπορεί να οριστεί ως εκείνο το επιτόκιο το οποίο έχει την ιδιότητα να μηδενίζει την καθαρή παρούσα αξία της επένδυσης.

Οι χρηματικές εισροές/εκροές, που παρουσιάζουν ενδιαφέρον για το παράδειγμά μας, έχουν ως εξής:

$\frac{T_0}{(1.000)}$	$\frac{T_1}{100}$	$\frac{T_2}{1.300}$
ΑΡΧΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΣΗ	ΜΕΡΙΣΜΑ	ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΑ
ΚΕΡΔΗ+ΜΕΡΙΣΜΑ		

Όπου T_0 είναι το χρονικό σημείο αγοράς των μεριδίων, άρα υπάρχει μια εκροή χρημάτων 1.000 δραχμών. Το T_1 είναι ένα άλλο χρονικό σημείο που αντιστοιχεί στο τέλος του πρώτου έτους, με εισροή 100 δρχ. ως μέρισμα.

Το T_2 είναι το τελευταίο χρονικό σημείο που αντιστοιχεί το τέλος του δεύτερου έτους. Σε αυτό το χρονικό σημείο παρουσιάζεται εισροή 1.300

δραχμών, που αντιστοιχούν σε 100 δρχ. μέρισμα και 1.200 δρχ. από την πώληση των μεριδίων.

Όσο για τον Γεωμετρικό Βαθμό Απόδοσης υπολογίζεται με ένα μαθηματικό τύπο ο οποίος περιέχει τετραγωνική ρίζα και θα ήταν ανώφελο να τον παρουσιάσω εδώ, γιατί τον επενδυτή τον ενδιαφέρει το κέρδος που τελικά αποκομίζει στο κεφάλαιό του από το αμοιβαίο στο οποίο έχει επενδύσει και όχι με ποιόν τρόπο θα το υπολογίσουν οι χρήστες του αντικειμένου αυτού. (Βλ. Χρηματιστηριακές Επενδύσεις Θ. Θεοδωρόπουλος 1999)

7^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ

ΚΑΝΟΝΕΣ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

1. Κίνδυνος του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Η αξιολόγηση κάθε χαρτοφυλακίου βασίζεται σε δύο βασικές συνισταμένες, την απόδοση και τον κίνδυνο.

Οι παράγοντες που επηρεάζουν τη μεταβλητότητα των αποδόσεων των αμοιβαίων είναι:

- Το είδος των κινητών αξιών που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο. Οι τιμές των μετοχών των μικρών εταιριών παρουσιάζουν μεγαλύτερη μεταβλητότητα (διακύμανση) απ' ό τι οι τιμές των ομολόγων.
- Ο βαθμός διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου. Ένα χαρτοφυλάκιο που περιλαμβάνει μόνο τρεις μετοχές θα παρουσιάζει μεγαλύτερη μεταβλητότητα από κάποιο άλλο που περιλαμβάνει πάνω από είκοσι. Επίσης, καθοριστικής σημασίας είναι και η συνδιακύμανση μεταξύ των διαφόρων μετοχών, δηλαδή εάν και σε ποιο βαθμό οι τιμές των αξιογράφων μεταβάλλονται προς την ίδια κατεύθυνση. Όσο μεγαλύτερη είναι η συνδιακύμανση, μεταξύ των κινητών αξιών που περιλαμβάνονται σε ένα αμοιβαίο, τόσο μεγαλύτερος θα είναι και ο κίνδυνος του συγκεκριμένου αμοιβαίου.
- Το βαθμό στον οποίο το αμοιβαίο κεφάλαιο. Ο δανεισμός για λογαριασμό του αμοιβαίου κεφαλαίου και η επένδυση των δανειζόμενων κεφαλαίων, προκειμένου να επιτευχθεί χρηματοοικονομική μόχλευση προκαλούν μεγαλύτερη μεταβλητότητα στις αποδόσεις του αμοιβαίου.

2. Επιλογή Είδους Επένδυσης

Προτού ακόμη επιλέξει το κατάλληλο αμοιβαίο κεφάλαιο, ο υποψήφιος επενδυτής, θα πρέπει να αποφασίσει με ποιο τρόπο θα τοποθετήσει τα χρήματά του. Η πλέον κλασική τοποθέτηση που ανελλιπώς προσφέρεται είναι η κατάθεση σε τραπεζικό λογαριασμό της μίας τράπεζας ή της άλλης, με δυνατότητα ανάληψης, απεριόριστη ή περιορισμένη για ένα προαποφασισμένο χρονικό διάστημα. Η άμεση πρόσβαση ή περιορισμένη για ένα προαποφασισμένο χρονικό διάστημα. Η άμεση πρόσβαση στις καταθέσεις αλλά και η ασφάλεια που αυτές συνεπάγονται είναι χαρακτηριστικά που λαμβάνονται υπόψιν από τα νοικοκυριά και τους επενδυτές. Γενικά, για την ομαλή λειτουργία ενός νοικοκυριού είναι απαραίτητη η ύπαρξη τραπεζικών καταθέσεων το μέγεθος των οποίων εξαρτάται από τη ρευστότητα που επιδιώκεται και τη συχνότητα και το μέγεθος εισροών – εκροών.

Ένας εναλλακτικός τρόπος της τοποθέτησης των καταθέσεων επί προθεσμία είναι η αγορά εντόκων γραμματίων δημοσίου ή ομολογιών. Το είδος αυτής της τοποθέτησης εξασφαλίζει πλήρως τον επενδυτή από τον πιστωτικό κίνδυνο, δεσμεύει όμως τη ρευστότητα καθώς οι τίτλοι αυτοί επί του παρόντος είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε μια ρηχή δευτερογενή

αγορά. Επί πλέον τα ΕΓΕΔ προσφέρουν καλύτερες αποδόσεις από ό,τι οι καταθέσεις είτε διότι αυτές προσδιορίζονται διοικητικά μεγαλύτερες ώστε να επιτυγχάνεται ευκολότερα ο δανεισμός του Δημοσίου είτε διότι φορολογούνται κατά το 1/3 χαμηλότερα σε σχέση με τις καταθέσεις.

Ένα άλλο είδος τοποθέτησης είναι η αγορά μετοχών στο χρηματιστήριο. Η τοποθέτηση αυτή δεν είναι εναλλακτική των δύο προηγούμενων καθότι με την αγορά μετοχών εταιρειών δεν εξασφαλίζεται ο επενδυτής από τον πιστωτικό κίνδυνο ούτε από τον επενδυτικό κίνδυνο που είναι εγγενής στις επενδύσεις αυτές. Όμως, εξασφαλίζεται ικανοποιητικός βαθμός ρευστότητας της επένδυσης στις περισσότερες περιπτώσεις.

Εναλλακτικός τρόπος όλων των προηγούμενων τριών ειδών τοποθετήσεων είναι η αγορά μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων. Επενδύοντας στη συλλογική επένδυση των αμοιβαίων κεφαλαίων, ο επενδυτής εξασφαλίζει τη ρευστότητα στην επένδυσή του ενώ ταυτόχρονα αναθέτει τη διαχείριση των χρημάτων του σε επαγγελματίες του είδους που έχουν ισχυρά κίνητρα να μεγιστοποιήσουν την απόδοσή τους. Εάν μετά την αποταμίευση κάποιων χρημάτων σε τραπεζικούς λογαριασμούς και την απόκτηση τίτλων ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου υπάρχουν διαθέσιμα που δεν έχουν άμεση χρήση, τότε η τοποθέτησή τους σε αμοιβαία κεφάλαια επιβάλλεται ως πολιτική επίτευξης αποδόσεων τουλάχιστον όσων είναι επιτευξιμές στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Και επειδή οι μετοχές αποτελούν σημαντικό τμήμα της αγοράς, μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων που εξειδικεύονται στην κατηγορία αυτή θα πρέπει να αποκτηθούν.

3. Το Δίλημμα: Μετοχές ή Μετοχικά Αμοιβαία;

Παρά το γεγονός ότι τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια παρουσιάζουν πολλά και σημαντικά πλεονεκτήματα, νέοι επενδυτές φαίνεται πως προτιμούν την απευθείας τοποθέτηση σε μετοχές και όχι σε μερίδια αμοιβαίων. Πολλά είναι τα σημεία εκείνα που χρήζουν ιδιαίτερης προσοχής για την επιλογή επένδυσης σε μερίδια Μετοχικών Αμοιβαίων ή στην απευθείας αγορά μέσω του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Συνήθως, η επιλογή της απευθείας αγοράς μετοχών είναι αποτέλεσμα του γεγονότος ότι η διακύμανση του κέρδους είναι τεράστια. Ταυτόχρονα κρύβει πολλούς κινδύνους, αφού πάντα το ρίσκο που παίρνει ο επενδυτής είναι ανάλογο με το κέρδος.

Στα μετοχικά αμοιβαία, η διασπορά της επένδυσης σε περισσότερες μετοχές έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση του ρίσκου που πολλές φορές είναι και το ζητούμενο από τους επενδυτές. Θεωρείται μια επένδυση πιο συντηρητική από αυτή της απευθείας αγοράς μετοχών, αλλά με αυξημένες αποδόσεις. Βέβαια, αξίζει να σημειωθεί, ότι ο κίνδυνος για χαμηλές ή ακόμα και αρνητικές αποδόσεις στα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια είναι υπαρκτός. Ο κίνδυνος όχι μόνο είναι υπαρκτός, αλλά διαφοροποιείται σαφώς από αμοιβαίο σε αμοιβαίο, καθώς και από την επιλογή της χρονικής περιόδου που ο επενδυτής διαλέγει να τοποθετήσει τα χρήματά του.

Επίσης, κρατώντας μερίδιο σε Μετοχικό αμοιβαίο, ο επενδυτής λαμβάνει ενεργητική διαχείριση από εξειδικευμένο προσωπικό, που προβαίνει σε συνεχή παρακολούθηση και διαρκή ανασχεδιασμό του χαρτοφυλακίου του αμοιβαίου, προκειμένου να επιτύχει μεγιστοποίηση της απόδοσης. Από την

άλλη πλευρά, σε απευθείας αγορά μετοχών, ο επενδυτής είναι εκείνος που καλείται να παίξει το ρόλο του διαχειριστή.

Γενικά, λόγω της επαγγελματικής διαχείρισης που εφαρμόζουν τα αμοιβαία κεφάλαια, οι αποδόσεις που επιτυγχάνουν κατά μέσον όρο είναι μεγαλύτερες από αυτές που επιτυγχάνει ένας ατομικός επενδυτής στις τράπεζες ή στα ομόλογα. Ως εκ τούτου η τοποθέτηση σε αμοιβαία κεφάλαια καθίσταται φυσική πλέον επιλογή.

4. Η Διαχρονική Απόδοση

Ένα από τα σημεία που θα πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη σημασία είναι η διαχρονική απόδοση του αμοιβαίου. Ειδικότερα, επενδυτικό ενδιαφέρον παρουσιάζουν τα αμοιβαία εκείνα που έχουν καλύτερη απόδοση σε μια σχετικά μεγάλη διάρκεια χρόνου, καθώς μια ξαφνική αύξηση, π.χ. ενός εξαμήνου, μπορεί να οφείλεται σε συγκυριακούς παράγοντες.

Έτσι, πολλές φορές κάποιο αμοιβαίο μπορεί να βρεθεί πρώτο στη σειρά των αποδόσεων σε ένα διάστημα έξι μηνών, ενώ οι αποδόσεις του σε ένα διάστημα τριών ετών, μπορεί να είναι μέτριες. Ο επενδυτής πρέπει επίσης να συγκρίνει την πορεία του συγκεκριμένου αμοιβαίου που εξετάζει με την πορεία του Γενικού Δείκτη, στο αντίστοιχο φυσικά χρονικό διάστημα.

Σημαντική επίσης είναι η συμπεριφορά του αμοιβαίου σε περιόδους πτωτικής πορείας του χρηματιστηρίου. (Να, καλή ώρα σαν και αυτή που σήμερα 16/12/1999 - 9/7/2000 διανύουμε). Ειδικότερα, είναι πολύ χρήσιμο, πριν τοποθετηθούν χρήματα σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο, ο επενδυτής να έχει ολοκληρωμένη εικόνα για τη συμπεριφορά του σχέση με τις διακυμάνσεις του Γενικού Δείκτη.

Δηλαδή, πρέπει να παρατηρήσουμε κατά τη διάρκεια μια συνεδρίασης, όταν ο Γενικός Δείκτης ενισχυθεί ή υποχωρήσει, π.χ. κατά 2%, ποια θα είναι η μεταβολή της τιμής του αμοιβαίου που έχει επιλεγεί. Βεβαίως, αν το Αμοιβαίο ενισχύεται περισσότερο από τα κέρδη που αποκομίζει ο Δείκτης και αντίστοιχα υποχωρεί λιγότερο σε σχέση με τις απώλειες του Δείκτη και αντίστοιχα υποχωρεί λιγότερο σε σχέση με τις απώλειες του Δείκτη, τότε αυτό είναι μία ισχυρή απόδειξη ότι η διαχείριση του αμοιβαίου είναι ιδιαίτερα αποτελεσματική. Ένας άλλος σημαντικός παράγοντας για την επιλογή αμοιβαίου είναι η διάρθρωση των επενδύσεων. Κατά κανόνα, ένα μετοχικό αμοιβαίο κεφάλαιο επενδύει σε μετοχές ποσοστό 80% με 90% του ενεργητικού του.

Όμως, βαρύτητα θα πρέπει να δίνεται και στην επιμέρους κατανομή των επενδύσεων ενός αμοιβαίου, δηλαδή να εξεταστεί σε ποιους κλάδους της οικονομικής δραστηριότητας έχει τοποθετηθεί. Για παράδειγμα, αν είναι αποκλειστικά στον κλάδο της πληροφορικής ή αν περιλαμβάνει διάφορους κλάδους, όπως είναι οι τράπεζες, η μεταλλουργία, τα τρόφιμα, οι κατασκευές.

5. Επιλογή Βαθμού Επενδυτικού Κινδύνου

Ο επενδυτής επιλέγει το βαθμό του επενδυτικού κινδύνου που είναι διατεθειμένος να αναλάβει. Έτσι ο συντηρητικός επενδυτής θα

επιλέξει τις κατηγορίες των αμοιβαίων κεφαλαίων διαχείρισης διαθεσίμων και σταθερού εισοδήματος, με πιθανή την απόκτηση μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων διαχείρισης διαθεσίμων ευρωπαϊκών και διεθνών αφορών για να προστατευθεί από τον υπάρχοντα συναλλαγματικό κίνδυνο.

Ο μετριοπαθής επενδυτής έχει μια σειρά από πολλές επιλογές που εκτείνονται από αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων και σταθερού εισοδήματος έως μικτά ακόμη και μετοχικά επιλεγμένων αξιών. Τέλος, ο επιθετικός επενδυτής έχει τις παραπάνω επιλογές αλλά τοποθετεί το μεγαλύτερο μέρος των χρημάτων του σε μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια αξίας και ανάπτυξης.

Ενώ η διαφορά στο είδος των επιλογών μεταξύ του συντηρητικού επενδυτή και των άλλων δύο είναι μεγάλη, οι διαφορές στα είδη των επιλογών του μετριοπαθούς και επιθετικού είναι μικρές. Οι διαφορές μεταξύ τους έγκεινται στον τρόπο με τον οποίο κατανέμονται τα χρήματα μεταξύ των κατηγοριών. Κατωτέρω παρουσιάζονται ενδεικτικά διαφορετικές κατανομές μεταξύ των κατηγοριών αμοιβαίων κεφαλαίων που υποδηλώνουν και τις διαβαθμίσεις επενδυτικού κινδύνου που αναλαμβάνεται κάθε φορά.

Όπως εύκολα γίνεται κατανοητό από τον παρακάτω Πίνακα, η κατανομή 1 έχει το μικρότερο επενδυτικό κίνδυνο και η κατανομή 12 το μεγαλύτερο. Ο επενδυτικός κίνδυνος αυξάνεται μονοτονικά καθώς η διαβάθμιση αυξάνεται από τον πιο συντηρητικό επενδυτή στον πιο επιθετικό. Ενώ η μέση κατανομή ενός συντηρητικού επενδυτή διαφέρει σημαντικά από τη μέση κατανομή ενός μετριοπαθούς, εν τούτοις οι διαφορές μεταξύ της κατανομής 4 και 5 είναι πολύ μικρότερες. Ανάλογα, ενώ οι μέσες κατανομές ενός μετριοπαθούς και ενός επιθετικού επενδυτή είναι σημαντικά διαφορετικές, οι διαφορές μεταξύ των κατανομών 8 και 9 είναι πολύ μικρότερες. Οι 12 κατανομές που παρουσιάζονται εδώ είναι ένα μικρό δείγμα των άπειρων κατανομών που μπορούν να δημιουργηθούν στο ευρύ φάσμα των επιλογών που έχει στη διάθεσή του ο επενδυτής.

ΠΙΝΑΚΑΣ												
<i>Ενδεικτική Ποσοστιαία Κατανομή Επένδυσης</i>												
A/K	Κατηγορία	Συντηρητικός Επενδυτής				Μετριοπαθής Επενδυτής				Επιθετικός Επενδυτής		
										0	1	2
	1. Διαχείρισης	0	0	0	0	0	0	0	0		0	
	2. Σταθερό εισόδημα	0	0		0	0	0	0	0	0		
	3. Μικτά				0	0	0	0				
	4. Μετοχικά			0	0			0	0	0	0	00
	5. Διεθνή Ομολογιών					0	0	0		0		
	6. Διεθνή					0	0	0		0	0	

κεφάλαια είναι η φορολογική τους μεταχείριση, ας δούμε τη δούμε λοιπόν επιγραμματικά.

7. Φορολογική Μεταχείριση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

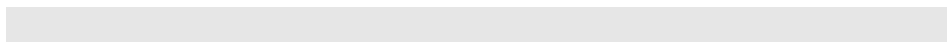
Οι κανονιστικές διατάξεις που ορίζουν τη δημιουργία και λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων προκαθορίζουν και το φορολογικό καθεστώς στο οποίο υπόκεινται.

Αυτές περιέχονται στο άρθρο 48 του 1969/1991. Το άρθρο αυτό αντικαταστάθηκε από το άρθρο 23 παρ.15 του Νόμου 2214/1994. (Βλέπε Τσιμπής 1997, σελ.382).

Σύμφωνα με το παραπάνω άρθρο, απαλλάσσονται από κάθε φόρο, τέλος ή χαρτόσημο η πράξη σύστασης αμοιβαίων κεφαλαίων καθώς και η διάθεση και η εξαγορά μεριδίων. Τα εισοδήματα όμως και οι αξίες που προκύπτουν από τη διαχείριση φορολογούνται.

Έτσι κατά την είσπραξη των τόκων για λογαριασμό του αμοιβαίου κεφαλαίου παρακρατούνται οι φόροι που προβλέπονται χωρίς περαιτέρω επιβάρυνση των μεριδιούχων. Ειδικά για τα έσοδα από τόκους Ομολογιών και Εντόκων Γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου, η ΑΕΔΑΚ καταλογίζει ετήσιο φόρο εισοδήματος 15% σε καθημερινή βάση επηρεάζει ανάλογα την καθαρή τιμή μεριδίου. Η φορολογική υποχρέωση των μεριδιούχων εξαντλείται με την επιβολή αυτού του φόρου. Ο φόρος αυτός αποδίδεται στο πρώτο δεκαπενθήμερο των μηνών Ιανουαρίου και Ιουλίου για τα αντίστοιχα προηγούμενα εξάμηνα.

Για άλλα κέρδη πλην των ανωτέρω, όπως από υπεραξία, από εισοδήματα της αλλοδαπής, και από εισοδήματα απαλλασσόμενα της φορολογίας, το αμοιβαίο κεφάλαιο υποχρεούται σε παρακράτηση 15%. Με την παρακράτηση αυτή εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση των μεριδιούχων. Επίσης δεν επιβάλλεται φόρος, τέλος χαρτόσημο ή οποιαδήποτε άλλη εισφορά ή επιβάρυνση υπέρ δημοσίου από την υπεραξία που προκύπτει από την εξαγορά μεριδίων σε ανώτερη της τιμής κτήσης. Εν τούτοις ο από 18-2-1997 Νόμος 2459 επιβάλει στα αμοιβαία κεφάλαια φόρο 0,2% επί του μέσου όρου των επενδύσεών τους και των διαθέσιμων σε τρέχουσες τιμές όπως απεικονίζεται στις τριμηνιαίες καταστάσεις τους. Ο φόρος αυτός καταβάλλεται ενός του πρώτου δεκαπενθημέρου Ιανουαρίου και Ιουλίου για τα αμέσως Προηγούμενα εξάμηνα. (Βλ. Οικ. Περιοδικό Φορολογική Επιθεώρηση – Ετήσιος Φορολογικός Οδηγός 2000)



Γ' ΜΕΡΟΣ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ

8^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

Γενικά

Το Χρηματιστήριο Παραγώγων στην Ελλάδα είναι ένας νέος θεσμός. Βρίσκεται στα πρώτα βήματα της ανάπτυξής του και δημιουργήθηκε κάτω από τις συνθήκες του Εκσυγχρονισμού της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς. Η Ένταξη της χώρας στην ΟΝΕ και η ενιαία νομισματική πολιτική των κρατών μελών της ΟΝΕ προεξοφλούσαν για την μικρή Μας μεσογειακή Χώρα την γρήγορη ανάπτυξή της στις Αγορές διακίνησης του χρήματος, με αποτέλεσμα να μην απέχουμε από τα Ευρωπαϊκά Πρότυπα και τα Ξένα Χρηματιστήρια να μην έχουν να ανταγωνιστούν τα Ελληνικά, και γενικότερα την Οικονομία Μας.

Έτσι δημιουργήθηκε στην Ελλάδα το Χρηματιστήριο Παραγώγων (Adex).

1.Ίδρυση και Οργάνωση του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών.

Με το Νόμο 2533/1997 τέθηκε το αναγκαίο θεσμικό πλαίσιο για τη δημιουργία επίσημης και οργανωμένης αγοράς παραγώγων προϊόντων στην Ελλάδα. Για την οργάνωση, την λειτουργία και την Ανάπτυξη της αγοράς, έχουν ιδρυθεί το Χρηματιστήριο Παραγώγων Α.Ε. - ΧΠΑ και η Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων Α.Ε. – ΕΤΕΣΕΠ (για την οποία θα μιλήσουμε αναλυτικά στο επόμενο κεφάλαιο).

Την **27^η Αυγούστου του Έτους 1999** έγινε η επίσημη έναρξη των λειτουργιών του ΧΠΑ. Στο πλαίσιο της προετοιμασίας για την δημιουργία Ελληνικής Χρηματιστηριακής αγοράς Παραγώγων, η παρέμβαση του Έλληνα νομοθέτη και των άλλων φορέων νομοθετικής πρωτοβουλίας υπήρξε πρωταρχικής σημασίας.

Έτσι επί της οδού **Λέκκα 23-25 στην Αθήνα** λειτουργεί σήμερα (Ιούλιος 2000) το ΧΠΑ (**Τ.Κ. 105 62 Τηλ.+301 321-7244**).

Το Μετοχικό Κεφάλαιο του ΧΠΑ ανέρχεται *σε 3δισ. Δρχ.* Οι μετοχές του ΧΠΑ είναι ονομαστικές.

Βασικοί Μέτοχοι του είναι:

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών με ποσοστό συμμετοχής 35,46%,

Οι τράπεζες με 27,50%,

Οι χρηματιστηριακές εταιρίες – μέλη του ΧΑΑ με 14%,

Το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών με 13,67%,

Οι εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου με 3,22%,

Οι ασφαλιστικές εταιρίες με 2,66%,

Οι εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων με 1,83% και

Τα ασφαλιστικά ταμεία με ποσοστό συμμετοχής 1,66%.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να ορίσει, ύστερα από εισήγηση του Διοικητικού Συμβουλίου του ΧΠΑ, επιμέρους ρυθμίσεις για τη συμμετοχή θεσμικών επενδυτών στο κεφάλαιο του ΧΠΑ.

Κατά την ίδρυση του ΧΠΑ το ΧΑΑ μπορούσε να αναλάβει χωρίς περιορισμό μετοχές του ΧΠΑ, εφόσον δεν υπήρχε ενδιαφέρον για την ανάληψή τους από θεσμικούς επενδυτές. Μετά το ΧΑΑ υποχρεούνταν να μεταβιβάσει το επιπλέον ποσοστό μετοχών από αυτό προέβλεπε ο Νόμος σε θεσμικούς επενδυτές, εφόσον εκδήλωναν ενδιαφέρον. Η τιμή της μετοχής συμφωνήθηκε μεταξύ του ΧΑΑ και των θεσμικών επενδυτών και δεν μπορούσε να είναι κατώτερη της ονομαστικής τιμής της μετοχής. Με αυτούς τους όρους διαμορφώθηκαν τα ποσοστά συμμετοχής στο Μετοχικό Κεφάλαιο του ΧΠΑ, στο οποίο σήμερα (Ιούλιος 2000) μετέχουν οι Μέτοχοί του, όπως προαναφέρθηκε.

2. Διοίκηση του ΧΠΑ

Το ΧΠΑ διοικείται από 9μελές **Διοικητικό Συμβούλιο**. Τρία (3) από τα μέλη του ορίζονται από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας (Γιάννος Παπαντωνίου) μεταξύ προσώπων που έχουν ειδική πείρα και κύρος. Τα υπόλοιπα έξι (6) μέλη εκλέγονται σύμφωνα με τις διατάξεις της νομοθεσίας για τις ανώνυμες εταιρείες από τη Γενική Συνέλευση των μετόχων.

Ο Υπουργός Εθνικής Οικονομίας γνωστοποιεί το διορισμό των 3 συμβούλων, τους οποίους ορίζει τρεις ημέρες πριν από τη συνεδρίαση της Γενικής Συνέλευσης, που καλείται να εκλέξει τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου. Αν οι σύμβουλοι που διόρισε ο ΥΠΕΘΟ παραιτηθούν, αποθάνουν ή εκπέσουν από το αξίωμά τους, αντικαθίστανται από πρόσωπα που ορίζει ο ίδιος ο Υπουργός.

Το Δ.Σ. του ΧΠΑ έχει τις εξής αρμοδιότητες:

- α Καθορίζει τα παράγωγα που διαπραγματεύονται στο ΧΠΑ μετά από γνώμη του Δ.Σ. της Εταιρείας Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων.
- α Αποδέχεται ή απορρίπτει αιτήσεις Εταιρειών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών για την απόκτηση της ιδιότητας του μέλους του ΧΠΑ.
- α Ασκει διοικητικές και διαχειριστικές αρμοδιότητες σαν Διοικητικό Συμβούλιο ανώνυμης εταιρείας.
- α Ελέγχει και εποπτεύει τα μέλη του ΧΠΑ αν τηρούν τις υποχρεώσεις τους που απορρέουν από τη χρηματιστηριακή νομοθεσία στις συναλλαγές τους στο ΧΠΑ, αν τηρούν τις υποχρεώσεις τους από τη λειτουργία του ΧΠΑ, την εκκαθάριση και διακανονισμό των συναλλαγών και την κατάθεση ασφαλειών.
- α Εκδίδει αποφάσεις κανονιστικού περιεχομένου που προβλέπονται από το νόμο.
- α Επιβάλλει τις διοικητικές κυρώσεις και μέτρα που προβλέπονται από το νόμο.

Ο Πρόεδρος του ΧΠΑ εκλέγεται από τα πρόσωπα που έχει ορίσει ο Υπουργός Εθνικής Οικονομίας, εκτός αν το Διοικητικό Συμβούλιο του ΧΠΑ αποφασίσει διαφορετικά με πλειοψηφία των 7/9 του συνόλου των μελών του. Ο Πρόεδρος είναι πλήρους απασχόλησης.

Σήμερα (Ιούλιος 2000) η **Διοίκηση του ΧΠΑ** έχει ως εξής:

Πρόεδρος και Διευθύνων Σύμβουλος ΧΠΑ: Παναγιώτης Αλεξιάκης
Πρόεδρος και Διευθύνων Σύμβουλος ΕΤΕΣΕΠ: Παναγιώτης Αλεξιάκης

Διεύθυνση Ανάπτυξης Εργασιών: Ν. Πορφύρης, τηλ. 337 0910
Τμήμα Μάρκετινγκ: Ν. Παπαγεωργίου, τηλ. 337 0902
Τμήμα Πωλήσεων: Δ. Παππάς, τηλ. 337 0916
Τμήμα Έρευνας και Ανάπτυξης: Ν. Πορφύρης, τηλ. 337 0910
Μονάδα Εκπαίδευσης: Μ. Καπαλάτου, τηλ. 337 0900

Διεύθυνση Διεξαγωγής Συναλλαγών

Τμήμα Παρακολούθησης: Μ. Ζαφειράκη, τηλ. 337 0935
Διεξαγωγής Συναλλαγών: >>
Τμήμα Υποστήριξης: Ε. Σακελλάκης, τηλ. 337 0930
Διεξαγωγής Συναλλαγών: >>

Διεύθυνση Εκκαθάρισης Συναλλαγών: Η. Δρακόπουλος, τηλ. 337 0949

Τμήμα Διαχείρισης Κινδύνου: Ι. Μακρυνιώτης, τηλ. 337 0945
Τμήμα Εκκαθάρισης: Κ. Τάντης, τηλ. 337 0950

Τμήμα Υποστήριξης Εκκαθάρισης: Κ. Τάντης, τηλ. 337 0950

Διεύθυνση Οικονομικού & Διοικητικού: Χρ. Μαγιόγλου, τηλ. 337 0960

Υποστήριξη Συστημάτων Πληροφορικής: Π. Στασινόπουλος, τηλ. 331 4320

Πηγή: Εφημερίδα Ισοτιμία φύλλο 9/7/2000

3. Μέλη του ΧΠΑ

Το Διοικητικό Συμβούλιο του ΧΠΑ για να κάνει δεκτή την αίτηση της εταιρίας για την απόκτηση της ιδιότητας του μέλους πρέπει να πληρούνται οι παρακάτω προϋποθέσεις σωρευτικά:

Α. Το υποψήφιο μέλος είναι Επιχείρηση Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΕΠΕΥ) που δικαιούται να εκτελεί τις παραγγελίες και εντολές επί παραγώγων για λογαριασμό τρίτων.

Β. Το υποψήφιο μέλος είναι μέλος της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Γ. Το υποψήφιο μέλος έχει αποδεχθεί και καταρτίσει τις οριζόμενες συμβάσεις μεταξύ αυτού και του ΧΠΑ ή και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Με τις συμβάσεις αυτές προσδιορίζονται οι υποχρεώσεις και τα δικαιώματα των μελών του ΧΠΑ προς το ΧΠΑ και την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. ενδεικτικά αλλά όχι περιοριστικά, το ποσό εγγραφής του μέλους, η ετήσια συνδρομή και τα χρηματικά δικαιώματα του ΧΠΑ για τις υπηρεσίες που παρέχει και η παροχή ασφαλείας υπέρ της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Δ. Το υποψήφιο μέλος πληροί τις προϋποθέσεις οργάνωσης και διαθέτει τα τεχνικά μέσα που ορίζει ο κανονισμός λειτουργίας του ΧΠΑ.

Αν τα μέλη του ΧΠΑ είναι ΕΠΕΥ με ελάχιστο κεφάλαιο **1δισ δρχ.**, δηλαδή έχουν δικαίωμα να προσφέρουν υπηρεσίες αναδόχου σε δημόσια εγγραφή, επιτρέπεται να πραγματοποιούν συναλλαγές παραγώγων ως **ειδικοί διαπραγματευτές** (market makers). Μπορούν να συνάπτουν στο όνομα και για λογαριασμό τους συμβάσεις με ειδικές συμφωνίες, εφόσον

έχουν καταρτίσει σύμβαση με το ΧΠΑ και την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. που περιέχει τα παράγωγα, τους όρους διαπραγμάτευσης και τις υποχρεώσεις του μέλους του ΧΠΑ που συμμετέχει στην αγορά σαν ειδικός διαπραγματευτής.

Αν ο Υπουργός Εθνικής Οικονομίας, με απόφασή του, αυξήσει το ελάχιστο κεφάλαιο των Επιχειρήσεων Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΕΠΕΥ) που δικαιούνται να προσφέρουν υπηρεσίες αναδόχου σε δημόσια εγγραφή, τα μέλη του ΧΠΑ που είναι ειδικοί διαπραγματευτές παραγώγων κατά το χρόνο έκδοσης της απόφασης εξακολουθούν να διαπραγματεύονται τα παράγωγα αυτά επί ένα τρίμηνο μετά την ισχύ της απόφασης.

Πιστωτικό ίδρυμα που αποκτά την ιδιότητα μέλους του ΧΠΑ δεν δικαιούται να καταρτίζει συναλλαγές σε παράγωγα επί των μετοχών συμπεριλαμβανομένων και των δεικτών επί μετοχών, μέχρι να επιτραπεί σε πιστωτικά ιδρύματα να γίνουν μέλη του ΧΠΑ.

Υπάρχουν **τριών ειδών μέλη** στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών. Ένα απλό μέλος είναι βασικά ένας χρηματιστηριακός παραγγελιοδόχος. Δεν του επιτρέπεται να κάνει συναλλαγές για δικό του λογαριασμό αλλά μπορεί να εισάγει τις εντολές πελατών του στο σύστημα. Η δεύτερη κατηγορία αφορά τους ειδικούς διαπραγματευτές Τύπου Α. Αυτοί, εκτός από χρηματιστηριακοί παραγγελιοδόχοι θα μπορούν να διαπραγματεύονται για δικό τους λογαριασμό, αναλαμβάνοντας ελάχιστες υποχρεώσεις. Η τρίτη κατηγορία αφορά τους ειδικούς διαπραγματευτές Τύπου Β. Αυτοί, εκτός των άλλων, έχουν την υποχρέωση να δίνουν τιμές αγοράς και πώλησης σε συνεχή βάση για τα προϊόντα εκείνα για τα οποία έχουν αναλάβει να είναι ειδικοί διαπραγματευτές.

Οι Χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί που συμμετέχουν ως μέλη στην οργανωμένη αγορά παραγώγων πρέπει να πληρούν και τις προϋποθέσεις κεφαλαιουχικής βάσης που ορίζει ο νόμος ανάλογα με την κατηγορία του μέλους, οι οποίες συνοψίζονται παρακάτω:

- Παραγγελιοδόχος, όπου η εταιρεία είναι Επιχείρηση Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ.) αλλά όχι Μέλος του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών: 300.000.000 δρχ.
- Παραγγελιοδόχος, όπου η εταιρεία είναι Ε.Π.Ε.Υ. και μέλος του Χ.Α.Α.: 500.000.000 δρχ.
- Ειδικός Διαπραγματευτής τύπου Α: 1.000.000.000 δρχ.
- Ειδικός Διαπραγματευτής τύπου Β σε οποιαδήποτε προϊόν: 1.000.000.000 δρχ.

Για την δραστηριοποίηση πιστωτικών ιδρυμάτων στο ΧΠΑ, πρέπει να υπάρχει και σύμφωνη γνώμη από την Τράπεζα της Ελλάδος.

4. Εποπτεία του ΧΠΑ

Τον έλεγχο και την εποπτεία επί της λειτουργίας του Χρηματιστηρίου Παραγώγων και της Εταιρίας Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων (ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.) για την τήρηση των σχετικών διατάξεων περί κεφαλαιαγοράς ασκεί η επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Ε.Κ.).

Οι διατάξεις της νομοθεσίας για την εποπτεία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και την επιβολή κυρώσεων στα μέλη του ΧΑΑ

εφαρμόζονται ανάλογα και στα μέλη ΧΠΑ και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., εφόσον παραβιάζουν την νομοθεσία και τον κανονισμό λειτουργίας του ΧΠΑ ή της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π..

Τις κυρώσεις επιβάλλει η Ε.Κ. ή όπου προβλέπεται επιβολή κυρώσεων από το Δ.Σ. του ΧΑΑ για τα μέλη του ΧΑΑ, τότε τις αντίστοιχες κυρώσεις επιβάλλει το Δ.Σ. του ΧΠΑ. στα μέλη του ΧΠΑ και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π..

5. Σκοπός και Ρόλος του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών

Το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών (ADEX) και η Εταιρία Εκκαθάρισης συναλλαγών επί Παραγώγων (ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.), (για την οποία, όπως προαναφέραμε θα μιλήσουμε στο επόμενο κεφάλαιο), αποσκοπούν στο να δημιουργήσουν και στην Ελλάδα μια οργανωμένη αγορά παραγώγων.

Τα χρηματιστηριακά παράγωγα προϊόντα που τελούν υπό διαπραγμάτευση στο πλαίσιο μιας οργανωμένης αγοράς έχουν δύο κρίσιμα χαρακτηριστικά πλεονεκτήματα:

- 1.** Είναι συμβάσεις που καταρτίζονται μεταξύ ενός μέλους και της οργανωμένης αγοράς και τα χρηματιστηριακά συμβόλαια έχουν την «εγγύηση» της αγοράς στην οποία υπόκεινται προς διαπραγμάτευση.
- 2.** Κάθε προϊόν έχει τα ίδια χαρακτηριστικά και αυτή η τυποποίηση τα καθιστά ανταλλάξιμα, τους προσδίδει ρευστότητα και δυνατότητα συμψηφισμού, αντίθετα με ό,τι ισχύει σε παράγωγα προϊόντα που δεν είναι εισηγμένα σε οργανωμένες αγορές. (Βλ. Ε. Βούλγαρη-Παπαγεωργίου –1999)

9^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ

ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΕΠΙ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ (ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.)

Γενικά

Η Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων είναι το σημαντικότερο όργανο του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών. Δημιουργήθηκε και εδραιώνει το (Νέο για τον Ελλαδικό χώρο) Χρηματιστήριο, έχει τη μορφή ανώνυμης εταιρείας και διέπεται από τις διατάξεις του Νόμου 2533/97 και συμπληρωματικά από τη Νομοθεσία περί Ανωνύμων Εταιρειών όπως και το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών.

1. Ίδρυση και Οργάνωση της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Όπως ήδη αναφέραμε στο προηγούμενο κεφάλαιο η Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων ιδρύθηκε με τον παραπάνω Νόμο, ταυτόχρονα με το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών του οποίου έχει τον έλεγχο.

Ο τακτικός και έκτακτος έλεγχος της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., ασκείται από δύο ορκωτούς ελεγκτές. Τον έλεγχο και την εποπτεία των δραστηριοτήτων της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. ασκεί η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Το Μετοχικό Κεφάλαιο της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. ανέρχεται σε **8 δις. δρχ.**. Οι μετοχές της, είναι ονομαστικές.

Βασικοί Μέτοχοί της είναι:

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών με ποσοστό συμμετοχής 35%,

Τράπεζες που λειτουργούν στην Ελλάδα με συμμετοχή 30,3%,

Εταιρείες μέλη του Χ.Α.Α. με ποσοστό συμμετοχής 9,3%,

Το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών με 1,1%,

Θεσμικοί Επενδυτές με 5,1%,

Το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο με 10% και

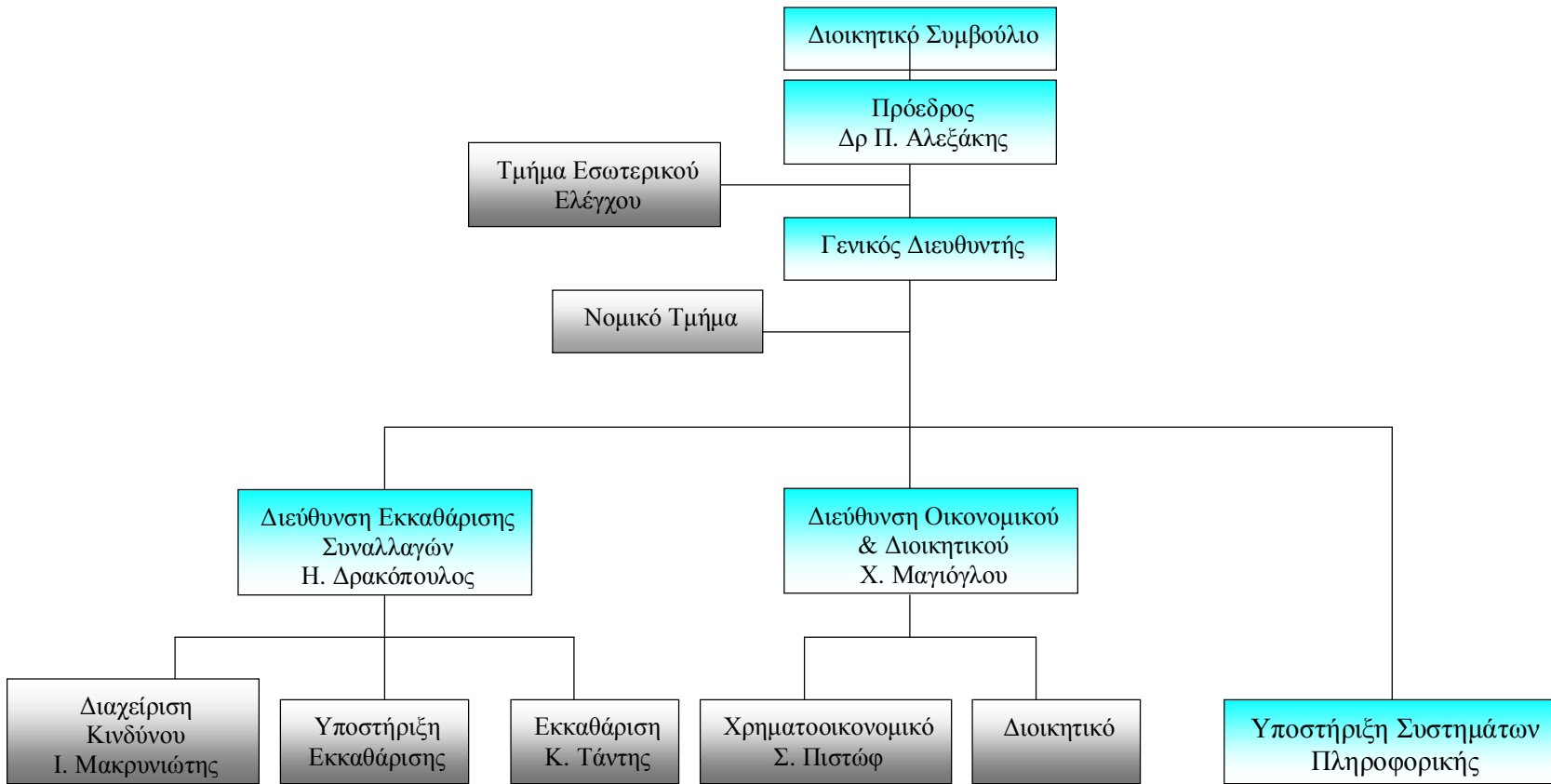
Το ΧΠΑ με 9,2% (Το ΧΠΑ συμμετέχει στο μετοχικό κεφάλαιο της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. με το ποσό των 739.500.000).

Κατά την ίδρυση της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών μπορούσε να αναλάβει χωρίς περιορισμό μετοχές της, εφόσον δεν υπήρχε ενδιαφέρον ανάληψης από τους άλλους μετόχους. Μετά το Χ.Α.Α. έπρεπε να μεταβιβάσει είτε στο ΧΠΑ είτε στους Θεσμικούς Επενδυτές το επιπλέον ποσοστό μετοχών από αυτό που προβλέπει ο νόμος και εφόσον εκδήλωναν ενδιαφέρον. (βλέπε site:active.naftemporiki.gr)

2. Διοίκηση της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Η Διοίκηση της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. ασκείται από το Διοικητικό της Συμβούλιο σύμφωνα με τις διατάξεις για τις Ανώνυμες Εταιρείες και το Καταστατικό της. Ακολουθεί οργανόγραμμα που απεικονίζει επακριβώς την Διοίκησή της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Οργανόγραμμα ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.



Πηγή:(site:adex.gr)

3. Μέλη της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. για να κάνει δεκτή την αίτηση για την απόκτηση της ιδιότητας του μέλους πρέπει να ικανοποιούνται σωρευτικά οι παρακάτω προϋποθέσεις.

Α. Το υποψήφιο μέλος είναι Επιχείρηση Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΕΠΕΥ) που δικαιούται να παρέχει την επενδυτική υπηρεσία της φύλαξης ή και διακίνησης ενός ή περισσότερων κινητών αξιών, τίτλων χρηματαγοράς και παραγώγων.

Β. Το υποψήφιο μέλος να διαθέτει ίδια κεφάλαια τουλάχιστον ίσα με αυτά που απαιτούνται από τα μέλη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών όταν συνάπτουν εκτός κύκλου συναλλαγές, δηλαδή **300 εκατ. δρχ.** Σε περίπτωση που το υποψήφιο μέλος είναι **ήδη μέλος του Χ.Α.Α.**, τα κεφάλαιά του θα πρέπει να αυξηθούν κατά το ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο που απαιτείται για τη σύσταση Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρείας, δηλαδή 200 εκατ. δρχ. και να έχει άθροισμα κεφαλαίων **500 εκατ. δρχ.**

Γ. Το υποψήφιο μέλος να έχει αποδεχθεί και καταρτίσει τις εκάστοτε οριζόμενες συμβάσεις μεταξύ αυτού και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. Με τις συμβάσεις αυτές προσδιορίζονται οι υποχρεώσεις και τα δικαιώματα των μελών της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. ως προς την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. ενδεικτικά, αλλά όχι περιοριστικά, η ετήσια συνδρομή και τα χρηματικά δικαιώματα της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. για τις υπηρεσίες που παρέχει και οι ασφάλειες τις οποίες οφείλει να παρέχει το μέλος υπέρ της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π..

Δ. Το Υποψήφιο μέλος πρέπει να πληρεί τις προϋποθέσεις οργάνωσης και να διαθέτει τα τεχνικά μέσα που ορίζει ο κανονισμός λειτουργίας της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. Δηλαδή:

- Να έχει άδεια διεξαγωγής συναλλαγών σε παράγωγα ή και εκκαθάρισης συναλλαγών επί παραγώγων από την αρμόδια αρχή εποπτεία τους.
- Να έχει τουλάχιστον έναν πιστοποιημένο, από το ΧΠΑ ειδικό διαπραγματευτή τύπου Α ή και τύπου Β.
- Να έχει τουλάχιστον έναν πιστοποιημένο από το ΧΠΑ, εκκαθαριστή, εάν πρόκειται για υποψήφιο μέλος της.
- Να διαθέτει τον απαραίτητο τεχνικό εξοπλισμό και να πληρεί όλα τα τεχνικά προαπαιτούμενα για την ομαλή σύνδεση με Δίκτυο Χρηματιστηριακών Συναλλαγών.
- Να συμμετέχει στην διαδικασία εκκαθάρισης ως Άμεσα Μέλη της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. ή να μεταθέτει την εκκαθάριση σε Γενικά Μέλη της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., μέσω σχετικής σύμβασης.

Σημειώνεται ότι η εγγραφή εταιρειών ως μελών της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για να γίνουν στη συνέχεια μέλη και στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών, το αντίστροφο όμως δεν ισχύει.

Οι προϋποθέσεις κεφαλαιουχικής βάσης που ορίζει ο νόμος ανάλογα με την κατηγορία του μέλους συνοψίζονται ως εξής:

- Άμεσο Μέλος ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.: 1.000.000.000 δρχ.
- Γενικό Μέλος ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. : 4.000.000.000 δρχ.

Ξένοι Χρηματοπιστωτικοί Οργανισμοί (ΕΠΕΥ), οι οποίοι έχουν λάβει άδεια λειτουργίας σε άλλο Κράτος-Μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης για τη δραστηριοποίησή τους σε χρηματιστηριακά παράγωγα και οι οποίοι ελέγχονται από τις αρμόδιες αρχές του Κράτους αυτού, μπορούν να

παρέχουν στη Ελλάδα τις σχετικές επενδυτικές υπηρεσίες, μέσω υποκαταστήματος ή διασυνοριακά, ως μέλη του ΧΠΑ και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. κατόπιν γνωστοποίησης της σχετικής άδειας στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Ε.Κ.).

4. Σκοπός και Ρόλος της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Ο ρόλος της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. είναι πάρα πολύ σημαντικός στην αγορά παραγώγων αφού μπαίνει ως **Αντισυμβαλλόμενος** σε κάθε συναλλαγή που καταρτίζεται εντός του επίσημου χρηματιστηρίου και **εγγυάται την εκτέλεσή της, αναλαμβάνοντας τον πιστωτικό κίνδυνο**. Για τον λόγο αυτό η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., διατηρεί Τμήμα Διαχείρισης Κινδύνου, το οποίο παρακολουθεί καθημερινά όλες τις θέσεις και προβαίνει στις απαραίτητες ενέργειες. Επίσης η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. **αναλαμβάνει την εκκαθάριση των συναλλαγών** η οποία περιλαμβάνει τα ποσά προς διακανονισμό (τμήματα δικαιωμάτων-premiums, κέρδη ή ζημιές από ανοιχτές θέσεις, κέρδη ή ζημιές από κλείσιμο θέσεων), τους τίτλους προς διακανονισμό (όταν η υποκείμενη αξία είναι μετοχή και η εκκαθάριση γίνεται με φυσική παράδοση της υποκείμενης αξίας).

Με λίγα λόγια **σκοπός** της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. είναι **η συμμετοχή** στις συμβάσεις που συνάπτονται στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών, **η εκκαθάριση των συναλλαγών** που διενεργούνται σε άλλες αγορές, **η διασφάλιση** της προσήκουσας εκπλήρωσης εκ μέρους των συμβαλλόμενων με αυτή μερών, των υποχρεώσεων που απορρέουν από τις συναλλαγές αυτές και κάθε συναφής δραστηριότητα.

5. Τα Συστήματα Διαπραγμάτευσης

A. Το Σύστημα Market Making

Στην κύρια και παράλληλη αγορά το χρηματιστηριακό γραφείο ενεργεί σα μεσάζων εκτελώντας εντολές αγορών ή πωλήσεων για τους πελάτες του έναντι προμήθειας. Όταν όμως λειτουργεί σαν market maker αγοράζει και πωλεί χρηματιστηριακές αξίες από τα γραφεία του για δικό του λογαριασμό συναλλασσόμενος απ'ευθείας με τον πελάτη ή άλλους dealers μέσω συστήματος τερματικών και τηλεφώνων. Το κέρδος προέρχεται από τη διαφορά της τιμής στην οποία αγοράζει και αυτής στην οποία πωλεί. Προσπαθεί δηλαδή πάντοτε να πωλεί σε τιμή υψηλότερη από εκείνη στην οποία αγοράζει τις αξίες στις οποίες κάνει αγορά (εμπορεύεται). Προς τούτο θέτει σκοπούς τους οποίους υλοποιεί μέσα από τη στρατηγική ή πολιτική που ορίζει και εφαρμόζει.

Στην εκτός κύκλου αγορά που λειτουργεί με το σύστημα Market Making των προηγούμενων χωρών έχουν διαπραγματευθεί κατά καιρούς οι μετοχές των μεγαλύτερων εγχώριων επιχειρήσεων πριν εισαχθούν στην κύρια αγορά. Σήμερα ο όγκος των συναλλαγών προέρχεται από τα Δάνεια του Δημοσίου, Δήμων και Κοινοτήτων και Μετοχές Ανωνύμων Εταιριών μη Εισηγμένων στην κύρια αγορά. Κάτοχοι αυτών είναι οι Τράπεζες, οι Εταιρίες Επενδύσεων, τα Ασφαλιστικά Ταμεία, οι αποταμιευτές φυσικά πρόσωπα και σε μικρότερη έκταση εταιρίες και λοιποί οργανισμοί που κατά καιρούς έχουν περίσσειμα χρημάτων.

B. Το Σύστημα Τιμών Διαπραγμάτευσης

Διεθνώς οι χρηματιστηριακές αξίες σταθερών εσόδων (ΕΓΔ, ομόλογα, ομολογίες) και τα futures διαπραγματεύονται με μία μονάδα που είναι γνωστή σα σημείο βάσης (basis point) το οποίο έχει οριστεί ίσο με 1% του εκατοστού. Αυτό το σύστημα διαπραγμάτευσης είναι γνωστό σαν basis point system, όλα δε τα δάνεια, ανεξάρτητα από την ονομαστική τους αξία, έχουν κοινή βάση το 100. Αυτό αντιπροσωπεύει το κεφάλαιο, ο δεδουλευμένος τόκος αγοράζεται χωριστά και αυξάνει, στο πινακίδιο του χρηματιστή, τη συνολική αξία της πράξης. Όταν εξάλλου μεταβάλλονται τα τρέχοντα επιτόκια στην αγορά ή οι οικονομικές προοπτικές του εκδότη, η μεταβολή στην αξία του χρεογράφου εκφράζεται με τη μεταβολή του 100 τότε η τιμή στην οποία διαπραγματεύεται είναι ίση με την ονομαστική αξία. Όταν η τιμή αναγράφεται σαν 98 η τιμή που αντιστοιχεί στο χρεόγραφο ονομαστικής αξίας 100.000 δρχ. είναι 98.000 δρχ. ($100 \times 0,98$) και σε χρεόγραφο ονομαστικής αξίας 500.000 δρχ. είναι 490.000 δρχ. ($500.000 \times 0,98$), ίση δηλαδή με 98,0 εκατοστά της ονομαστικής τους αξίας.

Έχει προτιμηθεί διεθνώς οι τιμές των δανείων, εκτός αυτών του δημοσίου και των futures να μεταβάλλονται ανά 1/8 του σημείου, γνωστό σαν tic, από 1/8-7/8. Καμία άλλη μεταβολή διαφορετικού μεγέθους δεν επιτρέπεται από την καθιερωμένη. Στα δάνεια όμως του Δημοσίου, στις χώρες που εκδίδεται μεγάλος όγκος από αυτά (π.χ. ΗΠΑ, Αγγλία, Ιαπωνία) η τιμή του χρεογράφου μεταβάλλεται ανά 1/32 του σημείου. Όταν στον τύπο η τιμή ενός δανείου αναγράφεται σαν 105,24 σημαίνει $105^{24/32}$ ή 105,75 της ονομαστικής αξίας του δανείου οποιαδήποτε κι αν είναι. Αν αυτή η τιμή είναι 1.000.000 δρχ. τότε η αξία της συναλλαγής είναι 1.057.500 δρχ. Όταν του δανείου υπερβαίνει την ονομαστική (100) οι dealers λένε ότι αυτό πωλείται με πριμ, υπέρ το άρτιο, πάνω δηλαδή από την ονομαστική αξία (π.χ. 105, 12) και όταν διαπραγματεύεται υπό την ονομαστική λένε ότι αυτό πωλείται με προεξόφλημα, υπό το άρτιο, κάτω δηλαδή από την ονομαστική αξία (π.χ. 98,4).

Τα δάνεια διαπραγματεύονται χωρίς τους δεδουλευμένους τόκους. Αυτό σημαίνει ότι για το δάνειο της συναλλαγής στο πινακίδιο του χρηματιστή αναγράφονται δύο αξίες, η μία αντιπροσωπεύει την τρέχουσα αξία του κεφαλαίου (βάση υπολογισμού της είναι η ονομαστική αξία) και η άλλη το δεδουλευμένο τόκο (μέχρι την ημέρα της πράξης στο ΧΑΑ ή μέχρι την ημέρα εκκαθάρισης σε άλλα χρηματιστήρια). Το άθροισμά τους αντιπροσωπεύει την συνολική αξία της συναλλαγής. Ο τόκος δηλαδή που σωρεύεται μεταξύ των ημερομηνιών πληρωμής και συναλλαγής πρέπει να καταβάλλεται από κάθε νέον αγοραστή.

Γ. Η Αγορά Spot

Τα διάφορα προϊόντα ή αγαθά διαπραγματεύονται σε αγορές οι οποίες διακρίνονται είτε με βάση τη φυσική υπόστασή τους είτε με βάση το χρόνο εκκαθάρισης. Στην πρώτη περίπτωση μιλάμε για αγορές φυσικών και χρηματοοικονομικών (κοινώς χρηματιστηριακών) αγορών. Στην δεύτερη μιλάμε για αγορές spots (στις οποίες οι συναλλαγές εκκαθαρίζονται αμέσως) και προθεσμιακές (στις οποίες η εκκαθάριση αναβάλλεται μέχρι συγκεκριμένη ημερομηνία). Οι αγορές των μετοχών και χρεογράφων είναι αγορές spots, οι πράξεις δηλαδή εκκαθαρίζονται αμέσως εντός του χρονικού

διαστήματος που επιτρέπουν οι τεχνικές δυνατότητες, ενώ των options, futures και forwards είναι προθεσμιακές με την έννοια ότι η εκκαθάριση των πράξεων ορίζεται σε μελλοντική ημερομηνία.

Μέχρι σήμερα (Ιούλιος 2000) στην Ελλάδα λειτουργούν δύο οργανωμένες μετοχικές αγορές spot, η κύρια και η παράλληλη, μεταξύ των οποίων δεν υπάρχει ουσιώδης διαφορά και μια σκόρπια, η δευτερογενής αγορά χρεογράφων (ΕΓΔ, ομολόγων και ομολογιών). Η τελευταία είναι γνωστή σαν Εκτός Κύκλου Αγορά διεθνώς, λόγω του συστήματος διαπραγμάτευσης, αποκαλείται market making, για την οποία μιλήσαμε παραπάνω. Να πούμε μόνο ότι μέχρι σήμερα στην Ελλάδα έχουν δραστηριοποιηθεί ορισμένες τράπεζες, χρηματιστηριακά γραφεία και θεσμικοί επενδυτές σε ρόλο αναδιανομέα. Αυτή στην Ελλάδα, προς το παρόν δε διέπεται από σχετικό κανονισμό, όμοιο με αυτόν υπό τον οποίο λειτουργούν οι διεθνείς αγορές, έχει όμως την αντίστοιχη Νομοθετική κάλυψη. Αν και τελευταία (Αύγουστος 2000) συζητάτε στους οικονομικούς κύκλους να εφαρμοστεί στο ΧΑΑ το market making. Η επίσημη αγορά χρεογράφων του ΧΑΑ παρά την πρόσφατη αναδιοργάνωση παραμένει ανενεργός, ουσιαστικά ανύπαρκτη με το σύστημα που επιλέγει, αφού δεν ταιριάζει στη φύση των πράξεων. Και αυτή η αγορά στερείται κανονισμού, διαθέτει όμως σύστημα διεκπεραίωσης και ελέγχου των πράξεων μέσω σύνδεσης με την Τράπεζα της Ελλάδος. Οι συναλλαγές είναι σπάνιες, συνηθέστερα κερδοσκοπικές ή μη γνήσιες (γίνονται κυρίως για μεγάλα χαρτοφυλάκια για να γράψουν κέρδη στο ενεργητικό τους) ή εξαναγκαστικές, με την έννοια ότι απευθύνεται σε ένα πρόσωπο σ' ένα χρηματιστηριακό γραφείο, από ανάγκη έκτακτης ρευστοποίησης χρεογράφων.

Σε αυτό το σημείο, αφού αναλύσαμε την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π και μιλήσαμε για τα συστήματα διαπραγμάτευσης, θα περάσουμε να δούμε στα επόμενα Κεφάλαια τα Παράγωγα Προϊόντα, ποια από αυτά διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών, ποια είναι η χρησιμότητά τους για τους επενδυτές και πως γίνονται οι πράξεις επενδύσεων σε Παράγωγα. (Βλ. Γ. Παπούλιας – Παράγωγα 1998)

10^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ

ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ

Γενικά

Πρώτα απ' όλα ας δούμε τι είναι τα Παράγωγα Προϊόντα. Παράγωγο Προϊόν θεωρείται μιας διμερής σύμβαση, της οποίας η αξία εξαρτάται από την αξία ενός υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου ή ενός δείκτη. Η τιμή του παράγωγου προϊόντος συνδέεται με την εξέλιξη της τιμής άλλων, πρωτογενών προϊόντων.

Έτσι, τα παράγωγα προϊόντα αναφέρονται σε μετοχές, δείκτες μετοχών, ομολογίες συνάλλαγμα ή εμπορεύματα. Τα πιο γνωστά παράγωγα προϊόντα είναι τα προθεσμιακά συμβόλαια (forwards και futures), οι ανταλλαγές (swaps) και τα δικαιώματα (options).

Η χρησιμότητα των παραγώγων προϊόντων έγκειται σε δύο παραδοσιακά οφέλη.

Πρώτον, χρησιμοποιούνται για τη διαχείριση και τη μετακύλιση του κινδύνου και

Δεύτερον, η διαπραγμάτευσή τους αποδίδει προβλέψιμες τιμές που παρέχουν πληροφόρηση στην αγορά, για την πραγματική αξία ορισμένων στοιχείων και για τη μελλοντική κατεύθυνση της οικονομίας.

Τα παράγωγα προϊόντα τα χρησιμοποιούν παραγωγικές επιχειρήσεις, τράπεζες αμοιβαία κεφάλαια, επενδυτικές εταιρίες, ασφαλιστικές εταιρίες, ασφαλιστικά ταμεία, το δημόσιο και άλλοι επενδυτές χρησιμοποιούν την αγορά παραγώγων. Για παράδειγμα, ο διαχειριστής ενός συνταξιοδοτικού ταμείου μπορεί να μειώσει τον κίνδυνο των επενδύσεών του σε μετοχές και έτσι να προαγάγει την ευημερία των συμμετεχόντων στο ταμείο αυτό.

Επίσης μια βιομηχανία τροφίμων που επιδιώκει μία επένδυση, για παράδειγμα σε μία άλλη χώρα, ίσως την εγκαταλείψει αν δεν μπορέσει να διαχειριστεί τους χρηματοοικονομικούς κινδύνους που συνδέονται με αυτή. Αλλά και ένας ιδιώτης επενδυτής που θέλει π.χ. να αγοράσει ένα σπίτι επιλέγει μεταξύ δανείου σταθερού ή κυμαινόμενου επιτοκίου.

Η ικανότητα ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος να προσφέρει αυτή την επιλογή στον δανειζόμενο εξαρτάται από την ικανότητα του ιδρύματος να διαχειριστεί τον δικό του χρηματοοικονομικό κίνδυνο μέσω της αγοράς χρηματιστηριακών παραγώγων.

Στην Ελλάδα πριν το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών υπήρχαν παράγωγα προϊόντα που διαπραγματεύονταν σε μη οργανωμένη αγορά (over the counter). Τα προϊόντα αυτά ήταν κυρίως προθεσμιακά συμβόλαια (forwards) και ανταλλαγές (swaps) και προσφέρονταν συνήθως από τράπεζες.

Σήμερα (Αύγουστος 2000) διαπραγματεύονται στο ΧΠΑ (ADEX) Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (futures) και Δικαιώματα (options), βασισμένα σε διάφορες χρηματοοικονομικές αξίες όπως μετοχές, δείκτες μετοχών, ομόλογα και επιτόκια.

Συγκεκριμένα τα προϊόντα που έχουν ήδη εκπονηθεί και σταδιακά έχουν εισαχθεί στο ΧΠΑ είναι:

- **Παράγωγα σε δείκτη μετοχών (FTSE/ASE-20)**

Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (futures) στον δείκτη (FTSE/ASE-20).

- **Παράγωγα σε μετοχές**

Δικαιώματα (options) σε επιλεγμένες μετοχές.

- **Παράγωγα σε ομόλογα**

Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (futures) σε 10-ετή ομόλογα Ε.Δ.

- **Παράγωγα σε επιτόκια**

Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (futures) στο 3-μηνιαίο διατραπεζικό ATHIBOR

- **Παράγωγα σε ισοτιμίες**

Συμβόλαια μελλοντικής Εκπλήρωσης (futures) σε: GRD/USD, GRD/XEU, GRA/JPY . Για τα συμβόλαια αυτά, Μελλοντικής Εκπλήρωσης των Νομισμάτων οι πρώτες συζητήσεις έγιναν την **14/6/2000** για τα οποία έχει αποφασιστεί η ένταξή του στο ΧΠΑ στο Άμεσο Μέλλον.

Ας Σημειώσουμε εδώ για την Ιστορία της Ελληνικής Οικονομίας ότι η ημερομηνία **14/6/2000** είναι σημαντική για την Χώρα. Μετά από προσπάθειες η Ελλάδα πέτυχε την επικύρωση της Ένταξης στην **ONE αμετάκλητα για την συμμετοχή στην Ζώνη του EURO**, στην συνάντηση των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Κοινότητας στην **Σάντα Μαρία Νταφείρα της Πορτογαλίας** 30 χιλ. έξω από την πόλη Πόρτο της χώρας.

- **Προϊόντα δανεισμού τίτλων μετοχών.**

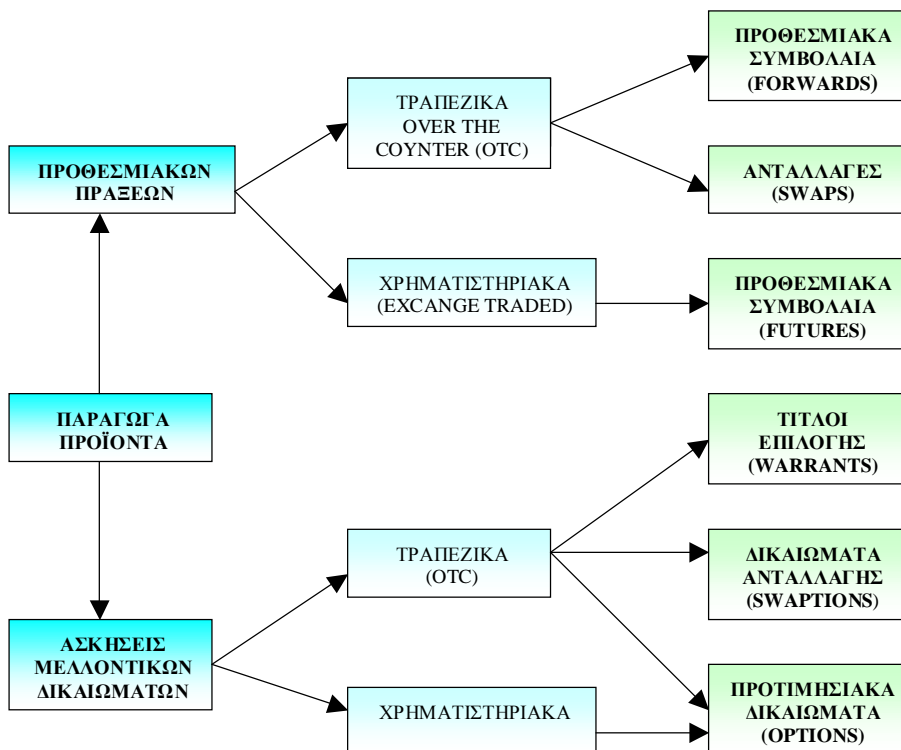
Τα προϊόντα αυτά δεν διαπραγματεύονται ακόμα στο ΧΠΑ, βρίσκονται όμως σε στάδιο προγραμματισμού και συζητήσεων για την δρομολόγησή της διαπραγμάτευσής τους.

Η διαπραγμάτευση των παραπάνω προϊόντων στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών γίνεται ηλεκτρονικά (screen trading), σε αντιδιαστολή με την διαπραγμάτευση με το σύστημα της αντιφώνησης (open outcry ή floor). Η ηλεκτρονική διαπραγμάτευση θα γίνεται μέσω του ΟΑΣΗΣ (Ολοκληρωμένο Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών), το οποίο, εκτός από την διαπραγμάτευση και εκκαθάριση σε παράγωγα προϊόντα, περιλαμβάνει και τη διαπραγμάτευση σε μετοχές και τίτλους σταθερού εισοδήματος.

Η κατάρτισης μιας συναλλαγής στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών γίνεται με τον εξής τρόπο: Ο αγοραστής / πωλητής ενός παράγωγου προϊόντος πρέπει να επιλέξει ένα μέλος του ΧΠΑ (ADEX) και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. ως διαπραγματευτή και εκκαθαριστή (το οποίο μπορεί να μην είναι και το ίδιο) και να ανοίξει ένα λογαριασμό περιθωρίου ασφάλισης (για το οποίο θα μιλήσουμε παρακάτω), σε μία από τις τράπεζες εκκαθάρισης με τις οποίες έχει υπογράψει σχετική σύμβαση η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. και με την οποία συνεργάζεται το συγκεκριμένο μέλος.

Εκτός όμως από τα προαναφερόμενα ειδικευμένα παράγωγα προϊόντα, τα οποία υπάρχουν και συνοδεύουν τη διανομή νέων μετοχών ή ομολογιών, για να τις κάνουν ποιο ελκυστικές, διεθνώς φαίνεται ότι δεν υπάρχουν όρια στη φαντασία για τη δημιουργία νέων παραγώγων προϊόντων.

Στο διάγραμμα που ακολουθεί θα δούμε πως κατατάσσονται τα κυριότερα παράγωγα προϊόντα ανάλογα με το είδος τους και τον τρόπο διαπραγμάτευσής τους.



Πηγή:Περιοδικό Επιλογή τεύχος Ιουλίου-2000

Ας δούμε όμως, τί εννοούμε όταν λέμε ότι έχουμε πάρει θέση σε παράγωγα προϊόντα; Μία θέση περιγράφει τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις που συνδέονται με τις συναλλαγές που έχουν ήδη γίνει και μπορεί να είναι θέση αγοράς ή πώλησης. Μια θέση αγοράς (long position) είναι σε γενικές γραμμές μία αγορά η οποία δεν έχει ακόμη κλείσει (ισοσταθμιστεί από μία αντίστροφη συναλλαγή). Μία θέση πώλησης (short position), σε αντίθεση, είναι μία πώληση που δεν έχει κλείσει ακόμη. Μη κλεισμένες θέσεις ονομάζονται ανοικτές (open) θέσεις.

Ας δούμε ποιες είναι οι βασικές θέσεις σε παράγωγα προϊόντα. Οι θέσεις αυτές είναι δύο:

α. Βασικές θέσεις Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης και
β. Βασικές θέσεις σε Δικαιώματα Προαίρεσης. Επιγραμματικά έχουν ως εξής:

α. Οι βασικές θέσεις σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης είναι:

- Αγορά συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης (Long Futers)
- Πώληση συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης (Short Futers)

β. Οι βασικές θέσεις σε δικαιώματα προαίρεσης είναι:

- Αγορά δικαιώματος αγοράς (long call)
- Αγορά δικαιώματος πώλησης (long put)
- Πώληση δικαιώματος αγοράς (short call)
- Πώληση δικαιώματος πώλησης (short put)

(Βλ. site:oikonomianet.gr)

A. ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ (FORWARDS)

Ένα προθεσμιακό συμβόλαιο (Forwads) αποτελεί μία συμφωνία που επιτεύχθηκε σε μια χρονική στιγμή για την παράδοση ενός προϊόντος σε συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία, σε μία τιμή που καθορίστηκε κατά τον χρόνο της σύμβασης.

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.

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

Παράδειγμα

Αν υποθέσουμε ότι μια ελληνική εταιρεία υπογράφει στις 10 Απριλίου ένα συμβόλαιο forward και συμφωνεί να αγοράσει 1 εκατομμύριο Δολάρια ΗΠΑ σε 90 ημέρες, με συναλλαγματική ισοτιμία Δολαρίου 275,502 δρχ. Το συμβόλαιο την υποχρεώνει να αγοράσει στο τέλος των 90 ημερών, 1 εκατομμύριο Δολάρια ΗΠΑ αντί 275.502.000 δρχ.

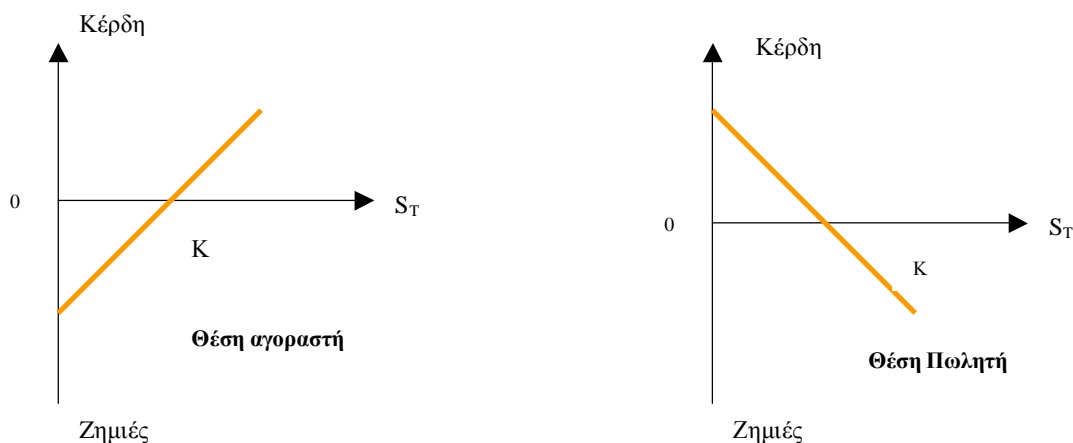
Οι τιμές του Δολαρίου ΗΠΑ διαμορφώνονται ως εξής στις 10 Απριλίου:

Τρέχουσα	278,160 δρχ.
Forward 30 ημερών	276,168 ``
Forward 90 ημερών	275,502 ``
Forward 180 ημερών	274,130 ``

Αν η τρέχουσα τιμή του Δολαρίου στο τέλος των 90 ημερών έχει ανέβει για παράδειγμα στις 290,105 δρχ. τότε η εταιρεία θα κερδίσει (290.105.000-275.502.000) 14.603.000 δρχ. Αν πάλι η ισοτιμία του Δολαρίου πέσει στις 270,203 δρχ., τότε θα χάσει (275.502.000-270.203.000) 5.299.000 δρχ., γιατί θα πληρώσει για κάθε Δολάριο που θα αγοράσει επί πλέον 5,299 δρχ. από την τρέχουσα τιμή του στην αγορά.

Γενικά αν ονομάσουμε S_T τρέχουσα τιμή του υποκείμενου στοιχείου και K την συμφωνημένη τιμή παράδοσης στη λήξη του συμβολαίου, θα έχουμε για κάθε μονάδα περιουσιακού στοιχείου εξόφληση για τον αγοραστή $S_T - K$, διότι θα αγοράσει το περιουσιακό στοιχείο που στοιχίζει S_T αντί K τιμής. Ο δε πωλητής θα πουλήσει στην $K - S_T$ τιμή. Οι εξοφλήσεις μπορεί να είναι θετικές ή αρνητικές για τον ένα και για τον άλλο.

Στο παρακάτω διάγραμμα 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.



Πηγή: Παράγωγα – Γ. Παπούλιας

Επίσης, στην κατηγορία των forward ανήκουν και **οι προθεσμιακές συμβάσεις επιτοκίων (Forward Rate Agreements ή FRAs).**

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

Παράδειγμα

Έστω μια εταιρία συμφωνεί με την Τράπεζα να αγοράσει ένα FRA με σταθερό επιτόκιο 8% επί ενός κεφαλαίου 10 εκατ. δρχ., για μία περίοδο 3 μηνών, η οποία θα αρχίσει 2 μήνες μετά τη συμφωνία. Το κεφάλαιο των 10 εκατ. δρχ. δεν ανταλλάσσεται μεταξύ των δύο μερών, είναι ιδεατό και χρησιμεύει για να υπολογιστεί το ποσό πληρωμής του αγοραστή προς τον πωλητή.

Η εταιρεία αγοράζει το FRA, γιατί θέλει να κλειδώσει το επιτόκιο δανεισμού 8%. Το επιτόκιο της διατραπεζικής αγοράς είναι κυμαινόμενο και θέλει να προφυλαχτεί από τυχόν αυξήσεις του στο μέλλον ή να κερδοσκοπήσει από αυτές.

Έστω ότι την ημέρα εκκαθάρισης του συμβολαίου, που είναι η πρώτη ημέρα της περιόδου των 3 μηνών, το διατραπεζικό τριμηνιαίο επιτόκιο είναι 10%. Τότε ο πωλητής του FRA (Τράπεζα) εισπράττει σε μετρητά ένα ποσό από τον αγοραστή (εταιρία) που ισούται με την παρούσα αξία της αύξησης κατά 2% των τόκων. Το ποσό υπολογίζεται ως εξής:

$$[1/1+0,10(91/360)] \times 0,02 \times 91/360 \times 10.000.000 = 49.309 \text{ δρχ.}$$

Αν ο αγοραστής ήθελε να δανειστεί για 3 μήνες αυτή τη στιγμή θα έπρεπε να πληρώσει επιτόκιο 10% και όχι το συμφωνημένο 8%. Αυτό

σημαίνει ότι θα έπρεπε να πληρώσει επί πλέον τόκο $(10.000.000 \times 2\% \times 91/360) = 50.556$ δρχ.

Το ποσό αυτό είναι ακριβώς η μελλοντική αξία στο τέλος των 3 μηνών της περιόδου δανεισμού (με επιτόκιο δανεισμού 10%) των 49.309 δρχ. που πλήρωσε σε μετρητά. Άρα έχει πετύχει “Να κλειδώσει” το επιτόκιο δανεισμού στο 8%.

Αντίθετα, αν το τριμηνιαίο επιτόκιο της διατραπεζικής αγοράς μειωθεί στο 6% κατά την ημέρα της εκκαθάρισης του συμβολαίου, ο αγοραστής θα πληρώσει σε μετρητά το ποσό:

$$[1/1+0,06(91/360)] \times 0,02 \times 91/360 \times 10.000.000 = 49.800 \text{ δρχ.}$$

Ο αγοραστής τώρα μπορεί να δανειστεί με χαμηλότερο επιτόκιο κατά 2% από το συμφωνημένο. Συνεπώς μπορούσε να πληρώσει λιγότερους τόκους 50.556 δρχ. Όμως ήδη έχει πληρώσει στον πωλητή 49.800 δρχ. (παρούσα αξία των 50.556 δρχ., με επιτόκιο 6%) και συνεπώς το επιτόκιο που επέτυχε τελικά είναι στο επίπεδο του 8%.

Το FRA μοιάζει με τα υπόλοιπα συμβόλαια forwards. Αν η τρέχουσα τιμή του υποκειμένου επιτοκίου είναι υψηλότερη από την τιμή του forward, ο αγοραστής έχει κέρδος. Αν η τρέχουσα τιμή του υποκειμένου επιτοκίου είναι χαμηλότερη από την συμφωνηθείσα τιμή του forward, τότε ο αγοραστής έχει ζημία και αντίθετα.

B. ΑΝΤΑΛΛΑΓΕΣ (SWAPS)

Η ανταλλαγή swaps είναι μία συμφωνία μεταξύ δύο μερών, που λέγονται αντισυμβαλλόμενοι, μπορούν να ανταλλάξουν χρηματορροές σε μία περίοδο, στο μέλλον. Είναι κυρίως ιδιωτικές συμφωνίες μεταξύ δύο εταιριών που θέλουν να ανταλλάξουν μετρητά στο μέλλον σύμφωνα με ένα προκαθορισμένο τρόπο. Μπορούν να θεωρηθούν χαρτοφυλάκια συμβολαίων forwards.

Τα πρώτα συμβόλαια swaps εμφανίστηκαν το έτος 1981 και από τότε η αγορά τους μεγάλωσε πολύ γρήγορα. Ειδικά στην Αμερική διαπραγματεύονται εκατοντάδες δισεκατομμύρια δολαρίων. Τα πλέον διαδεδομένα swaps είναι τα **swaps επιτοκίου** και τα **swaps συναλλάγματος**, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι είναι και οι μοναδικές κατηγορίες swaps. Υπάρχουν επίσης **οι ανταλλαγές εμπορευμάτων** (Commodity swaps) και **οι ανταλλαγές μετοχών** (Equity swaps).

Στις ανταλλαγές επιτοκίου το ένα μέρος συμφωνεί να πληρώσει στο άλλο μέρος τόκο, με σταθερό επιτόκιο, σε ένα ιδεατό κεφάλαιο, για ορισμένο αριθμό ετών. Αντί αυτού παίρνει τόκο με κυμαινόμενο επιτόκιο, πάνω στο ίδιο ιδεατό κεφάλαιο, για τον ίδιο αριθμό ετών. Τα 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 εταιρεία Β συμφωνεί να πληρώνει στην εταιρεία Α ένα σταθερό επιτόκιο 55 ετήσια σε ένα ιδεατό κεφάλαιο 100 εκατ. δρχ. και σε

αντάλλαγμα η εταιρεία Α συμφωνεί να πληρώνει στην εταιρεία Β το (κυμαινόμενο) εξαμηνιαίο LIBOR στο ίδιο κεφάλαιο των 100 εκατ. δρχ. Οι πληρωμές έστω ότι συμφωνήθηκαν να γίνονται κάθε εξάμηνο και ότι το επιτόκιο 55 ανατοκίζεται εξαμηνιαία. Το swap άρχισε 1^η Μαρτίου του 2000 και είναι τριετούς διάρκειας.

Στο σύνολο θα γίνουν εισπράξεις και πληρωμές από την εταιρεία Β σύμφωνα με τον παρακάτω πίνακα. Να σημειώσουμε ότι το κεφάλαιο των 100 εκατ. δρχ. χρησιμοποιείται μόνον για τον υπολογισμό των τόκων. Το ίδιο δεν ανταλλάσσεται, γι' αυτό λέγεται και **ιδεατό κεφάλαιο**. Η ανταλλαγή 100 εκατ. δρχ. μετρητών, στο της ζώνης του swap, για 100 εκατ. δρχ. μετρητά δεν έχει ουσιαστικό νόημα για καμία από τις δύο εταιρίες.

Ημερομηνία	Επιτόκιο (Κυμαινόμενο) LIBOR %	Εισπράξεις Κυμαινόμενες σε εκατ. δρχ.	Πληρωμές σταθερές σε εκατ. δρχ.	Καθαρά Ποσά σε εκατ. δρχ.
1 ^η Μαρτίου 2000	4,2			
1 ^η Σεπτεμβρίου 2000	4,8	+2,10	-2,50	-0,40
1 ^η Μαρτίου 2001	5,3	+2,40	-2,50	-0,10
1 ^η Σεπτεμβρίου 2001	5,5	+2,65	-2,50	+0,15
1 ^η Μαρτίου 2002	5,60	+2,75	-2,50	+0,25
1 ^η Σεπτεμβρίου 2002	5,90	+2,80	-2,50	+0,30
1 ^η Μαρτίου 2003	6,40	+2,95	-2,50	+0,45

Πηγή: (Ο Κόσμος των επενδύσεων – Στ. Κοτζαμάνης)

Τέτοιες ανταλλαγές επιτοκίων ενδέχεται να έχουν ως σκοπό:

1) Τον περιορισμό του κινδύνου, καθώς μετατρέποντας δανειακές υποχρεώσεις σταθερού επιτοκίου σε κυμαινόμενου επιτοκίου, οι εταιρείες περιορίζουν τον κίνδυνο αύξησης του πραγματικού κόστους (επιτόκιο μείον πληθωρισμός) του δανεισμού τους. Από την άλλη πλευρά, οι εταιρείες που μετατρέπουν υποχρεώσεις κυμαινόμενου επιτοκίου σε υποχρεώσεις σταθερού επιτοκίου, γνωρίζουν εκ των προτέρων τις ταμιακές εκροές τους και αποφεύγουν τον κίνδυνο να υποχρεωθούν σε αυξημένες ταμιακές εκροές στο μέλλον.

2) Τη μείωση του κόστους δανεισμού της εταιρείας, στην περίπτωση που αυτή διαθέτει συγκριτικό πλεονέκτημα στην άντληση π.χ. υποχρεώσεων κυμαινόμενου επιτοκίου (μπορεί να δανειστεί με μειωμένο κόστος), πλην όμως θα ήθελε να δανειστεί σε σταθερό επιτόκιο.

3) Την εξομάλυνση των ταμιακών ροών μιας επιχείρησης που διακρίνεται για την εποχικότητα των πωλήσεών της.

4) Την επίτευξη κεφαλαιακών κερδών, σε περίπτωση επιθυμητής πορείας των επιτοκίων.

Στην πράξη υπάρχουν πολλές κατηγορίες επιτοκιακών swaps, μεταξύ των οποίων περιλαμβάνονται:

α) Οι ανταλλαγές φθίνοντος χρεολυσίου (amortizing swaps), που διακρίνονται από το ότι το ύψος του χρεολυσίου (principal notional) μειώνεται κατά τη διάρκεια του swap.

β) Οι ανταλλαγές αύξοντος χρεολυσίου (accretic swaps), στα οποία το ύψος του χρεολυσίου (notional) αυξάνεται κατά τη διάρκεια του swap.

γ) Οι ανταλλαγές χωρίς κουπόνι (zero coupon swaps), όπου η καταβολή των τόκων του σταθερού επιτοκίου καταβάλλεται μία μόνο φορά κατά τη λήξη του swap.

δ) Οι ανταλλαγές επί επιτοκίων διαφορετικής βάσης (basis swaps), όπου τα επιτόκια και των δύο αντισυμβαλλομένων είναι κυμαινόμενα, πλην όμως επί διαφορετικής βάσης (π.χ. το ένα με βάση το επιτόκιο της διατραπεζικής αγοράς και το άλλο με βάση τα Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου).

ε) Οι ανταλλαγές με δικαίωμα ανάκλησης (callable swaps), όπου ένας εκ των αντισυμβαλλομένων έχει το δικαίωμα ανάκλησης του swap πριν τη λήξη και σύμφωνα με προκαθορισμένους όρους.

ζ) Τα Swaptions που αποτελούν την εφαρμογή ενός option επί ενός swap, για τα οποία θα αναφερθούμε παρακάτω.

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

Παράδειγμα

Έστω ότι από μία Τράπεζα δίνονται στις εταιρίες Α και Β τα παρακάτω σταθερά επιτόκια για μία περίοδο 5 ετών σε Δολάρια ΗΠΑ (USD) και σε Λίρες Αγγλίας (GBL).

	<u>Επιτόκια</u> <u>USD</u>	<u>Επιτόκια</u> <u>GBL</u>
Εταιρία Α	8%	11,6%
Εταιρία Β	10,0%	12,0%

Η εταιρία Α έχει μεγαλύτερη πιστοληπτική ικανότητα, γιατί της προσφέρονται ευνοϊκότερα επιτόκια από τη Β και για τα δύο νομίσματα.

Αυτό που είναι ενδιαφέρον για την ανταλλαγή είναι ότι η διαφορά επιτοκίων δεν είναι ίδια και για τα δύο νομίσματα. Η εταιρία Β πληρώνει 2% επιπλέον στην αγορά δολαρίων ενώ μόνο 0,4% στην αγορά Λιρών Αγγλίας. Δηλαδή η Α πλεονεκτεί, συγκριτικά με την Β, στην αγορά δολαρίων, ενώ η Β πλεονεκτεί συγκριτικά με την Α στην αγορά Λιρών.

Έστω ότι η Α θέλει να πάρει δάνειο σε Αγγλικές Λίρες ενώ η Β σε Δολάρια. Δανείζεται η μεν Α Δολάρια (όπου πλεονεκτεί συγκριτικά) και η Β Λίρες (όπου πλεονεκτεί συγκριτικά) και χρησιμοποιούν ένα swap συναλλάγματος για να μετατρέψουν η Α το δάνειό της σε Λίρες και η Β το δάνειό της σε Δολάρια.

Επίσης, όπως αναφέρθηκε η διαφορά μεταξύ των επιτοκίων στην αγορά Δολαρίων είναι 2%, ενώ στην αγορά Λιρών είναι 0,4%.

Έτσι σύμφωνα με τα swap επιτοκίων αναμένεται και ένα συνολικό κέρδος $2\% - 0,4\% = 1,6\%$ ετήσια για όλα τα μέρη που συμμετέχουν στο swap.

Υπάρχουν πολλοί τρόποι που μπορεί να οργανωθεί το swap.

Το παρακάτω σχήμα δείχνει έναν από αυτούς τους τρόπους.



Το αποτέλεσμα του swap όσον αφορά τα επιτόκια είναι:

1. Η εταιρία Α ανταλλάσσει το ετήσιο επιτόκιο των δολαρίων 8% με ένα δάνειο Λιρών με ετήσιο επιτόκιο 11%. Έτσι κερδίζει 0,6% ετήσια από ότι αν δανείζονταν απ' ευθείας Λίρες.
2. Η εταιρία Β ανταλλάσσει το ετήσιο επιτόκιο 12% των Λιρών με ένα δάνειο Δολαρίων με επιτόκιο 9,4%. Έτσι κερδίζει 0,6% ετήσια απ' ότι αν δανείζονταν απ' ευθείας σε Δολάρια.
3. Η τράπεζα κερδίζει από ταμειακές εισροές σε Δολάρια 1,4% ετήσια και χάνει 1% ετήσια από ταμειακές εισροές σε Λίρες. Αν αγνοήσουμε τη διαφορά των νομισμάτων, κερδίζει κάθε χρόνο καθαρά 0,4%. Όπως αναμενόταν υπάρχει συνολικό κέρδος και για τα τρία μέρη $(0,6+0,6+0,4)=1,6%$ ετήσια.

Το κεφάλαιο στο swap συναλλάγματος καθορίζεται με την αρχική ισοτιμία των δύο νομισμάτων και στα δύο νομίσματα. Τα κεφάλαια αυτά ανταλλάσσονται στην αρχή και στη λήξη του swap. Έστω ότι στην προηγούμενη περίπτωση το αρχικό κεφάλαιο είναι 15 εκατ. Δολάρια που (Ισοτιμία 1 Λίρας = 1,50 Δολάρια) ισούται με 10 εκατ. Λίρες. Αναλυτικά:

Η εταιρία Α:

1. Στην αρχή του swap πληρώνει στην Τράπεζα 15 εκατ. Δολάρια και εισπράττει κεφάλαιο 10 εκατ. Λιρών.
2. Κάθε έτος, όσο διαρκεί το συμβόλαιο, εισπράττει τόκο 1,20 εκατ. Δολάρια $(8\% \times 15 \text{ εκατ.})$ και πληρώνει τόκο στην Τράπεζα 1,10 εκατ. Λίρες $(11\% \times 10 \text{ εκατ.})$.
3. Στη λήξη του swap πληρώνει κεφάλαιο 10 εκατ. Λιρών και εισπράττει 15 εκατ. Δολαρίων.

Η εταιρία Β:

1. Στην αρχή του swap πληρώνει στην Τράπεζα κεφάλαιο 10 εκατ. Λιρών και εισπράττει κεφάλαιο 15 εκατ. Δολαρίων.
2. Κάθε έτος, όσο διαρκεί το συμβόλαιο, εισπράττει τόκο 1,20 εκατ. Λίρες $(12\% \times 10 \text{ εκατ.})$ και πληρώνει τόκο 1,41 εκατ. Δολάρια $(9,4\% \times 15 \text{ εκατ.})$.
3. Στη λήξη του swap πληρώνει κεφάλαιο στην Τράπεζα 15 εκατ. Δολαρίων και εισπράττει κεφάλαιο 10 εκατ. Λιρών.

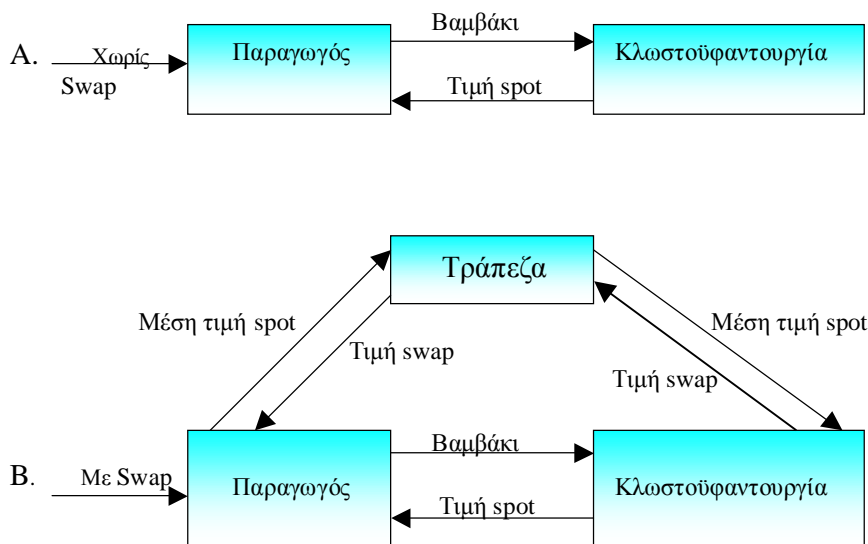
Η Τράπεζα:

Κάθε έτος κερδίζει 210.000 Δολάρια $(1,4\% \times 15 \text{ εκατ.})$ και χάνει 100.000 Λίρες $(1\% \times 10 \text{ εκατ.})$. αν τελικά χάνει ή κερδίζει εξαρτάται από την πορεία της συναλλαγματικής ισοτιμίας Δολαρίου-Λίρας Αγγλίας. Οι πληρωμές των τόκων και η πληρωμή του τελικού κεφαλαίου έχουν τη ροή των βελών του παραπάνω σχήματος, ενώ η πληρωμή του αρχικού κεφαλαίου έχει αντίθετη ροή από τα βέλη του σχήματος.

Οι ανταλλαγές εμπορευμάτων αποτελούν μία ακόμη κατηγορία swaps, όπου δεν ανταλλάσσονται ούτε εμπορεύματα ούτε αρχικά κεφάλαια. Αντίθετα ανταλλάσσονται κεφάλαια κατά την διάρκεια του swap, έτσι ώστε τα δύο αντισυμβαλλόμενα μέρη να μην επηρεάζονται από τις διακυμάνσεις των τιμών των εμπορευμάτων. Οι αντισυμβαλλόμενοι π.χ. μπορεί να είναι καλλιεργητές βάμβακος και κλωστοϋφαντουργοί, όπου οι μεν καλλιεργητές βάμβακος θέλουν να εξαλείψουν τον κίνδυνο μεταβολής της τιμής του προϊόντος τους (πουλώντας σε προκαθορισμένη τιμή) και οι κλωστοϋφαντουργοί επιθυμούν να εξασφαλίσουν τον κίνδυνο μεταβολής της τιμής βασικής τους πρώτης ύλης (αγοράζοντας σε προκαθορισμένη τιμή).

Ένα παράδειγμα commodity swap είναι το παρακάτω:

Ο παραγωγός βάμβακος διεξάγει κανονικά τις πωλήσεις βάμβακος, με την κλωστοϋφαντουργική εταιρία να πληρώνει με βάση την εκάστοτε τρέχουσα τιμή που διαμορφώνεται στην τιμή του βάμβακος (πρώτο τμήμα του παρακάτω διαγράμματος). Στο δεύτερο τμήμα του παρακάτω διαγράμματος, η τράπεζα μεσολαβεί έτσι ώστε τόσο ο παραγωγός, όσο και η κλωστοϋφαντουργική εταιρία να μην υπόκεινται τις οικονομικές συνέπειες από τις συνεχείς μεταβολές της spot τιμής βάμβακος στην αγορά.



Πηγή: Διαχείριση Χαρτοφυλακίου Εθνική Τράπεζα Σ. Κοτζαμάνης

Έτσι, ο παραγωγός: 1) καθ' όλη τη διάρκεια του swap καταβάλλει στην τράπεζα το μέσο όρο της spot τιμής κατά τον προηγούμενο μήνα. 2) εισπράττει καθ' όλη τη διάρκεια του swap από την τράπεζα 99 δραχμές ανά κιλό, που προέρχεται από την τρέχουσα τιμή του βάμβακος κατά εκκίνηση του swap (έστω 100 δραχμές), μείον μία προμήθεια (έστω 1 δραχμή) που εισπράττει η τράπεζα. 3) τα ανά κιλό έσοδα του παραγωγού ανέρχονται σε

$$\text{Spot Τιμή} - \text{Μέση Spot Τιμή Προηγούμενου Μήνα} + 99 \text{ Δραχμές}$$

Άρα μπορούμε να ισχυριστούμε ότι - σε γενικές γραμμές - ο παραγωγός «κλειδώνει» την τιμή πώλησης του προϊόντος του στο ύψος των 99 δραχμών ανά κιλό.

Η κλωστοϋφαντουργική εταιρία:1)καθ'όλη της διάρκεια του swap καταβάλλει στην τράπεζα 101 δραχμές ανά κιλό που προέρχεται από την τρέχουσα τιμή του βάμβακος κατά την εκκίνηση του swap (έστω 100 δραχμές) συν την προμήθεια (έστω μία δραχμή) που εισπράττει η τράπεζα 2) καθ' όλη τη διάρκεια του swap εισπράττει από την τράπεζα το μέσο όρο της spot τιμής κατά τον προηγούμενο μήνα 3)τα ανά κιλό αγοράς του βάμβακος ανέρχεται σε:

101 Δραχμές + Μέση Spot Τιμή Προηγούμενου Μήνα – Spot Τιμή

Άρα μπορούμε να ισχυριστούμε ότι - σε γενικές γραμμές - ο κλωστοϋφαντουργός «κλειδώνει» την τιμή αγοράς της πρώτης ύλης του στο ύψος των 101 δραχμών ανά κιλό.

Η τράπεζα από την πλευρά της χωρίς να αναλαμβάνει τον παραμικρό κίνδυνο, εισπράττει προμήθεια δύο δραχμές ανά κιλό (μία από κάθε αντισυμβαλλόμενο).

Τα commodity swaps αποτελούν υποκατάστατο των futures και υπερικχύουν έναντι των futures όταν η επιθυμητή περίοδος του κινδύνου είναι μεγάλη και όταν οι κεφαλαιακές εισροές και εκροές είναι άτακτα κατανεμημένες κατά τη διάρκεια της περιόδου αντιμετώπισης του κινδύνου. Είναι προφανές ότι τα commodity swaps μπορούν να αποτελέσουν μία πηγή κεφαλαιακών κερδών (γι' αυτόν που πουλάει σε σταθερή τιμή σε περίπτωση πτώσης της τρέχουσας τιμής του εμπορεύματος και γι' αυτόν που αγοράζει σε σταθερή τιμή σε περίπτωση ανόδου της τρέχουσας τιμής του εμπορεύματος).

Επίσης, μία τελευταία κατηγορία swaps είναι οι (equity swaps) ανταλλαγές μετοχών, στις οποίες δεν ανταλλάσσονται αρχικά κεφάλαια, αλλά συνήθως η απόδοση ενός χρηματιστηριακού δείκτη (θετική ή και αρνητική), με ένα σταθερό ή κυμαινόμενο επιτόκιο. Σκοπός του equity swaps για έναν μετοχικό επενδυτή είναι να ανταλλάξει για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου του (η απόδοση ενός χαρτοφυλακίου 10-20 μετοχών προσεγγίζει στην πράξη την απόδοση του Γενικού Δείκτη) με ένα επιτόκιο, σταθερό ή κυμαινόμενο. Οι λόγοι που ωθούν τον επενδυτή σε μια τέτοια ενέργεια θα μπορούσαν να είναι: 1)Η αναμονή αποδόσεων του μετοχικού χαρτοφυλακίου μόνο στο μακροπρόθεσμο διάστημα. 2)Η ύπαρξη συγκεκριμένων ανειλημμένων υποχρεώσεων του επενδυτή στο βραχυπρόθεσμο διάστημα, κ.λ.π. 3)Ο κίνδυνος της χρηματιστηριακής αγοράς κατά τη διάρκεια του swap ,κ.λ.π.

Ας δούμε το παρακάτω παράδειγμα equity swap.

Ο επενδυτής Α που διαθέτει μετοχές:1)Αποδίδει κατά την διάρκεια του swap στην τράπεζα κεφάλαια που προκύπτουν από την απόδοση του Γενικού Δείκτη (μεταβολή δείκτη και είσπραξη μερισμάτων). Να τονιστεί ότι σε περίπτωση που η παραπάνω απόδοση είναι αρνητική, τότε εισπράττει από την τράπεζα το ύψος της απόδοσης αυτής. 2)Εισπράττει από την τράπεζα προσυμφωνημένη σταθερή απόδοση 10% (θα μπορούσε να ήταν και κυμαινόμενη). 3)Το swap τον συμφέρει τόσο περισσότερο, όσο χαμηλότερη είναι η επίδοση του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου.

Η τράπεζα από την πλευρά της, μεσολαβεί και απλά καρπούται μια προμήθεια επί του ύψους του χαρτοφυλακίου των μετοχών.

Στα equity swaps υπάρχουν πολλές παραλλαγές, μερικές εκ των οποίων είναι:

1) Το principal notional (ύψος του μετοχικού χαρτοφυλακίου) να μεταβάλλεται κατά την περίοδο του swap.

2) Να τεθούν περιορισμοί, (ελάχιστο ή μέγιστο ύψος) στο ύψος των αποδόσεων του χρηματιστηριακού δείκτη που εισπράττονται ή καταβάλλονται.

3) Στο swap αντί να ανταλλάσσονται η απόδοση ενός χρηματιστηριακού δείκτη με ένα σταθερό ή κυμαινόμενο επιτόκιο, να ανταλλάσσονται οι αποδόσεις δύο χρηματιστηριακών δεικτών, κ.λ.π.

4) Αντί για το Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου να χρησιμοποιείται είτε ένας δείκτης (π.χ. κλαδικός, εταιριών μικρής κεφαλαιοποίησης), είτε συνδυασμός δύο ή περισσότερων χρηματιστηριακών δεικτών.

Σε αυτό το σημείο είναι χρήσιμο, να αναλύσουμε τους λόγους ύπαρξης των swaps. Οι ενδεχόμενοι λόγοι για τους οποίους γίνονται πράξεις swaps οι εξής:

- Ø Περιορισμός μιας σειράς κινδύνων, μεταξύ των οποίων του κινδύνου του εκδότη (κάνοντας το swap με την τράπεζα, εξασφαλίζεται ότι η τράπεζα – αντισυμβαλλόμενος- θα ανταποκριθεί λόγω της αξιοπιστίας της στους όρους του swap), του συναλλαγματικού κινδύνου, του κινδύνου μεταβολής των επιτοκίων, του κινδύνου μεταβολής των τιμών των εμπορευμάτων, του κινδύνου μεταβολής των τιμών των μετοχών, κ.λ.π.
- Ø Κάλυψη των ανοικτών κεφαλαιακών θέσεων του επενδυτή.
- Ø Διευκόλυνση επιχειρηματικής δράσης.
- Ø Επενδυτική εκμετάλλευση πρόσκαιρων ανισορροπιών της αγοράς (arbitrage). Οι λόγοι για τους οποίους μπορεί να υπάρχει η δυνατότητα arbitrage είναι ενδεχομένως: Το διαφορετικό κόστος άντλησης χρήματος ορισμένων επενδυτών σε διάφορα νομίσματα (π.χ. μια ελληνική τράπεζα με ευρύ δίκτυο καταστημάτων έχει πολύ χαμηλό κόστος άντλησης δραχμών, πλην όμως δανείζεται σε μεγάλο βαθμό δολάρια από τη διατραπεζική αγορά σε σχετικά υψηλό κόστος), το μέγεθος και η αξιοπιστία κάθε επενδυτή, οι περιοριστικοί μηχανισμοί που μπορεί να υπάρχουν από χώρα σε χώρα στις κινήσεις κεφαλαίων, οι πλασματικά υψηλές συναλλαγματικές ισοτιμίες ορισμένων νομισμάτων, κ.λ.π.
- Ø Επίτευξη κεφαλαιακού κέρδους μη οφειλόμενο σε arbitrage, δηλαδή μέσω της πρόβλεψης για άνοδο ή πτώση του χρηματιστηριακού δείκτη (equity swaps), για αύξηση ή πτώση της τιμής ενός εμπορεύματος (commodity swaps), για ανοδική ή καθοδική πορεία των επιτοκίων (interest rate swap), για υπερτίμηση ή υποτίμηση ενός νομίσματος (currency swaps). Επίτευξη κέρδους μπορεί να προέλθει και από συνδυασμό δύο ή περισσότερων κατηγοριών swaps.
- Ø Εξομάλυνση των ταμειακών ροών σε εταιρίες με έντονη εποχικότητα δραστηριοτήτων.
- Ø Μείωση του κόστους δανεισμού των επενδυτών ή των επιχειρήσεων.

Γ. ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ (FUTURES)

Μία νομικά δεσμευτική συμφωνία μεταξύ δύο συμβαλλομένων, εκ των οποίων ο ένας υπόσχεται να αγοράσει και ο άλλος να πουλήσει, μία συγκεκριμένη ποσότητα ενός τυποποιημένου αγαθού, σε κάποια συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία, σε καθορισμένη τιμή συναλλαγής, είναι το προθεσμιακό συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης (futures).

Στο future ως χρηματιστηριακό εργαλείο, καθορίζονται επακριβώς όλοι οι όροι της μελλοντικής συναλλαγής (ποσότητα μετοχών συγκεκριμένης εταιρίας, ημερομηνία συναλλαγής, κ.λ.π.) πλην της τιμής της συναλλαγής, η οποία προσδιορίζεται από τη συμφωνία των συμβαλλόμενων (προσφορά και ζήτηση) και μεταβάλλεται συνεχώς ανάλογα με την πορεία της τιμής της μετοχής στο χρηματιστήριο, αλλά και με την πορεία άλλων παραγόντων που θα να αναφέρουμε παρακάτω.

Τα futures βέβαια δεν περιορίζονται μόνο σε προσυμφωνημένες αγορές μετοχών, αλλά, μεταξύ των άλλων, αναφέρονται:

- Σε επιτοκιακούς τίτλους, όπως ομόλογα του δημοσίου, ομόλογα επιχειρήσεων, δημοτικά ομόλογα, έντοκα γραμμάτια δημοσίου, δολαριακές καταθέσεις σε μη αμερικανικές τράπεζες, κ.λ.π.
- Σε νομίσματα. Πιο θα αναφέρουμε τις διαφορές μεταξύ της αγοράς των futures και της προθεσμιακής αγοράς συναλλάγματος (Forward).
- Σε μετοχές. Συγκεκριμένα υπάρχουν futures επί συγκεκριμένων μετοχών, επί του γενικού χρηματιστηριακού δείκτη, επί ενός κλαδικού δείκτη, επί ενός δείκτη εταιρειών blue chips, κ.λ.π.
- Σε εμπορεύματα, μεταξύ των οποίων περιλαμβάνονται μέταλλα (χρυσός, γάλυβας, αλουμίνιο, χαλκός, πετρέλαιο, ψευδάργυρος, κ.λ.π.), και αγροτικά προϊόντα, όπως ζάχαρη, καφές, βαμβάκι κ.λ.π.
- Σε επιτόκια ομολόγων, εντόκων γραμματίων, τιτλοποιημένων δανειακών υποχρεώσεων, κ.λ.π.

Οι συναλλαγές αυτές γίνονται σε εξειδικευμένα χρηματιστήρια του εξωτερικού, τα μεγαλύτερα των οποίων βρίσκονται στις ΗΠΑ, στο Ηνωμένο Βασίλειο, τη Γερμανία την Ιαπωνία, κ.λ.π. Οι συναλλαγές στα παραπάνω χρηματιστήρια αφορούν σε τυποποιημένα προϊόντα, ενώ παράλληλα κάποιος επενδυτής μπορεί να προχωρήσει στη σύναψη futures και εκτός χρηματιστηρίου και μάλιστα με όρους προσαρμοσμένους στις δικές του ανάγκες. Τότε όμως το κόστος είναι ακριβότερο και η εμπορευσιμότητα του συμβολαίου του πολύ περιορισμένη.

Ο επενδυτής σε futures έχει τις παρακάτω εξής δυνατότητες:

A) Να αποτελέσει το μελλοντικό αγοραστή του συμβολαίου, οπότε λέμε ότι έχει αγοράσει ένα future ή ότι έχει αποκτήσει ένα long συμβόλαιο.

B) Να αποτελέσει το μελλοντικό πωλητή του συμβολαίου, οπότε λέμε ότι έχει πουλήσει ένα future ή ότι έχει αποκτήσει ένα short συμβόλαιο.

Γ) Να κλείσει τη θέση του που είχε σε ένα future, είτε η θέση του ήταν long, είτε short. Το κλείσιμο μιας θέσης long γίνεται με την τοποθέτησή του σε ένα νέο future (ίδιου προϊόντος και λήξης) με θέσης short. Αντίθετα, το κλείσιμο μιας θέσης short πραγματοποιείται με την τοποθέτησή του σε ένα νέο συμβόλαιο future με την θέση long. Με το κλείσιμο της θέσης του, ο επενδυτής προχωρεί στη λήξη της επένδυσής του επιτυγχάνοντας κέρδη ή ζημιές, ανάλογα με την πορεία της τιμής του συμβολαίου future. Π.χ. ένας επενδυτής που στις 2-1-2000 είχε τοποθετηθεί σε θέση long σε ένα future

στην τιμή των 100.000 δρχ. (πρόκειται για την τιμή της συναλλαγής στη λήξη του συμβολαίου και όχι για την καταβολή κεφαλαίων), κλείνει τη θέση του 31-1-2000 παίρνοντας θέση short σε future ίδιου όγκου και λήξης, στην τιμή των 120.000 δραχμών. Στην περίπτωση αυτή ο επενδυτής έχει κερδίσει 20.000 δραχμές.

Δ) Να προχωρήσει σε οποιοδήποτε συνδυασμό στις τοποθετήσεις συμβολαίων futures, με σκοπό είτε την κάλυψη του κινδύνου, είτε την κερδοσκοπία.

1. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΤΩΝ FUTURES

Τα Futures διαπραγματεύονται σε ειδικά χρηματιστήρια και οι εντολές των πελατών εκτελούνται κατά τρόπο ο οποίος δεν είναι και πολύ διαφορετικός από αυτόν των μετοχών καθώς και η μετέπειτα διαδικασία ενημέρωσης των πελατών και των λογαριασμών τους. Το περιεχόμενο των σημερινών συμβολαίων συμμορφώνεται με τους όρους της νομοθεσίας που τα διέπουν, τους κανονισμούς του χρηματιστηρίου στο οποίο διαπραγματεύονται και συνοδεύονται από τη συμβολαιογραφική περιγραφή και τα χαρακτηριστικά του ενεργητικού επί του οποίου εκδίδονται.

Στο σημείο αυτό θα επισημάνουμε τα βασικότερα χαρακτηριστικά που στιγματίζουν την αγορά των προθεσμιακών συμβολαίων (futures).

Διαπραγματευσιμότητα

Το πρώτο χαρακτηριστικό είναι ότι τα futures δίνουν το δικαίωμα της διαπραγματευσιμότητας στο χρηματιστήριο και η πορεία των τιμών τους μεταβάλλεται καθημερινά. Ένας Επενδυτής μπορεί κατά την διάρκεια του συμβολαίου να προχωρήσει:

- Στην αγορά ενός συμβολαίου (θέση long), όπου θα έχει την υποχρέωση αγοράς στη λήξη του συμβολαίου σε προκαθορισμένη τιμή.
- Στην αγορά ενός συμβολαίου (θέση short), όπου θα έχει την υποχρέωση πώλησης στη λήξη σε μια δεδομένη τιμή.

Βέβαια, οι μεταβολές στις τιμές των futures επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από τις μεταβολές των τρεχουσών τιμών της πρωτογενούς αγοράς. Π.χ. η πορεία της τιμής ενός συμβολαίου σε μετοχές της Εμπορικής Τράπεζας στο χρηματιστήριο παραγώγων επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από την πορεία της τιμής της Εμπορικής Τράπεζας στο χρηματιστήριο των μετοχών. Όσο μεγαλύτερη είναι η αύξηση της τιμής της μετοχής της Εμπορικής Τράπεζας, τόσο θετικά επηρεάζεται και η τιμή του future που αναφέρεται στην αγορά μετοχών της Εμπορικής Τράπεζας.

Δεν απαιτείται επενδυτικό κεφάλαιο

Ένα δεύτερο χαρακτηριστικό είναι ότι πρόκειται για μία επένδυση που δεν απαιτεί κεφάλαια, ή μάλλον στην πράξη απαιτεί κόστος συναλλαγής και ένα ελάχιστο ύψος κεφαλαίου που απαιτείται ως εγγύηση για την τήρηση της υποχρέωσης των συναλλασσομένων και την ολοκλήρωση της συναλλαγής (margin).

Για να γίνει περισσότερο κατανοητός ο όρος του margin (περιθώριο), θα χρησιμοποιήσουμε ένα παράδειγμα όπου ένας επενδυτής προβαίνει στην αγορά ενός συμβολαίου future 1.000 μετοχών της Εμπορικής Τράπεζας προς

10.000 δραχμές τη μία, συμβόλαιο που λήγει σε έξι μήνες. Η τρέχουσα τιμή της μετοχής της Εμπορικής Τράπεζας είναι π.χ. 8.500 δραχμές. Ο επενδυτής θα καταβάλλει αρχικά ως margin ένα ποσό που συχνά προσεγγίζει το ανώτατο ημερήσιο όριο διακύμανσης των τιμών (limi up - limi down) των μετοχών ενός χρηματιστηρίου. Σε μία τέτοια περίπτωση, το margin που θα καταβάλλει ο συγκεκριμένος επενδυτής ισούται με **$1.000 \times 10.000 \times 8\% = 800.000$ δρχ.** ποσό που καλείται αρχικό περιθώριο (initial margin) και το οποίο δεσμευμένο από το τμήμα διεκπεραίωσης του χρηματιστηρίου.

Σε περίπτωση **ανόδου** της τρέχουσας τιμής (spot price) του συμβολαίου της Εμπορικής Τράπεζας από την τρέχουσα τιμή (στο παράδειγμά μας από τις 10.000 δραχμές ανά μετοχή στις 10.050 δραχμές), τότε δίδεται η δυνατότητα στον επενδυτή να αποδεσμευτεί από το αρχικό περιθώριο ένα ποσό της τάξης των **$(10.050 - 10.000) \times 1.000 = 50.000$ δραχμές**, όπου 1.000 είναι ο αριθμός των μετοχών της Εμπορικής Τράπεζας που περικλείει το συμβόλαιο που ο επενδυτής αγόρασε. Μία αύξηση της τρέχουσας τιμής του future της μετοχής στις 10.200 δρχ., δίνει το δικαίωμα στον επενδυτή να αποδεσμεύσει από το αρχικό περιθώριο ένα επιπλέον ποσό της τάξης των **$(10.200 - 10.050) \times 1.000 = 150.000$ δραχμές**.

Ας υποθέσουμε τώρα ότι η τιμή του συμβολαίου future από τις 10.000 δρχ. ανά μετοχή **μειωθεί** στις 9.800 δραχμές, τότε το ποσό που αποτελεί εγγύηση για την πραγματοποίηση της συναλλαγής μειώνεται από τις αρχικές 800 δραχμές ανά μετοχή στις **$800 - 200 = 600$ δραχμές** ανά μετοχή, ή 600.000 για το σύνολο των 1.000 μετοχών της Εμπορικής Τράπεζας. Γίνεται λοιπόν φανερό ότι όσο η τιμή του συμβολαίου ανά μετοχή της Εμπορικής τράπεζας μειώνεται, τόσο περισσότερο μειώνεται και το ύψος της ασφάλειας που υπάρχει για την τελική πραγματοποίηση της συναλλαγής. Έτσι, εάν το όριο αυτό ασφαλείας μειωθεί κάτω από ένα συγκεκριμένο σημείο που ονομάζεται margin call (π.χ. στην περίπτωση μας το margin call ισούται με 500 δραχμές ανά μετοχή), τότε ο επενδυτής καλείται να καλύψει το όριο καταθέτοντας επιπλέον κεφάλαια ως margin, έως ότου το όριο ασφαλείας επανέλθει στο ύψος του αρχικού margin. Στο παράδειγμά μας λοιπόν, μια μείωση της τιμής του future της Εμπορικής Τράπεζας στις 8.450 δραχμές ανά μετοχή:

- Θα μείωνε αρχικά το όριο ασφαλείας ανά μετοχή κατά 550 δραχμές.
- Θα οδηγούσε σε επιπλέον κατάθεση του επενδυτή ως margin της τάξεως των **550×1.000 μετοχές = 550.000 δραχμών**, ποσό που ονομάζεται maintenance margin. Το ύψος του margin σε άλλες επενδύσεις, όπως π.χ. ομόλογα, είναι χαμηλότερο από αυτό των μετοχών ως ποσοστό της αξίας του συμβολαίου.

Από τα όσα αναφέραμε παραπάνω, γίνεται φανερό ότι **το ύψος των κεφαλαίων του margin αποτελεί ένα μικρό ποσοστό της αξίας του future**.

Έτσι μπορούμε να υποστηρίξουμε τελικά ότι η επένδυση σε futures απαιτεί στην πράξη ένα πολύ μικρό ύψος κεφαλαίου (το κόστος συναλλαγών) και τη διάθεση του margin που αφ'ενός αποτελεί μικρό ποσοστό της επένδυσης, αφ'ετέρου δεν αποτελεί ποσό κεφαλαίου που τίθεται σε κίνδυνο καθώς επιστρέφεται στον επενδυτή κατά την λήξη του συμβολαίου ή κατά την ενδιάμεση ημερομηνία πώλησης του συμβολαίου.

Το ποσοστό μάλιστα αυτό του margin γίνεται πολλές φορές ακόμη πιο μικρό, εάν το margin υπολογίζεται όχι επί μιας μόνο επενδυτικής τοποθέτησης, αλλά επί ενός χαρτοφυλακίου που περιλαμβάνει επενδύσεις

που παρουσιάζουν μεταξύ τους αρνητική συνδιακύμανση (συνήθως άνοδο της τιμής της μίας συνοδεύεται από πτώση της τιμής της δεύτερης), ή επί ενός χαρτοφυλακίου που εμπεριέχει αγορές και πωλήσεις futures ίδιου προϊόντος αλλά με διαφορετική ημερομηνία λήξεως, κ.λ.π.

Τέλος, το margin δεν πρέπει να είναι απαραίτητα αποτιμημένο σε υποχρεωτικές καταθέσεις καθώς αντί για χρήματα μπορούν να κατατεθούν ως margin τίτλοι του δημοσίου, ή άλλο εύκολα ρευστοποιήσιμο και περιορισμένου κινδύνου χρηματοοικονομικό προϊόν. Μετά απ' όλα αυτά μπορούμε να συμπεράνουμε ότι η επένδυση σε future απαιτεί περίπου μηδενικό ύψος κεφαλαίων.

Μεγαλύτερα υποσχόμενα περιθώρια κέρδους.

Ένα τρίτο χαρακτηριστικό της επένδυσης σε future απορρέει από το αμέσως προηγούμενο χαρακτηριστικό, από το ότι δηλαδή η επένδυση αυτή απαιτεί σχεδόν μηδενικά κεφάλαια: Είναι τα πολύ υψηλά περιθώρια κέρδους τα οποία υπόσχονται τα futures σε περίπτωση επιβεβαίωσης των προβλέψεων του επενδυτή.

Στο παραπάνω λοιπόν παράδειγμα του future των μετοχών της Εμπορικής Τράπεζας, ας υποθέσουμε ότι με την λήξη του συμβολαίου (μετά την πάροδο έξι μηνών), η τιμή της μετοχής της Εμπορικής Τράπεζας θα ανέλθει στις 11.000 δραχμές ανά μετοχή. Τότε ο επενδυτής εκείνος ο οποίος θα αγόραζε το συγκεκριμένο future, θα κέρδιζε ένα ποσό της τάξης $1.000 \times (11.000 - 10.000) = 1.000.000$ δραχμών, έχοντας διαθέσει μηδενικό κεφάλαιο. Αντίθετα, ο επενδυτής που την ίδια ημερομηνία θα αγόραζε μετοχές της Εμπορικής Τράπεζας προ π.χ. 9.800 δραχμές, τότε θα κέρδιζε $1.000 \times (11.000 - 9.800) = 1.200.000$ δραχμές, έχοντας μια απόδοση της τάξης του $(1.200.000 \times 100) / 9.800.000 = 12,2\%$.

Συγκρίνουμε δηλαδή τη μάλλον μέτρια απόδοση του 12,2% που επέτυχε ο επενδυτής της μετοχής της Εμπορικής Τράπεζας με την απόδοση του επενδυτή που προτίμησε το αντίστοιχο future (ανέρχεται σε 100%). Τότε γίνεται φανερό **το πόσο πιο προσοδοφόρα μπορεί να είναι η επένδυση σε futures.**

Όροι Συμβολαίων

Το κείμενο των συμβολαίων διαφοροποιείται από συμβόλαιο σε συμβόλαιο για να αντανakλάσει τις διαφορές που υπάρχουν στα ενεργητικά επί των οποίων εκδίδονται και τις ιδιαίτερες ανάγκες που καλύπτουν. Στους βασικούς όρους περιλαμβάνεται η σαφής περιγραφή του ενεργητικού, το μέγεθος (αριθμός μονάδων) η μονάδα διαπραγμάτευση (συνήθως χρησιμοποιείται η μονάδα του παράγωγου ενεργητικού, στα ομόλογα π.χ. τα εκατοστά και τα τριακοσιοστά δεύτερα), η διαδικασία, ο τρόπος, η σειρά των μηνών λήξης και ο χρόνος παράδοσης. Στα εμπορευματικά futures ο μήνας παράδοσης ορίζεται με βάση το μήνα συγκομιδής ενώ στα χρηματοοικονομικά οι μήνες Μάρτιος, Ιούνιος, Σεπτέμβριος και Δεκέμβριος. Επιπρόσθετα αναφέρονται η ελάχιστη διακύμανση της τιμής (στα futures ομολόγων το 1/32 του ενός εκατοστού ή 0,0003125 και στα options το 1/64), τα όρια της ημερήσιας διακύμανσης και στα εμπορεύματα ο βαθμός (grade). Τέλος ορίζεται η διάρκεια των futures, στα χρηματοοικονομικά μέχρι ένα ή δύο έτη και στα ευρωομόλογα μέχρι τα 10 έτη.

Κλείσιμο Θέσης και Παράδοση

Στα περισσότερα χρηματοοικονομικά συμβόλαια δε γίνεται παράδοση του ενεργητικού, αυτή όμως δεν αποκλείεται. Οι επαγγελματίες (traders) συνήθως κλείνουν τις θέσεις τους πριν από τη λήξη. Το κλείσιμο γίνεται με αντίθετη πράξη. Αν δηλαδή ένας έχει αγοράσει συμβόλαιο (θέση long) μπορεί να το κλείσει με αντίστοιχη πώληση (θέση short) και το αντίθετο (αν έχει πωλήσει να το αγοράσει). Αν μια θέση δεν κλειστεί πριν από τη λήξη πιθανότατα να ακολουθήσει παράδοση.

Διεκπεραίωση Εντολής

Ο επενδυτής αφού επιλέξει το είδος του συμβολαίου και προσδιορίσει το μήνα που τον ικανοποιεί δίνει την εντολή στο χρηματιστή του ο οποίος την εκτελεί ακολουθώντας τη διαδικασία που έχει οριστεί από το χρηματιστήριο. Ο χρηματιστής προς τούτο μεταβιβάζει την εντολή στο χρηματιστήριο στο οποίο διαπραγματεύεται το συγκεκριμένο futures για εκτέλεση με τη μορφή π.χ. «αγόρασε 5 συμβόλαια Ιουνίου του δείκτη μετοχών του FTSE/ASE 20». (Για τα συμβόλαια επί Δεικτών Μετοχών θα αναφερθούμε αναλυτικά παρακάτω). Με τη λήψη στο γραφείο της ένδειξης εκτέλεσης της εντολής ο πελάτης πρέπει να καταβάλλει το margin το οποίο δεν υπερβαίνει το 10% της αξίας για τις κερδοσκοπικές πράξεις και χαμηλότερα hedge και arbitrage. (Βλέπε: Εφημερίδα το Βήμα φύλλο 25/6/2000, site: οικονiamnet.gr, Περιοδικό Money & Life τεύχος Ιουνίου 2000)

2. ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ ΣΕ FUTURES

Για να αγοράσει ή να πουλήσει κάποιος ένα προθεσμιακό συμβόλαιο, πρέπει να απευθυνθεί σε χρηματιστηριακή εταιρία, ανεξάρτητο χρηματιστή (broker) ή Τράπεζα. Αν αυτοί είναι μέλη του Χρηματιστηρίου Παραγώγων, θα εκτελέσουν την εντολή του, αλλιώς θα τη διαβιβάσουν σε ένα μέλος για να εκτελεστεί.

Οι εντολές είναι όμοιες με αυτές που δίνονται στο Χρηματιστήριο Αξιών. Πρέπει να αναφέρουν:

- 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 του δείκτη.
- Την ποσότητα των συμβολαίων και
- Το μήνα λήξης ή τους μήνες λήξης κάθε συμβολαίου.

Η εντολή μπορεί να δοθεί στην **τιμή αγοράς** (market order) ή σε **ορισμένη τιμή 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 ισόποσων συμβολαίων. Π.χ. αν κάποιος έχει αγοράσει στις 10 Μαρτίου ένα συμβόλαιο παράδοσης εμπορευμάτων 1 εκατ. δρχ. που λήγει τον Ιούνιο, μπορεί στις 15 Μαΐου να πουλήσει ένα συμβόλαιο παράδοσης εμπορευμάτων 1 εκατ. δραχμές 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.

3. ΠΟΙΟΙ ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΥΝ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ

Από τα όσα έχουν αναφερθεί παραπάνω, είναι φανερό ότι μία κατηγορία ανθρώπων που συμμετέχει ενεργά στην αγορά των futures, είναι κερδοσκόποι, μεταξύ των οποίων περιλαμβάνονται επενδυτικά κεφάλαια επενδύσιμα από κοινού, μεγάλοι πελάτες που επενδύουν μέσω των dealing rooms των τραπεζών, ασφαλιστικά και συνταξιοδοτικά ταμεία, κ.λ.π. Οι κυριότεροι λόγοι που ελκύουν τους κερδοσκόπους στα προϊόντα αυτά είναι:

Α) Το πολύ μεγάλα περιθώρια κέρδους που υπόσχονται τα παράγωγα, εφ' όσον επιβεβαιωθούν οι προβλέψεις των επενδυτών - κερδοσκόπων. Αναφέραμε ήδη ότι τα απαιτούμενα κεφάλαια για να επενδύσει κάποιος σε futures είναι στην πράξη ελάχιστα και έτσι, εφ' όσον υπάρξουν τελικά κέρδη, τα περιθώρια κέρδους είναι πολύ μεγάλα. Επίσης, είναι δυνατόν με μικρό ύψος απαιτούμενων κεφαλαίων, οι επενδυτές να έχουν την πιθανότητα να κερδίσουν πολύ υψηλά ποσά. Για να κερδίσουν αυτά τα ποσά μέσω της πρωτογενούς αγοράς (π.χ. μέσω του χρηματιστηρίου μετοχών) θα έπρεπε να διαθέσουν πολύ υψηλότερα κεφάλαια.

Β) Το χαμηλότερο κόστος συναλλαγών που συνεπάγεται η επένδυση σε futures, σε σχέση με τις επενδύσεις στις πρωτογενείς αγορές.

Μία δεύτερη κατηγορία επενδυτών στην αγορά των futures είναι αυτοί που θέλουν να περιορίσουν τον κίνδυνο:

- Που διατρέχουν στην επιχειρηματική τους δραστηριότητα, όπως π.χ. εταιρίες παραγωγής πρώτων υλών, εισαγωγείς σε ξένο νόμισμα, εταιρίες χρεωμένες σε ξένο νόμισμα, εταιρίες το κόστος των οποίων επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από την πορεία της τιμής της πρώτης ύλης, κ.λ.π.
- Που διατρέχει το επενδυτικό τους χαρτοφυλάκιο από μια υποτίμηση του νομίσματος στο οποίο έχουν επενδύσει σε μεγάλο βαθμό, από την πτώση των τιμών στο χρηματιστήριο, από την πτώση των τιμών των ομολόγων κ.λ.π.

Ας πάρουμε για παράδειγμα την αγορά futures στο βαμβάκι, την οποία προαναφέραμε. Από τη μια πλευρά, οι παραγωγοί βάμβακος και οι βαμβακοπαραγωγικές βιομηχανίες ευνοούνται μεν από μια υψηλή τιμή του βάμβακος, η οποία αν τελικά επικρατήσει θα τους αποφέρει υπερκέρδη. Αντίθετα, διατρέχουν τον κίνδυνο να υποστούν σημαντικές ζημίες σε περίπτωση που η τιμή του βάμβακος πέσει σε χαμηλά επίπεδα. Για το λόγο αυτό συνάπτουν κατά την περίοδο της σποράς ένα προθεσμιακό συμβόλαιο (future) στο οποίο είναι σε θέση short, δηλαδή υπόσχονται ότι θα πωλήσουν σε έξι μήνες συγκεκριμένη ποσότητα βάμβακος σε προκαθορισμένη τιμή, η οποία θα τους αποφέρει λογικά κέρδη (ούτε ζημίες, ούτε υπερκέρδη).

Από την άλλη πλευρά, υπάρχουν οι βιομηχανίες εκείνες που παραλαμβάνουν το βαμβάκι, το επεξεργάζονται και το μετατρέπουν σε νήμα. Οι βιομηχανίες αυτές συνήθως δεν μπορούν να μετακυλίσουν μια αύξηση της τιμής του βάμβακος στους πελάτες τους (τουλάχιστον άμεσα) και στο βαθμό που δεν διαθέτουν πολύ υψηλά αποθέματα βαμβακιού, μια αύξηση της τιμής στο βαμβάκι θα τις οδηγήσει σε ζημιογόνα αποτελέσματα. Αντίθετα, σε περίπτωση πτώσης της τιμής του βαμβακιού, τότε θα επιτύχουν υπερκέρδη.

Για το λόγο αυτό οι βιομηχανίες επεξεργασίας βάμβακος συνάπτουν ένα προθεσμιακό συμβόλαιο (future) στο οποίο είναι σε θέση long, δηλαδή υπόσχονται ότι θα αγοράσουν π.χ. σε έξι μήνες συγκεκριμένη ποσότητα βάμβακος σε προκαθορισμένη τιμή, η οποία θα τους αποφέρει λογικά κέρδη (ούτε ζημίες, ούτε υπερκέρδη).

Βλέπουμε λοιπόν, ότι η αγορά των futures, θεωρητικά, θα μπορούσε να λειτουργεί και χωρίς τους κερδοσκόπους, καθώς οι παραγωγοί του βάμβακος από τη μία πλευρά και οι χρήστες του βάμβακος από την άλλη, είναι ικανοί να δημιουργήσουν για αγορά futures, όπου οι μεν θα λαμβάνουν στα futures θέση short και οι δε άλλοι θα λαμβάνουν θέση long. Πολλές φορές όμως στην πράξη, οι κερδοσκόποι είναι απαραίτητοι στις αγορές των futures, καθώς αυξάνουν την εμπορευσιμότητά τους, περιορίζουν το κόστος των συναλλαγών και διευρύνουν την ποικιλία των προσφερόμενων futures. Αποδεικνύεται λοιπόν, ότι όταν υπάρχει επαρκής εποπτεία, οι κερδοσκόποι συμβάλλουν και αυτοί στην ανάπτυξη των αγορών, πρωτογενών και μη. (Βλ. site:adex.gr).

4. ΜΕΘΟΔΟΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΜΕ FUTURES.

Η προσπάθεια κάλυψης του επιχειρηματία ή του χρηματοοικονομικού επενδυτή μέσω των futures, γίνεται κυρίως με δύο τρόπους.

Ο πρώτος τρόπος ονομάζεται Short hedging και περιλαμβάνει:

- Την αγορά ενός επενδυτικού προϊόντος (π.χ. μιας μετοχής, ενός ομολόγου, ενός μετάλλου, κ.λ.π.) στην πρωτογενή αγορά με την τρέχουσα τιμή (spot price).

Στην περίπτωση που ο επενδυτής είναι ταυτόχρονα παραγωγός του προϊόντος όπως στην περίπτωση των βαμβακοπαραγωγών που αναφέραμε προηγουμένως, τότε η κίνηση αυτή δεν έχει λόγο ύπαρξης.

- Τη σύναψη ενός συμβολαίου future, στην οποία ο επενδυτής θα βγει θέση short (μελλοντικού πωλητή).

Ας υποθέσουμε ότι ένας επενδυτής εκτιμά ότι η μετοχή π.χ. της εταιρίας Α αποτελεί μια καλή μεσομακροπρόθεσμη επένδυση, πλην όμως υπάρχει περίπτωση η τιμή της να μειωθεί σημαντικά κατά το επόμενο εξάμηνο λόγω ενός συγκυριακού παράγοντα.

Όμως, ο συγκεκριμένος επενδυτής από τη μια πλευρά κρίνει τη μετοχή της εταιρίας Α ελκυστική για το μεσομακροπρόθεσμο διάστημα, από την άλλη πλευρά όμως, δεν θέλει να αναλάβει τον κίνδυνο να δει την τιμή μετοχής Α να μειώνεται σημαντικά κατά το επόμενο εξάμηνο, γιατί στην περίπτωση αυτή θα έχει την ευκαιρία να αγοράσει σε σαφώς χαμηλότερη τιμή τη μετοχή αυτή.

Μια καλή λύση στο πρόβλημα του επενδυτή, είναι να προχωρήσει (π.χ. στις 2-1-2000) σε short hedging, αγοράζοντας τη μετοχή της εταιρείας Α στην τρέχουσα τιμή π.χ. των 10.000 δραχμών (τρέχουσα τιμή 2-1-2000) και παίρνοντας short θέση σε ένα future που λήγει σε έξι μήνες (30-6-2000), στην τιμή της μετοχής στις 11.000 δραχμές. Ας υποθέσουμε επίσης, ότι πριν λήξει το future, η εταιρεία Α θα διανείμει μέρισμα ύψους 300 δραχμών ανά μετοχή.

Επένδυση στη Μετοχή Χωρίς Hedging

	A! Σενάριο	B! Σενάριο	Γ! Σενάριο
Τιμή Μετοχής 30-6-00	8.00€	11.00€	14.00€
Μέρισμα Μετοχής	300	300	300
Κεφαλαιακά Κέρδη	-2.00€	1.00€	4.00€
Σύνολο Κερδών	-1.700	1.300	4.300
Απόδοση	-17%	13%	43%

Επένδυση με Short Hedging

	A! Σενάριο	B! Σενάριο	Γ! Σενάριο
Τιμή Μετοχής 30-6-00	8.00€	11.00€	14.00€
Μέρισμα Μετοχής	300	300	300
Κέρδη από Future	1.00€	1.00€	1.00€
Σύνολο Κερδών	1.300	1.300	1.300
Απόδοση	13%	13%	13%

Πηγή: site portfolio.gr

Όπως φαίνεται στους παραπάνω πίνακες, η τακτική τιμή του Short hedging αποφέρει σε κάθε περίπτωση στον επενδυτή της μετοχής A απόδοση ίση με το 13%, απόδοση που είναι πολύ υψηλότερη από την απόδοση ενός ομολόγου για διάστημα έξι μηνών. Το Short hedging λοιπόν όχι μόνο μηδενίζει τον κίνδυνο του επενδυτή, αλλά του εξασφαλίζει και μια πολύ ικανοποιητική απόδοση της τάξεως του 13% σε ένα εξάμηνο. Επιπλέον, στην περίπτωση του πρώτου σεναρίου, το short hedging δίνει την ακόλουθη δυνατότητα στο συγκεκριμένο επενδυτή που πιστεύει ότι η πτώση της τιμής της μετοχής A είναι συγκυριακή και ότι η τιμή της μετοχής αυτής θα ανέλθει μελλοντικά π.χ. στις 14.000 δραχμές: με τις 11.300 δραχμές που θα εισπράξει από το short hedging (300 από το μέρισμα και 11.000 από το Future) να αποκτήσει $11.300/8.000=1,41$ υποσχόμενες μετοχές της εταιρίας A, δηλαδή να αποκτήσει 41% επιπλέον μετοχές της εταιρίας A από τις μετοχές που διέθετε στις 2-1-2000.

Η επένδυση στη μετοχή A χωρίς κάλυψη θα ήταν συμφέρουσα για τον επενδυτή, μόνο στην περίπτωση που η τιμή της μετοχής A στις 30-6-00 θα είναι ανώτερη των 11.000 δρχ.

Ο δεύτερος τρόπος ονομάζεται long hedging, κατά τον οποίο ο επενδυτής συνάπτει ένα συμβόλαιο futur παίρνοντας θέση long (μελλοντικού αγοραστή), προκειμένου να εξασφαλίσει συγκεκριμένη τιμή για το προϊόν (περίπτωση κλωστοϋφαντουργίας που αναφέραμε παραπάνω) ή την επένδυσή του. Π.χ. ένας επενδυτής κρίνει ότι η τοποθέτησή του στη μετοχή της εταιρίας A είναι ιδιαίτερα συμφέρουσα, αλλά δεν διαθέτει ρευστά διαθέσιμα για τους επόμενους τέσσερις μήνες. Ο συγκεκριμένος επενδυτής κρίνει ότι η τιμή της μετοχής δεν μπορεί να παραμείνει στα ίδια χαμηλά επίπεδα κατά τους επόμενους τέσσερις μήνες (όταν θα έχει εξασφαλίσει τα ρευστά διαθέσιμα), οπότε λόγω της περιορισμένης του ρευστότητας εκτιμά ότι θα χάσει μια καλή επενδυτική ευκαιρία, αυτή της μετοχής A.

Το long hedging αποτελεί μια καλή λύση για το συγκεκριμένο επενδυτή. Ο επενδυτής προχωρεί στη σύναψη συμβολαίου future που λήγει σε τέσσερις μήνες (π.χ. 30-6-2000) με θέση long (υποψήφιου αγοραστή).

Ας υποθέσουμε ότι η τρέχουσα τιμή της μετοχής A είναι 10.000 δραχμές, ότι εντός του επόμενου τετραμήνου η εταιρεία A θα διανείμει μέρισμα 300

δραχμές ανά μετοχή και ότι στο συμβόλαιο future ο επενδυτής θα αγοράσει τη μετοχή της εταιρίας Α έναντι 11.000 δραχμών.

Στους πίνακες που ακολουθούν, φαίνονται οι αποδόσεις του επενδυτή που πραγματοποιεί long hedging στη μετοχή Α σε τρία διαφορετικά σενάρια για την εξέλιξη της τιμής της μετοχής Α στην ημερομηνία λήξης του συμβολαίου.

Για να είναι συγκρίσιμα τα στοιχεία των αποδόσεων των δύο τακτικών θα πρέπει να σημειώσουμε ότι:

- Η επένδυση σε μετοχές δεν είναι δυνατή για τον επενδυτή του παραδείγματος, γιατί δεν διαθέτει τα απαραίτητα κεφάλαια.
- Για να είναι συγκρίσιμες οι αποδόσεις, θα πρέπει να προστεθεί στον επενδυτή που προχώρησε σε long hedging και η απόδοση των κρατικών τίτλων για διάρκεια τεσσάρων μηνών.

Επένδυση με Long Hedging

	A! Σενάριο	B! Σενάριο	Γ! Σενάριο
Τιμή Μετοχής 30-6-00	9.00€	11.00€	14.00€
Κέρδη από Future	-2.000	0	3.000
Απόδοση	Μείον άπειρι	0%	Άπειρη

Επένδυση στη Μετοχή Χωρίς Hedging

	A! Σενάριο	B! Σενάριο	Γ! Σενάριο
Τιμή Μετοχής 30-6-00	9.00€	11.00€	14.00€
Μέρισμα Μετοχής	300	300	300
Κεφαλαιακά Κέρδη	-1.00€	1.00€	4.00€
Σύνολο Κερδών	-700	1.300	4.300
Απόδοση	-7%	13%	43%

Πηγή: site portfolio.gr

5. ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΕΠΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ

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 Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, αυτό σημαίνει ότι θα πρέπει να παραδοθεί ένα χαρτοφυλάκιο 60 μετοχών.

Τα συμβόλαια επί δεικτών αποτιμούνται (marked to market) την τελευταία ημέρα διαπραγμάτευσής 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 χρηματιστηριακός δείκτης FTSE/ASE 20 ήταν υποκείμενος στα πρώτα συμβόλαια futures που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών. Είναι αποτέλεσμα της συνεργασίας του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και του οργανισμού FTSE International, δημιουργήθηκε το Σεπτέμβριο του 1997. Είναι βασισμένος σε 20 από τις

μεγαλύτερες σε κεφαλαιοποίηση εταιρείες, οι οποίες είναι εγγεγραμμένες στο ΧΑΑ και των οποίων οι μετοχές πληρούν τα απαραίτητα κριτήρια εμπορευσιμότητας, διαφάνειας μεγέθους, κανόνων και εγκυρότητας. Η ημερομηνία έναρξης των συναλλαγών έγινε την 27^η Αυγούστου του 1999. Ο δείκτης αυτός απεικονίζει με ακρίβεια τις κινήσεις της αγοράς και χρησιμοποιείται από διαχειριστές χαρτοφυλακίων για τη αξιολόγηση της απόδοσης των επενδύσεών τους (benchmark), αλλά και για τη δημιουργία νέων αμοιβαίων κεφαλαίων, η λειτουργία των οποίων βασίζεται σε χρηματιστηριακό δείκτη. Επίσης ο δείκτης αυτός σχεδιάστηκε για να υποστηρίξει τη λειτουργία της αγοράς παραγώγων, με την εισαγωγή προϊόντων που βασίζονται στο FTSE/ASE 20.

Στην περίπτωση των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο Δείκτη FTSE/ASE 20, η παράδοση γίνεται με χρηματικό διακανονισμό της διαφοράς μεταξύ της τιμής που διαπραγματεύτηκε το Συμβόλαιο στην Αγορά Παραγώγων και της Τελικής τιμής του Δείκτη κατά την ημέρα λήξης του συμβολαίου. Πιο συγκεκριμένα, καθώς η τιμή διαπραγμάτευσης του συμβολαίου αλλάζει καθημερινά, ο χρηματικό διακανονισμός γίνεται σε καθημερινή βάση μέχρι την ημέρα λήξης του συμβολαίου. Η τιμή του ΣΜΕ εκφράζεται σε μονάδες του Δείκτη, η δραχμική δε αξία του συμβολαίου υπολογίζεται με τον πολλαπλασιασμό της τιμής του ΣΜΕ επί 2.000 δραχμές.

Αναφέραμε παραπάνω παραδείγματα προθεσμιακών συμβολαίων (futures) που γίνονται πάνω σε μία μετοχή εταιρείας που είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο. Πιο συχνή περίπτωση όμως είναι ένας επενδυτής να μην επιδιώκει να διαχειριστεί τον κίνδυνο που διατρέχει από την κατοχή μιας μόνο μετοχής που κατέχει, αλλά να επιδιώκει να διαχειριστεί τον κίνδυνο της συνολικότερης μεταβολής των χρηματιστηριακών τιμών. Έτσι, αντί να συνάπτει συμβόλαια futures για κάθε μία μετοχή που κατέχει, συνάπτει ένα μόνο future επί του χρηματιστηριακού δείκτη και με τον τρόπο αυτό διαχειρίζεται τον κίνδυνο όλου του χαρτοφυλακίου του, κάνοντας χρήση ενός μόνο συμβολαίου (στην πράξη η κάλυψη του κινδύνου δεν είναι πλήρης όπως θα δούμε παρακάτω). Άλλοι παράγοντες που καθιστούν τα futures επί του χρηματιστηριακού δείκτη περισσότερο διαδεδομένα είναι:

- Η χαμηλότερη, εν γένει, εμπορευσιμότητα των futures επί μίας μετοχής και το αυξημένο κόστος διαχείρισής τους.
- Η αδυναμία ύπαρξης συμβολαίων futures για εκείνες τις μετοχές με μικρή ή μεσαία κεφαλαιοποίηση, καθώς και για τις μετοχές με περιορισμένη εμπορευσιμότητα.

Πως λειτουργεί όμως στην πράξη ένα συμβόλαιο future επί του δείκτη; Κατ' αρχήν οι χρηματιστηριακές αρχές ορίζουν μια συγκεκριμένη χρηματική αξία για κάθε μονάδα του δείκτη, π.χ. ορίζουν ότι κάθε μονάδα του δείκτη τιμάται προς 10.000 δραχμές και έτσι στην περίπτωση που η τιμή του χρηματιστηριακού δείκτη ανέρχεται στις 1.100 μονάδες, τότε το ύψος ενός συμβολαίου future επί του δείκτη ανέρχεται σε $1.100 \times 10.000 = 11.000.000$ δραχμές. Η τιμή καθενός συμβολαίου επί του δείκτη από τη μια πλευρά θα πρέπει να είναι σχετικά χαμηλή για να εξασφαλίζεται μια ελάχιστη απαιτούμενη εμπορευσιμότητα, από την άλλη όμως πλευρά θα πρέπει να είναι σχετικά υψηλή ώστε να μην προσελκύει τους μικρούς επενδυτές που συνήθως δεν διαθέτουν την ανάλογη εξειδίκευση που απαιτούν τα προϊόντα αυτά.

Τιμή Δείκτη στη λήξη του Προθεσμιακού Συμβολαίου

	A! Σενάριο	B! Σενάριο
Τιμή Δείκτη 30-6-00	90 ^α	1.30 ^α
Αποτελέσματα Future	+3 εκ. δρχ. (+300X10.000)	-1 εκ. δρχ.(-100X10.000)
Εσοδα από Μερίσματα	+1 εκ. δρχ	+1 εκ. δρχ
Μεταβολή Αξίας Μετοχών	-2 εκ. δρχ.	+2 εκ. δρχ.
Σύνολο Κερδών	+2 εκ. δρχ	+2 εκ. δρχ
Κέρδη χωρίς Hedging	-1 εκ. δρχ.	+3 εκ. δρχ.

Πηγή:site portfolio.gr

Ένας λοιπόν επενδυτής στις 2-1-00 προχωρεί στη πώληση ενός future επί του δείκτη (θέση short) που λήγει στις 30-6-00 στις 1.200 μονάδες, όταν στις 2-1-00 η τιμή του δείκτη ανέρχεται στις 1.100 μονάδες. Σκοπός του επενδυτή αυτού είναι να προφυλαχθεί από μια πιθανή μεγάλη πτώση της αξίας του χαρτοφυλακίου του, η αξία του οποίου προσεγγίζει τα 11 εκατ. δραχμές. Έστω ότι στις 30-6-00, η τιμή του δείκτη κατακυλά από τις 1.100 στις 900 μονάδες. Τότε ο επενδυτής θα έχει κερδίσει τρία εκατ. δραχμές, ποσό που θα χρησιμοποιήσει μαζί με τα τυχόν μερίσματα που εισέπραξε από τις μετοχές (στο παράδειγμά μας έστω 1 εκατ. δραχμές) για να καλύψει τις όποιες απώλειες υπέστη το μετοχικό του χαρτοφυλάκιο από την πτώση του δείκτη από τις 1.100 στις 900 μονάδες. Αν κατά τη διάρκεια του συμβολαίου η αξία του χαρτοφυλακίου του υπέστη την ίδια ποσοστιαία μείωση με αυτή του δείκτη ($900/1.100-1=18,182\%$), δηλαδή η αξία του μειώθηκε κατά $18,182\% \times 11.000.000=2.000.000$ δραχμές, τότε ο επενδυτής αυτός κατάφερε τελικά όχι μόνο να μην υποστεί καμία απώλεια, αλλά και να κερδίσει τελικά 2 εκατ. δραχμές, πλην ίσως της εναλλακτικής απόδοσης των κεφαλαίων του και του κόστους συναλλαγής.

Αντίθετα σε περίπτωση που ο χρηματιστηριακός δείκτης στις 30-6-00 ανέλθει στις 1.300 μονάδες, τότε ο επενδυτής θα χάσει από το συμβόλαιο future ένα εκατ. δραχμές, ποσό που θα περιορίσει τα κέρδη ύψους τριών εκατομμυρίων που κέρδισε ο επενδυτής από τη αύξηση των τιμών του μετοχικού του χαρτοφυλακίου και από και από τα μερίσματα που εισέπραξε. Έχουμε βέβαια υποθέσει και πάλι ότι η αξία του χαρτοφυλακίου του επενδυτή κατά τη διάρκεια του συμβολαίου μεταβλήθηκε όσο και ο χρηματιστηριακός δείκτης, δηλαδή στο παράδειγμά μας αυξήθηκε κατά 18,18% ($1.300/1.100-1$).

Αξιολογώντας την ενέργεια του επενδυτή να προχωρήσει στο συμβόλαιο future, ώστε να περιορίσει τον κίνδυνο που διέτρεχε (hedging), βλέπουμε ότι: α) Εξασφαλίζει ένα ελάχιστο περιθώριο κέρδους, ακόμη και σε περίπτωση πτωτικής πορείας του χρηματιστηριακού δείκτη, ή ακόμη ανόδου του δείκτη έως και του ύψους 1.200 μονάδων.

β) Σε περίπτωση ανόδου της τιμής του χρηματιστηριακού δείκτη σε επίπεδο ανώτερο των 1.200 μονάδων, τότε το συμβόλαιο future επιδρά αρνητικά επί των κερδών του.

Σε αυτό το σημείο, θα ήταν χρήσιμο να δούμε ποιοι είναι οι παράγοντες που καθορίζουν σήμερα την τιμή ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης, το οποίο είναι βασισμένο σε μετοχικές αξίες (όπως π.χ. στο δείκτη FTSE/ASE 20 ή σε μετοχές του ΧΑΑ). Κατά την ημερομηνία λήξης η τιμή του future αντανakλά την αξία του υποκείμενου στοιχείου. Έτσι, πριν την ημερομηνία λήξης και κατά τη διάρκεια ζωής του future, οι παράγοντες που επηρεάζουν την τιμή του είναι:

- Η σημερινή τιμή του υποκείμενου (spot price) π.χ. η σημερινή αξία του δείκτη FTSE/ASE 20
- Το επιτόκιο δίχως κίνδυνο-ως το κόστος ευκαιρίας κεφαλαίου (opportunity cost)
- Η μερισματική απόδοση της υποκείμενης αξίας
- Ο χρόνος μέχρι την ημερομηνία λήξης

Επίσης είναι σημαντικό να αναφέρουμε πως υπολογίζεται η θεωρητική τιμή ενός Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης. Η μαθηματική φόρμουλα με την οποία υπολογίζεται η θεωρητική τιμή του ΣΜΕ είναι:

$$F=S[1+(i-d)t/365]$$

Όπου S= η σημερινή τιμή του υποκείμενου

I= το επιτόκιο δίχως κίνδυνο

d= η μερισματική απόδοση της υποκείμενης αξίας

t= ο χρόνος μέχρι την ημερομηνία λήξης

Το πραγματικό κόστος ευκαιρίας (opportunity cost), το βρίσκουμε αφού αφαιρέσουμε την μερισματική απόδοση της υποκείμενης αξίας από το επιτόκιο δίχως κίνδυνο (I-d).

Οι μετοχές που σήμερα (Αύγουστος 2000), μετά την τελευταία ανανέωση και αναπροσαρμογή που έγινε την 1/12/1999, απαρτίζουν τον Δείκτη FTSE/ASE-20 στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών φαίνονται στον παρακάτω πίνακα:

Μετοχές του Δείκτη FTSE/ASE-20

ΟΝΟΜΑΣΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	ΣΤΑΘΜΙΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ %	ΚΕΦΑΛ/ΗΣΗ ΔΕΙΚΤΗ %
ΗΡΑΚΛΗΣ (Αν. Γεν. Ετ. Τσιμέντων) ΚΟ	33,9	0,9
ΤΙΤΑΝ (Αν. Ετ. Τσιμέντων) ΚΟ	100,00	3,51
ALPHA Τράπεζα Πίστεως ΚΟ	100,0	12,9
Βιογάλλκο Ε.Β. Χαλκού και Αλουμινίου ΚΑ	100,00	4,96
ΕΛΒΑΛ ΑΕ Βιομηχ. Επεξ. Αλουμινίου Κ/	100,0	1,2
ΕΛΛ. ΕΤ. ΕΜΦΙΑΛΩΣΕΩΣ Κ	24,00	1,12
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ ΑΕ ΚΟ	36,9	2,3
Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος ΚΟ	100,00	22,11
Εμπορική Τράπεζα της Ελλάδος ΚΟ	100,0	10,6
Επιχειρήσεις Αττικής ΑΕ Συμμετοχών Κ	100,00	2,47
Εργασίας (Τράπεζα) ΚΟ	49,9	2,8
ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΑΕ ΚΟ	41,30	3,33
Ιονική Τράπεζα της Ελλάδος ΚΟ	49,0	1,1
ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ ΚΟ	100,00	1,92
Τράπεζα Μακεδονίας Θράκης ΚΟ	100,0	2,0
ΟΤΕ ΑΕ ΚΟ	48,33	12,93
ΠΑΝΑΦΟΝ ΑΕΕΤ ΚΟ	23,5	3,4
Πειραιώς (Τράπεζα) ΚΟ	100,00	5,15
ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΦΓ EUROBANK ΚΟ	37,3	3,1
ΤΡΑΠΕΖΑ ΧΙΟΥ ΚΟ	100,00	1,71

Πηγή: Οικ Εφημερίδα Ισοτιμία, φύλλο 21-4-2000

Οι μετοχές που απαρτίζουν τον FTSE/ASE -20 υπόκεινται σε επανεξέταση από τη Συμβουλευτική Επιτροπή δύο φορές το χρόνο, τον Απρίλιο και τον Οκτώβριο, προκειμένου να καθοριστούν οι εταιρίες που θα αντικατοπτρίζουν με πιστότητα τις κινήσεις της αγοράς. Οι εγκεκριμένες μεταβολές στην σύνθεση του Δείκτη τίθενται σε εφαρμογή μετά την

**Εκσυγχρονισμός και Ανάπτυξη της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς
(Αμοιβαία-Παράγωγα)**

ολοκλήρωση της τελευταίας ημέρας των συναλλαγών του Μαΐου και του Νοεμβρίου.

Ένας ακόμη δείκτης που παίζει σημαντικό ρόλο στο ΧΠΑ σε προϊόντα futures είναι ο Δείκτης μετοχών μεσαίας κεφαλαιοποίησης (mid cap), FTSE/ASE Mid 40, ο οποίος χρησιμοποιείται από το Χρηματιστήριο Αθηνών με άδεια από την FTSE International Limited, το εμπορικό σήμα του οποίου είναι καταχωρημένο από το Χρηματιστήριο του Λονδίνου και των Financial Times, η έναρξη συναλλαγών του οποίου έγινε την 28 Ιανουαρίου του 2000 στο ΧΠΑ .

Οι μετοχές που απαρτίζουν τον δείκτη αυτό, φαίνονται στον παρακάτω πίνακα:

Μετοχές του Δείκτη FTSE/ASE Mid - 40

ΟΝΟΜΑΣΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	ΣΤΑΘΜΙΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ %	ΚΕΦΑΛ/ΗΣΗ ΔΕΙΚΤΗ %
GOODYS ΑΕ ΚΑ	100,0	2,2
Η Εθνική (Ελλ. Ετ. Γεν. Ασφαλειών) ΚΟ	24,35	1,96
Μηχανική ΑΕ ΚΟ	100,0	2,5
ALPHA FINANCE ΑΕ ΚΟ	37,00	2,37
ALPHA ΑΣΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ ΑΕ ΚΟ	46,4	0,9
ALTEC ABEE ΚΟ	46,66	3,12
HYATT REGENCY ΞΕΝ/ΚΗ & ΤΟΥΡ.(ΘΕΣ/ΝΙΚΗ) ΑΕ ΚΟ	30,7	2,0
SINGULAR ΑΕ ΚΟ	47,00	2,44
Α. ΚΑΜΠΙΑΣ Α.Ο.Β.Ε.Κ.Τ.	100,0	1,7
ΑΕΓΕΚ ΑΕ ΚΟ	100,00	2,13
ΑΘΗΝΑΪΚΕΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΑΕ ΚΟ	34,9	0,6
ΑΝΩΝΥΜΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΚΡΗΤΗΣ ΑΕ ΚΟ	100,00	2,03
Αλουμίνιο της Ελλάδος ΑΕ ΚΟ	39,8	2,0
Αττικής (Τράπεζα) ΚΟ	31,88	1,11
ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε. ΚΑ	48,4	1,0
ΓΡΑΜΜΕΣ ΣΤΡΙΝΤΖΗ ΑΕ ΚΑ	100,00	2,04
Γενική Τράπεζα της Ελλάδος ΚΟ	100,0	4,1
ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ ΑΕ ΚΟ	29,67	1,94
ΔΕΛΤΑ ΠΡΟΤ. ΒΙΟΜ. ΓΑΛΑΚΤΟΣ ΑΕ Κ	100,0	3,1
ΔΗΜ/ΦΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΑΜΠΡΑΚΗ ΑΕ ΚΟ	33,28	4,56
ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ ΚΟ	100,0	5,3
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΑΕ ΚΟ	100,00	6,27
Επίλεκτος Κλωσ/ργία Α.Ε.Β.Ε. ΚΑ	100,0	1,4
ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε. ΚΟ	39,00	2,29
ΙΝΤΕΡΑΜΕΡΙΚΑΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΣΦ. ΕΤ. ΖΩΗΣ ΑΕ ΚΟ	20,3	2,5
ΙΝΤΡΑΣΟΦΤ ΑΕ ΚΟ	40,28	2,86
ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΑΦΟΡΟΛΟΓΗΤΩΝ ΕΙΔΩΝ ΑΕ ΚΟ	23,4	1,3
ΚΛΩΝΑΤΕΞ ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΑΕ ΚΑ	100,00	1,79
Μ.Ι. ΜΑΪΛΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε. ΚΑ	39,5	2,6
ΜΕΤΚΑ ΑΕ ΚΟ	49,81	1,97
ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ ΑΕ ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧ/ΩΝ ΚΟ	48,9	2,6
Παπαστράτος (Α.Β.Ε.Σ.) Κ	100,00	3,17
Πληροφορική Εργασίας Α.Ε.Β.Ε. ΚΟ	100,0	1,3
ΣΑΝΥΟ ΕΛΛΑΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.Β.Ε. Κ	100,00	3,31
ΣΙΔΕΝΟΡ ΑΕ (ΠΡΩΗΝ ΕΡΛΙΚΟΝ) ΚΑ	37,1	1,3
ΤΕΛΕΣΙΣ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΕ ΚΟ	100,00	4,30
ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΒΟΛΟΥ ΚΟ	100,0	1,3
ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ ΑΕ ΚΟ	100,00	3,79
Φουρλής ΑΕ Κ	100,0	2,5
ΧΑΛΚΟΡ ΑΕ (ΠΡΩΗΝ ΒΕΚΤΩΡ) ΚΑ	100,00	3,57

Πηγή: Οικ Εφημερίδα Ισοτιμία, φύλλο 21-4-2000

Η τελική εκκαθάριση των συμβολαίων γίνεται με χρηματικό διακανονισμό της διαφοράς μεταξύ της τιμής που διαπραγματεύτηκε το συμβόλαιο στην αγορά παραγώγων και της τελικής τιμής του Δείκτη κατά την ημέρα λήξης του συμβολαίου. Πιο συγκεκριμένα, καθώς η τιμή διαπραγμάτευσης του συμβολαίου αλλάζει καθημερινά, ο χρηματικός διακανονισμός γίνεται σε καθημερινή βάση μέχρι την ημέρα λήξης του συμβολαίου.

Θα μπορούσε ο κάτοχος ενός χαρτοφυλακίου μετοχών του ΧΑΑ να χρησιμοποιήσει την αγορά παραγώγων για να αντιμετωπίσει μια επικείμενη κρίση;

Σε θέση πώλησης σε futures, στο δείκτη FTSE/ASE-20. Αυτή η θέση του συμβαλλόμενου που υποχρεούται να πουλήσει το υποκείμενο προϊόν στη συμφωνημένη τιμή και ημερομηνία. Ο πωλητής αναμένει ότι οι τιμές των μετοχών θα μειωθούν στις επόμενες εβδομάδες. Αντιδρά πουλώντας δέκα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης πάνω στο δείκτη FTSE/ASE-20, στη σημερινή τιμή των 2110 μονάδων. Το πλήρες αντίτιμο του διακανονισμού της συναλλαγής δεν καταβάλλεται με την εκπλήρωση του συμβολαίου. Μέρος καταβάλλεται αρχικά και το υπόλοιπο καταβάλλεται με ημερήσιο διακανονισμό.

Στην περίπτωση που ο δείκτης FTSE/ASE-20 πέσει στις 2050 μονάδες μέχρι την συμφωνημένη ημερομηνία, ο συμβαλλόμενος κερδίζει ένα καθαρό ποσό 60 μονάδων (2110-2050) το οποίο αντιστοιχεί σε 1.200.000 δρχ. (10X60X2000 δρχ.). Αυτό το κέρδος πρέπει να πληρωθεί από τον αντισυμβαλλόμενο που αγόρασε το συμβόλαιο στην τιμή των 2110 μονάδων

Ας δούμε τώρα την **αντίθετη περίπτωση**, δηλαδή το πώς θα μπορούσε ο επενδυτής να χρησιμοποιήσει την αγορά παραγώγων για να εκμεταλλευτεί μία επικείμενη άνοδο της αγοράς.

Θέση αγοράς σε futures, στο FTSE/ASE-20. Αυτή είναι η θέση του συμβαλλόμενου που υποχρεούται να αγοράσει το υποκείμενο προϊόν στη συμφωνημένη τιμή και ημερομηνία.

Στην περίπτωση αυτή ο διαχειριστής χαρτοφυλακίου αναμένει εισροή κεφαλαίων στο μέλλον και, συγχρόνως, βλέπει ανοδική πορεία της αγοράς στην οποία θέλει να συμμετάσχει. Αντιδρά αγοράζοντας 20 συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης πάνω στο δείκτη FTSE/ASE-20, στη σημερινή τιμή του συμβολαίου των 2110 μονάδων. Το πλήρες αντίτιμο του διακανονισμού της συναλλαγής δεν καταβάλλεται με την εκπλήρωση του συμβολαίου. Μέρος καταβάλλεται αρχικά και το υπόλοιπο καταβάλλεται με ημερήσιο διακανονισμό και με το κλείσιμο της θέσης.

Στην περίπτωση που ο δείκτης FTSE/ASE-20 ανέβει στις 2180 μονάδες μέχρι αυτήν την ημερομηνία, ο συναλλασσόμενος κερδίζει ένα καθαρό ποσό των 70 μονάδων (2180-2110) το οποίο αντιστοιχεί σε 2.800.000 δρχ. (20X70X2000 δρχ.). Αυτό το κέρδος πρέπει να πληρωθεί από τον άλλο αντισυμβαλλόμενο που πούλησε το συμβόλαιο στην τιμή των 2110 μονάδων.

6. ΠΟΣΟΣΤΟ ΚΑΛΥΨΗΣ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Όπως έχει αναφερθεί και παραπάνω, στη σημερινή αγορά των futures κυριαρχούν τα τυποποιημένα futures που διαπραγματεύονται στα χρηματιστήρια και όχι τα κατά παραγγελία futures. Το γεγονός αυτό είναι

και η αιτία που πολλές φορές ο επενδυτής δεν μπορεί να καλύψει τον κίνδυνο που διατρέχει στο σύνολό του, καθώς τα τυποποιημένα συμβόλαια future που διαπραγματεύονται μπορεί να μην τον ικανοποιούν πλήρως ως προς αρκετά πράγματα, μεταξύ των οποίων:

- Το απαιτούμενο ποσό, όταν π.χ. το μετοχικό χαρτοφυλάκιο του επενδυτή ανέρχεται σε 15 εκατ. δρχ. και η μονάδα διαπραγμάτευσης του future στο δείκτη του χρηματιστηρίου ανέρχεται σε 10 εκατ. δρχ.
- Την περίοδο λήξης του συμβολαίου, καθώς π.χ. η συναλλαγματική υποχρέωση ενός εισαγωγέα είναι στις 30 Μαΐου και τα υπάρχοντα συμβόλαια λήγουν είτε στις 30 Μαρτίου, είτε στις 30 Ιουνίου.
- Το προϊόν του οποίου η τιμή ασφαρίζεται. Π.χ., ενώ το future αναφέρεται στο Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου, ο επενδυτής έχει ένα μετοχικό χαρτοφυλάκιο, μεγάλο μέρος του οποίου δεν συμπεριλαμβάνεται και δεν επηρεάζεται από το Γενικό Χρηματιστηριακό Δείκτη.

Πέρα όμως από αυτές τις πιθανώς δυσλειτουργίες της αγοράς των futures, τίθεται το θέμα του κατά πόσο πρέπει ο επενδυτής να προχωρεί σε κάλυψη του συνολικού κινδύνου που διατρέχει, με δεδομένο ότι κάθε κάλυψη έχει και το κόστος της (κόστος συναλλαγών, κάποιο κόστος διατήρησης του margin, απαιτούμενος χρόνος παρακολούθησης, κ.λ.π.).

Η απάντηση στο ερώτημα αυτό διαφέρει από επενδυτή σε επενδυτή, ανάλογα με τις ανάγκες του και την επενδυτική του φιλοσοφία. Π.χ. οι επενδυτές εκείνοι που περιμένουν τους τόκους ενός ομολογιακού δανείου για να καλύψουν τρέχουσες βασικές ανάγκες τους, τότε αυτοί θα πρέπει να συνάψουν συμβόλαιο future στο επιτόκιο του ομολογιακού δανείου για όλο το ποσό. Επίσης, ο επενδυτής εκείνος που έχει τοποθετηθεί σε ομολογιακό δάνειο υψηλού κινδύνου, θα πρέπει να καλυφθεί για το σύνολο της επένδυσης.

Η ανάγκη όμως για πλήρη κάλυψη δεν αποτελεί τον κανόνα. Π.χ. οι επενδυτές που έχουν τοποθετήσει ένα μέρος του μετοχικού τους χαρτοφυλακίου με μακροπρόθεσμη προοπτική π.χ. 5ετών, δεν έχουν λόγο να καλυφθούν για το μέρος αυτό του χαρτοφυλακίου για διάστημα π.χ. έξι μηνών, γιατί μια τέτοια κίνηση θα τους απέφερε μόνο κόστος. Επίσης, ένας εισαγωγέας αλουμινίου που έχει ως πολιτική να διατηρεί μονίμως ως απόθεμα το 10% του όγκου των πωλήσεών του, δεν έχει κανένα όφελος να καλυφθεί για το 100% της αξίας του αλουμινίου που διαθέτει, καθώς μπορεί να εξασφαλιστεί πλήρως από την κάλυψη μόνο του 90%.

Τα πράγματα όμως γίνονται ακόμη πιο περίπλοκα στην κάλυψη του κινδύνου των μετοχικών χαρτοφυλακίων μέσω προθεσμιακών συμβολαίων (futures) επί του χρηματιστηριακού δείκτη, ακόμη και όταν ο επενδυτής επιθυμεί να καλύψει το σύνολο του κινδύνου που διατρέχει. Ας υποθέσουμε ότι η αξία ενός συμβολαίου επί του χρηματιστηριακού δείκτη είναι 10 εκατ. δρχ. και η τιμή του δείκτη στις 2-1-2000 ανέρχεται σε 1.000 μονάδες. Ο επενδυτής διαθέτει μετοχικό χαρτοφυλάκιο αξίας 100 εκατ. δραχμών και για να καλυφθεί παίρνει θέση short σε δέκα futures επί του δείκτη αξίας 10 εκατ. δραχμών το ένα.

Έστω ότι μετά π.χ. από 20 ημέρες (στις 20-1-00) η τιμή του χρηματιστηριακού δείκτη μειώνεται κατά 5% φτάνοντας στις 950 μονάδες. Από μία τέτοια εξέλιξη, ο επενδυτής επωφελείται από το future ένα ποσό που κυμαίνεται γύρω στα $(1.000-950) \times 10.000 \times 10 = 5.000.000$ δραχμές, και λέμε γύρω στα 5.000.000 δραχμές καθώς δεν υπάρχει απόλυτη

συνδιακύμανση μεταξύ της τιμής του χρηματιστηριακού δείκτη και της τιμής του future. Επιπλέον, πέρα από το ότι ο επενδυτής τη στιγμή κατά την οποία συνάπτει το future δεν γνωρίζει ακριβώς το ποσό που θα κερδίσει από μία ενδεχόμενη πτώση του χρηματιστηριακού δείκτη στις 950 μονάδες, δεν μπορεί να γνωρίζει επίσης και το εάν υπάρχει και όση θα είναι η μείωση της αξίας του δικού του μετοχικού χαρτοφυλακίου από την πτώση του χρηματιστηριακού δείκτη στις 950 μονάδες.

Θα μπορούσε κάποιος να ισχυριστεί ότι το μέγεθος της πτώσης της αξίας του χαρτοφυλακίου του επενδυτή μπορεί να προσεγγιστεί από τα beta του χαρτοφυλακίου, δηλαδή από το στατιστικά παραδεκτό δείκτη που ενδεικνύει την ευαισθησία της αξίας ενός χαρτοφυλακίου στις μεταβολές του χρηματιστηριακού δείκτη. Ο ισχυρισμός αυτός μπορεί να δώσει, στην καλύτερη περίπτωση, προσεγγιστικά αποτελέσματα, στις περισσότερες ανεπτυγμένες-αποτελεσματικές κεφαλαιαγορές και πολύ λιγότερο σε περιφερειακές αγορές όπως η ελληνική.

Έτσι, εάν στο παραπάνω παράδειγμα η αξία του χαρτοφυλακίου μειωθεί κατά 7%, τότε ο επενδυτής:

- Θα ωφεληθεί από το συμβόλαιο future γύρω στις 5.000.000 δραχμές.
- Θα ζημιωθεί από την πτώση του μετοχικού του χαρτοφυλακίου κατά 7.000.000 δραχμές (7% των 100 εκατ. δραχμών).

Επανερχόμενοι τώρα στον αρχικό μας προβληματισμό, τίθεται το πρόβλημα για το εάν ο συγκεκριμένος μετοχικός επενδυτής μπορεί να καλυφθεί πλήρως μέσω της σύναψης συμβολαίων επί του Γενικού δείκτη και αν ναι, με τη σύναψη ποσών συμβολαίων; Η απάντηση είναι ότι η κάλυψη δεν μπορεί να είναι, στην πράξη, πλήρης, όμως μπορεί να ανέρχεται σε πολύ ικανοποιητικά επίπεδα στις ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές. Τώρα, ο αριθμός των συμβολαίων futures που πρέπει να συναφθούν έτσι ώστε να ελαχιστοποιηθεί ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου προκύπτει από την επίλυση της παρακάτω εξίσωσης:

$$\text{Αριθμός Συμβολαίων} = [\text{Αξία Χαρτοφυλακίου } X \beta(m)] / \text{Αξία Συμβολαίου}$$

Όπου $\beta(m)$ είναι ο στατιστικά σημαντικός συντελεστής που προκύπτει από την παλινδρόμηση της εξίσωσης:

$$C_t = \alpha + \beta(m) \times F_t + e_t$$

Όπου: C_t είναι η απόδοση του μετοχικού χαρτοφυλακίου στη χρηματιστηριακή αγορά κατά την περίοδο t

F_t είναι η απόδοση των συμβολαίων future κατά την περίοδο t

α είναι σταθερά

e_t είναι τα κατάλοιπα της παλινδρόμησης με μέσο όρο μηδέν.

Όπως αναφέραμε, οι τιμές των συντελεστών α και β είναι αποτέλεσμα διαδικασίας παλινδρόμησης και έτσι δεν είναι σε θέση να εξασφαλίσουν πλήρη κάλυψη του κινδύνου, καθώς στον υπολογισμό τους υπεισέρχεται το στατιστικό λάθος. (Βλέπε: Παράγωγα-Γ. Παπούλιας)

7. ΣΧΕΣΗ ΤΡΕΧΟΥΣΑΣ ΤΙΜΗΣ ΚΑΙ ΤΙΜΗΣ ΤΟΥ FUTURES

Από τα όσα έχουμε αναφέρει μέχρι τώρα, γίνεται φανερό ότι:

- Η τιμή του συμβολαίου future επηρεάζεται σε σημαντικό βαθμό από τις μεταβολές της τιμής των προϊόντων. Π.χ. αύξηση της τιμής του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ επηρεάζει θετικά την τιμή των συμβολαίων επί Γ.Δ. ΧΑΑ..
- Η τιμή του συμβολαίου future διαφέρει από την τιμή της τρέχουσας του επενδυτικού προϊόντος στην πρωτογενή αγορά. Π.χ., η τιμή ενός συμβολαίου future στο χρυσό που λήγει σε έξι μήνες ανέρχεται σε 430 δολάρια, ενώ η τρέχουσα τιμή του χρυσού ανέρχεται μόλις σε 400 δολάρια.
- Κατά την ημερομηνία λήξης του συμβολαίου future, η τρέχουσα τιμή του future και η τρέχουσα τιμή του επενδυτικού προϊόντος στην πρωτογενή αγορά, είναι ίσες. Εάν δεν ήταν, θα ήταν δυνατή η επίτευξη κερδών μέσω arbitrage.
- Η προσπάθεια προσέγγισης της τρέχουσας τιμής ενός επενδυτικού προϊόντος και της τρέχουσας τιμής του future του προϊόντος αυτού, διαφέρει ανάλογα με τα χαρακτηριστικά του προϊόντος αυτού. Σε όσα επενδυτικά προϊόντα υπάρχει μεγάλη διαφορά, δεν παρουσιάζουν εποχικότητα στην παραγωγή και στην κατανάλωση, έχουν πολύ μικρό κόστος αποθήκευσης και υπάρχει σημαντική ευκολία στο short selling (πωλήσεις «αέρα» δηλαδή πωλήσεις χωρίς την ύπαρξη τίτλων), η προσέγγιση της τρέχουσας αξίας της τιμής των future γίνεται με τη μέθοδο cash-and-carry.

Κεντρική φιλοσοφία αυτής της μεθόδου είναι ότι:

1) Η τρέχουσα τιμή του προϊόντος του future είναι υψηλότερη από την τρέχουσα τιμή και η διαφορά αυτή μειώνεται σταδιακά και μηδενίζεται στη λήξη του συμβολαίου.

2) Το ύψος της διαφοράς των τρεχουσών τιμών μεταξύ τιμής future και τιμής επενδυτικού προϊόντος είναι ανάλογη του κόστους που επιβαρύνει ο short συμβαλλόμενος, κόστος που αποτελείται από:

- Το κόστος χρηματοδότησης. Π.χ. σε ένα future στο χρυσό, το κόστος του χρυσού είναι τα έσοδα από τόκους που θα καρπωνόταν ο short συμβαλλόμενος από την τοποθέτηση των κεφαλαίων του σε κρατικούς τίτλους, τόκους που δεν εισπράττει λόγω της τοποθέτησής του στο χρυσό.
- Λοιπά έξοδα διακράτησης, όπως κόστος αποθήκευσης, κόστος ασφάλισης, κ.λ.π.

Στα future χρηματοοικονομικών προϊόντων (π.χ. ομόλογα, μετοχές, επιτόκια) τα λοιπά έξοδα διακράτησης είναι πολύ περιορισμένα και έτσι η διαφορά μεταξύ της τρέχουσας τιμής και της τιμής του future οφείλεται κυρίως στο κόστος χρηματοδότησης. Το ίδιο συμβαίνει και σε μια σειρά μετάλλων, π.χ. χρυσός, όπου τα κόστος αποθήκευσης είναι πολύ μικρά. Έτσι, η σχέση μεταξύ της τρέχουσας τιμής του χρυσού και ενός συμβολαίου future χρυσού διαφέρει κυρίως ως προς το κόστος χρηματοδότησης και δίδεται από τον παρακάτω τύπο:

$$F_{0,t} = S_0 X(1 + C_0)$$

Όπου: $F_{0,t}$ είναι η τρέχουσα τιμή του future στο χρυσό που λήγει στη χρονική στιγμή t .

S_0 είναι η τρέχουσα τιμή χρυσού.

C_0 είναι το κόστος χρηματοδότησης από τη χρονική στιγμή μηδέν έως και τη λήξη του future (στιγμή t).

Π.χ. τη στιγμή που η τρέχουσα τιμή τους χρυσού ανέρχεται σε 400δολάρια την ουγκιά και το ετήσιο κόστος χρηματοδότησης είναι 6%, τότε η τιμή του future του χρυσού που λήγει σε έξι μήνες είναι: $400(1+0,06/2)=412\$$ (το 6% εκφράζεται στον τύπο με το 0,06 και η διαίρεση δια δύο γίνεται λόγω του ότι η διάρκεια του συμβολαίου είναι μισό έτος).

Η ίδια σχέση υπάρχει μεταξύ της τρέχουσας τιμής ενός Εντόκου Γραμματίου του δημοσίου και της τρέχουσας τιμής του αντίστοιχου συμβολαίου future. Ας υποθέσουμε ότι έχουμε ένα Έντοκο Γραμμάτιο Δημοσίου αξίας (τίτλος χωρίς κουπόνι, zero coupon) ενός εκατομμυρίου δραχμών που λήγει σε δύο μήνες. Το τρέχον επιτόκιο δύο μηνών είναι σε ετήσια βάση 12%. Κάτω από αυτές τις συνθήκες, η τρέχουσα τιμή του Ε.Γ.Δ. αυτού ανέρχεται σε:

$$\text{ΤΙΜΗ Ε.Γ.Δ.} = 1.000.000 / (1 + 0,12 \times (60/365)) = 980.656 \text{ Δρχ.}$$

Όπου το 0,12 αντιστοιχεί στο τρέχον επιτόκιο 12%, 60 είναι ο αριθμός των ημερών που απομένουν στη λήξη του Ε.Γ.Δ. και 365 ημέρες είναι το σύνολο των ημερών του έτους.

Μια ιδιαιτερότητα υπάρχει στον υπολογισμό της τιμής του future επί μετοχών, λόγω του ότι ο short συμβαλλόμενος στο future μετοχών ενδέχεται κατά τη διάρκεια του συμβολαίου να εισπράξει μέρισμα από τις μετοχές που κατέχει. Στην περίπτωση αυτή, το κόστος χρηματοδότησης μειώνεται και έτσι η τιμή του future δίδεται από τον παρακάτω τύπο:

$$F_{o,t} = S_o X (1+c) - DX(1+r)$$

Όπου:

$F_{o,t}$ είναι η τρέχουσα τιμή του future της συγκεκριμένης μετοχής που λήγει στην χρονική στιγμή t .

S_o είναι η τρέχουσα τιμή της μετοχής.

C είναι το ποσοστιαίο κόστος χρηματοδότησης από την τρέχουσα στιγμή έως τη λήξη του συμβολαίου (στιγμή t).

D είναι το μέρισμα της μετοχής που ενδέχεται να εισπράξει ο επενδυτής κατά την διάρκεια του συμβολαίου.

r είναι η ποσοστιαία απόδοση που θα έχει ο επενδυτής από την τοποθέτηση του μερίσματος που θα εισπράξει από την ημέρα που θα το εισπράξει έως και τη λήξη του συμβολαίου.

Ας υποθέσουμε ότι μιλάμε για το future της μετοχής της Εθνική Τράπεζας που λήγει σε έξι μήνες. Η τρέχουσα τιμή της μετοχής ανέρχεται σε 25.000 δραχμές, το ετήσιο κόστος χρηματοδότησης ανέρχεται σε 16%, ο μέτοχος θα εισπράξει μερίσματα 1.000 δραχμών ανά μετοχή σε δύο μήνες (τέσσερις μήνες πριν από τη λήξη του συμβολαίου) και ότι ο μέτοχος έχει την δυνατότητα να τοποθετήσει το μέρισμα αυτό σε τραπεζική κατάθεση με επιτόκιο 12%. Σ' αυτή την περίπτωση:

- Το C ισούται με 0,08 καθώς το ετήσιο επιτόκιο είναι 16% και το future λήγει σε έξι μήνες (0,16/2).
- Το D ισούται με 1.000 δραχμές.
- Το r ισούται με $(0,12 \times 0,33) = 0,0396$ ή 3,96%, καθώς τόση είναι η απόδοση του ετήσιου 12% για διάστημα τεσσάρων μηνών (το ένα τρίτο ή 0,33 του έτους).

$$F_{0,t} = 25.000X(1+0,08) - 1.000X(1+0,0396) = 27.000 - 1.040 = 25.960 \text{ Δρχ.}$$

Για τα futures που εφαρμόζονται επί χρηματιστηριακών δεικτών, ισχύει ο ίδιος τύπος, τροποποιημένος στο ότι εισπράττονται μερίσματα από πολλές εταιρίες και κάθε ένα μέρισμα επενδύεται για διαφορετικό χρονικό διάστημα. Στην περίπτωση αυτή, ο τύπος γίνεται:

$$F_{0,t} = S_0X(1+C) - \sum [D_iX(1+r_i)]$$

Βέβαια, οι τιμές των futures που ορίζονται από τους παραπάνω τύπους, στην πράξη, τις περισσότερες φορές αποτελούν μια καλή προσέγγιση των τρεχουσών τιμών των futures. Η ύπαρξη διαφοράς μεταξύ της τρέχουσας τιμής του future και της θεωρητικής τιμής (αυτής που προκύπτει από τον παραπάνω τύπο) μπορεί να οφείλεται:

- Στην αβεβαιότητα που μπορεί να υπάρχει γύρω από το προσδοκώμενο μέρισμα, όσο και από το χρόνο που το μέρισμα αυτό αναμένεται να εισπραχθεί.
- Σε παράγοντες που έχουν, συγκυριακά, επιδράσει στην τιμή της μετοχής ή του χρηματιστηριακού δείκτη και που εκτιμάται ότι η επίδρασή τους θα εξουδετερωθεί έως τη λήξη του συμβολαίου. Τέτοιοι παράγοντες μπορεί να είναι ένα αρνητικό πολιτικό γεγονός, αυξημένες ρευστοποιήσεις μετοχών λόγω συγκυριακά υψηλών επιτοκίων, διαρθρωτικές αδυναμίες στην προσφορά και τη ζήτηση μετοχών, ύπαρξη περιόδων θετικής και αρνητικής εποχικότητας στη χρηματιστηριακή αγορά, κ.λ.π. Στο σημείο αυτό θα πρέπει να τονιστεί ότι όσο περισσότερο ανεπτυγμένο είναι ένα χρηματιστήριο, τόσο μικρότερες είναι οι διαφορές μεταξύ της θεωρητικής και της πραγματικής τιμής ενός συμβολαίου future.

8. ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΣΕ ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ (futures)

Τα γενικά πλεονεκτήματα των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης έναντι της υποκειμένης αγοράς είναι τα εξής:

- Εκμετάλλευση όλων των τάσεων της αγοράς, ανοδικών και καθοδικών.
- Άμεση ρευστοποίηση.
- Δέσμευση λιγότερο αρχικών κεφαλαίων.
- Δυνατότητα μόχλευσης.
- Δυνατότητα αντιστάθμισης κινδύνων για όσους κατέχουν μετοχές.
- Διαφοροποίηση κινδύνων.
- Εγγύηση ότι οι υποχρεώσεις του διακανονισμού θα εκπληρωθούν.
- Ταχύτητα, απλούστευση και μικρότερο κόστος συναλλαγών.

Αλλά και για τους Επενδυτές, τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (futures) στο Δείκτη, συνδυάζουν μοναδικά πλεονεκτήματα επιτρέποντας τους να:

- Συμμετέχουν στην άνοδο ή πτώση της αγοράς με μια μόνο συναλλαγή, χωρίς να χρειάζεται να διαλέξουν συγκεκριμένες μετοχές.

- Προστατεύουν δυναμικά, την αξία των χαρτοφυλακίων τους στην περίπτωση μίας πτωτική αγοράς.
- Επιτυγχάνουν επαρκή διασπορά του ειδικού κινδύνου στο χαρτοφυλάκιο που αντιπροσωπεύει ο Δείκτης FTSE/ASE-20.
- Χρησιμοποιούν το μοχλευμένο αποτέλεσμα του λογαριασμού περιθωρίου ασφάλισης στο οποίο βασίζεται το future.
- Απολαμβάνουν μειωμένες προμήθειες συναλλαγών.
- Απολαμβάνουν μεγάλη ρευστότητα στις συναλλαγές λόγω της τυποποίησης των συμβολαίων.
- Απολαμβάνουν μικρότερα ανοίγματα τιμών σε σύγκριση με αυτά της υποκείμενης αγοράς και
- Έχουν την Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγωγών (ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.) απέναντί τους μειώνοντας έτσι τον κίνδυνο του αντισυμβαλλομένου. (Βλέπε: Περιοδικό Ο Κόσμος των επενδύσεων 2000, site:adex.ase.gr και Χρηματιστηριακές Επενδύσεις-Θ. Θεοδωρόπουλος)

9. ΣΥΜΒΟΛΑΙΟ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΣΕ 10-ΕΤΕΣ ΟΜΟΛΟΓΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

Το 10-ετές Ομόλογο του Ελληνικού Δημοσίου είναι ένα Νέο Προϊόν στο ΧΠΑ του οποίου η έναρξη συναλλαγών έγινε την 14^η Ιανουαρίου του 2000 και χρησιμοποιείται από τους επενδυτές είτε σαν εργαλείο αντιστάθμισης είτε σαν εργαλείο κερδοσκοπίας με βάση τις προβλέψεις τους για τα μακροπρόθεσμα επιτόκια της Ελληνικής Χρηματαγοράς.

Για τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης σε Δεκαετές Ομόλογο Ελληνικού Δημοσίου η υποκείμενη αξία είναι ένα συνθετικό ομόλογο **αξίας 25.000.000 Δρχ. διάρκειας 10 χρόνων** από την ημέρα τελικής εκκαθάρισης και τοκομερίδιο 6%, που εκδότης του θεωρείται το Ελληνικό Δημόσιο. Καθώς κανένα ομόλογο με αυτά ακριβώς τα χαρακτηριστικά δεν διαπραγματεύεται στην υποκείμενη αγορά ομολόγων, παρά μόνο μπορεί να προσομοιαστεί από ορισμένα δεκαετή ομόλογα που διαπραγματεύονται στην υποκείμενη αγορά, κατά την ημέρα τελικής εκκαθάρισης του συμβολαίου ο πωλητής παραδίδει στον αγοραστή ομόλογα τα οποία διαλέγει από ένα καλάθι ομολόγων, τα οποία έχουν προσδιοριστεί από το ΧΠΑ ως παραδοτέα για την συγκεκριμένη σειρά των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης.

Τα 10-ετή Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου τα οποία κατά την παρούσα στιγμή (Αύγουστος-2000) πληρούν τις αναγκαίες συνθήκες για να χαρακτηριστούν ως παραδοτέα είναι οι εξής τρεις σειρές:

- 1) 10-Ετές Ομόλογο Ε.Δ. 6,0% λήξης 19-5-2010 (Συνολική Αξία Έκδοσης 360 δις Δραχμές).
- 2) 10-Ετές Ομόλογο Ε.Δ. 6,3% λήξης 29-1-2009 (Συνολική Αξία Έκδοσης 1.470 τρις Δραχμές) και
- 3) 10-Ετές Ομόλογο Ε.Δ. 8,6% λήξης 26-3-2008 (Συνολική Αξία Έκδοσης 1.244 τρις Δραχμές).

Σε αυτά θα προστεθούν Νέες εκδόσεις 10-ετών Ομολόγων. Η τιμή του ΣΜΕ εκφράζεται ως (επί τοις εκατό) ποσοστό της ονομαστικής αξία του συνθετικού ομολόγου με ακρίβεια δύο δεκαδικών ψηφίων. Επειδή κατά την τελική εκκαθάριση, παραδίδονται ομόλογα από το καλάθι παραδοτέων

ομολόγων των οποίων τα χαρακτηριστικά είναι λίγο διαφορετικά από αυτά του συνθετικού ομολόγου, κατά την παράδοση η τιμή του ΣΜΕ που βασίζεται στο συνθετικό ομόλογο, μετατρέπεται σε τιμή του συγκεκριμένου ομολόγου που παραδίδεται με των πολλαπλασιασμό της επί των Συντελεστή Μετατροπής, οποίος προσδιορίζεται από το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών με βάση τα ακριβή χαρακτηριστικά του συγκεκριμένου Ομολόγου.

Οι συντελεστές μετατροπής των δύο παραπάνω σειρών 10-ετών ομολόγων για τα Futures με λήξη κατά την διάρκεια του έτους 2000 δίνονται στο ακόλουθο πίνακα:

			Σειρά Σεπτεμβρίου 2000	Σειρά Δεκεμβρίου 2000	Σειρά Μαρτίου 2000	Σειρά Ιουνίου 2001
Ημέρα Εκπόνησης	ISIN	Κου- πόνι	Παράδοση 11-9- 2000	Παράδοση 11-12-2000	Παράδοση 12-3-2001	Παράδοση 11-6-2001
19 Μαΐου 2010	GR0124011454	6,0	0,999389	0,999373	0,999745	0,999786
29 Ιανουαρίου 2010	GR0124006405	6,3	1,018887	1,018659	1,018219	1,017527
26 Μαρτίου 2008	GR0124002362	8,6	1,153474	1,149479		

Πηγή:Εφημερίδα Ημερησία φύλλο3-8-2000

10. ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ FUTURES ΚΑΙ FORWARDS

Οι ομοιότητες των δύο αυτών προϊόντων είναι προφανείς, καθώς και οι δύο βασίζονται σε μία συμφωνία για μελλοντική συναλλαγή σε συγκεκριμένη χρονική στιγμή και με συγκεκριμένους όρους. Οι κυριότερες διαφορές όμως των δύο προϊόντων έγκειται στο ότι:

A) Τα Futures διαπραγματεύονται σε μία οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, ενώ τα Forwards αποτελούν απλά μία συμφωνία μεταξύ δύο μερών.

B) Τα Futures είναι τυποποιημένα προϊόντα με σχετικά περιορισμένες δυνατότητες ευελιξίας ως προς την ποσότητα (π.χ. μονάδα διαπραγμάτευσης είναι οι 50 ουγκιές χρυσού άρα η ποσότητα θα πρέπει αναγκαστικά να είναι πολλαπλάσιο των 50 ουγκιών), ως προς την ποιότητα (π.χ. στο ΧΠΑ διαπραγματεύεται μόνο μια ποιότητα βάμβακος), αλλά και ως προς την τελική ημερομηνία παράδοσης (π.χ. μπορεί να είναι, ανάλογα με το προϊόν και το Χρηματιστήριο, μόνο η τελευταία ημέρα κάθε μήνα, ή η τελευταία ημέρα κάθε τριμήνου). Αντίθετα, στα Forwards υπάρχει πλήρης ελευθερία κινήσεων ως προς τα παραπάνω.

Γ) Τα Futures, σε αντίθεση με τα Forwards, παρέχουν απόλυτη ευελιξία στους επενδυτές να διακόψουν την συμφωνία «να κλείσουν την θέση τους» πριν τη λήξη του συμβολαίου χωρίς την σύμφωνη γνώμη του αντισυμβαλλόμενου.

Έτσι, ένας επενδυτής μπορεί πριν την λήξη του συμβολαίου και μέσω του Χρηματιστηρίου, να κλείσει την θέση του, παίρνοντας σε ένα νέο συμβόλαιο την αντίθετη θέση από αυτή που είχε λάβει κατά το παρελθόν. Ένα παράδειγμα στο οποίο ένας επενδυτής κλείνει στις 3-1-2000 τη θέση

long που είχε πάρει την προηγούμενη ημέρα σε ένα future 1.000 μετοχών της Εθνικής Τράπεζας και λήξης στις 30-6-2000, παρουσιάζεται στον παρακάτω πίνακα:

Κλείσιμο Long θέσης	
2-1-00	Θέση long σε συμβόλαιο 1.000 μετοχών της εθνικής Τράπεζας, λήξης στις 30-6-00 προς 10.000 ανά μετοχή.
3-1-00	Θέση short σε ένα άλλο συμβόλαιο 1.000 μετοχών της Εθνικής τράπεζας, λήξης στις 30-6-00 προς 10.100 δρχ./ανά μετοχή.
Κέρδη Επενδυτή	(10.100-10.000)X1.000=100.000 Δραχμές

Πηγή:site:naftemporiki.gr

Το κλείσιμο της θέσης σε ένα future συνοδεύεται από την επίτευξη κερδών ή ζημιών. Τα futures δηλαδή παρέχουν μεγαλύτερη επενδυτική ευελιξία για την επίτευξη κερδών, ακόμη και ιδιαίτερα βραχυπρόθεσμη βάση.

Δ) Υπάρχουν διαδικαστικές διαφορές μεταξύ των δύο προϊόντων, όπως η καθημερινή εκκαθάριση των futures, η παρακράτηση στα futures ενός ποσού ως ασφάλεια (margin). Τα Forward εκκαθαρίζονται μόνο στη λήξη των Συμβολαίων.

Ε) Στα forwards προσδιορίζεται συνήθως μια ορισμένη ημερομηνία παράδοσης, ενώ στα futures υπάρχει μια σειρά ημερομηνιών παράδοσης.

Ζ) Κατά κανόνα στην λήξη των forwards γίνεται παράδοση του υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου και είσπραξη μετρητών, ενώ τα περισσότερα futures κλείνουν πριν από την λήξη τους.

Η) Τα forwards έχουν ιδιαίτερα χαμηλή ρευστότητα και εκπληρώνονται σχεδόν 100%, τα futures αντίθετα, έχουν υψηλή ρευστότητα αλλά εκπληρώνονται μόνο 2% έως 5 %.

Θ) Ο πιστωτικός κίνδυνος στα προθεσμιακά συμβόλαια βαρύνει και τους δύο αντισυμβαλλόμενους, ενώ στα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης το λόγο έχει η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Δ. ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ ή OPTIONS

Το Option είναι μία συμφωνία η οποία δίνει στον αγοραστή το δικαίωμα αλλά όχι την υποχρέωση να αγοράσει ή να πουλήσει το υποκείμενο αγαθό σε μία καθορισμένη τιμή, κατά τη διάρκεια μίας χρονικής περιόδου ή σε μία συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία. Το παράγωγο αυτό προϊόν προέρχεται είτε από απαιτήσεις οι οποίες έχουν ενσωματωθεί σε χρεόγραφα και μετοχές είτε δημιουργούνται στα χρηματιστήρια τα οποία είναι και τα γνήσια.

Τα Options διακρίνονται σε δύο βασικές κατηγορίες:

- Το Call δίνει το δικαίωμα στον κάτοχό του να αγοράσει τη μετοχή επί της οποίας εκδόθηκε σε συγκεκριμένη τιμή εντός ορισμένου χρονικού διαστήματος.
- Το Put δίνει το δικαίωμα στον κάτοχό του να πουλήσει τη μετοχή σε συγκεκριμένη τιμή εντός ορισμένου χρονικού διαστήματος.

Υπάρχουν επίσης το **options Κλάσης (class)**, τα οποία είναι δικαιώματα του ίδιου είδους που συσχετίζονται με το ίδιο υποκείμενο εργαλείο, είναι

δικαιώματα της ίδιας κλάσης (π.χ. όλα τα δικαιώματα αγοράς της μετοχής ABC), και τα **options που αναφέρονται σε Σειρές (series)**. Αυτά είναι δικαιώματα της ίδιας κλάσης και με την ίδια τιμή εξάσκησης και ημερομηνία λήξης, είναι δικαιώματα της ίδιας σειράς (π.χ. όλα τα δικαιώματα αγοράς της μετοχής ABC με τιμή εξάσκησης 1070 και ημερομηνία λήξης Ιανουάριο).

Η δημιουργία των options και η προτίμηση των επενδυτών γι' αυτά σχετίζεται με τη φυσιογνωμία της μετοχής για την οποία εκδίδονται. Στην περίπτωση ενός call option ο κάτοχος αυτού διατηρεί το δικαίωμα για ορισμένο χρονικό διάστημα να αγοράσει ένα συμβόλαιο μετοχών (σετ μετοχών που θα αποτελούν τη μονάδα διαπραγμάτευσης) σε συγκεκριμένη τιμή. Αντιθέτως, ο κάτοχος ενός put option διατηρεί το δικαίωμα για ορισμένο χρονικό διάστημα να πουλήσει το συμβόλαιο μετοχών σε συγκεκριμένη τιμή. Λογικό είναι ότι ο κάτοχος θα ασκήσει αυτό το δικαίωμα αν τον συμφέρει, διαφορετικά το αφήνει να λήξει με μόνη ζημία το κόστος αγοράς του, το οποίο είναι πολύ μικρό (4-10%) σε σχέση με την αξία του ενεργητικού.

1. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ OPTIONS

Το Χρηματιστήριο πρέπει να τυποποιήσει τα χαρακτηριστικά των options και να διασφαλίζει την απρόσκοπτη άσκηση των υποχρεώσεων του writer, στην περίπτωση άσκησης του δικαιώματος από τον αγοραστή του παραγώγου. Οι βασικοί πάντως όροι ενός συμβολαίου option περιλαμβάνουν:

- Την ημερομηνία λήξης για την άσκηση του δικαιώματος (η χρονική περίοδος μέσα στην οποία ο κάτοχος ενός δικαιώματος μπορεί να ασκήσει το δικαίωμά του.
- Την τιμή στην οποία θα ασκηθεί αυτό.
- Την τύχη των διανεμομένων μερισμάτων και
- Ορισμένα άλλα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά.
- Το είδος του δικαιώματος (δικαίωμα αγοράς ή δικαίωμα πώλησης).
- Τον υποκείμενο τίτλο (π.χ. δείκτης FTSE/ASE-20, μετοχή Α)
- Το μέγεθος του συμβολαίου(π.χ. το κάθε συμβόλαιο με υποκείμενο τίτλος τη μετοχή Α, αντιστοιχεί με 100 μετοχές Α) (Βλ. Συλλογικό Έργο – Επενδύστε στην Ελλάδα – Εκδόσεις Σταμούλη 2000)

Αν και σήμερα (Αύγουστος 2000) το ΧΠΑ προετοιμάζεται για την εισαγωγή των παραγώγων προϊόντων options στην Αγορά του, η τυποποίηση είναι απαραίτητη για την εχέγγυα και ομαλή λειτουργία των συναλλαγών στη δευτερεύουσα αγορά. Οι τυποποιημένοι όροι συμβολαίου προσφέρουν τα παρακάτω πλεονεκτήματα:

- Καθώς όλοι οι συμμετέχοντες στην αγορά συναλλάσσονται σε συμβόλαια δικαιωμάτων που βασίζονται σε ίσους όρους, τα συμβόλαια συναλλάσσονται και ανταλλάσσονται με ευκολία.
- Υψηλότερο μέγεθος συμβολαίου συναλλαγής, επειδή οι διαδικασίες αγοράς και πώλησης είναι πιο απλές στη διαχείριση.
- Χαμηλότερα κόστη συναλλαγών, επειδή οι αντισυμβαλλόμενοι δεν χρειάζεται να διαπραγματευτούν του όρους κάθε φορά που ένα συμβόλαιο ολοκληρώνεται.

Συμβόλαια options πάνω από το κόστος.

Ένα call option αναφέρεται πάνω από το κόστος (in the money), όταν η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής για την οποία εκδόθηκε βρίσκεται πιο πάνω από την τιμή άσκησης. Με άλλα λόγια σε αυτό το σημείο ο κάτοχος του παραγώγου μπορεί να ασκήσει δικαίωμα και να πραγματοποιήσει το κέρδος που θα είναι η διαφορά μεταξύ σημερινής τιμής και τιμής άσκησης μείον το κόστος αγοράς του παραγώγου.

Συμβόλαια options κάτω από το κόστος.

Κάτω από το κόστος (out of the money) αναφέρεται το option όταν η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής είναι πιο κάτω από την τιμή άσκησης. Ο κάτοχος σε αυτή την περίπτωση δεν έχει λόγο να ασκήσει το δικαίωμά του, το αφήνει να λήξει περνώντας η συγκεκριμένη ημερομηνία και έχοντας ζημία μόνο το κόστος αγοράς του παραγώγου.

Συμβόλαια options ακριβώς στο κόστος.

Ένα option μπορεί να βρίσκεται ακριβώς στο κόστος (at the money) όταν η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής είναι ακριβώς ίδια με την τιμή άσκησης. Σε αυτό το σημείο ο κάτοχος υπολογίζει για μελλοντικές αξίες της μετοχής και περιμένει. Αγοράζοντας ένα call option ο κάτοχος παίρνει θέση απέναντι στη μετοχή για την οποία εκδόθηκε. Αυτό σημαίνει ότι έχει το πλεονέκτημα σε μία μελλοντική αύξηση της τιμής της να χρησιμοποιεί λίγα χρήματα σήμερα, αντί να αγοράζει τη μετοχή σήμερα στο ακέραιο.

Η έννοια των δικαιωμάτων προαίρεσης σε σχέση με τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης που πιο πάνω αναλύσαμε είναι ότι τα δικαιώματα προαίρεσης έχουν την προέλευσή τους από την ίδια βασική έννοια όπως και τα προθεσμιακά συμβόλαια. Και στα δικαιώματα ο πωλητής αναλαμβάνει την υποχρέωση να εκπληρώσει ένα συμβόλαιο μέχρι το τέλος μιας συμφωνημένης περιόδου.

2. ΣΥΜΦΕΡΕΙ ΠΕΡΙΣΣΟΤΕΡΟ ΤΟΝ ΕΠΕΝΔΥΤΗ: Η ΑΠΕΥΘΕΙΑΣ ΑΓΟΡΑ ΜΙΑΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ή Η ΑΓΟΡΑ ΤΗΣ ΜΕΣΩ CALL OPTIONS

Παράδειγμα: Σήμερα η τιμή της μετοχής της τράπεζας «Α» είναι 20.000 δρχ. Την ίδια ημέρα η τιμή του call option, με τιμή άσκησης 21.000 δρχ., είναι 2.000 δρχ. Καθώς η τιμή άσκησης είναι πάνω από την χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής το παράγωγο είναι κάτω από το κόστος.

Ας δούμε λοιπόν το αποτέλεσμα (κέρδος ή ζημία) στον παρακάτω πίνακα για κάποιον που αποφασίζει να κινηθεί ως εξής:

- Να αγοράσει τη μετοχή «Α» σήμερα και να την πουλήσει μετά από 6 μήνες.
- Να αγοράσει ένα call option «Α» με τιμή άσκησης 21.000 δρχ. μετά από τους 6 μήνες και βλέποντας εάν το δικαίωμά του για αγορά κριθεί ως κερδοφόρο προχωρά προς την άσκησή του.

Υποθέτοντας ότι η τιμή της μετοχής «Α» την ημερομηνία λήξης μπορεί να είναι στα παρακάτω επίπεδα:

- 26.000 δρχ.
- 22.000 δρχ.
- 16.000 δρχ.

Τα αποτελέσματα θα είναι όπως παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα.

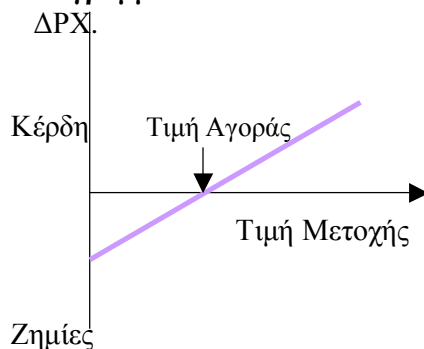
Τιμή πώλησης 26.000 δρχ.	(1) Μετοχή	(2) Call Option
Τιμή Πώλησης	26.000	26.000
Κόστος σήμερα	(20.000)	-2.000
Κόστος μετά από 6 μήνες	-	-21.000
Κέρδος (Ζημία)	6.000	3.000
Κέρδος (Ζημία) ως% του Αρχικού Κόστους	6.000/20.000	3.000/2.000
Απόδοση	30%	150%
Τιμή πώλησης 22.000 δρχ.	(1) Μετοχή	(2) Call Option*
Τιμή Πώλησης	22.000	22.000
Κόστος σήμερα	(20.000)	-2.000
Κόστος μετά από 6 μήνες	-	-21.000
Κέρδος (Ζημία)	2.000	-1.000
Κέρδος (Ζημία) ως% του Αρχικού Κόστους	2.000/20.000	1.000/2.000
Απόδοση	10%	-50%
Τιμή πώλησης 16.000 δρχ.	(1) Μετοχή	(2) Call Option
Τιμή Πώλησης	16.000	-
Κόστος σήμερα	(20.000)	-2.000
Κόστος μετά από 6 μήνες	-	-
Κέρδος (Ζημία)	(4.000)	-2.000
Κέρδος (Ζημία) ως% του Αρχικού Κόστους	(4.000/20.000)	(2.000)/2.000
Απόδοση	-20%	-100%

*Στην περίπτωση αυτή το δικαίωμα, μπορεί να ασκηθεί με κέρδος 1.000 δρχ. (22.000-21.000). Αλλά βέβαια αυτό δεν είναι αρκετό για να καλύψει το κόστος του παραγώγου (premium) 2.000 δραχμών

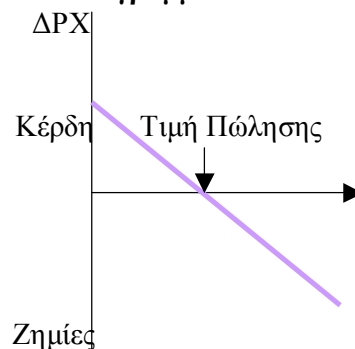
Ο πιο γνωστός τρόπος κερδοσκοπίας διεξάγεται με την αγορά μιας μετοχής (ή ενεργητικού γενικότερα), για την οποία ο επενδυτής προβλέπει άνοδο της τιμής σε κάποια χρονική στιγμή στο μέλλον (παίρνει θέση long, παρακάτω διαγράμματα Α, Β και Γ). Ο επενδυτής που προβλέπει πτώση τιμών κερδοσκοπεί με το να πάρει short, προβαίνει δηλαδή σε πώληση αξιών που δανείζεται και το επιστρέφει για να κλείσει την πράξη.

Διαγραμματικά οι τιμές φαίνονται από τον οριζόντιο άξονα και τα κέρδη από τον κάθετο.

Διάγραμμα Α.



Διάγραμμα Β.



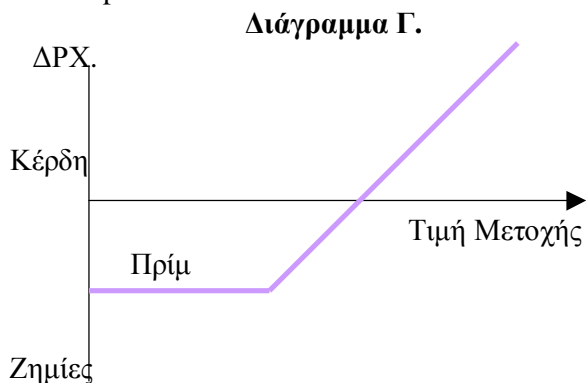
Κέρδη / Ζημίες θέσεων Long και Short για Αγοραστές.*

*Ο επενδυτής προκειμένου να πάρει θέση long ή short θα πρέπει να κάνει τις προσωπικές του προβλέψεις για τις μετοχικές αξίες. Στο διάγραμμα οι τιμές παριστάνονται από τον οριζόντιο άξονα και τα κέρδη ή ζημίες από τον κάθετο.

Όταν ένας επενδυτής επιλέγει να κερδοσκοπήσει αγοράζοντας ένα ορτίον, το ποσό που επενδύει περιορίζεται μόνο στο πριμ που καταβάλλει σε αυτόν που το υπογράφει και στην προμήθεια του χρηματιστή. Αν η πρόβλεψή του αποδεχθεί αληθής μπορεί να πραγματοποιήσει κέρδη σημαντικού ύψους, αρκεί να σκεφτούμε ότι μετά την κάλυψη του πριμ που κατέβαλε στον πωλητή του ορτίον, κάθε δραχμή ανόδου στην τιμή της μετοχής θα μετατρέπεται σε αντίστοιχη αύξηση των κερδών του.

Όπως είναι λογικό κάθε ζημία στον αγοραστή του ορτίον είναι κέρδος για τον πωλητή (writer). Σε κάθε θέση του ενός εκ των δύο μερών υπάρχει η αντίθετη θέση του άλλου.

Σε κάθε περίπτωση ο ένας επενδυτής αγοράζει και ο άλλος πουλάει. Ο τρόπος που θα ενεργήσει ο καθένας είναι αποτέλεσμα της εκτίμησης που κάνει για την κατεύθυνση των τιμών. Αυτό συνεπάγεται αξιολόγηση της οικονομικής κατάστασης στο εγχώριο επίπεδο και στο ευρύτερο διεθνές, αλλά και των παραγόντων που επηρεάζουν την τιμή της μετοχής επί της οποίας εκδίδεται το ορτίον.



Θέση Long σε Call (αγορά) Option κατά την άσκηση

Ας δούμε πώς θα μπορούσε ο διαχειριστής χαρτοφυλακίου να εκμεταλλευτεί *επικείμενη άνοδο στην τιμή συγκεκριμένης μετοχής* χρησιμοποιώντας τα δικαιώματα προαίρεσης.

Θέση Αγοράς Δικαιώματος Αγοράς στη Μετοχή ΑΒΓ (Long Call)

Αυτή είναι η θέση του συμβαλλόμενου που έχει το δικαίωμα, αλλά όχι την υποχρέωση να αγοράσει το υποκείμενο προϊόν στη συμφωνημένη τιμή.

Τιμή υποκείμενου τίτλου: 5.200 δρχ.

Τίμημα Δικαιώματος πώλησης (option premium) σε τιμή εξάσκησης 5.200δρχ.: 250 δρχ.

Μέγεθος συμβολαίου: 100 Μετοχές.

Ένας επενδυτής προσδοκά ότι οι τιμές των μετοχών της εταιρίας ΑΒΓ θα ακολουθήσουν μια ευνοϊκή για αυτόν πορεία. Προς το παρόν, η τιμή της μετοχής είναι 5.200 δραχμές. Παρόλα αυτά, δεν επιθυμεί να ρισκάρει την επένδυση 5.200.000 δραχμών για να αγοράσει 1.000 μετοχές. Αντί αυτού, αποφασίζει να αγοράσει δέκα δικαιώματα αγοράς στην τιμή εξάσκησης των 5.200 δραχμών. Συνεπώς αποκτά το δικαίωμα να αγοράσει 1.000 μετοχές της ΑΒΓ στις 5.200 δραχμές τη μία, οποιαδήποτε στιγμή κατά τη διάρκεια της ζωής του δικαιώματος. Για αυτό το δικαίωμα πληρώνει τιμή δικαιώματος 250 δραχμών ανά μετοχή. Το συνολικό του κόστος ανέρχεται στις 250.000 δρχ. (10 συμβόλαια X 100 μετοχές X 250 δραχμές).

Αν οι μετοχές ΑΒΓ συναλλάσσονται στις 5.900δρχ. κατά την ημέρα λήξης του συμβολαίου, τότε ο επενδυτής θα εξασκήσει το δικαίωμα του και θα αγοράσει τις μετοχές στις 5.200 δραχμές. Εφ'όσον έχει πληρώσει τιμή δικαιώματος 250 δραχμές, το κέρδος του ανά μετοχή ανέρχεται στις 450 δραχμές ($5.900-5.200-250=450$). Το συνολικό κέρδος θα είναι

10συμβόλαια X 100 μετοχές X 450 δραχμές=450.000 δραχμές.

Η αντίθετη περίπτωση, δηλαδή πώς θα μπορούσε ο διαχειριστής χαρτοφυλακίου να *εκμεταλλευτεί επικείμενη πτώση στην τιμή συγκεκριμένης μετοχής* χρησιμοποιώντας τα δικαιώματα προαίρεσης.

Θα μπορούσε να κερδίσει από την πτώση παίρνοντας:

Θέση Αγοράς Δικαιώματος Πώλησης στη Μετοχή ABC (Long Put).

Αυτή είναι η θέση του συμβαλλόμενου που έχει το δικαίωμα, αλλά όχι την υποχρέωση να πουλήσει το υποκείμενο προϊόν στη συμφωνημένη τιμή.

Τιμή υποκείμενου τίτλου: 1.200 δρχ.

Τίμημα Δικαιώματος Πώλησης (option premium) σε τιμή εξάσκησης 1.300δρχ.: 120 δρχ.

Μέγεθος Συμβολαίου: 100 μετοχές.

Προς το παρόν οι μετοχές τιμούνται στις 1.200 δραχμές. Ο διαχειριστής χαρτοφυλακίου αναμένει πτώση της τιμής και αγοράζει είκοσι (20) δικαιώματα πώλησης με τιμή εξάσκησης 1.300 δραχμές και με τιμή δικαιώματος 120 δραχμές ανά μετοχή. Συνεπώς, δικαιούται πλέον να πουλήσει 2.000 μετοχές της ABC (20 συμβόλαια X 100 μετοχές ανά συμβόλαιο) στις 1.300 δραχμές τη μία. Το συνολικό του κόστος ανέρχεται στις 240.000 δρχ. (20 συμβόλαια X 100 μετοχές ανά συμβόλαιο X 120 δρχ.).

Υποθέτοντας ότι οι μετοχές της ABC συναλλάσσονται στις 1.000 δραχμές κατά την ημερομηνία λήξης του συμβολαίου, τότε ο αγοραστής του δικαιώματος πώλησης θα εξασκήσει το δικαίωμά του και θα πουλήσει στις 1.300 δραχμές.

Εφ'όσον έχει αρχικά πληρώσει την τιμή δικαιώματος των 120 δραχμών ανά μετοχή, το κέρδος του θα είναι $1.300-1.000-120=180$ δρχ ανά μετοχή. Το συνολικό κέρδος θα είναι **20 συμβόλαια X 100 μετοχές ανά συμβόλαιο X 180 δρχ.=360.000 δραχμές.**

Μια ακόμη ουδέτερη περίπτωση που πρέπει εδώ να εξετάσουμε είναι αυτή, κατά την οποία ο διαχειριστή χαρτοφυλακίου ενδιαφέρεται να αυξήσει την απόδοση του χαρτοφυλακίου του σε περίοδο στασιμότητας στην υποκείμενη χρηματιστηριακή αγορά. Χρησιμοποιώντας **δικαιώματα προαίρεσης και πουλώντας δικαίωμα αγοράς (short call)**

FTSE/ASE-20: 2.050 μονάδες

2.050 FTSE/ASE-20 δικαίωμα αγοράς: 200 μονάδες.

Πολλαπλασιαστής: 2.000 δρχ.

Αξία ενός χαρτοφυλακίου μετοχών: 4.100.000 δρχ.

Ο κάτοχος ενός χαρτοφυλακίου μετοχών, το οποίο συσχετίζεται πλήρως με το δείκτη FTSE/ASE-20, αναμένει ουδέτερη ή ελαφρώς καθοδική βραχυπρόθεσμη μεταβολή του δείκτη. Πουλώντας ένα δικαίωμα αγοράς στο δείκτη FTSE/ASE-20 στις 2.050 μονάδες ο κάτοχος του χαρτοφυλακίου λαμβάνει ένα premium των 400.000 δρχ. Εάν ο δείκτης κυμανθεί κάτω από το σημείο των 2.250 (τιμή εξάσκησης του δικαιώματος συν το τίμημα του δικαιώματος που αποκτήθηκε), η απόδοση της καλυμμένης πώλησης δικαιώματος αγοράς πάντα θα υπερβαίνει την απόδοση του χαρτοφυλακίου των μετοχών. Κατ' αυτόν τον τρόπο ο διαχειριστής

χαρτοφυλακίου κατάφερε να αυξήσει την απόδοση του χαρτοφυλακίου του ακόμη και σε περίοδο στασιμότητας με αποτέλεσμα να ξεπεράσει τις αποδόσεις τη αγοράς και να προσελκύσει περισσότερα κεφάλαια υπό την διαχείριση του.

Οι επενδυτές θα πρέπει πάντα να δίνουν σημασία στους παράγοντες που καθορίζουν την τιμή ενός Δικαιώματος Προαίρεσης το οποίο είναι βασισμένο σε μετοχικές αξίες (π.χ. στο Δείκτη FTSE/ASE-20 ή σε μετοχές του ΧΑΑ).

Οι παράγοντες που επηρεάζουν την τιμή ενός δικαιώματος βασισμένο σε μετοχικές αξίες (stock option) είναι:

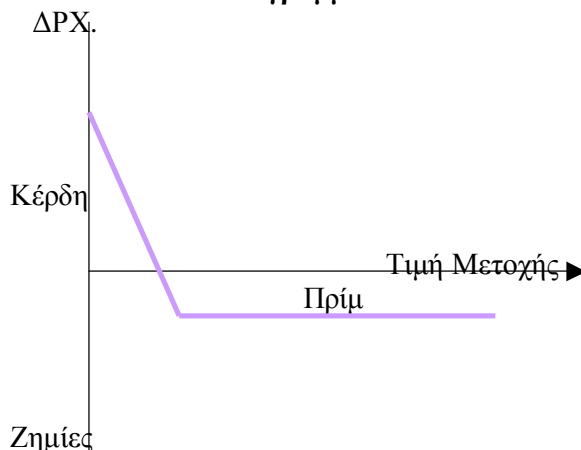
- Η τιμή του υποκείμενου τίτλου.
- Η τιμή εξάσκησης του δικαιώματος προαίρεσης.
- Ο υπολειπόμενος χρόνος μέχρι τη λήξη του δικαιώματος.
- Η διακύμανση της τιμής του υποκείμενου τίτλου.
- Αναμενόμενα μερίσματα κατά την διάρκεια ζωής του δικαιώματος.
- Το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο. (βλ. Συρράκος Ελ- Χρημασθηριακά και Επτοκιακά Παράγωγα 2000)

3. ΒΑΣΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕ OPTIONS

Πριν από οποιαδήποτε στρατηγική ανάπτυξη θα πρέπει να κατανοηθεί πλήρως η λογική των αντιθέτων πληρωμών (pay-off) που συνεπάγεται η αγοραπωλησία οποιουδήποτε option.

- Αξία call option = Τιμή μετοχής – Τιμή άσκησης.
- Το κέρδος προέρχεται από το ποσό που προκύπτει αν από τη τιμή της μετοχής αφαιρεθεί η τιμή άσκησης του δικαιώματος.

Διάγραμμα Δ.

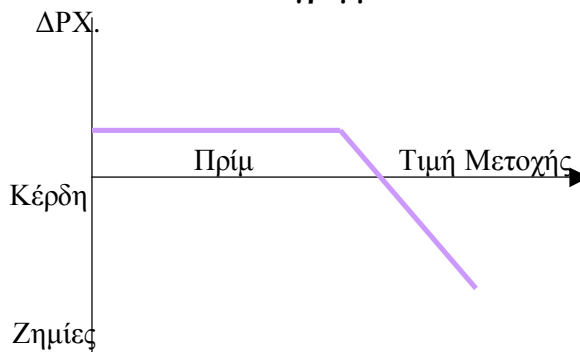


Θέση Long σε Put (πώληση) Option κατά την άσκηση

- Κέρδος συνεπώς υπάρχει αν η τιμή της μετοχής είναι μεγαλύτερη από την τιμή άσκησης και αυξάνεται με την αύξηση της τιμής της μετοχής.
- Το call option δεν ασκείται όταν η τιμή της μετοχής είναι χαμηλότερη από την τιμή άσκησης.
- Όσο υψηλότερη είναι η τιμή της μετοχής σε σχέση με την τιμή άσκησης τόσο μικρότερο είναι και το ρίσκο.
- Αξία put option = Τιμή άσκησης – Τιμή μετοχής.
- Το κέρδος συνίσταται από το ποσό που προκύπτει αν από την τιμή άσκησης του δικαιώματος αφαιρεθεί η τιμή της μετοχής.

- Το put δεν ασκείται όταν η τιμή της μετοχής είναι υψηλότερη της τιμής άσκησης.
- Όσο χαμηλότερη είναι η τιμή της μετοχής σε σχέση με την τιμή άσκησης τόσο μικρότερο είναι και το ρίσκο.
- Το κέρδος του πωλητή είναι ίσο με το πριμ (διάγραμμα Δ) που πληρώνει ο αγοραστής για να αποκτήσει το option.
- Ο πωλητής υφίσταται ζημιά όταν η τιμή της μετοχής είναι μεγαλύτερη από την τιμή άσκησης.
- Η ζημιά του πωλητή είναι ίση με τη διαφορά της τιμής μετοχής και της τιμής άσκησης, δηλαδή όσο είναι η αύξηση της τιμής της μετοχής.

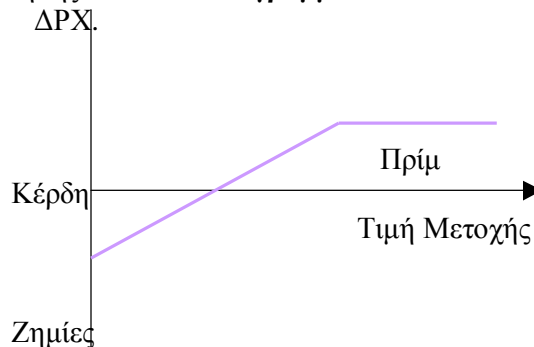
Διάγραμμα Ε.



Θέση Short σε Call Option κατά την άσκηση

- Η ζημιά του πωλητή είναι μηδέν όταν ο αγοραστής δεν ασκεί το option, όταν δηλαδή η τιμή της μετοχής είναι χαμηλότερη από την τιμή άσκησης.
- Το κέρδος του πωλητή είναι ίσο με το πριμ (διάγραμμα Ε και Ζ) που πληρώνει ο αγοραστής για να αποκτήσει το option.
- Ο πωλητής υφίσταται ζημιά όταν η τιμή της μετοχής είναι μικρότερη της τιμής άσκησης.
- Η ζημιά του πωλητή είναι ίση με τη διαφορά της τιμής της μετοχής και της τιμής άσκησης και αυξάνεται με την πτώση της τιμής της μετοχής. Η ζημιά μεγιστοποιείται και είναι ίση με την τιμή άσκησης όταν η τιμή της μετοχής είναι μηδέν.
- Η ζημιά του πωλητή είναι μηδέν όταν ο αγοραστής δεν ασκεί το option, όταν δηλαδή η τιμή της μετοχής είναι υψηλότερη από την τιμή άσκησης.

Διάγραμμα Ζ.



Θέση Short σε Put Option κατά την άσκηση

Η Κερδοσκοπία με τα παράγωγα προϊόντα μπορεί να γίνει με διάφορους τρόπους και αποτελεί συνήθη παράγοντα στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Εκτός δηλαδή από την επένδυση σε ένα μόνο option μπορεί να είναι αποτέλεσμα συνδυασμού κάποιων από αυτά, είτε με τη μορφή arbitrage είτε με τη μορφή κάποιου συνδυασμού που συνεπάγεται αβεβαιότητα.

Σίγουρα τα καινούργια προϊόντα θα έχουν πολλά να προσφέρουν στην Ελληνική αγορά, στις επιχειρήσεις και στο σύνολο των επενδυτών. Βασικά πλεονεκτήματα θα είναι το επιπλέον κεφάλαιο (equity) για τις επιχειρήσεις, μείωση και μεταφορά του επενδυτικού κινδύνου, price discovery (αφύπνιση των επενδυτών), άνοιγμα και διεθνοποίηση της ελληνικής οικονομίας και τέλος απορρόφηση ξένων επενδυτικών κεφαλαίων. (Βλέπε:ΧΑΑ-ΧΠΑ Βούλγαρη – Παπαγεωργίου)

4. ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΤΑ INDEX OPTION – ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΣΕ ΔΕΙΚΤΗ

Τα index option είναι συμβόλαια των οποίων η τιμή και η επενδυτική απόδοση είναι αποκλειστικά εξαρτημένη από την πορεία ενός δείκτη μετοχών σε συνδυασμό και με άλλες παραμέτρους, π.χ. τα επιτόκια να διαδραματίζουν ένα ασθενέστερο ρόλο. Τα συμβόλαια αυτά δίνουν στον κάτοχο τους το δικαίωμα (αλλά όχι την υποχρέωση) να αποκτήσει ή να παραχωρήσει την αξία ενός συγκεκριμένου καλαθιού μετοχών, που αντιπροσωπεύεται από το δείκτη σύμφωνα με ορισμένους προκαθορισμένους όρους που αφορούν στο χρόνο και στην τιμή που θα πραγματοποιηθεί η συναλλαγή. Στον παρακάτω πίνακα δίδεται μια λεπτομερής απεικόνιση των στοιχείων που αποτελούν τα Options επί Δείκτη και πώς αυτά διαπραγματεύονται στην αγορά των παραγώγων.

Απεικόνιση Διαπραγμάτευσης Options επί Δείκτη

ΜΗΝΑΣ ΔΗΞΗΣ	FTSE/ASE -20	ΤΙΜΗ ΑΣΚΗΣΗΣ (strike price)	CALL/PUT	ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΤΩΝ (volume)	ΤΙΜΗ ΚΛΕΙΣΤΟΣ (close price)	ΜΕΤΑΒΟΛΗ (net change 1:30)	ΑΡΙΘΜΟΣ ΣΥΜ/ΑΙΩΝ ΣΕ ΚΥΚΛΑ/ΡΙΑ (open int)
ΙΑΝ.	2.800	2.600	C	2	138,75	-0,25	66
ΜΑΡΤ.	2.850	2.700	C	2	110,5	22	30
ΙΑΝ.	2.610	2.700	P	10	110,4375	0,1875	4.911
ΜΑΡΤ.	2.990	2.850	C	1.500	85	3,25	3.273
ΙΟΥΝ.	2.700	2.850	P	335	85,4214	0	15.485

Πηγή:ΧΑΑ-ΧΠΑ Βούλγαρη -Παπαγεωργίου

Υπάρχουν δύο τύποι συμβολαίων index options:

- Το συμβόλαιο call δίνει στον κάτοχό τους το δικαίωμα αγοράς αξίας του δείκτη.
- Το συμβόλαιο put παρέχει το δικαίωμα πώλησης της αξίας του δείκτη. Τα index options διακανονίζονται αποκλειστικά με τη μεταβίβαση μετρητών, καθώς το χρηματοοικονομικό προϊόν, ο δείκτης, δεν έχει φυσική υπόσταση αλλά είναι απλά ένας αριθμός που αντιστοιχεί σε κάποιο συγκεκριμένο επίπεδο τιμών μετοχών. Πάντως, κατά τη συντριπτική πλειοψηφία στις διεθνείς αγορές παραγώγων, οι επενδυτικές θέσεις σε index options κλείνουν με την πραγματοποίηση μιας αντίθετης πράξης στο ίδιο συμβόλαιο, έτσι ώστε να υπάρχει απλά ένας συμφηφισμός χρήματος από τους ίδιους τους επενδυτές. Για παράδειγμα, ο κάτοχος ενός call πουλάει ένα συμβόλαιο με ακριβώς παρόμοια χαρακτηριστικά και η απόδοσή του

διαμορφώνεται σύμφωνα με τη διαφορά μεταξύ της τιμής αγοράς και της τιμής πώλησης του ίδιου συμβολαίου.

5. ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ INDEX OPTIONS

Αξία Συμβολαίου.

Η αξία των index options προσδιορίζεται από το αλγεβρικό γινόμενο που προκύπτει από το ύψος του δείκτη σε μονάδες επί έναν πολλαπλασιαστή, ο οποίος καθορίζεται από τις αρχές του χρηματιστηρίου παραγώγων.

Εάν υποθέσουμε ότι ο Δείκτης FTSE/ASE-20 βρίσκεται στις 3.000 μονάδες και ο πολλαπλασιαστής έχει οριστεί να είναι 10.000 δραχμές, τότε το κόστος του συμβολαίου θα αντιστοιχεί σε ένα καλάθι μετοχών με αξία 30.000.000 δραχμές.

Τιμή εξάσκησης του Συμβολαίου.

Η τιμή εξάσκησης, καθορισμένη εκ των προτέρων, είναι το προκαθορισμένο επίπεδο του δείκτη, που συνήθως είναι μια σειρά από στρογγυλοποιημένες τιμές του και καθορίζει την απόδοση κάθε συμβολαίου.

Αρχικά, το χρηματιστήριο παραγώγων ορίζει περίπου δύο με τέσσερα επίπεδα τιμών εξάσκησης εκατέρωθεν της τρέχουσας τιμής του δείκτη για κάθε συμβόλαιο. Εάν κατά τη διάρκεια ζωής ενός index option ο δείκτης κινηθεί έξω από τις αρχικές τιμές εξάσκησης, τότε οι αρχές του χρηματιστηρίου καθορίζουν νέες τιμές εξάσκησης, δημιουργώντας νέα συμβόλαια.

Αγοραία τιμή (Premium)

Αποτελεί την τρέχουσα τιμή ενός index option. Λέγεται premium, και μπορεί να διακριθεί σε δύο τμήματα:

A) Την **Εσωτερική Αξία** (intrinsic value), που αφορά στη διαφορά του δείκτη από την τιμή εξάσκησης, και

B) Την **Χρονική Αξία** (time value), που αφορά την αξία την οποία προσθέτει ο επενδυτής στο χαρτοφυλάκιό του με τη διατήρηση ενός δικαιώματος, το οποίο έχει ήδη πληρώσει για να αποκτήσει. Η ακόλουθη εξίσωση ισχύει σε κάθε περίπτωση:

Αγοραία Τιμή Συμ/αίου Index Option=Εσωτερική Αξία + Χρονική Αξία.

Οι δύο αξίες, η εσωτερική και η χρονική (συνεπώς και premium που αποτελεί το άθροισμά τους), μπορεί να είναι θετικές ή τουλάχιστον μηδενικές, καθώς το index option στη χειρότερη περίπτωση μπορεί να απαξιωθεί εντελώς, χωρίς να απαιτεί άλλη εκταμίευση από τον κάτοχο του δικαιώματος.

Ποια μπορεί να είναι η **διάρκεια ζωής** ενός συμβολαίου και η **ημερομηνία εξάσκησης**; Στις περισσότερες περιπτώσεις υπάρχει ποικιλία συμβολαίων, με διάρκεια ζωής 3,6,9 και 12 μηνών από τον αρχικό ορισμό των index options από τις χρηματιστηριακές αρχές. Υπάρχουν και περιπτώσεις όπου τα συμβόλαια επί ενός δείκτη είναι εξαιρετικά εμπορεύσιμα με διάρκειες έως και τριών ετών.

Συνήθως τα index options εκδίδονται σε έναν από τρεις ετήσιους κύκλους τρίμηνων λήξεων, ώστε οποιαδήποτε στιγμή να υπάρχουν σε ισχύ συμβόλαια με ποικιλία διαφορετικών ημερομηνιών ωρίμανσης.

Οι κύκλοι των εκδόσεων έχουν ως εξής:

1^{ος} Κύκλος: Ιανουάριος –Απρίλιος -Ιούλιος-Οκτώβριος

2^{ος} Κύκλος: Φεβρουάριος –Μάιος –Αύγουστος -Νοέμβριος

3^{ος} Κύκλος: Μάρτιος –Ιούνιος –Σεπτέμβριος –Δεκέμβριος

Η ακριβής ημερομηνία ωρίμανσης και εξάσκησης των index options ορίζεται από πρακτικούς κανόνες, όπως για παράδειγμα η 2^η Παρασκευή του μήνα εξάσκησης.

Ανάλογα με το χρόνο εξάσκησης του τα options χωρίζονται σε δύο τύπους, όπως Αμερικάνικο ή Ευρωπαϊκό Index Option:

Η διάκριση αφορά στο πότε ένα index option μπορεί να εξασκηθεί:

A)Ευρωπαϊκό Index Option: Μόνο την ημερομηνία της ωρίμανσης ή

B)Αμερικάνικο Index Option: Οποιαδήποτε στιγμή έως και αυτή την ημέρα.

Η πλειοψηφία των index options που διαπραγματεύονται στις διεθνείς αγορές είναι αμερικάνικου τύπου, προφανώς για το λόγο ότι προσφέρουν μεγαλύτερη ευελιξία στους επενδυτές. Παράλληλα, έχει αποδεχθεί στην πράξη ότι οι διαφορές στο premium μεταξύ πανομοιότυπων συμβολαίων index options που διαφοροποιούνται μόνο ως προς τον ευρωπαϊκό ή αμερικανικό τρόπο εξάσκησης είναι μηδαμινές.

Απόδοση επένδυσης

Η απόδοση της επένδυσης σε index options κατά την εξάσκησης τους καθορίζεται από το γινόμενο της διαφοράς τιμής του δείκτη σε σχέση με την τιμή εξάσκησης του συμβολαίου επί τον πολλαπλασιαστή.

Για παράδειγμα: Εάν ένα call index option δίνει το δικαίωμα στον κάτοχό του να αγοράσει την αξία του δείκτη FTSE/ASE-20 σε επίπεδο 3.000 μονάδων και ο δείκτης κατά την εξάσκηση έχει σκαρφαλώσει στις 3.500 μονάδες, το συμβόλαιο θα αποφέρει στον αγοραστή το ποσό των 5.000.000 δραχμών (3.500-3.000 μονάδες=500 μονάδες επί τον πολλαπλασιαστή 10.000*δραχμές=5.000.000 δραχμές).

*Στο παράδειγμα αυτό η κάθε μονάδα δείκτη κοστίζει 10.000 δραχμές. (Το παράδειγμα των Futures υπολογίστηκε με κόστος μονάδας 2.000 δραχμές.)

Αξία δείκτη (κατά το χρόνο εξάσκησης) 3.500 μον.Χ10.000=35.000.000 δρχ.
Μείον: Αξία δείκτη (χρόνο έκδοσης) 3.000 μονΧ10.000=30.000.000 δρχ.
Διαφορά πληρωμών (κέρδος) 5.000.000 δρχ.

Πηγή:Παράγωγα - Γ.Παπούλιας

Αυτό είναι το κέρδος του κατόχου ανά συμβόλαιο. Η ζημία του πωλητή (εκδότη) του call index option.

6. ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΤΩΝ INDEX OPTIONS.

Οι παράγοντες που επηρεάζουν την τιμή των index options διακρίνονται σε δύο μεγάλες κατηγορίες. Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει τις παραμέτρους, οι οποίες εύκολα μπορούν να προσδιοριστούν μέσα από μια αριθμητική έκφραση. Οι ποσοτικοποιούμενες παράμετροι είναι οι εξής:

- Το επίπεδο του δείκτη μετοχών.
- Η τιμή εξάσκησης του index option.

Εάν η διαφορά μεταξύ της τιμής του δείκτη και τη τιμής εξάσκησης παρέχει εσωτερική αξία στον κάτοχο του index option, δηλαδή η εξάσκησης

του θα αποφέρει κέρδος, τότε το συμβόλαιο αποκαλείται in the money (επικερδές). Στην αντίθετη περίπτωση, που προκαλείται οικονομική ζημία, το συμβόλαιο λέγεται ότι είναι out of money (ζημιογόνο), ενώ εάν οι δύο αυτές τιμές ταυτίζονται το index option είναι at the money (στα λεφτά του).

- **Η στατική διακύμανση του δείκτη.** Το premium των index options είναι μεγαλύτερο όταν ο δείκτης παρουσιάζει υψηλή στατιστική διακύμανση, γεγονός που αποτελεί την έκφραση της νευρικότητας της αγοράς. Αυτό συμβαίνει όταν πρόκειται να κινηθεί ευνοϊκά ο δείκτης του χρηματιστηρίου και να δημιουργηθούν συνθήκες in the money για τον κάτοχο του συμβολαίου, και όταν η εκτιμώμενη διακύμανση του υποκειμένου δείκτη είναι μεγάλη.

- **Ο χρόνος που απομένει έως την ημερομηνία εξάσκησης του δικαιώματος.** Το premium των index options είναι ψηλότερο όσο μακρύτερα στο μέλλον βρίσκεται η ημερομηνία ωρίμανσης του συμβολαίου εξάσκησης, γιατί και σ' αυτή την περίπτωση αυξάνονται οι πιθανότητες να περάσει το συμβόλαιο σε κατάσταση in the money. Όμως, η χρονική αξία (time value) του συμβολαίου πέφτει κατακόρυφα, όσο πλησιάζει η ημερομηνία εξάσκησης και μειώνονται τα περιθώρια σημαντικής απόκλισης του δείκτη από τα τρέχοντα επίπεδα.

- **Η πληρωμή των μερισμάτων** στις μετοχές που συνθέτουν τον δείκτη κατά τη διάρκεια ζωής του συμβολαίου. Η πληρωμή μερισμάτων στις μετοχές που απαρτίζουν τον δείκτη επηρεάζουν το premium των index options γιατί μεταβάλλουν πτωτικά το επίπεδο του δείκτη. Όσο μεγαλύτερα είναι τα μερίσματα και η καθοδική επίπτωση στον δείκτη, τόσο μεγαλώνει το premium στα συμβόλαια put που κερδίζουν σε εσωτερική αξία, ενώ αντίστοιχα μειώνεται το premium των call, τα οποία κινούνται προς την κατεύθυνση του out of money. Πάντως, οι μεταβολές στην τιμή των μετοχών του δείκτη που προκύπτουν από μεταβολές του μετοχικού κεφαλαίου (όπως αυξήσεις κεφαλαίου με καταβολή μετρητών και διανομή δωρεάν μετοχών από κεφαλαιοποίηση αποθετικών ή αναπροσαρμογή της ονομαστικής αξίας των μετοχών), δεν επηρεάζουν τα premium index options γιατί υπάρχει πλήρης προσαρμογή του δείκτη στις αρχές χρηματιστηρίου.

- **Το τρέχον επιτόκιο των βραχυπροθέσμων τίτλων του Δημοσίου** (π.χ. έντοκα γραμμάτια Δημοσίου). Όσο υψηλότερα είναι τα επιτόκια των βραχυπρόθεσμων τοποθετήσεων χωρίς κίνδυνο σε τίτλους σταθερής απόδοσης, τόσο μικρότερη είναι η προεξοφλούμενη τρέχουσα αξία της τιμής εξάσκησης ενός συμβολαίου index option, μεγαλώνοντας έτσι την εσωτερική αξία στα call και μικραίνοντάς την στα put, όπως φαίνεται στον παρακάτω πίνακα 2.

Επομένως το premium των συμβολαίων index option call επηρεάζεται σε θετική αναλογία με τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια και κινείται αντίστροφα με αυτά στα συμβόλαια put. Οι μη ποσοτικοποιούμενοι παράγοντες που προσδιορίζουν την τιμή (premium) ενός συμβολαίου περιλαμβάνουν τις δυνάμεις της αγοράς και του γενικού οικονομικού πλαισίου, όπως:

Οι διαφορές στις εκτιμήσεις των επενδυτών για την μελλοντική πορεία του δείκτη και ακόμη σπουδαιότερο, τη διακύμανσή του.

Η προσφορά και η ζήτηση που εκδηλώνεται για το index option στην αγορά παραγώγων και το βάθος που προκύπτει από το συνολικό επίπεδο συναλλαγών.

**Πίνακας 1
Υπολογισμός των τιμών/Premium των call index options**

Εσωτερική αξία δικαιώματος call=τιμή εξάσκησης		
Εσωτερική αξία δικαιώματος put=τιμή εξάσκησης – τιμή δείκτη		
	Δικαίωμα call	Δικαίωμα put
Τιμή δείκτη>τιμή εξάσκησης	Επικερδές (in the money)	Χάνει λεφτά (out of the money)
Τιμή δείκτη= τιμή εξάσκησης	Στα λεφτά του (at the money)	Στα λεφτά του (at the money)
Τιμή δείκτη<τιμή εξάσκησης	Χάνει λεφτά (out of the money)	Επικερδές (in the money)

Πηγή:Χρηματιστηριακές Επενδύσεις- Θ. Θεοδωρόπουλος

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι το premium, η αγοραία τιμή του index option, είναι η μόνη παράμετρος που δεν αποτελεί μέρος των τυποποιημένων όρων του συμβολαίου (όπως είναι για παράδειγμα η ημερομηνία και η τιμή εξάσκησης, παραπάνω πίνακας 1 και δεν συνδέεται με υποκείμενες εκτιμήσεις επενδυτών. Η εύρεση του ρεαλιστικού επιπέδου του premium γίνεται μέσω της χρήσης πολύπλοκων μαθηματικών εκφράσεων που λαμβάνουν υπόψη την πρώτη κατηγορία παραμέτρων που αναφέρθηκαν παραπάνω. Η βάση των μαθηματικών μοντέλων, που χρησιμοποιούνται στις ημέρες μας με αρκετές παραλλαγές, προσαρμογές και τελειοποιήσεις είναι η φόρμουλα Black & Scholes, που φέρει τα ονόματα των δύο διάσημων δημιουργών της.

7. ΦΟΡΜΟΥΛΑ Black & Scholes

Η φόρμουλα Black & Scholes προέκυψε από την απλούστατη διαπίστωση ότι ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών, το οποίο δεν παρουσιάζει κανένα επενδυτικό κίνδυνο χάρη στην χρήση των options, πρέπει εξ ορισμού να έχει απόδοση ανάλογη με αυτή που θα είχε μια επένδυση σε τίτλους του Δημοσίου, που θεωρείται ότι δεν εμπεριέχει καθόλου κίνδυνο.

Γνωρίζοντας πιο είναι το επιτόκιο των βραχυπρόθεσμων τίτλων του δημοσίου και χρησιμοποιώντας μια προσέγγιση της διακύμανσης της αγορά με βάση ιστορικά στοιχεία (πίνακας 2), κατέστη δυνατόν με φόρμουλα Black & Scholes να βρεθεί ποιο είναι το πιο δίκαιο premium που πρέπει να πληρώσει ένας επενδυτής για να αντισταθμίσει πλήρως τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου του.

Η πιο απλή σχέση του Μοντέλου είναι:

$$C = S N(d_1) - X e^{-RFt} N(d_2),$$

όπου $d_1 = [\ln(S/X) + (RF + V/2)t] / (\sqrt{Vt})$ και

$$d_2 = d_1 - \sqrt{Vt}.$$

C= η τιμή του option (premium),

S= η τρέχουσα τιμή μετοχής,

X= η τιμή άσκησης συμβολαίου,

PV(X)= η παρούσα αξία της τιμής άσκησης του συμβολαίου (προεξοφλώντας με το τρέχον επιτόκιο της αγοράς (στον τύπο είναι ίσο με $X e^{-RFt}$),

t= ο χρόνος μέχρι την εξάσκηση,

RF= το τρέχον επιτόκιο της αγοράς ,

V= η απόκλιση/standard deviation ή volatility (βλέπε πίνακα 1). Στον τύπο δεν έχει γίνει προσαρμογή για τυχόν μερίσματα.

Η επιλογή από τον επενδυτή της σωστής αναλογίας συμβολαίων index options σε σχέση με το χαρτοφυλάκιο μετοχών του, προκειμένου να επιτύχει το επίπεδο του επενδυτικού κινδύνου που επιθυμεί να αναλάβει στις τρέχουσες χρηματιστηριακές συνθήκες, βασίζεται σε μία σειρά συντελεστών που προκύπτουν από τη φόρμουλα Black & Scholes. Ο βασικότερος όλων αυτών των συντελεστών είναι ο αυτός ο οποίος δείχνει τη μεταβολή που πρέπει να αναμένεται ότι θα σημειωθεί στο premium όταν κινείται ο υποκείμενος δείκτης. Δείχνει την ποσότητα συμβολαίων index options που πρέπει να έχει ο επενδυτής προκειμένου να διαμορφώσει το προφίλ κινδύνου και απόδοσης που ταιριάζει. Οι άλλοι συντελεστές προσδιορίζουν τη μεταβολή στο premium που προκύπτει από τις μεταβολές του ίδιου του πρώτου συντελεστή, της διάρκειας ζωής του συμβολαίου, της εκτιμώμενης διακύμανσης του δείκτη μετοχών και των επιτοκίων.

Οι συντελεστές αυτοί βοηθούν στην αξιολόγηση της επενδυτικής θέσης σε index options και μετοχές, μέσα στο τρέχον και το αναμενόμενο οικονομικό και χρηματιστηριακό περιβάλλον.

Τα Index Options προσφέρουν στους επενδυτές μια διαφορετική προσέγγιση στις χρηματιστηριακές τοποθετήσεις, επιτρέποντας το δικαίωμα αγοράς ή πώλησης της αξίας ενός δείκτη που αντιπροσωπεύει ευρύ φάσμα από Blue Chips, δηλαδή μετοχές εταιριών μεγάλης κεφαλαιοποίησης, που παρουσιάζουν υψηλή εμπορευσιμότητα και σχετικά χαμηλό επενδυτικό κίνδυνο. Τα συμβόλαια αυτά δίνουν την δυνατότητα συμμετοχής σε ένα τμήμα της χρηματιστηριακής αγοράς με μια μόνο επενδυτική κίνηση, προσφέροντας ποικιλία επιλογών για την επίτευξη των στόχων και προσδοκιών του κάθε επενδυτή. Τα index options ενδείκνυνται για την προστασία των επενδεδυμένων κεφαλαίων στο χρηματιστήριο μετοχών, τη μείωση του συνολικού κινδύνου ενός χαρτοφυλακίου από τις διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών και την αύξηση των περιθωρίων επίτευξης κεφαλαιακών κερδών, μέσα σε αυστηρά προκαθορισμένα όρια αντοχής επενδυτικού κινδύνου.

Πρέπει να σημειωθεί ότι η διαπραγμάτευση index options δεν δίνει στους επενδυτές το δικαίωμα αγοράς ή πώλησης στις μετοχές που απαρτίζουν τον δείκτη, αλλά απλά επιτρέπει τη συμμετοχή στις πραγματοποιούμενες μεταβολές της αξίας αυτού του καλαθιού μετοχών. Έτσι, η εξάσκηση ενός index option δεν συνεπάγεται τη φυσική παράδοση και παραλαβή μετοχικών τίτλων, αλλά μόνο την καταβολή της χρηματικής αξίας που αντιστοιχεί στη διαφορά μεταξύ της τρέχουσας τιμής του δείκτη και της τιμής εξάσκησης του συμβολαίου.

8. ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΣΤΙΣ ΟΠΟΙΕΣ ΑΠΕΥΘΥΝΟΝΤΑΙ ΤΑ INDEX OPTIONS.

Τα index options είναι κατάλληλα για μεγάλο φάσμα επενδυτών. Οι ιδιότες από τους **συντηρητικούς** έως τους πλέον **επιθετικούς**, μπορούν να τοποθετηθούν έγκαιρα έναντι των προσδοκιών τους για την πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς.

Οι επαγγελματίες διαχειριστές χαρτοφυλακίων που έχουν μεγάλη άνεση στις αγορές μπορούν να επιτύχουν το επιθυμητό μείγμα απόδοσης και κινδύνου, προκειμένου να ρυθμίσουν την κατανομή του χαρτοφυλακίου τους

και να κερδίσουν ακόμη και από τις μικρές μεταβολές των τιμών των μετοχών που σημειώνονται σε βραχύ χρονικό ορίζοντα.

Τα συμβόλαια index options επιτρέπουν τη συμμετοχή του επενδυτή σε ανοδικές και καθοδικές κινήσεις του δείκτη, λαμβάνοντας θέση έναντι των προβλεπόμενων μεταβολών της αξίας του αντιπροσωπευτικού καλαθιού μετοχών του δείκτη, μέσω συνδυασμών αγορών και πωλήσεων συμβολαίων με διαφορετικά χαρακτηριστικά, όπως το επίπεδο τιμής εξάσκησης και η υπολειπόμενη διάρκεια ζωής. Με ανάλογες κινήσεις, ο επενδυτής μπορεί επίσης να στοιχηματίσει μέσω τοποθετήσεων σε index options πάνω στο ενδεχόμενο παραμονής του δείκτη μέσα σε στενά προσδιορισμένα όρια ή της βίαιης απομάκρυνσής του από αυτά τα επίπεδα, χωρίς να είναι απαραίτητο να υπάρχει σαφής άποψη για την ακριβή κατεύθυνση που θα ακολουθηθεί.

Η αγορά call index options είναι η απλούστερη μέθοδος συμμετοχής στο χρηματιστήριο μετοχών, εφόσον αναμένεται ανοδική κίνηση του δείκτη. Ο επενδυτής που αγοράζει συμβόλαια call εξασφαλίζει την αγορά του καλαθιού μετοχών του δείκτη, εξοικονομώντας σημαντικά κεφάλαια σε σχέση με την τοποθέτηση απ' ευθείας σε μετοχές. Η αγορά συμβολαίων put index options προσφέρει έναντι καθοδικών χρηματιστηριακών τάσεων, διασφαλίζοντας την τιμή στην οποία μπορεί να πωληθεί το καλάθι μετοχών του δείκτη.

Πίνακας 2

Τι συμβαίνει στην εξάσκηση των options σε δείκτη

	Δικαίωμα Call	Δικαίωμα Put
Κάτοχος	Λαμβάνει μετρητά	Λαμβάνει μετρητά
Πωλητής	Πληρώνει μετρητά	Πληρώνει μετρητά

Πως επιδρούν διάφοροι παράγοντες στην τιμή του δικαιώματος (option)

	Χρόνος	Υποκείμενο	Επιτόκια	Μερίσματα	Μεταβλητότητα
Τιμή Call	μειώνεται	μειώνεται	μειώνεται	αυξάνεται	μειώνεται
Τιμή Put	μειώνεται	αυξάνεται	αυξάνεται	μειώνεται	μειώνεται

Ο Πίνακας δείχνει τι συμβαίνει στην τιμή του option (premium) όταν παρατηρείται μείωση στους επιμέρους παράγοντες. Το αντίστροφο συμβαίνει όταν υπάρχει αύξηση.

ΣΕ ΑΥΞΗΣΗ	CALL	PUT
ΤΙΜΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ (S)	^	v
ΤΙΜΗΣ ΑΣΚΗΣΗΣ (X)	v	^
ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ (RF)	^	v
ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑΣ (V)	^	^
ΧΡΟΝΟΥ ΛΗΞΗΣ (t)	^	^
ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ	v	^

Πηγή:Χρηματιστηριακές Επενδύσεις-Θ. Θεοδωρόπουλος

Ανάμεσα στις πιο κλασικές χρήσεις των index options είναι η επακριβής διαχείριση του επενδυτικού κινδύνου των τοποθετήσεων σε μετοχές. Τα index options είναι ανεκτίμητα εργαλεία για την προστασία από ενδεχόμενη πτώση των τιμών των μετοχών, που έχουν στα χαρτοφυλάκιά τους οι θεσμικοί και οι ιδιώτες επενδυτές, με παράλληλη συμμετοχή στα κέρδη που προκύπτουν από ανοδικές κινήσεις.

Χρησιμοποιώντας τους διεθνείς όρους που έχουν επικρατήσει, οι δυο μεγάλες κατηγορίες επενδυτών που κινούνται στις αγορές παραγώγων και επενδύουν σε index options είναι **οι speculators/κερδοσκόποι**, που προσπαθούν να κερδίσουν το στοίχημα της πρόβλεψης της κατεύθυνσης στην οποία θα κινηθεί ο δείκτης, και **οι hedgers**, οι οποίοι προβαίνουν σε κινήσεις αντιστάθμισης του κινδύνου που εμπεριέχεται στο χαρτοφυλάκιο μετοχών που διαθέτουν.

Οι speculators επιτυγχάνουν υψηλά κέρδη εάν οι προβλέψεις τους είναι πετυχημένες, αλλιώς πληρώνουν ακριβά το λάθος τους, καθώς η πολλαπλασιαστική ισχύς των αποδόσεων που εμπεριέχεται στα index options μεγεθύνει τα περιθώρια κερδών ή ζημίας σε σχέση με τις απ' ευθείας τοποθετήσεις ανάλογων κεφαλαίων σε μετοχές.

Οι hedgers έχουν ήδη επενδυτική θέση στη χρηματιστηριακή αγορά των μετοχών και η προσπάθειά τους επικεντρώνεται στην απομάκρυνση ενδεχόμενων δυσμενών εκπλήξεων από τις κινήσεις των τιμών των μετοχών. Η εξασφάλιση που απολαμβάνουν οι hedgers μέσω των index options έναντι της απώλειας μέρους της αξίας του χαρτοφυλακίου μετοχών τους, πληρώνεται με την παραχώρηση μέρους της δυνατότητας να συμμετάσχουν στα κέρδη που προκύπτουν από ανοδικές κινήσεις των τιμών των μετοχών. Από τα παραπάνω προκύπτει ότι στην πράξη το Χρηματιστήριο Παραγώγων αποτελεί μια αγορά όπου το διαπραγματευόμενο προϊόν είναι ο επενδυτικός κίνδυνος.

Οι συμμετέχοντες επενδυτές σε index options που βρίσκονται στις δύο πλευρές της αγοράς ουσιαστικά ανταλλάσσουν τον επενδυτικό κίνδυνο ενδεχόμενης πτώσης των τιμών των μετοχών που συνθέτουν τον δείκτη, με αντίτιμο ένα μερίδιο στα κέρδη ενδεχόμενης ανόδου των τιμών των μετοχών. Οι αγοραστές κάθε συμβολαίου index option πληρώνουν το σύνολο των πωλητών (εκδοτών) του ίδιου συμβολαίου για να τους μεταβιβάσουν τον επενδυτικό κίνδυνο από δυσμενή κίνηση του δείκτη και μείωση της αξίας του χαρτοφυλακίου των μετοχών τους.

Έτσι, το συνολικό όφελος της μιας πλευράς της αγοράς σε κάθε συμβόλαιο index option, που αντιπροσωπεύει ένα στοίχημα για τη μελλοντική πορεία του δείκτη, ισούται με τις συνολικές απώλειες των αντισυμβαλλόμενων επενδυτών.

9. ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ INDEX OPTIONS

Τα index options συγκεντρώνουν πολλά πλεονεκτήματα σχετικά με την απευθείας διαπραγμάτευση σε μετοχές.

- ***Λιγότερα κεφάλαια επένδυσης.***

Δίνουν τη δυνατότητα συμμετοχής σε μεταβολές των τιμών των μετοχών, απαιτώντας πολύ χαμηλότερα κεφάλαια, σε σχέση με απευθείας τοποθετήσεις στις μετοχές του δείκτη.

- ***Μεγαλύτερη διασπορά του επενδυτικού κινδύνου.***

Επιτρέπουν με μια μόνο επενδυτική κίνηση την έκθεση σε ένα ευρύ φάσμα μετοχών με ανώτερα ποιοτικά χαρακτηριστικά, που περιλαμβάνονται στον δείκτη, επιτυγχάνοντας διασπορά του επενδυτικού κινδύνου, που θα ήταν πρακτικά πολύ δύσκολο, έως αδύνατο, να επιτευχθεί με απ' ευθείας αγοραπωλησίες μετοχών.

- ***Ενίσχυση των εσόδων του χαρτοφυλακίου.***

Μπορούν να ενισχύσουν τα έσοδα ενός χαρτοφυλακίου μετοχών, εισπράττοντας το premium από την πώληση συμβολαίων.

- ***Το κόστος προμηθειών είναι χαμηλό.***

Το κόστος προμηθειών σε σχέση με τη συνολική αξία μετοχών που αντιπροσωπεύει το συμβόλαιο είναι ιδιαίτερα χαμηλό (αρχικά και πριν την εξάσκηση).

(Βλ. Ετήσια Έκδοση του ΧΑΑ 1998-1999)

- **Ο επενδυτικός κίνδυνος είναι εκ των προτέρων γνωστός.**

Το επίπεδο του κινδύνου που αναλαμβάνει ο επενδυτής με την τοποθέτησή του σε index options είναι γνωστό εκ των προτέρων. Στην περίπτωση της αγοράς index option η ενδεχόμενη ζημιά δεν υπάρχει περίπτωση να ξεπεράσει το επενδεδυμένο κεφάλαιο.

10. ΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΣΤΙΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ INDEX OPTIONS

Πέρα από τα πλεονεκτήματά τους, τα index options περιλαμβάνουν σημαντικά αυξημένο επενδυτικό κίνδυνο, ο οποίος τα καθιστά ακατάλληλα για πολλούς επενδυτές.

Οι επενδύσεις σε συμβόλαια τέτοιου είδους είναι επικίνδυνες εάν ο επενδυτής έχει άγνοια της αγοράς στην οποία εισέρχεται. Όσοι μετέχουν σε αγορές Index options πρέπει να έχουν στο μυαλό τους ξεκάθαρους επενδυτικούς στόχους που συμβαδίζουν με την οικονομική τους κατάσταση και να έχουν σχεδιάσει τον τρόπο δράσης τους για την επίτευξη αυτών των στόχων.

Η επιτυχής χρήση παράγωγων επενδυτικών εργαλείων προϋποθέτει τη θέληση από την πλευρά των επενδυτών να μάθουν τι ακριβώς είναι αυτά τα προϊόντα, πως δουλεύουν και ποιο κίνδυνοι ελλοχεύουν σε κάθε τοποθέτηση.

Οι κίνδυνοι που απορρέουν από τις επενδύσεις σε index options διαφέρουν ριζικά μεταξύ αγοραστών (κατόχων) και πωλητών (εκδοτών). Οι αγοραστές δεν πρέπει να αγνοούν τους παρακάτω βασικούς κανόνες:

- **Κίνδυνος να χαθεί το σύνολο των επενδεδυμένων κεφαλαίων.**

Υπάρχει κίνδυνος απώλειας του συνόλου των επενδεδυμένων κεφαλαίων, ακόμη και μέσα σε μικρό χρονικό διάστημα, εάν δημιουργηθούν συνθήκες που εμπεριέχουν έντονα το στοιχείο της υπερβολής, όπως ένας αγοραστικός ενθουσιασμός ή μια έντονη τάση ρευστοποίησης κερδών. (Φυσικά τα περιθώρια για επίτευξη κερδών είναι πολύ μεγάλα).

Ο μεγάλος βαθμός μόχλευσης στα επενδεδυμένα κεφάλαια που προσδίδουν τα index options ότι μια μικρή μόνο κίνηση του δείκτη του χρηματιστηρίου μεταφράζεται σε σημαντική ποσοστιαία μεταβολή της αξίας του παραγώγου προϊόντος.

- **Ο κίνδυνος ζημίας αυξάνεται ταχύτατα όσο πλησιάζει η ημέρα εξάσκησης.**

Ο κίνδυνος ζημίας των κατόχων options αυξάνεται κατακόρυφα όσο πλησιάζει η ημερομηνία εξάσκησης και η τρέχουσα τιμή του δείκτη σε σχέση με την τιμή εξάσκησης εξακολουθεί να είναι δυσμενής. Στις περισσότερες περιπτώσεις, όπου διαφαίνεται ότι το συμβόλαιο θα λήξει χωρίς να αποδίδει καθόλου αξία στον κάτοχό του, η καλύτερη στρατηγική είναι η μεταπώληση του index option και η πραγματοποίηση έστω μικρού εσόδου, για να περιοριστούν οι συνολικές απώλειες.

- **Οι κάτοχοι συμβολαίων θα πρέπει να προβλέπουν σωστά τον χρονικό ορίζοντα στις μεταβολές των τιμών των μετοχών.**

Το γεγονός ότι τα index options απαξιώνονται εντελώς μετά την ημερομηνία εξάσκησης τους, σημαίνει ότι οι κάτοχοί τους πρέπει να έχουν προβλέψει σωστά, όχι μόνο την κατεύθυνση της μεταβολής του χρηματιστηριακού δείκτη αλλά και τον χρονικό ορίζοντα, στον οποίο θα συντελεστεί αυτή η μεταβολή. Αντίθετα, στις επενδύσεις απ' ευθείας σε μετοχές ή ένα καλάθι, η

ζημία (αλλά και το κέρδος) μπορεί να αποφευχθεί ή να περιοριστεί εάν ο επενδυτής αποφασίσει (και έχει την απαιτούμενη οικονομική ευχέρεια), να κρατήσει το χαρτοφυλάκιό του για διάστημα στο οποίο οι τιμές των μετοχών θα ξανακινηθούν ευνοϊκά.

- **Θα πρέπει να υπάρχει πλήρης κάλυψη της επενδυτικής θέσης.**

Πρακτικά, η διαμόρφωση και ακολούθως η διατήρηση χαρτοφυλακίου μετοχών με απόδοση, η οποία παρακολουθεί πλήρως την απόδοση του δείκτη, είναι εξαιρετικά δύσκολη και απαιτεί συνεχείς αγοραπωλησίες στο χρηματιστήριο μετοχών. Η αναπόφευκτη αναντιστοιχία της απόδοσης του δείκτη και του επενδυτικού χαρτοφυλακίου μετοχών, σημαίνει ότι δεν είναι δυνατόν να υπάρξει στην πράξη πλήρης κάλυψη της επενδυτικής θέσης σε index options και πλήρης αντιστάθμιση του επενδυτικού κινδύνου.

Στην περίπτωση της έκδοσης (πώλησης) index options, οι επενδυτές πρέπει να έχουν τα ακόλουθα ζητήματα στο μυαλό τους:

- Ο εκδότης καλυμμένου call απεμπολεί τη δυνατότητα να κερδίσει από την άνοδο του δείκτη σε επίπεδα πάνω από την τιμή εξάσκησης, όπως θα έκανε εάν δεν είχε εκδώσει το συμβόλαιο. Όμως, εξακολουθεί να διακινδυνεύει να χάσει χρήματα εάν τελικά μειωθούν οι τιμές των μετοχών και ο δείκτης κινηθεί κάτω από την τιμή εξάσκησης προτού ολοκληρωθεί ο κύκλος ζωής του συμβολαίου.

- Ο εκδότης ακάλυπτου call διακινδυνεύει να χάσει απεριόριστα κεφάλαια, σε περίπτωση που ο δείκτης κινηθεί σημαντικά υψηλότερα από το επίπεδο εξάσκησης, καθώς το πρακτικό όριο ανόδου του δείκτη κατά τη διάρκεια ζωής του index option είναι πολύ υψηλό.

(Οι αντίστροφες συνθήκες ισχύουν στην περίπτωση των put index options).

- Η επενδυτική μόχλευση που εμπεριέχεται σε κάθε θέση των index options με την μεγέθυνση των μεταβολών των premium σε σχέση με τις μεταβολές του δείκτη, σημαίνει ότι η τοποθέτηση σε index options έχει σημαντικά μεγαλύτερο βαθμό κινδύνου από ότι η πώληση αέρα στις μετοχές που απαρτίζουν τον δείκτη.

- Πρακτικά είναι δύσκολη η διαμόρφωση ενός επενδυτικού χαρτοφυλακίου μετοχών, το οποίο θα παρακολουθεί την αξία του δείκτη και θα παίζει το ρόλο της κάλυψης ενός index option που έχει εκδοθεί από τον επενδυτή. Έτσι, οι πωλήσεις index options ουσιαστικά ισοδυναμούν, σε μεγαλύτερο ή μικρότερο βαθμό, με πωλήσεις ακάλυπτων παραγώγων συμβολαίων.

11. ΒΑΣΙΚΟΙ ΚΑΝΟΝΕΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗΣ ΣΕ ΑΓΟΡΕΣ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ

Η σωστή πρόβλεψη των μεταβολών των τιμών αποτελεί βασικό συστατικό της επιτυχίας στις χρηματιστηριακές επενδύσεις σε μετοχές. Στην περίπτωση των index options, αυτή η ικανότητα προσφέρει μέρος μόνο της δυνατότητας επίτευξης κερδών, καθώς η ταχύτητα με την οποία κινούνται τα premium μεταβάλλει σημαντικά το σκηνικό από μέρα σε μέρα.

Έτσι η διακράτηση μιας κερδοφόρου επενδυτικής θέσης, προκειμένου να επιτευχθεί ακόμη υψηλότερη απόδοση, μπορεί να εξανεμίσει

τα κέρδη, ενώ η παραμονή σε μια ζημιογόνο θέση, με την ελπίδα αντιστροφής των αρνητικών συνθηκών, ενδέχεται να καταλήξει σε απώλεια σημαντικών κεφαλαίων.

Οι επενδυτές σε index options πρέπει να έχουν μεγάλη πειθαρχία στις κινήσεις τους και να ακολουθούν τους παρακάτω κανόνες:

• **Οι επενδύσεις index options πρέπει να γίνονται όταν υπάρχει πεποίθηση, όχι όταν υπάρχει αισιοδοξία.**

Η αισιοδοξία σχετίζεται με την προσδοκία των βέλτιστων επενδυτικών συνθηκών, ενώ η εμπιστοσύνη αφορά στη γνώση των κατάλληλων χειρισμών, όταν οι καταστάσεις είναι κατώτερες των προσδοκιών. Είναι προτιμότερο να μείνουμε έξω από μία θέση σε index options εάν δεν υπάρχει σαφής άποψη για την αγορά. Επίσης, επενδύουμε σε index options μόνο κεφάλαια τα οποία μας περισσεύουν και δεν διακινδυνεύουμε τις οικονομίες, που δύσκολα αναπληρώνονται. Ένας κλασικός κανόνας είναι ότι τα index options δεν πρέπει να απορροφούν πάνω από 10% των συνολικών επενδυτικών κεφαλαίων.

• **Προαποφασίστε τους επενδυτικούς στόχους και σχεδιάστε το κλείσιμο της επενδυτικής θέσης.** Οι επενδυτικοί στόχοι και τα περιθώρια απώλειας κεφαλαίων που θα τεθούν πρέπει να είναι ρεαλιστικά και να τηρούνται αυστηρά, χωρίς το στοιχείο της ελπίδας που επηρεάζει την απόφαση για τη διατήρηση ή την έξοδο από μια επενδυτική θέση. Για παράδειγμα, ένας επενδυτής μπορεί να ξεκινήσει θέτοντας ένα στόχο κέρδους 25% και ένα όριο απώλειας 10% των κεφαλαίων του.

• **Εξασκηθείτε πριν επενδύσετε.** Μέχρι να αποκτηθεί εμπειρία στις τοποθετήσεις σε index options καλό είναι να πραγματοποιηθούν αρκετοί υπολογισμοί από τους επίδοξους επενδυτές, με την παρακολούθηση σε ημερήσια βάση της διαμόρφωσης της απόδοσης μιας γκάμας εναλλακτικών θέσεων σε συμβόλαια Index options. Το αποτέλεσμα σίγουρα θα βοηθήσει στην αντίληψη από τον επενδυτή της δυναμικής κάθε εναλλακτικής τοποθέτησης και των ρυθμών μεταβολής της απόδοσης.

Οι περισσότεροι επενδυτές θέλουν να απαλλαγούν από τον κίνδυνο πτώσης των τιμών των μετοχών. Η αντιστάθμιση αυτού του κινδύνου κάνει αναγκαία τη δημιουργία μιας θέσης σε index options, η οποία θα δημιουργεί κέρδη από την πτώση των τιμών των μετοχών και συνεπώς από την πτώση του δείκτη, ώστε να ισοφαρίζει τις απώλειες στο χαρτοφυλάκιο μετοχών. Οι δύο απλούστερες στρατηγικές γι' αυτό τον σκοπό είναι η έκδοση (πώληση) καλυμμένων call index options και η αγορά προστατευτικών put index options.

Η έκδοση (πώληση) call index options από κατόχους χαρτοφυλακίου μετοχών θεωρείται από τις πλέον συντηρητικές στρατηγικές.

Αποφέρει το έσοδο του premium και συνιστάται σε περιπτώσεις όπου αναμένεται σχετικά μικρή πτώση ή ακόμη και στασιμότητα στον χρηματιστηριακό δείκτη για τη διάρκεια ζωής του συμβολαίου. Εάν τα συμβόλαια λήξουν ελαφρά out of the money, δηλαδή ο δείκτης βρεθεί λίγο κάτω από την τιμή εξάσκησης, χωρίς να δημιουργηθούν συνθήκες για επικερδή εξάσκηση από την πλευρά του αγοραστή, το premium ξεπερνά ή

απλώς αντισταθμίζει την απώλεια της αξίας του χαρτοφυλακίου των μετοχών του πωλητή.

Εάν η πτώση του δείκτη είναι αρκετά σημαντική, τότε το premium που εισπράχθηκε, απλά περιορίζει τις απώλειες του χαρτοφυλακίου των μετοχών από την πτώση των τιμών τους.

12. ΤΙΤΛΟΙ ΕΠΙΛΟΓΗΣ (WARRANTS)

Ένα άλλο είδος options είναι **οι τίτλοι επιλογής (warrants)**, που εκδίδονται (πωλούνται) από μια εταιρεία ή ένα πιστωτικό ίδρυμα. Σήμερα (Αύγουστος 2000) τα Warrants δεν διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών όπως άλλωστε και τα άλλα είδη options.

Ο αριθμός των ανοικτών συμβολαίων καθορίζεται από το μέγεθος της αρχικής έκδοσης και αλλάζει μόνο όταν τα options ασκούνται στη λήξη. Οι τίτλοι επιλογής αγοράζονται και πωλούνται με τον ίδιο σχεδόν τρόπο όπως οι μετοχές και δεν χρειάζεται η μεσολάβηση της Εταιρείας Εκκαθάρισης Συναλλαγών. Όταν ασκείται ο τίτλος επιλογής, ο αρχικός εκδότης κάνει εκκαθάριση με τον κάτοχο του τίτλου επιλογής.

Τίτλοι επιλογής που δίνουν δικαίωμα αγοράς (call warrants) διανέμονται από τις εταιρείες πάνω στη δική τους μετοχή. Για παράδειγμα μια εταιρεία εκδίδοντας ομολογιακό δάνειο μπορεί να προσφέρει στους επενδυτές μαζί με τις ομολογίες και warrants στη μετοχή της. Αν τα warrants ασκηθούν, η εταιρεία διανέμει στους μετόχους των warrants νέες μετοχές στην τιμή άσκησης που καθορίζεται στο συμβόλαιο. Η τιμή άσκησης και η ημερομηνία άσκησης των warrants δεν ταιριάζουν απαραίτητα με αυτές των χρηματιστηριακών call options. Συνήθως τα warrants λήγουν αργότερα από τα χρηματιστηριακά call options.

Put και Call Warrants επίσης εκδίδει ένα πιστωτικό ίδρυμα για να ικανοποιήσει τις ανάγκες της αγοράς. Τα υποκείμενα στοιχεία μπορεί να είναι ένας δείκτης, συνάλλαγμα ή ένα εμπόρευμα. Στο τέλος του 1980 για παράδειγμα υπήρχε μεγάλη ζήτηση για put warrants επί του γιαπωνέζικου δείκτη Nikkei 225. Μόλις εκδοθεί ένα τέτοιο warrant συχνά διαπραγματεύεται και σε κάποιο Χρηματιστήριο. Το πιστωτικό ίδρυμα κάνει εκκαθάριση με μετρητά, όταν ασκηθεί το warrant. (Βλέπε: Χ.Α.Α- Χ.Π.Α. Βούλγαρη - Παπαγεωργίου)

11° ΚΕΦΑΛΑΙΟ

ΠΛΑΝΟ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΩΝ ΤΗΣ ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Γενικά

Μια από τις δραστηριότητες της Εταιρείας Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγώγων είναι η διενέργεια των συναλλαγών του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών. Η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. συμμετέχει και ευθύνεται σημαντικά για τις εντός και εκτός κύκλου συμβάσεις επί παραγώγων. Γενικότερα στην αρμοδιότητά της βρίσκονται τα εισαγμένα προς διαπραγμάτευση στο ΧΠΑ παράγωγα προϊόντα και άμεση ευθύνη της η ομαλή διεξαγωγή αυτών.

Ένα άλλο αντικείμενο δραστηριότητας της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. αποτελούν οι περιορισμοί στο πρόσωπο των παραγγελέων. Η διενέργεια χρηματιστηριακών συναλλαγών άμεσα η έμμεσα, τελείται υπό κάποιους περιορισμούς των οποίων την ευθύνη έχει η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. και επιπρόσθετα η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επιβάλλει πρόστιμο στους παραβάτες.

Επίσης ως υποχρέωση της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. θεωρούνται και οι εξασφαλίσεις για τις συναλλαγές στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών. Κάθε μέλος του ΧΠΑ καταβάλλει ένα ποσό σαν ασφάλεια στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., που θα καλύπτει τις υποχρεώσεις του από τις συναλλαγές προς αυτή.

Στο πλαίσιο δραστηριοτήτων της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. ανήκει επίσης η ενημέρωση των πελατών, η διαφάνεια των συναλλαγών, η εκκαθάριση αυτών, η υπερημερία μέλους της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. ως προς την εκκαθάριση και η επιμέλεια για την φορολογία των παραγώγων προϊόντων. Για τις συγκεκριμένες δραστηριότητες κρίνουμε σκόπιμο να αναφερθούμε αναλυτικά παρακάτω, ενώ για τις προηγούμενες έχουμε αναφερθεί και στα παραδείγματα των παραγώγων προϊόντων.

1. ΕΝΗΜΕΡΩΣΗ ΠΕΛΑΤΩΝ ΚΑΙ ΔΙΑΦΑΝΕΙΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

Κάθε μέλος του ΧΠΑ και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. αντίστοιχα υποχρεούται να ενημερώνει τους πελάτες του για τις συναλλαγές της χρηματιστηριακής αγοράς παραγώγων και τις υποχρεώσεις που μπορούν να προκύψουν από αυτές, κατά τον πραγματικό χρόνο διεξαγωγής των συναλλαγών. Στην παροχή πληροφοριών συμπεριλαμβάνονται και στατιστικά στοιχεία σε ημερήσια, εβδομαδιαία, μηνιαία αλλά και ετήσια βάση. Επίσης υποχρεούται να τους επιστά την προσοχή στη διαδικασία διακανονισμού ανοικτών θέσεων, παροχής περιθωρίων ασφάλισης και αναγκαστικής κάλυψης θέσεων.

Τουλάχιστον μηνιαία πρέπει να τους ενημερώνει για τις συναλλαγές που τους αφορούν και την κίνηση των λογαριασμών τους. Μέσω του υποσυστήματος παροχής πληροφοριών τα δεδομένα μεταβιβάζονται σε προμηθευτές πληροφοριών (data vendors) και από εκεί είναι διαθέσιμα σε κάθε ενδιαφερόμενο. Η μετάδοση των δεδομένων γίνεται μέσω σειριακής θύρας με μία κατεύθυνση ή με εξελεγμένη δικτυακή σύνδεση, με αποστολή μηνυμάτων από και προς το **Ολοκληρωμένο Αυτόματο Σύστημα**

Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (Ο.Α.Σ.Η.Σ.), για την εκτέλεση λειτουργιών, όπως αιτήματα για την αναμετάδοση χαμένων μηνυμάτων.

Όλες οι εντολές προς μέλος του ΧΠΑ και όλες οι χρηματιστηριακές συμβάσεις που συνάπτονται στο ΧΠΑ, είτε εντός είτε εκτός κύκλου, πρέπει να καταγράφονται με πλήρη στοιχεία, ώστε τα αρμόδια όργανα για την εποπτεία να ελέγχουν την τήρηση των σχετικών διατάξεων.

Κύριο μέλημα του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών και της Εταιρείας Εκκαθάρισης Συναλλαγών είναι η σωστή οργάνωση και ο έλεγχος της διάχυσης των στοιχείων, ώστε να εξασφαλιστεί η έγκαιρη και ασφαλής πληροφόρηση των ενδιαφερομένων, δίνοντας μεγάλη έμφαση στην παροχή ιστορικών δεδομένων, η ζήτηση των οποίων προβλέπεται να είναι αυξημένη.

Οι συναλλαγές στο ΧΠΑ δημοσιεύονται στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Το περιεχόμενο των δημοσιεύσεων ορίζεται με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών.

2. ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΣΤΟ ΧΠΑ

Η εκκαθάριση των συναλλαγών στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών γίνεται μέσω της Εταιρείας Εκκαθάρισης Συναλλαγών, η οποία ευθύνεται για την ασφαλή εκκαθάριση χρηματιστηριακών συναλλαγών επί παραγώγων.

Η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. εκκαθαρίζει τις συναλλαγές ως αντισυμβαλλόμενος των παραγγέλων των συναλλαγών αυτών για κάθε πράξη που καταχωρείται προς εκκαθάριση. Στη διαδικασία εκκαθάρισης συμμετέχουν μόνο τα μέλη της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., ανεξάρτητα αν συναλλάσσονται για δικό τους λογαριασμό ή για λογαριασμό των πελατών τους.

Κάθε μέλος της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. ανοίγει σε Τράπεζα που συνεργάζεται με την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. δεσμευμένο λογαριασμό στο όνομα κάθε πελάτη, για λογαριασμό του οποίου ενεργεί και μέσω αυτού γίνονται όλοι οι διακανονισμοί που αφορούν τον πελάτη. Το λογαριασμό αυτόν κινεί μόνο το μέλος της Εταιρείας Εκκαθάρισης Συναλλαγών, εκτός των περιπτώσεων που η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. έχει νόμιμο ενέχυρο το οποίο διαχειρίζεται η ίδια.

Όταν ενεργοποιηθούν τα δικαιώματα του επενδυτή (είτε κατά την λήξη ή την άσκηση) που απορρέουν από το παράγωγο, γεννώνται για την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. οι αντίστοιχες υποχρεώσεις και δικαιώματα. Ειδικότερα η Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών, οφείλει να παραδώσει τις κινητές αξίες, όπου προβλέπεται φυσική παράδοση των κινητών αξιών, ή γιατί το διάλεξε ο αντισυμβαλλόμενος επενδυτής και να εκκαθαρίσει τις χρηματικές υποχρεώσεις.

Για την εκκαθάριση συναλλαγών, ιδίως όσον αφορά παράγωγα που στηρίζονται σε αγορά ή πώληση χρηματιστηριακών αξιών ή δεικτών, μπορεί η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. να αναθέτει μέρος από τις υποχρεώσεις της στην Ανώνυμη Εταιρεία Αποθετηρίων Τίτλων (ΑΕΠΟΘ) ή σε άλλη επιχείρηση με το ίδιο εξειδικευμένο αντικείμενο.

Η ανάθεση αυτή δεν επηρεάζει την ευθύνη της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. για την εκκαθάριση των συναλλαγών σύμφωνα με το νόμο.

Αν κατά την εκκαθάριση υπάρχει υποχρέωση παράδοσης τίτλων εισαγμένων στην Κύρια ή την Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, γίνεται μέσω της ΑΕΠΟΘ ή μέσω του Συστήματος

Λογιστικής Παρακολούθησης Συναλλαγών για τίτλους του Δημοσίου που διαχειρίζεται η Τράπεζα της Ελλάδος.

Η **άσκηση δικαιώματος** παραγωγού γίνεται από το δικαιούχο μέσω του μέλους της Εταιρείας Εκκαθάρισης Συναλλαγών, που τηρεί το σχετικό λογαριασμό και με γραπτή δήλωσή του στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., η οποία ανακοινώνει την άσκηση δικαιώματος αμέσως. Ως γραπτή δήλωση μπορεί να θεωρηθεί και κάθε ηλεκτρονικό μέσο επικοινωνίας με το οποίο εξασφαλίζεται ασφαλής πληροφόρηση, όπως ορίζεται με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. Για όσα παράγωγα ασκηθεί δικαίωμα από δικαιούχο η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. ασκεί αντίστροφο δικαίωμα σύμφωνα με τον κανονισμό λειτουργίας της.

3. ΥΠΕΡΗΜΕΡΙΑ ΜΕΛΟΥΣ ΤΗΣ ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. ΩΣ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗ

Εάν το μέλος της Εταιρείας Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων, δεν έχει εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του για την κάλυψη ανοικτών θέσεων και παροχής περιθωρίου ασφαλείας ή δεν καταβάλλει την προμήθεια για τις πράξεις που συνάπτει για λογαριασμό του ή για λογαριασμό επενδυτή:

α) Η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. μπορεί να αποφασίσει την αναστολή των δικαιωμάτων του σαν μέλος ή και την διαγραφή του από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π..

β) Η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. μπορεί να λάβει μέτρα για την αναγκαστικά άσκηση δικαιωμάτων από παράγωγα και να συμψηφίσει τυχόν απαιτήσεις της με το προϊόν της άσκησης των δικαιωμάτων αυτών.

γ) Αν η αδυναμία του μέλους να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του δεν είναι προσωρινή, η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. αναθέτει σε άλλα μέλη της τους λογαριασμούς των πελατών αυτού του μέλους.

δ) αν η μόνιμη αδυναμία του μέλους οφείλεται σε προβλήματα ρευστότητας, κεφαλαιακής επάρκειας ή φερεγγυότητας του μέλους, ώστε να τίθεται σε κίνδυνο η εύρυθμη λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς παραγώγων το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. παίρνει πρόσθετα μέτρα. Μπορεί να αποφασίσει την προσωρινή μέχρι ένα μήνα αναστολή του δικαιώματος συμμετοχής του μέλους ή την ανάκληση της άδειας του μέλους και τη θέση του σε εκκαθάριση.

4. ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ

Ένα θέμα που έπρεπε να αντιμετωπισθεί έγκαιρα για την ομαλή λειτουργία της οργανωμένης αγοράς των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων, ήταν αυτό της λογιστικής αντιμετώπισης των προϊόντων αυτών. Η Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων εργάστηκε από την αρχή προς την κατεύθυνση αυτή και βοήθησε στην έκδοσή της με αριθμό 304/15-7-1999 γνωμοδότησης του Εθνικού Συμβουλίου Λογιστικής (ΕΣΥΛ) που αναφέρεται στη λογιστική αντιμετώπιση των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Με την έκδοση της πιο πάνω γνωμοδότησης ικανοποιείται μια καθολική απαίτηση των λογιστηρίων των εταιρειών να καθοδηγηθούν για να αντιμετωπίσουν με επίσημα αποδεκτό λογιστικό τρόπο τις συναλλαγές στο Χρηματιστήριο Παραγώγων.

Μερικά σημαντικά στοιχεία όσον αφορά τη φορολογία, αναφέρονται συνοπτικά παρακάτω (εάν κάποιος αναζητήσει αναλυτικά τα στοιχεία αυτά θα μπορούσε να απευθυνθεί απ' ευθείας στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών ή στις Νομικές Τράπεζες Πληροφοριών «Βιβλιοθήκες»).

Απαλλάσσονται παντός φόρου συμπεριλαμβανομένου και του ΦΠΑ, τέλους χαρτοσήμου και δικαιώματος υπέρ του Δημοσίου ή Τρίτων:

- Η κτήση παραγώγων χρηματιστηριακών αξιών.
- Τα κεφαλαιακά κέρδη από τις συναλλαγές επί παραγώγων στο ΧΠΑ.
- Η παροχή ασφαλειών στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. και στα μέλη του ΧΠΑ και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π..
- Η μεταβίβαση έννομων σχέσεων επί παραγώγων και ασφαλειών μεταξύ των μελών του ΧΠΑ και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π..
- Κάθε πράξη και συμφωνία παρεπόμενη αυτών.

Φορολογούνται με **15%** τα εισοδήματα από συμβάσεις ή πράξεις επί παραγώγων, εφόσον ο δικαιούχος είναι κάτοικος Ελλάδας και δεν είναι επιτηδευματίας που τηρεί βιβλία Γ' κατηγορίας του Κώδικα Βιβλίων και Στοιχείων ή Εταιρεία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (Ε.Ε.Χ.) ή Αμοιβαίο Κεφάλαιο (Α/Κ). Η παρακράτηση ενεργείται από το πρόσωπο που καταβάλλει τα εισοδήματα κατά το χρόνο λήξης της σύμβασης ή κατά τον χρόνο καταβολής τους. Με την παρακράτηση του φόρου αυτού εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση για τα εισοδήματα αυτά.

Οι αποδόσεις από συμβάσεις ή πράξεις επί παραγώγων προϊόντων που πραγματοποιούν επιτηδευματίες που τηρούν βιβλία Γ' κατηγορίας του ΚΒΣ θεωρούνται **εισόδημα από εμπορικές πράξεις** και φορολογούνται ανάλογα.

Στις Ε.Ε.Χ. και τα Α/Κ επιβάλλεται φόρος εισοδήματος στις αποδόσεις που προκύπτουν από συμβάσεις ή πράξεις επί παραγώγων προϊόντων, ο οποίος υπολογίζεται με συντελεστή **δύο τοις χιλίοις (2^ο/100) επί του ημερησίου μέσου όρου των ποσών βάσης** (notional amounts), που αφορούν στις πράξεις ή στις συμβάσεις επί των παραγώγων.

Οι επιτηδευματίες που τηρούν βιβλία Γ' κατηγορίας **οι οποίοι διενεργούν πράξεις επί παραγώγων** (εκτός από τις Ε.Ε.Χ. και τα Α/Κ) και **τα πιστωτικά ιδρύματα**, είναι υποχρεωμένοι να υποβάλλουν στον προϊστάμενο της αρμόδιας ΔΟΥ μέσα στον επόμενο μήνα από τη λήξη του ημερολογιακού τριμήνου αναλυτικές καταστάσεις με στοιχεία των πράξεων που πραγματοποιήθηκαν μέσα στο τρίμηνο αυτό.

5. ΟΙ ΤΕΛΕΥΤΑΙΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΓΙΑ ΤΟ ΧΠΑ.

Ο πρόεδρος του ΧΠΑ κος Παναγιώτης Αλεξάκης ανέλαβε τελευταία (Αύγουστος 2000) την Διοίκηση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, μετά από την συνεχή πτώση της χρηματιστηριακής αγοράς από τον Σεπτέμβριο του 1999 έως και τις Αρχές του Σεπτεμβρίου του 2000 κατά εντολή των κυβερνητικών παραγόντων της χώρας. Συζητάτε επίσης Νομοθετικό Διάταγμα για την συγχώνευση του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών με το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, χωρίς ακόμη να έχουν παρθεί οι τελικές αποφάσεις για το θέμα και βέβαια χωρίς να έχει εισέλθει το διάταγμα αυτό στην Βουλή των Ελλήνων για συζήτηση.

Ένα άλλο θέμα που ενδιαφέρει άμεσα τον επενδυτικό κόσμο των χρηματιστηρίων είναι διάφορες εξασφαλίσεις και η διαφάνεια των

πράξεων των συναλλαγών, καθώς και οι ανακοινώσεις των μετοχολογίων των επιχειρήσεων, αλλά και η κατοχή του 51% των μετοχών των βασικών μετόχων των εταιρειών για την σωστή αξιολόγησή τους. Γι' αυτόν τον λόγο συζητήθηκε από την Ελληνική Κεφαλαιαγορά **Κανονισμός Χρηματιστηριακής Συμπεριφοράς των Εισηγμένων Εταιρειών** του οποίου τα άρθρα δόθηκαν στην Δημοσιότητα την Τετάρτη 9 Αυγούστου του έτους 2000 (όπως έγγραψε η οικονομική εφημερίδα «Ναυτεμπορική»).

Ακόμα, επειδή η οικονομία μια χώρας είναι ένας από τους σημαντικότερους λόγους ύπαρξής της και διαδραματίζονται καθημερινά διάφορα γεγονότα (όπως πολιτικά, κοινωνικά, οικονομικά «**πληθωρισμός και η πορεία του**») τα οποία αντικατοπτρίζονται απ'ευθείας στον «καθρέπτη» της Ελληνικής Οικονομίας (Χρηματιστήριο), δεν είναι ποτέ δυνατό να προλάβει ο μελετητής και την τελευταία εξέλιξη της, μέχρι την παράδοση του έργου του.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Από την παραπάνω μελέτη καταλήγουμε στα εξής :

- Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, αποτελεί αναμφισβήτητο σημαντικότατο θεσμό και βασικό παράγοντα οικονομικής ανάπτυξης και ευημερίας. Παράλληλα παραμένει σταθερός μοχλός ανάπτυξης της Οικονομίας, πολλά χρόνια τώρα, καθώς χιλιάδες απλοί πολίτες και δεκάδες επιχειρήσεις σπεύδουν να επενδύσουν σ' αυτό.
- Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, παρά τις έντονες συγκινήσεις που χαρίζει σε όσους τις επιδιώκουν, δεν πρόκειται για ένα τυχερό παιχνίδι γι' αυτό απαιτεί ψυχραιμία και σύνεση.
- Όποιος δει το Χρηματιστήριο, σαν μία μεσομακροπρόθεσμη επένδυση, έστω κι αν δεν είναι ειδήμων, θα βγει κερδισμένος, αρκεί να τηρήσει μερικές στοιχειώδεις κλασικές αρχές.
- Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών είναι ένας Θεσμός, και σαν όλους τους θεσμούς, έχει κι αυτό τις αδυναμίες του. Επηρεάζεται από τις Οικονομικές Εξελίξεις, και ταλανίζεται από Διεθνείς Παράγοντες.
- Επίσης, πέρα από μια διακριτική Κρατική εποπτεία, ως προς την λειτουργία του, αν και όταν υπάρχει δεν νοείται άλλη Κρατική Παρέμβαση. Δεν πρόκειται για είδη πρώτης ανάγκης, ώστε να προστατευθεί η κατανάλωση. Πρόκειται για μία δραστηριότητα που έχει ως στόχο το κέρδος και όποιος το επιδιώκει, έχει και το σχετικό κίνδυνο, που είναι η ζημία.
- Τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν την πιο εποπτευόμενη αγορά συλλογικής επένδυσης. Ο καθημερινός υπολογισμός της αξίας κάθε μεριδίου, επιτρέπει την εξαγωγή συμπερασμάτων για τη διαχείριση και πορεία των επενδύσεων δίνοντας έτσι την ευκαιρία στους επενδυτές να προχωρήσουν σε άμεση αναθεώρηση των επενδυτικών τους επιλογών.
- Ο εποπτικός έλεγχος στην ελληνική θεσμική επένδυση έχει σημειώσει μεγάλη ανάπτυξη τα τελευταία χρόνια τόσο στο επίπεδο της Πολιτείας μέσω της εδραίωσης του ρόλου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς όσο και σε επίπεδο κλάδου μέσω της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών. Η ευφορία των αποφάσεων που έλαβε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σχετικά με τον τρόπο λειτουργίας των αμοιβαίων κεφαλαίων και τον Κώδικα Δεοντολογίας που αφορά τη συμπεριφορά των διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων, δημιουργεί τις κατάλληλες συνθήκες ισότιμου ανταγωνισμού και προστασίας των συμφερόντων των επενδυτών.
- Τα αμοιβαία κεφάλαια πλεονεκτούν ως προς τον ατομικό επενδυτή γιατί διαθέτουν επαγγελματική διαχείριση των κεφαλαίων τους και μικρότερο κόστος συναλλαγών ενώ προσφέρουν πλήρη διαφοροποίηση του κινδύνου ακόμη και σε μικρά επενδυτικά ποσά. Στην Ελλάδα μετά την κατάργηση του σταθερού κόστους και εδραίωσης μέγιστου κόστους συναλλαγών, το κόστος συναλλαγής για ένα αμοιβαίο κεφάλαιο μπορεί να μειωθεί στο 1/10 του κόστους συναλλαγής ενός μικρού ατομικού επενδυτή. Παράλληλα, το αμοιβαίο κεφάλαιο έχει πρόσβαση σε επενδύσεις που ένας ατομικός επενδυτής δεν έχει.

- Τα αμοιβαία κεφάλαια προσφέρουν τη δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης ακόμη και όταν προσωρινά τέτοια δυνατότητα είναι μειωμένη. Οι ελληνικές ΑΕΔΑΚ που διαχειρίζονται διάφορα αμοιβαία κεφάλαια διατηρούν ένα ταμείο διαθεσίμων από το οποίο αντλούν σε έκτακτες ανάγκες. Αυτό είναι μια καλή τακτική καθώς προσθέτει ευελιξία στη διαχείριση των αμοιβαίων κεφαλαίων. Επιπλέον, ΑΕΔΑΚ οι οποίες ανήκουν σε τραπεζικούς ομίλους μπορούν να δανεισθούν εύκολα και άμεσα από την τράπεζα του ομίλου προσθέτοντας ακόμη ένα επίπεδο ρευστότητας.
- Στα Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισης Διαθεσίμων και Σταθερού Εισοδήματος παρατηρείται η ύπαρξη μετοχικών επενδύσεων που είναι στο πλαίσιο των προβλεπόμενων από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επενδυτικών επιλογών και ορίων. Η ύπαρξη μετοχικών αξιών σε επιτοκιακού χαρακτήρα επενδύσεις προσφέρει κάποια δυνατότητα διαφοροποίησης των κινδύνων. Επιπλέον δημιουργεί δυνατότητες διεξόδου από τυχόν έλλειψη ρευστών ή αδυναμία ρευστοποίησης των ομολόγων. Επίσης, εντός μιας ΑΕΔΑΚ το Αμοιβαίο Κεφάλαιο Σταθερού Εισοδήματος παρατηρείται να πωλεί ομολογιακούς τίτλους στο Μετοχικό Αμοιβαίο Κεφάλαιο το οποίο για να τους αποκτήσει πωλεί τους εύκολα ρευστοποιήσιμους μετοχικούς τίτλους. Έτσι μια ΑΕΔΑΚ με πολλά και ποικίλα αμοιβαία κεφάλαια μπορεί να προσφέρει ρευστότητα εκεί που πρόσκαιρα είναι δυνατόν να εκλείψει. Αντίθετα, μια ΑΕΔΑΚ με μόνο ένα π.χ. αμοιβαίο κεφάλαιο διαχείρισης διαθεσίμων ή και σταθερού εισοδήματος, δεν μπορεί να ακολουθήσει την ανωτέρω διαδικασία με αποτέλεσμα τα αμοιβαία κεφάλαια να είναι εκτεθειμένα σε μεγάλο κίνδυνο ρευστότητας.
- Τα αμοιβαία κεφάλαια προσφέρουν ποικιλίας στις επενδυτικές επιλογές όσον αφορά τον κίνδυνο που εμπεριέχουν καθώς και το είδος των επενδύσεων και τη γεωγραφική τους προέλευση. Αγοράζοντας αμοιβαίο κεφάλαιο της ίδιας ΑΕΔΑΚ μπορεί ο επενδυτής να μεταφέρει κεφάλαια από ένα αμοιβαίο σε άλλο της ίδιας ΑΕΔΑΚ με το μικρότερο δυνατό κόστος. Οι δυνατότητες αυτές προσφέρονται και στην Ελλάδα, αν και τα κόστη συναλλαγής είναι ακόμα μεγάλα.
- Η ολοκλήρωση της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης και η επικείμενη είσοδος της δραχμής στο ευρώ σηματοδοτεί νέες συνθήκες ανταγωνισμού στις χρηματοπιστωτικές αγορές της Ευρώπης. Η απάλειψη των διαφορετικών νομισμάτων αφαιρεί και το τελευταίο επίπεδο ελεύθερης μετακίνησης κεφαλαίων στην Ευρωπαϊκή Ένωση με αποτέλεσμα την αύξηση του ανταγωνισμού και στο χώρο της θεσμικής επένδυσης. Για να ανταποκριθούν ικανοποιητικά στα νέα δεδομένα τα αμοιβαία κεφάλαια θα πρέπει να μειώσουν το κόστος λειτουργίας τους, να αυξήσουν τα προσφερόμενα προϊόντα, και να βελτιώσουν την ποιότητα των προσφερομένων υπηρεσιών.
- Η νομισματική ενοποίηση της Ευρώπης πέρα από το ενιαίο νόμισμα που προσφέρει καθιστά κάθε μια αγορά τμήμα του συνόλου. Επειδή το βιοτικό επίπεδο των πολιτών δεν θα εξαρτάται μόνο από τις οικονομικές συνθήκες της χώρας στην οποία ζει αλλά και από τις συνθήκες που επικρατούν στις άλλες χώρες, θα πρέπει σε πολύ

μεγαλύτερο βαθμό να επενδύσει σε τίτλους και αξιόγραφα οικονομικών μονάδων των άλλων χωρών για να προστατεύσει καλύτερα το βιοτικό του επίπεδο. Για να το επιτύχει αυτό, τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν τον οικονομικότερο αλλά και αποτελεσματικότερο τρόπο επένδυσης στις ξένες κεφαλαιαγορές. Αυτή η τακτική ενισχύεται και από το γεγονός ότι με το ευρώ δημιουργούνται νέες ανάγκες και ευκαιρίες αντιστάθμισης των επενδυτικών κινδύνων.

- Τα αμοιβαία κεφάλαια επιδιώκουν κατά το δυνατόν μεγαλύτερη ευελιξία στις επιλογές επένδυσης που διαθέτουν ώστε να επιτύχουν τον καλύτερο βαθμό αξιολόγησης..
- Ο ρόλος των αμοιβαίων κεφαλαίων πέρα από ένα είδος επένδυσης είναι και ρόλος εκπαιδευτικός και συμβουλευτικός. Σε αναπτυγμένες κεφαλαιαγορές τα αμοιβαία κεφάλαια συμβουλεύουν τους επενδυτές πως να προγραμματίζουν τις επενδύσεις τους και εν γένει τα μέλλον τους με βάση ένα σχέδιο αποταμίευσης. Στην Ελλάδα όπου όλοι οι επενδυτές δεν έχουν ακόμη αποκτήσει πλήρη γνώση των επενδυτικών επιλογών που τους προσφέρονται, τα αμοιβαία κεφάλαια είναι ο πρώτος σταθμός εκπαίδευσης και κατανόησης χωρίς την ανάληψη εξωφρενικών κινδύνων και με τη βοήθεια της επαγγελματικής διαχείρισης. Παρόλο που αυτού του είδους οι υπηρεσίες δεν έχουν ακόμη αναπτυχθεί, η συλλογική επένδυση έχει αποδείξει ότι σε περιόδους κρίσεων και αναστατώσεων προσφέρει καλύτερο καταφύγιο από μια ατομική επένδυση.
- Το σύστημα αξιολόγησης των αμοιβαίων κεφαλαίων διεθνών εστιάζεται στην πορεία των αποδόσεων εντός μικρού χρονικού διαστήματος. Το σύστημα αυτό δεν προσφέρει κίνητρα στους διαχειριστές για την ανάπτυξη επενδυτικών επιλογών που αποδίδουν μακροχρόνια, με αποτέλεσμα την απροθυμία χρηματοδότησης παρόμοιων επενδύσεων..
- Στην προσπάθεια αύξησης της αποδοτικότητας τα επί πλέον κόστη συναλλαγής που δημιουργούνται εξουδετερώνουν τις ωφέλειες από τις στρατηγικές στιγμιαίες επένδυσης που εφαρμόζουν τα αμοιβαία κεφάλαια άλλων ισχυρότερων νομισματικά χωρών.
- Οι διαχειριστές των ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων δεν εμφανίζουν σημαντικές ικανότητες χρονικής τοποθέτησης. Μόνο τα τελευταία δύο χρόνια με την ανάπτυξη του Χρηματιστηρίου και των μονάδων του Γενικού Δείκτη παρατηρείται μια μεγάλη αποδοτικότητα στα αμοιβαία κεφάλαια.
- Γενικά, ο κίνδυνος των αποδόσεων των ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων συμβαδίζει με την κατηγορία στην οποία ανήκουν. Τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων και σταθερού εισοδήματος έχουν το μικρότερο κίνδυνο, τα μικτά και μετοχικά το μεγαλύτερο, ενώ τα διεθνή ομολογιών και μετοχικών είναι στο ενδιάμεσο.
- Τα ελληνικά αμοιβαία κεφάλαια δεν εμφανίζουν επαναληπτικότητα από έτος σε έτος ή από διετία σε διετία, με αποτέλεσμα τη διαρκή ανακατάταξη στον πίνακα αξιολόγησης. Αυτό το γεγονός που υποδηλώνει ανατροπή της αξιολόγησης επιβεβαιώνεται και από την

επιτυχή πορεία ενός χαρτοφυλακίου που αναθεωρείται ετησίως με τα τρία χειρότερα αμοιβαία κεφάλαια.

- Ο επενδυτής μπορεί να δημιουργήσει ένα χαρτοφυλάκιο αμοιβαίων κεφαλαίων με μεγαλύτερη απόδοση από αυτού που έχει χωρίς αύξηση του κινδύνου που αναλαμβάνει. Όμως η συνεχής ανακατάταξη τον πίνακα αξιολόγησης των αμοιβαίων κεφαλαίων και τα κόστη αγοραπωλησίας μεριδίων δεν καθιστούν την πρακτική αυτή ιδιαίτερα κερδοφόρα.
- Κατά τη διάρκεια της υποτίμησης της δραχμής την 13 Μαρτίου του 1998 αλλά και κατά την περίοδο του Πολέμου στο Κόσοβο (γειτονικής χώρας της Ελλάδος), ακόμη και τώρα που λίγο η ψυχολογική πίεση των επενδυτών, λίγο η έλλειψη προσφοράς μετοχών για πώληση στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών το 1999, αλλά και η κακή ψυχολογική κατάσταση των επενδυτών από τις συνεχείς πτώσεις του Γενικού Δείκτη στο έτος 2000 μέχρι και τον Σεπτέμβριο από την έλλειψη ρευστότητας της αγοράς και τις κακές ειδήσεις, τα αμοιβαία κεφάλαια αποτέλεσαν καταφύγιο για τους επενδυτές στις δύσκολες μέρες των πτώσεων των τιμών. Οι Ζημίες που παρουσιάζουν στο έτος 2000 μέχρι σήμερα (Σεπτέμβριος –2000) είναι μηδαμινές έναντι των κερδών που κατέγραψαν τα από 1-1-1998 έως 31-12-1999.
- Με το Χρηματιστήριο Παραγώγων δίνεται μια δυνατότητα τους επενδυτές που δεν υπάρχει στην απ'ευθείας τοποθέτηση σε μετοχές. Στα παράγωγα είναι δυνατόν να κερδίσεις όχι μόνο στην άνοδο αλλά και στην πτώση του των Τιμών του Χρηματιστηρίου παίρνοντας την ανάλογη θέση (πωλητή ή αγοραστή) σε ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης, κάτι που δεν συμβαίνει ούτε στα Αμοιβαία Κεφάλαια (αφού όπως είδαμε, σχετίζονται άμεσα με τις μετοχές σε μεγάλο βαθμό και σε μικρότερο βαθμό με τα παράγωγα προϊόντα). Αναμφισβήτητο το Χρηματιστήριο Παραγώγων αποτελεί το “Επενδυτικό Καταφύγιο” σε περιόδους χρηματιστηριακών κρίσεων.
- Το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών είναι ακόμη νέος θεσμός για τα Ελληνικά δεδομένα, δεν έχει ιστορική αναδρομή και φοβίζει τον μικρό επενδυτή, αφού δεν του έχει δώσει το δικαίωμα μέχρι σήμερα της απόλυτης συμμετοχής του σε αυτό. Σήμερα (Σεπτέμβριος 2000) γίνονται σεμινάρια και πιστοποιήσεις των ειδικών χειριστών των πράξεων παραγώγων, των χρηματιστηριακών εκπροσώπων για την ενημέρωση του κοινού, και όπως ήδη έχουμε αναφέρει στην εργασία μας, βρισκόμαστε σε ένα μεταβατικό στάδιο αφού συζητάτε μέχρι και η συγχώνευση του ΧΑΑ με το ΧΠΑ από τους αρμόδιους παράγοντες της χώρας.
- Τα παράγωγα προϊόντα θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν “Ζωντανοί Οργανισμοί” με “Προσωπικότητα” και ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που προσφέρονται από ένα Οργανωμένο Χρηματιστήριο Παραγώγων. Ο “κύκλος της ζωής” τους τελειώνει την ημέρα λήξης τους, ενώ η “ιδιοσυγκρασία” τους και οι απαιτήσεις τους οδηγούν στην επιλογή του ενός ή του άλλου, ανάλογα με τη στρατηγική, αλλά και το **βαλάντιο** του Επενδυτή.
- Σε περιόδους οικονομικής αστάθειας ο επενδυτικός κόσμος είναι δύσκολο να προβλέψει την αντιστάθμιση των κινδύνων, την

- μόχλευση και τα κέρδη με βάση τις πιθανές τάσεις της αγοράς έτσι όσο η Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά ομαλοποιείται και μειώνονται οι αποδόσεις, τόσο αναπτύσσεται η αγορά παραγώγων.
- Μέσα από «τυποποιημένα» και «διαφανή» χρηματοοικονομικά εργαλεία (τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης και τα Δικαιώματα) το ΧΠΑ προσφέρει στους επενδυτές την δυνατότητα διαχείρισης του κινδύνου, μέσα σε μια (ασφυκτικά σε κάποιον βαθμό) οργανωμένη αγορά προθεσμιακών συμβολαίων. Γίνεται φανερό ότι ο «κίνδυνος» αυτός δεν θα πρέπει να θεωρηθεί ως μια συστηματική αδυναμία της Ελληνικής Οικονομίας. Αντιθέτως, αποτελεί απόρροια της Διεθνοποίησης και της Επιτάχυνσης των ρυθμών Βιομηχανικής Ανάπτυξης που επιφέρει η συμμετοχή της Χώρας Μας σε σχηματισμούς κρατών όπως αυτός της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αλλά και η ολοκληρωτική απελευθέρωση των Αγορών, Διεθνώς. Μέσα σε ένα τέτοιο ανταγωνιστικό πλαίσιο, η αναπόφευκτη αύξηση των επιχειρηματικών κινδύνων είναι δυνατόν να αξιοποιηθεί προς όφελος του επενδυτή μέσα από μηχανισμούς συναλλαγών σε ΣΜΕ σαν και αυτά που διαπραγματεύεται στην χώρα μας το ΧΠΑ.
 - Μια ειδοποιός διαφορά ανάμεσα στα δύο Χρηματιστήρια (ΧΑΑ & ΧΠΑ) σχετίζεται με την διαδικασία αγοράς ή ρευστοποίησης. Στο Χρηματιστήριο Αξιών οι αγοραπωλησίες γίνονται τις μετρητοίς, ενώ στο Χρηματιστήριο Παραγώγων οι συναλλαγές είναι προθεσμιακές. Επίσης ο «Ναός του Χρήματος» που στεγάζεται στην οδό Σοφοκλέους φιλοξενεί του χρηματιστηριακούς εκπροσώπους των ΑΧΕ αλλά και αρκετούς «θαμώνες», οι οποίοι (με ... κιάλια και αρκετή οχλαγωγία) παρακολουθούν την πορεία της συνεδρίασης. Στην περίπτωση του ΧΠΑ, οι συναλλαγές γίνονται μέσω Ηλεκτρονικών Υπολογιστών, από τα γραφεία των εταιριών που πήραν ήδη το «χρίσμα» να πραγματοποιούν αγοραπωλησίες για λογαριασμό των πελατών τους και σε κάποιες περιπτώσεις για λογαριασμό του εαυτού τους.

Π Α Ρ Α Ρ Τ Η Μ Α
ΠΤΥΧΙΑΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

**Εκσυγχρονισμός και Ανάπτυξη της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς
(Αμοιβαία-Παράγωγα)**

Ανασκόπηση Γενικού Δείκτη ΑΠΟ 1/7/1999 ΩΣ 31/7/2000			
Ημερομηνία	Γενικός Δείκτης	Αξία Συναλλαγών	Ημερήσια Μεταβολή
1/7/1999	4124,79	153.893.605.906	
2/7/1999	4152,55	152.967.292.342	0,67%
5/7/1999	4350,13	179.227.664.495	4,76%
6/7/1999	4314,7	187.764.107.417	-0,81%
7/7/1999	4285,84	180.191.677.046	-0,67%
8/7/1999	4245,34	185.717.720.895	-0,94%
9/7/1999	4225,05	203.376.069.376	-0,48%
12/7/1999	4259,65	560.389.149.427	0,82%
13/7/1999	4241,71	157.514.985.874	-0,42%
14/7/1999	4240,94	147.341.006.975	-0,02%
15/7/1999	4308,91	167.348.371.503	1,60%
16/7/1999	4410,33	179.690.412.249	2,35%
19/7/1999	4528,38	175.153.335.171	2,68%
20/7/1999	4483,9	178.735.365.686	-0,98%
21/7/1999	4471,22	164.126.625.410	-0,28%
22/7/1999	4528,97	167.869.607.622	1,29%
23/7/1999	4509,29	186.866.222.628	-0,43%
26/7/1999	4507,76	199.676.713.443	-0,03%
27/7/1999	4425,84	210.497.522.788	-1,82%
28/7/1999	4392,24	207.865.952.344	-0,76%
29/7/1999	4378,37	237.402.210.359	-0,32%
30/7/1999	4345,13	194.448.412.481	-0,76%
2/8/1999	4312,25	159.973.926.651	-0,76%
3/8/1999	4328,79	156.593.361.135	0,38%
4/8/1999	4402,42	190.264.226.371	1,70%
5/8/1999	4404,27	189.000.460.354	0,04%
6/8/1999	4443,44	201.529.700.403	0,89%
9/8/1999	4511,97	230.549.867.849	1,54%
10/8/1999	4585,26	392.240.956.788	1,62%
11/8/1999	4591,34	208.377.531.814	0,13%
12/8/1999	4696,91	240.277.268.988	2,30%
13/8/1999	4799,62	219.822.562.731	2,19%
16/8/1999	4884,22	220.623.421.099	1,76%
17/8/1999	4889,65	243.484.887.383	0,11%
18/8/1999	4958,82	285.856.413.938	1,41%
19/8/1999	4885,56	278.076.539.841	-1,48%
20/8/1999	4939,69	289.208.111.744	1,11%
23/8/1999	5066,39	305.455.071.136	2,56%
24/8/1999	5056,49	304.997.698.156	-0,20%
25/8/1999	5224,15	319.725.703.013	3,32%
26/8/1999	5122,57	312.430.092.375	-1,94%
27/8/1999	5144,01	316.017.365.049	0,42%
30/8/1999	5220,28	350.358.883.784	1,48%
31/8/1999	5205,34	519.474.556.234	-0,29%
1/9/1999	5371,57	429.301.293.315	3,19%
2/9/1999	5440,93	409.827.975.040	1,29%
3/9/1999	5407,85	388.180.983.777	-0,61%
6/9/1999	5621,67	424.324.162.045	3,95%
7/9/1999	5705,1	407.496.830.063	1,48%
10/9/1999	5740,47	390.306.687.717	0,62%

**Εκσυγχρονισμός και Ανάπτυξη της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς
(Αμοιβαία-Παράγωγα)**

Ανασκόπηση Γενικού Δείκτη ΑΠΟ 17/1999 ΩΣ 31/7/2000			
Ημερομηνία	Γενικός Δείκτης	Αξία Συναλλαγών	Ημερήσια Μεταβολή
13/9/1999	6032,85	505.612.280.000	5,09%
14/9/1999	6053,69	517.996.398.551	0,35%
15/9/1999	6181,05	516.329.971.708	2,10%
16/9/1999	6321,31	587.920.053.489	2,27%
17/9/1999	6355,04	612.878.591.337	0,53%
20/9/1999	6331,8	524.795.867.507	-0,37%
21/9/1999	6020,87	421.635.955.111	-4,91%
22/9/1999	6054,76	466.003.894.438	0,56%
23/9/1999	5818,37	408.604.781.460	-3,90%
24/9/1999	5503,47	361.099.613.224	-5,41%
27/9/1999	5283,42	272.709.101.933	-4,00%
28/9/1999	5591,28	422.091.392.131	5,83%
29/9/1999	5596,84	370.266.768.677	0,10%
30/9/1999	5667,6	340.800.886.189	1,26%
1/10/1999	5632,27	482.018.241.648	-0,62%
4/10/1999	5654,65	264.603.474.675	0,40%
5/10/1999	5825,45	371.356.926.087	3,02%
6/10/1999	5884,05	438.752.731.884	1,01%
7/10/1999	5911,47	487.407.291.342	0,47%
8/10/1999	5926,08	429.289.059.482	0,25%
11/10/1999	5972,75	409.971.207.674	0,79%
12/10/1999	6127,74	496.533.708.437	2,59%
13/10/1999	6155,21	488.588.204.401	0,45%
14/10/1999	5916,68	412.715.951.016	-3,88%
15/10/1999	5788,49	479.548.269.080	-2,17%
18/10/1999	5429,25	773.073.558.575	-6,21%
19/10/1999	5392,32	329.575.657.996	-0,68%
20/10/1999	5704,26	399.246.440.000	5,78%
21/10/1999	5670,43	380.579.248.855	-0,59%
22/10/1999	5600,15	382.161.893.232	-1,24%
25/10/1999	5577,89	376.768.951.842	-0,40%
26/10/1999	5524,32	311.505.384.028	-0,96%
27/10/1999	5390,37	267.473.724.776	-2,42%
29/10/1999	5442,14	300.644.645.963	0,96%
1/11/1999	5630,27	257.631.435.522	3,46%
2/11/1999	5649,6	274.369.160.000	0,34%
3/11/1999	5548,09	302.649.736.410	-1,80%
4/11/1999	5530,85	261.047.620.132	-0,31%
5/11/1999	5617,65	319.621.619.716	1,57%
8/11/1999	5753,6	362.616.108.735	2,42%
9/11/1999	5728,14	343.741.090.000	-0,44%
10/11/1999	5704,53	362.578.380.000	-0,41%
11/11/1999	5657,06	374.333.500.000	-0,83%
12/11/1999	5702,21	294.568.243.712	0,80%
15/11/1999	5722,99	299.653.404.565	0,36%
16/11/1999	5683,06	299.352.866.837	-0,70%
17/11/1999	5654,07	323.864.613.129	-0,51%
18/11/1999	5571,67	310.785.687.503	-1,46%
19/11/1999	5610,5	327.253.970.000	0,70%
22/11/1999	5603,09	475.033.804.040	-0,13%

**Εκσυγχρονισμός και Ανάπτυξη της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς
(Αμοιβαία-Παράγωγα)**

Ανασκόπηση Γενικού Δείκτη ΑΠΟ 17/1999 ΩΣ 31/7/2000			
Ημερομηνία	Γενικός Δείκτης	Αξία Συναλλαγών	Ημερήσια Μεταβολή
23/11/1999	5532,44	344.179.930.830	-1,26%
24/11/1999	5381,76	316.420.391.110	-2,72%
25/11/1999	5418,6	256.531.243.950	0,68%
26/11/1999	5616,89	346.461.206.017	3,66%
29/11/1999	5806,33	351.552.340.000	3,37%
30/11/1999	5712,26	305.956.875.141	-1,62%
1/12/1999	5653,94	250.996.309.060	-1,02%
2/12/1999	5577,46	259.677.485.740	-1,35%
3/12/1999	5560,14	314.405.280.185	-0,31%
6/12/1999	5489,02	344.054.551.617	-1,28%
7/12/1999	5349,18	276.866.908.643	-2,55%
8/12/1999	5271,42	265.624.055.120	-1,45%
9/12/1999	5289,45	197.989.524.594	0,34%
10/12/1999	5418,32	249.838.421.774	2,44%
13/12/1999	5624,55	229.556.701.853	3,81%
14/12/1999	5574,16	229.620.637.291	-0,90%
15/12/1999	5432,34	319.889.569.245	-2,54%
16/12/1999	5190,99	202.257.015.760	-4,44%
17/12/1999	5224,67	314.779.271.675	0,65%
20/12/1999	5034,85	226.420.225.435	-3,63%
21/12/1999	4967,23	352.857.088.600	-1,34%
22/12/1999	4998,08	191.180.551.035	0,62%
23/12/1999	4789,37	201.083.885.431	-4,18%
24/12/1999	4801,76	303.044.775.045	0,26%
27/12/1999	5040,96	409.430.332.275	4,98%
28/12/1999	5230,61	219.220.544.300	3,76%
29/12/1999	5359,11	283.481.261.370	2,46%
30/12/1999	5535,09	326.161.895.315	3,28%
3/1/2000	5794,85	288.063.690.500	4,69%
4/1/2000	5588,65	361.619.985.060	-3,56%
5/1/2000	5369,38	272.780.692.110	-3,92%
7/1/2000	5410,82	240.027.476.760	0,77%
10/1/2000	5353,14	236.899.116.930	-1,07%
11/1/2000	5190,17	214.844.996.965	-3,04%
12/1/2000	5187,33	260.874.750.245	-0,05%
13/1/2000	5181,73	166.654.077.365	-0,11%
14/1/2000	5273,83	200.271.998.980	1,78%
17/1/2000	5362,3	249.908.573.920	1,68%
18/1/2000	5238,29	216.180.332.710	-2,31%
19/1/2000	5067,31	223.120.074.352	-3,26%
20/1/2000	5068,36	216.726.776.112	0,02%
21/1/2000	5102,12	280.156.998.860	0,67%
24/1/2000	5081,95	276.323.446.833	-0,40%
25/1/2000	5022,41	150.544.488.617	-1,17%
26/1/2000	4936,69	171.738.137.772	-1,71%
27/1/2000	4941,6	165.384.082.936	0,10%
28/1/2000	5020,22	206.348.608.799	1,59%
31/1/2000	4990,02	174.516.498.064	-0,60%
1/2/2000	5141,83	211.488.740.373	3,04%
2/2/2000	5209,24	375.202.976.030	1,31%

**Εκσυγχρονισμός και Ανάπτυξη της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς
(Αμοιβαία-Παράγωγα)**

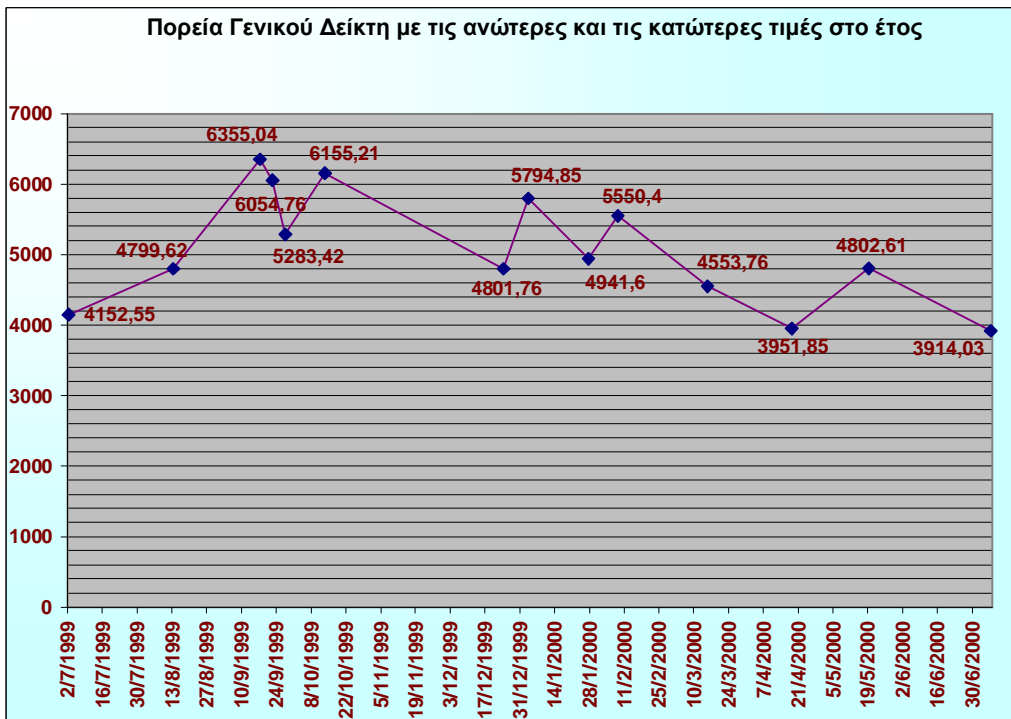
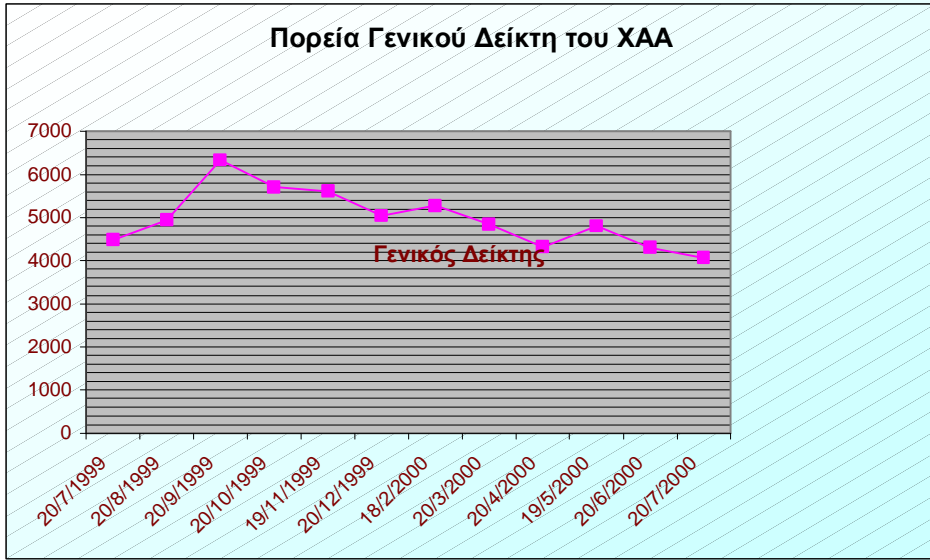
Ανασκόπηση Γενικού Δείκτη ΑΠΟ 17/1999 ΩΣ 31/7/2000			
Ημερομηνία	Γενικός Δείκτης	Αξία Συναλλαγών	Ημερήσια Μεταβολή
3/2/2000	5297,32	276.887.589.473	1,69%
4/2/2000	5379,08	476.349.521.885	1,54%
7/2/2000	5489,3	346.615.368.671	2,05%
8/2/2000	5550,4	375.439.839.305	1,11%
9/2/2000	5594,36	428.980.893.789	0,79%
10/2/2000	5499,97	312.920.942.664	-1,69%
11/2/2000	5502,38	216.130.082.759	0,04%
14/2/2000	5460,44	191.795.353.773	-0,76%
15/2/2000	5413,73	220.272.261.236	-0,86%
16/2/2000	5328,49	204.342.933.713	-1,57%
17/2/2000	5222,78	198.167.076.375	-1,98%
18/2/2000	5277,05	170.056.353.023	1,04%
21/2/2000	5186,3	148.017.975.130	-1,72%
22/2/2000	5109,81	158.859.479.785	-1,47%
23/2/2000	5097,9	159.371.806.121	-0,23%
24/2/2000	5234,62	187.584.721.003	2,68%
25/2/2000	5203	187.780.639.323	-0,60%
28/2/2000	5034,55	155.060.140.577	-3,24%
29/2/2000	5002,23	277.713.135.072	-0,64%
1/3/2000	5063,45	167.068.196.900	1,22%
2/3/2000	5174,18	208.581.165.916	2,19%
3/3/2000	5116,98	199.658.420.958	-1,11%
6/3/2000	5100,63	219.682.867.982	-0,32%
7/3/2000	4941,3	232.586.057.690	-3,12%
8/3/2000	4868,13	235.069.903.571	-1,48%
9/3/2000	4865,63	247.109.412.599	-0,05%
10/3/2000	4863,55	182.792.404.261	-0,04%
14/3/2000	4542,65	165.675.013.546	-6,60%
15/3/2000	4553,76	235.113.610.857	0,24%
16/3/2000	4759,89	188.434.529.652	4,53%
17/3/2000	4845,08	217.786.578.883	1,79%
20/3/2000	4849,07	166.568.982.489	0,08%
21/3/2000	4755,42	193.987.428.042	-1,93%
22/3/2000	4723,15	208.019.771.637	-0,68%
23/3/2000	4650,77	145.106.065.879	-1,53%
24/3/2000	4685,17	139.538.207.062	0,74%
27/3/2000	4675,67	120.402.588.501	-0,20%
28/3/2000	4664,01	201.485.480.501	-0,25%
29/3/2000	4754,29	138.124.363.096	1,94%
30/3/2000	4782,04	169.358.713.913	0,58%
31/3/2000	4793,47	134.367.114.216	0,24%
3/4/2000	4807,42	100.556.868.968	0,29%
4/4/2000	4813,37	138.527.279.737	0,12%
5/4/2000	4813,02	148.531.918.525	-0,01%
6/4/2000	4811,62	157.690.264.487	-0,03%
7/4/2000	4934,81	229.680.052.346	2,56%
10/4/2000	4941,32	144.163.179.953	0,13%
11/4/2000	4916,25	102.240.945.290	-0,51%
12/4/2000	4877,91	136.851.533.069	-0,78%

**Εκσυγχρονισμός και Ανάπτυξη της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς
(Αμοιβαία-Παράγωγα)**

Ανασκόπηση Γενικού Δείκτη ΑΠΟ 17/1999 ΩΣ 31/7/2000			
Ημερομηνία	Γενικός Δείκτης	Αξία Συναλλαγών	Ημερήσια Μεταβολή
13/4/2000	4724,84	169.461.927.250	-3,14%
14/4/2000	4475,1	196.103.864.813	-5,29%
17/4/2000	4064,85	146.306.421.092	-9,17%
18/4/2000	3951,85	197.079.789.764	-2,78%
19/4/2000	4257,85	180.837.755.240	7,74%
20/4/2000	4314,11	136.711.005.796	1,32%
21/4/2000	4395,16	123.388.818.897	1,88%
24/4/2000	4362,79	101.807.330.297	-0,74%
25/4/2000	4224,45	97.093.692.987	-3,17%
26/4/2000	4147,23	95.165.697.695	-1,83%
27/4/2000	4249,45	75.559.964.654	2,46%
2/5/2000	4368,21	193.872.594.523	2,79%
3/5/2000	4381,14	110.451.110.798	0,30%
4/5/2000	4358,26	74.033.552.457	-0,52%
5/5/2000	4416,6	119.839.558.247	1,34%
8/5/2000	4475,06	153.867.435.748	1,32%
9/5/2000	4454,01	131.158.605.572	-0,47%
10/5/2000	4500,06	137.001.032.629	1,03%
11/5/2000	4527,71	195.631.295.497	0,61%
12/5/2000	4581,65	221.010.350.135	1,19%
15/5/2000	4686,75	237.982.533.131	2,29%
16/5/2000	4709,82	206.801.634.177	0,49%
17/5/2000	4703,61	185.376.911.920	-0,13%
18/5/2000	4740,79	252.925.479.621	0,79%
19/5/2000	4802,61	377.231.957.421	1,30%
22/5/2000	4691,93	268.452.263.988	-2,30%
23/5/2000	4672,23	220.501.174.675	-0,42%
24/5/2000	4551,12	192.342.074.618	-2,59%
25/5/2000	4560,84	191.944.049.416	0,21%
26/5/2000	4596,7	159.921.896.989	0,79%
29/5/2000	4593,95	130.988.720.235	-0,06%
30/5/2000	4570,19	137.568.129.541	-0,52%
31/5/2000	4608,24	192.965.021.814	0,83%
1/6/2000	4534	150.490.968.467	-1,61%
2/6/2000	4534,83	140.738.203.439	0,02%
5/6/2000	4494,99	116.547.145.649	-0,88%
6/6/2000	4465,7	132.780.151.292	-0,65%
7/6/2000	4348,85	127.189.805.265	-2,62%
8/6/2000	4387,37	127.820.221.116	0,89%
9/6/2000	4436,45	146.863.800.393	1,12%
12/6/2000	4379,32	92.139.840.000	-1,29%
13/6/2000	4316,7	146.160.970.000	-1,43%
14/6/2000	4366,61	119.503.510.000	1,16%
15/6/2000	4393,08	162.132.750.000	0,61%
16/6/2000	4369,16	108.795.780.000	-0,54%
20/6/2000	4304,4	82.226.450.000	-1,48%
21/6/2000	4254,8	100.093.610.000	-1,15%
22/6/2000	4195,23	81.039.920.000	-1,40%
23/6/2000	4145,76	94.451.370.000	-1,18%

**Εκσυγχρονισμός και Ανάπτυξη της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς
(Αμοιβαία-Παράγωγα)**

Ανασκόπηση Γενικού Δείκτη ΑΠΟ 17/1999 ΩΣ 31/7/2000			
Ημερομηνία	Γενικός Δείκτης	Αξία Συναλλαγών	Ημερήσια Μεταβολή
26/6/2000	4036,69	92.090.210.000	-2,63%
27/6/2000	4180,31	142.544.440.000	3,56%
28/6/2000	4098,09	154.690.420.000	-1,97%
29/6/2000	4071,4	120.958.380.000	-0,65%
30/6/2000	4054,41	91.562.060.000	-0,42%
3/7/2000	4020,29	62.025.140.000	-0,84%
4/7/2000	3978,98	66.001.110.000	-1,03%
5/7/2000	4026,18	96.832.910.000	1,19%
6/7/2000	3968,83	83.794.230.000	-1,42%
7/7/2000	3914,03	68.056.880.000	-1,38%
10/7/2000	3921,31	62.354.500.000	0,19%
11/7/2000	3953,51	71.634.380.000	0,82%
12/7/2000	3920,57	59.854.170.000	-0,83%
13/7/2000	3925,91	69.038.700.000	0,14%
14/7/2000	4006,41	70.030.490.000	2,05%
17/7/2000	4081,52	122.254.300.000	1,87%
18/7/2000	4105,75	101.153.120.000	0,59%
19/7/2000	4044,13	74.148.970.000	-1,50%
20/7/2000	4063,05	59.811.720.000	0,47%
21/7/2000	4054,21	62.715.020.000	-0,22%
24/7/2000	4041,82	47.736.620.000	-0,31%
25/7/2000	3988,26	50.544.550.000	-1,33%
26/7/2000	3950,41	62.632.866.050	-0,95%
27/7/2000	3973,46	35.591.828.000	0,58%
28/7/2000	3997,99	74.413.250.000	0,62%
31/7/2000	3988,28	67.798.360.000	-0,24%



ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΣΕ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΙΚΗΣ ΑΕΔΑΚ									
Ημερομηνία	Τιμή Εξαγοράς			Ποσοστιαία Μεταβολή της Απόδοσης του ΑΚ ανά τρίμηνο			Ποσοστιαία Μεταβολή της Απόδοσης του ΑΚ από 7/1/1998		
	Μετοχικό ΑΚ Διεθνική ΑΕΔΑΚ	ΑΚ Εισοδήματος Διεθνική ΑΕΔΑΚ	Μικτό ΑΚ Διεθνική ΑΕΔΑΚ	Μετοχικό ΑΚ Διεθνική ΑΕΔΑΚ	ΑΚ Εισοδήματος Διεθνική ΑΕΔΑΚ	Μικτό ΑΚ Διεθνική ΑΕΔΑΚ	Μετοχικό ΑΚ Διεθνική ΑΕΔΑΚ	ΑΚ Εισοδήματος Διεθνική ΑΕΔΑΚ	Μικτό ΑΚ Διεθνική ΑΕΔΑΚ
7/1/1998	1.857,60	1.902,89	3.237,03	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
31/3/1998	2.354,59	1.951,71	3.829,32	26,75%	2,57%	18,30%	26,75%	2,57%	18,30%
30/6/1998	2.986,08	2.008,75	4.364,14	26,82%	2,92%	13,97%	60,75%	5,56%	34,82%
30/9/1998	2.845,14	2.072,42	4.185,68	-4,72%	3,17%	-4,09%	53,16%	8,91%	29,31%
30/12/1998	3.496,05	2.151,25	4.935,93	22,88%	3,80%	17,92%	88,20%	13,05%	52,48%
31/3/1999	4.303,36	2.246,37	5.820,97	23,09%	4,42%	17,93%	131,66%	18,05%	79,82%
30/6/1999	5.521,71	2.339,97	6.943,95	28,31%	4,17%	19,29%	197,25%	22,97%	114,52%
30/9/1999	8.181,55	2.371,26	9.387,36	48,17%	1,34%	35,19%	340,44%	24,61%	190,00%
31/12/1999	8.468,80	2.442,29	9.792,99	3,51%	3,00%	4,32%	355,90%	28,35%	202,53%
31/3/2000	7.232,09	2.516,41	8.932,85	-14,60%	3,03%	-8,78%	289,32%	32,24%	175,96%
30/6/2000	6.117,42	2.537,79	8.051,26	-15,41%	0,85%	-9,87%	229,32%	33,37%	148,72%
31/8/2000	5.326,71	2.544,97	7.398,49	-12,93%	0,28%	-8,11%	186,75%	33,74%	128,56%

Πηγή: Site /enet.gr/

Χρήσιμη Ορολογία του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών

<u>Ελληνικός όρος</u>	<u>Αγγλικός όρος</u>	<u>Επεξήγηση</u>
Ανάθεση	Assignment	Ειδοποίηση από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. προς τον πωλητή δικαιώματος ότι το δικαίωμα έχει εξασκηθεί από τον αγοραστή.
Ανεπαρκές περιθώριο		Το ποσό κατά το οποίο το απαιτούμενο περιθώριο ασφαλείας είναι μεγαλύτερο από το ποσό των κεφαλαίων στο λογαριασμό περιθωρίων (margin account).
Άνοιγμα	Spread	Μία σύνθετη θέση σε παράγωγα, που αποτελείται από μία θέση αγοράς ενός συμβολαίου και μία θέση πώλησης ενός παρόμοιου συμβολαίου.
Ανοικτά συμβόλαια	Open interests	Το σύνολο όλων των θέσεων long ή όλων των θέσεων short για κάθε συμβόλαιο futures. Δημοσιεύεται ο αριθμός των ανοικτών συμβολαίων της προηγούμενης ημέρας κλεισίματος.
Ανοικτή θέση	Open position	Η αποτύπωση ως προς τον αριθμό των συμβολαίων ή την ποσότητα της υποκείμενης αξίας, του συνόλου των δικαιωμάτων ή υποχρεώσεων οποιουδήποτε συναλλασσομένου, που απορρέουν από πράξεις στα παράγωγα.
Ανοικτή Πώληση	Short selling	Συναλλαγή κατά την οποία ο επενδυτής δανείζεται μετοχές και τις πουλάει σε τρίτο αναλαμβάνοντας έτσι την υποχρέωση να τις αγοράσει στο μέλλον για να τις επιστρέψει στον δανειστή. Με τον τρόπο αυτό πραγματοποιεί κέρδος ή ζημιά ανάλογα με τις τιμές που πούλησε και κατόπιν αγόρασε τις μετοχές.
Ανταλλαγές	Swaps	Ιδιωτικές συμφωνίες μεταξύ δύο εταιρειών ή μιας εταιρείας και ενός πιστωτικού ιδρύματος για ανταλλαγή κεφαλαίων στο μέλλον βάσει ενός προκαθορισμένου τρόπου. Τα πιο γνωστά είναι τα swaps επιτοκίου και τα swaps συναλλάγματος.
Αντιστάθμιση κινδύνου	Hedging	Συναλλαγή κατά την οποία ένας επενδυτής προσπαθεί να προστατεύσει μία θέση του στην υποκείμενη αγορά χρησιμοποιώντας μία αντίθετη θέση στην αγορά των παραγώγων.
Αντίστροφη αγορά	Inverted market	Όταν στην αγορά των προθεσμιακών συμβολαίων (futures) η τιμή του συμβολαίου μειώνεται όσο μεγαλώνει ο χρόνος λήξης του συμβολαίου.
Αξία χρόνου	Time value	Η διαφορά της τιμής ενός δικαιώματος προαίρεσης μείον την εσωτερική του αξία.

Αποθήκευση swaps		Όταν η Τράπεζα, για να προφυλαχτεί από τον κίνδυνο της αλλαγής των επιτοκίων ή του συναλλάγματος, υπογράφει ένα swap με μια εταιρεία και περιμένει να βρεθεί μια άλλη εταιρεία η οποία να επιθυμεί να πάρει αντίθετη θέση στο ίδιο συμβόλαιο.
Αρχικό περιθώριο	Initial margin	Το αρχικό ποσό μετρητών ή και αξιολογίων που πρέπει να καταθέσει ο πελάτης στο χρηματιστηριακό γραφείο όταν αγοράζει παράγωγα.
Ασιατικά options		Δικαιώματα των οποίων η τιμή άσκησης ή η τιμή εκκαθάρισης εξαρτάται από το μέσο όρο των τιμών του υποκείμενου στοιχείου κατά τη διάρκεια ενός μέρους της ζωής των options. Είναι φτηνότερα από τα συνήθη options.
Βάση	Basis	Η τιμή της υποκείμενης αξίας ενός Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) μείον την τιμή του ΣΜΕ. Καθώς το ΣΜΕ πλησιάζει προς την ημέρα λήξης του, η βάση συγκλίνει στο μηδέν.
Δανεισμός Τίτλων	Stock lending	Συμφωνίες μεταξύ δύο αντισυμβαλλόμενων (του δανειζόμενου και του δανειστή) με τις οποίες η κυριότητα μετοχών που βρίσκονται στην κατοχή του δανειστή μεταβιβάζεται στο δανειζόμενο έναντι ποσού που εξαρτάται από το χρόνο μέχρι την επιστροφή της κυριότητας των μετοχών στο δανειστή και προσδιορίζεται από την τιμή δανεισμού η οποία δίνεται σε μορφή ετήσιου επιτοκίου.
Δικαίωμα με θετική εσωτερική αξία	In-the money option	Ένα δικαίωμα αγοράς (πώλησης) το οποίο αν εξασκηθεί θα αποφέρει αξία στον κάτοχό του, επειδή η τιμή της υποκείμενης αξίας είναι μεγαλύτερη (μικρότερη) από την τιμή εξάσκησης του δικαιώματος.
Δικαίωμα με μηδενική εσωτερική αξία	Out-of-the-money option	Ένα δικαίωμα αγοράς (πώλησης) το οποίο αν εξασκηθεί δεν θα αποφέρει αξία στον κάτοχό του, επειδή η τιμή της υποκείμενης αξίας είναι μικρότερη (μεγαλύτερη) από την τιμή εξάσκησης του δικαιώματος.
Δικαίωμα προαίρεσης αμερικανικού τύπου	American option	Ένα δικαίωμα προαίρεσης που μπορεί να εξασκηθεί οποιαδήποτε στιγμή μέχρι την ημέρα λήξης του συμβολαίου.
Δικαίωμα προαίρεσης ευρωπαϊκού τύπου	European option	Ένα δικαίωμα προαίρεσης που μπορεί να εξασκηθεί μόνο κατά την ημέρα λήξης του συμβολαίου.

Δικαίωμα στην τρέχουσα τιμή	At-the-money-option	Από μία σειρά δικαιωμάτων αγοράς (ή πώλησης) με την ίδια ημέρα λήξης και διαφορετικές τιμές εξάσκησης, το δικαίωμα αγοράς (ή πώλησης) εκείνο του οποίου η τιμή εξάσκησης βρίσκεται πιο κοντά στην τρέχουσα τιμή της υποκείμενης αξίας.
Δικαιώματα Προαίρεσης	Options	Συμφωνίες μεταξύ δύο αντισυμβαλλόμενων (ενός αγοραστή και ενός πωλητή) που δίνουν στον αγοραστή το δικαίωμα αλλά όχι την υποχρέωση να αγοράσει από (αν πρόκειται για δικαίωμα αγοράς-call) ή να πουλήσει στον (αν πρόκειται για δικαίωμα πώλησης-Put) πωλητή συγκεκριμένη ποσότητα (το μέγεθος του συμβολαίου) της υποκείμενης αξίας σε προκαθορισμένη μελλοντική ημερομηνία (η ημέρα λήξης του συμβολαίου) σε προκαθορισμένη τιμή (η τιμή εξάσκησης).
Διωνυμικό μοντέλο	Binomial model	Μέθοδος αποτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσης, που βασίζεται στην υπόθεση ότι σε κάθε χρονική στιγμή, η τιμή της υποκείμενης αξίας ή του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης, μπορεί να πάρει μόνο δύο δυνατές τιμές.
Ειδικός Διαπραγματευτής	Market maker	Εκπρόσωπος εταιρείας μέλους του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών με την υποχρέωση να παρέχει συνέχεια τιμές στις οποίες είναι διατεθειμένος να αγοράσει και να πουλήσει καθορισμένα προϊόντα εξασφαλίζοντας έτσι επαρκή ρευστότητα στην αγορά.
Εκκαθάριση με ρευστά διαθέσιμα	Cash settlement	Όρος σε ορισμένα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και δικαιώματα προαίρεσης, που καθορίζει ότι η εκκαθάριση δεν γίνεται με φυσική παράδοση της υποκείμενης αξίας αλλά με μεταβίβαση χρηματικού ποσού, όπως καθορίζεται από αλγόριθμο.
Εκκαθάριση Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) με φυσική παράδοση	Settlement by physical delivery	Κατά την λήξη ενός ΣΜΕ που εκκαθαρίζεται με φυσική παράδοση, το συμβόλαιο εκπληρούται με τον πωλητή να παραδίδει στον αγοραστή την υποκείμενη αξία και τον αγοραστή να καταβάλλει στον πωλητή το δραστικό ισοδύναμο της τελικής τιμής εκκαθάρισης του ΣΜΕ.
Ελαστικά options	Flex options	Οι όροι συμφωνούνται από τους διαπραγματευόμενους στο Χρηματιστήριο των options να είναι διαφορετικοί από αυτή των συνηθισμένων. Προσφέρονται για να συναγωνιστούν τα τραπεζικά options.

Εντολή με όριο	Limit order	Εντολή βούλησης αγοράς ή πώλησης που διαβιβάζεται προς την αγορά, η οποία προσδιορίζει τιμή πέραν της οποίας ο αγοραστής δεν επιθυμεί να αγοράσει ή ο πωλητής να πουλήσει, αντίστοιχα.
Εντολή στην τιμή αγοράς	Market order	Εντολή για αγορά ή πώληση παραγώγου στην τρέχουσα τιμή αγοράς του συγκεκριμένου παραγώγου.
Εξάσκηση	Exercise	Διαδικασία κατά την οποία ένα δικαίωμα αγοράς ή ένα δικαίωμα πώλησης χρησιμοποιείται από τον αγοραστή του δικαιώματος για να αγοράσει από ή να πουλήσει στον πωλητή του δικαιώματος την υποκείμενη αξία στην τιμή εξάσκησης του δικαιώματος.
Εξισορροπητική κερδοσκοπία	Arbitrage	Ταυτόχρονη αγορά και πώλησης της ίδιας ή ισοδύναμων αξιών σε σημαντικά διαφορετικές τιμές που αποφέρει κέρδος δίχως κίνδυνο.
Εξωτικά options	Exotic options	Options που στην πλειονότητά τους είναι σχεδιασμένα από πιστωτικά ιδρύματα για τους πελάτες τους και η εξόφλησή τους είναι πιο περίπλοκη από αυτή των συνηθισμένων options.
Εσωτερική αξία	Intrinsic value	Για ένα δικαίωμα αγοράς, είναι η διαφορά της τρέχουσας τιμής της υποκείμενης αξίας μείον την τιμή εξάσκησης του δικαιώματος, αν αυτή είναι θετική και μηδέν, αν αυτή είναι αρνητική. Για ένα δικαίωμα πώλησης, είναι η διαφορά της τιμής εξάσκησης του δικαιώματος μείον την τρέχουσα τιμή της υποκείμενης αξίας, αν αυτή είναι θετική και μηδέν, αν αυτή είναι αρνητική.
Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών		Η εταιρεία η οποία μέσω των μελών της κάνει την εκκαθάριση των συναλλαγών από παράγωγα. Στη μεν αγορά των συμβολαίων futures εξασφαλίζει την εκπλήρωση των υποχρεώσεων των δύο μερών (Clearinghouse) και στην αγορά των options ότι ο πωλητής θα εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του (Clearing Corporation).
Ευρωδολάριο	Eurodollar	Είναι ένα δολάριο ΗΠΑ που έχει κατατεθεί σε αμερικανική ή ξένη Τράπεζα που εδρεύει εκτός των ΗΠΑ.
Ημερομηνία λήξης	Expiration date-exercise date	Περιλαμβάνει το μήνα, την ημέρα και την ακριβή ώρα που μπορεί να ασκηθεί ένα option επί μετοχής. Για τα συμβόλαια futures καθορίζεται συνήθως ολόκληρος ο μήνας παράδοσης (delivery month).

Θέση long	Long position	Όταν ο επενδυτής συμφωνεί να αγοράσει κάποιο παράγωγο λαμβάνει θέση long.
Θέση short	Short position	Όταν ο επενδυτής συμφωνεί να πουλήσει ένα παράγωγο λαμβάνει θέση short.
Θεσμικός επενδυτής	Institutional investor	Κάθε ΕΠΕΥ, εταιρεία διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου, ασφαλιστική εταιρεία και ασφαλιστικό ταμείο που λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα.
Καθημερινή αποτίμηση	Mark-to market	Διαδικασία που χρησιμοποιείται για τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης κατά την οποία στο τέλος κάθε ημέρας οι επενδυτές των οποίων οι θέσεις (αγοράς ή πώλησης) σημείωσαν ζημιές πληρώνουν τις ζημιές τους αυτές στους επενδυτές των οποίων οι θέσεις σημείωσαν κέρδη.
Καλυμμένο option	Writing a covered call	Ταυτόχρονη αγορά μιας μετοχής και πώλησης (writing) ενός call option της ίδιας μετοχής. Η αγορά της μετοχής "καλύπτει" τον επενδυτή από την απότομη άνοδο της τιμής της μετοχής.
Κλείσιμο ανοικτής θέσης	Closing out position	Ανάλογα με τη θέση που έχει πάρει κάποιος αρχικά σε ένα προθεσμιακό συμβόλαιο, μπορεί να πάρει αργότερα αντίθετη θέση σε ένα ίδιο συμβόλαιο, με τον ίδιο μήνα παράδοσης και να κλείσει τη θέση του.
Μη προστατευμένη πώληση δικαιώματος αγοράς	Uncovered call	Στρατηγική σύμφωνα με την οποία ο επενδυτής πουλάει ένα δικαίωμα αγοράς, χωρίς να κατέχει την υποκείμενη αξία.
Μη συστηματικό ρίσκο	Unsystematic risk	Το ρίσκο ενός τίτλου, που σχετίζεται με παράγοντες που συνδέονται με αυτόν και όχι με την αγορά ή την οικονομία σαν σύνολο.
Μονάδα βάσης	Basis point	Το ένα εκατοστό της ποσοστιαίας μονάδας (0,01%). Χρησιμοποιείται για την αναφορά μικρών μεταβολών σε επιτόκια.
Μοντέλο Black-Scholes	Black-Scholes model	Μοντέλο που αναπτύχθηκε από τους Fisher Black και Myron Scholes το 1973 και αποτελεί την κλασική μέθοδο αποτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσης, ευρωπαϊκού τύπου.
Ομαλή αγορά	Normal market	Όταν οι τιμές των συμβολαίων futures αυξάνονται όσο μεγαλώνει ο χρόνος λήξης τους.
Όριο άσκησης	Exercise limit	Ο ανώτατος αριθμός συμβολαίων options που μπορούν να ασκηθούν από ένα επενδυτή σε μια περίοδο πέντε συνεχόμενων εργάσιμων ημερών.

Όριο θέσης	Position limit	Ο τυχόν περιορισμός που επιβάλλει εκάστοτε το Χρηματιστήριο παραγώγων Αθηνών και η ΕΤΕΣΕΠ ως προς τη δυνατότητα οποιουδήποτε προσώπου να διατηρεί ανοικτή θέση ή και την δημιουργία ανοικτής θέσης της αγοράς, ως σύνολο.
Παράγωγα προϊόντα	Derivatives	Χρηματοοικονομικά μέσα των οποίων η αξία εξαρτάται από την αξία άλλων υποκείμενων μεταβλητών όπως μετοχών, εμπορευμάτων, χρηματιστηριακών δεικτών, επιτοκίων κ.α.
Παραδοτέα ομόλογα	Deliverable bonds	Τα ομόλογα που καθορίζονται από το ΧΠΑ ως αυτά των οποίων τα χαρακτηριστικά παρομοιάζουν επαρκώς το συνθετικό ομόλογο, το οποίο είναι η υποκείμενη αξία ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης (ΣΜΕ), που εκκαθαρίζεται με φυσική παράδοση. Κατά τη λήξη του συμβολαίου, οι πωλητές των ΣΜΕ παραδίδουν στους αγοραστές ομόλογα από το καλάθι των παραδοτέων ομολόγων.
Πατώματα	Floors	Τραπεζικά options επιτοκίου (interest rate caps) που προσδιορίζουν το κατώτατο όριο επιτοκίου που θα επιβαρύνει την επιχείρηση. Μπορούν να θεωρηθούν και χαρτοφυλάκια put options επιτοκίου.
Περιθώριο ασφάλειας	Margin	Χρηματικά ποσά ή αξίες δεσμευμένες υπέρ της εταιρείας εκκαθάρισης σαν ενέχυρο για την κάλυψη ζημιών από θέσεις σε παράγωγα προϊόντα.
Περιθώριο εκκαθάρισης	Clearing margin	Το ποσό το οποίο πρέπει να καταθέτει το μέλος της Εταιρείας Εκκαθάρισης Συναλλαγών στην Εταιρεία για την ασφάλεια των συναλλαγών από παράγωγα. Λειτουργεί περίπου όπως το περιθώριο ασφαλείας.
Περιθώριο συντήρησης	Maintenance margin	Το κατώτατο όριο στο περιθώριο ασφαλείας. Αν ο λογαριασμός του πελάτη υπολογιστεί κάτω από αυτό, ο πελάτης καλείται να συμπληρώσει κεφάλαια ώστε ο λογαριασμός να φτάσει το αρχικό περιθώριο (margin call). Για τα μέλη της Εταιρείας Εκκαθάρισης Συναλλαγών δεν απαιτείται περιθώριο συντήρησης.
Πιστωτικό υπόλοιπο		Το ποσό των χρημάτων τα οποία οφείλονται από το χρηματιστηριακό γραφείο στον πελάτη για πράξεις που έγιναν στο λογαριασμό του margin, αν αυτός χρησιμοποιείται ως εγγύηση για δάνεια που παίρνει ο πελάτης.
Πολλαπλασιαστής	Multiplier	Δραχμικός συντελεστής, που χρησιμοποιείται στα παράγωγα προϊόντα πάνω σε δείκτες μετοχών, για την μετατροπή των τιμών του

Προσαρμογή τιμών options		δείκτη σε δραχμικά ισοδύναμα, ανά συμβόλαιο. Η προσαρμογή που γίνεται στην τιμή των option επί μετοχών στην περίπτωση που υπάρχει "σπάσιμο" των υποκείμενων μετοχών (stock split) και δωρεάν διανομή μετοχών. Δεν προσαρμόζονται κατά την είσπραξη μερίσματος, ούτε τα χρηματιστηριακά ούτε τα τραπεζικά options.
Προστατευμένη πώληση δικαιώματος αγοράς	Covered call	Πώληση δικαιώματος αγοράς με παράλληλη κατοχή της υποκείμενης αξίας.
Προστατευμένο put	Protective put	Είναι η αντίθετη στρατηγική του covered call και είναι η ταυτόχρονη αγορά ενός put option μετοχής και αγοράς της ίδιας της μετοχής.
Ρευστότητα	Liquidity	Η ικανότητα να αγοράζονται ή να πωλούνται μεγάλες ποσότητες μιας χρηματοοικονομικής αξίας χωρίς να επηρεάζεται η τιμή της.
Σειρά options	Option series	Όλα τα call options ή όλα τα put options μιας μετοχής με την ίδια ημερομηνία λήξης και την ίδια τιμή άσκησης.
Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ)	Futures	Συμβόλαιο σύμφωνα με τα οποία οι αντισυμβαλλόμενοι (ένας αγοραστής και ένας πωλητής) αναλαμβάνουν την υποχρέωση να αγοράσουν ή να πουλήσουν συγκεκριμένη ποσότητα (το μέγεθος του συμβολαίου) της υποκείμενης αξίας σε προκαθορισμένη μελλοντική ημερομηνία (η ημέρα λήξης του συμβολαίου) σε προκαθορισμένη τιμή και τα οποία συναλλάσσονται σε κάποια οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά και υπόκεινται σε καθημερινή διαδικασία αποτίμησης.
Συμψηφιστική εντολή	Offsetting order	Όταν ο επενδυτής που έχει αγοράσει ένα option δίνει εντολή για πώληση του ίδιου option, για να κλείσει τη θέση του. Αντίθετα αν ο επενδυτής έχει πουλήσει ένα option, μπορεί να κλείσει τη θέση του δίνοντας εντολή για αγορά του ίδιου option.
Συνθετικό δικαίωμα αγοράς	Synthetic call	Ο συνδυασμός αγοράς ενός δικαιώματος πώλησης και πώλησης ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης με την ίδια υποκείμενη αξία και το ίδιο μέγεθος συμβολαίου, που προσομοιάζει τη συμπεριφορά ενός δικαιώματος αγοράς. Εναλλακτικά, η αγορά ενός δικαιώματος πώλησης μπορεί να συνδυαστεί με την ανοιχτή πώληση της υποκείμενης αξίας.
Συνθετικό δικαίωμα πώλησης	Synthetic put	Ο συνδυασμός αγοράς ενός δικαιώματος αγοράς και πώλησης ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης με την ίδια

		υποκείμενη αξία και το ίδιο μέγεθος συμβολαίου, που προσομοιάζει τη συμπεριφορά ενός δικαιώματος πώλησης. Εναλλακτικά, η αγορά ενός δικαιώματος αγοράς μπορεί να συνδυαστεί με την ανοιχτή πώληση της υποκείμενης αξίας.
Συνθετικό ομόλογο	Synthetic bond-notional bond	Εικονικό ομόλογο που χρησιμοποιείται σαν υποκείμενη αξία ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης, όπου και καθορίζονται τα χαρακτηριστικά του.
Συνθετικό συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης	Synthetic futures	Ο συνδυασμός αγοράς ενός δικαιώματος αγοράς και ενός δικαιώματος πώλησης με την ίδια υποκείμενη αξία, την ίδια τιμή εξάσκησης και το ίδιο μέγεθος συμβολαίου, που προσομοιάζει τη συμπεριφορά ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης.
Συντελεστής βήτα	Beta factor	Μέτρο της ευαισθησίας της αξίας ενός τίτλου ή χαρτοφυλακίου στις διακυμάνσεις της αγοράς σαν σύνολο.
Συντελεστής τιμής παραδοτέου ομολόγου	Price factor of a deliverable bond	Κατά τη λήξη ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης (ΣΜΕ), που εκκαθαρίζεται με φυσική παράδοση ομολόγου, οι πωλητές των ΣΜΕ παραδίδουν στους αγοραστές ομόλογα από το καλάθι των παραδοτέων ομολόγων. Για κάθε παραδοτέο ομόλογο από αυτό το καλάθι, το ΧΠΑ καθορίζει ένα συντελεστή τιμής, που χρησιμοποιείται για την προσαρμογή της αξίας του παραδοτέου ομολόγου που θα καταβάλλει ο αγοραστής στον πωλητή, με βάση την τελική τιμή εκκαθάρισης του ΣΜΕ.
Συστηματικό ρίσκο	Systematic risk	Το ρίσκο ενός τίτλου που σχετίζεται με την αγορά ή την οικονομία σαν σύνολο και όχι με παράγοντες που συνδέονται με αυτόν.
Τιμή άσκησης δικαιώματος	Strike price ή exercise price	Η τιμή την οποία επιλέγει το Χρηματιστήριο για ένα option στην οποία μπορεί να αγοραστεί ή να πουληθεί το υποκείμενο στοιχείο του option.
Τίμημα δικαιώματος	Option premium	Το ποσό που οφείλει να καταβάλλει ένας συναλλασσόμενος για την αγορά δικαιώματος προαίρεσης.
Τίτλοι επιλογής	Warrants	Είναι προτιμησιακά δικαιώματα (options) που πωλούνται από εταιρείες ή πιστωτικά ιδρύματα. Σε μερικές περιπτώσεις διαπραγματεύονται και σε Χρηματιστήριο.
Τράπεζα θεματοφυλακής	Custodian bank	Τα πιστωτικά ιδρύματα μέσω των οποίων διενεργείται ο ημερήσιος διακανονισμός πράξεων επί παραγώγων και διατηρούνται περιθώρια ασφάλειας ανά επενδυτή.

Υποκείμενη αγορά	Cash market-underlying market	Η αγορά στην οποία διαπραγματεύεται η χρηματοοικονομική αξία στην οποία βασίζεται ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης ή ένα δικαίωμα προαίρεσης.
Φέρον κόστος	Cost of carry	Το κόστος που συνδέεται με τη διατήρηση και διαφύλαξη ενός προϊόντος. Για χρηματοοικονομικά προϊόντα το κόστος αυτό περιλαμβάνει τον τόκο, που δεν εισπράχθηκε λόγω της δέσμευσης χρημάτων. Για φυσικά προϊόντα, το κόστος αυτό περιλαμβάνει δαπάνες αποθήκευσης, ασφάλισης και φθοράς.
Φέρουσα εξισορροπητική κερδοσκοπία	Cash and carry arbitrage	Δίχως κίνδυνο κερδοσκοπική θέση, που λαμβάνει χώρα όταν η τιμή ενός Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) είναι μεγαλύτερη από την τιμή της υποκείμενης αξίας του, συν το φέρον κόστος. Ο κερδοσκόπος δανείζεται στα τρέχοντα επιτόκια διαθέσιμων, για να χρηματοδοτήσει την αγορά της υποκείμενης αξίας και, ταυτόχρονα, πουλάει το ΣΜΕ.
Χρεωστικό υπόλοιπο		Το ποσό των χρημάτων που οφείλει ο πελάτης στο χρηματιστηριακό γραφείο για πράξεις που έγιναν στο λογαριασμό των περιθωρίων ασφάλειας (margin).
Χρηματιστηριακή αξία long		Η συνολική αξία των αγορασμένων αξιογράφων συγκεκριμένου λογαριασμού που υπολογίζεται με βάση τις τρέχουσες τιμές των αξιογράφων.
Χρηματιστηριακή αξία short		Η συνολική αξία των πωληθέντων αξιογράφων συγκεκριμένου λογαριασμού που υπολογίζεται με βάση τις τρέχουσες τιμές των αξιογράφων.

Το Νομικό Πλαίσιο που καθορίζει τη Λειτουργία του Χρηματιστηρίου από τον Ίδρυτικό Νόμο του 1876 έως σήμερα

1876: Η ίδρυση του ΧΑΑ και η έκδοση του αρχικού κανονισμού λειτουργίας του ο οποίος στηρίζονταν στον Γαλλικό Εμπορικό Κώδικα του 1808. Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών άρχισε να λειτουργεί ως αυτοδιοικούμενος δημόσιος οργανισμός.

1909: Τροποποίηση της χρηματιστηριακής νομοθεσίας.

1918: Ο νόμος 1308 οργάνωσε το ΧΑΑ ως δημόσια οντότητα.

1928: Με το νόμο 3632 προσδιορίστηκαν τα καθήκοντα και οι αρμοδιότητες χρηματιστών και μεσιτών.

1985: Τα προεδρικά διατάγματα 345, 350 και 360 καθόρισαν τις προϋποθέσεις για την εισαγωγή κινητών αξιών στο Χρηματιστήριο και τις υποχρεώσεις των εκδοτών κινητών αξιών που ήταν εισηγμένες.

1988: Ο νόμος 1806 εισήγαγε νέες ρυθμίσεις στη λειτουργία του Χρηματιστηρίου, με σκοπό τον εκσυγχρονισμό και τη διεύρυνσή του. Έθεσε το νομοθετικό πλαίσιο για τη δημιουργία της Παράλληλης Αγοράς και τη λειτουργία του Αποθετηρίου Τίτλων. Διεύρυνε το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου και προσδιόρισε τις αρμοδιότητές του.

1989: Η υπουργική απόφαση 6250/Β508 όρισε τις νομικές και χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις των μελών του Χρηματιστηρίου, ενώ η υπουργική απόφαση 6281/Β όρισε το είδος της πληροφόρησης που θα πρέπει να προσφέρεται μέσω του Ημερήσιου Δελτίου Τιμών.

1990: Σύμφωνα με το νόμο 1892 ιδρύθηκε η Εταιρεία Αποθετηρίων Τίτλων με τη μορφή της ανώνυμης εταιρείας.

1991: Ο νόμος 1969 συνέστησε την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου, με αρμοδιότητες την άσκηση εποπτείας και ελέγχου στον ευρύτερο χρηματοπιστωτικό τομέα, με σκοπό την προστασία των επενδυτών. Παράλληλα, ρύθμισε τον τρόπο λειτουργίας των Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Οι ομολογίες άρχισαν να γίνονται αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε καθαρές τιμές, χωρίς τον δεδουλευμένο τόκο.

1992: Με το προεδρικό διάταγμα 50/92 καθορίστηκε το είδος των πληροφοριών οι οποίες θα πρέπει να περιλαμβάνονται στο ενημερωτικό δελτίο μιας εταιρείας, καθώς επίσης και η διαδικασία που θα πρέπει να ακολουθηθεί για την αποδοχή του. Το προεδρικό διάταγμα 53 καθόρισε το νομικό πλαίσιο κατά της διασποράς εμπιστευτικής ή εσωτερικής πληροφόρησης.

1993: Με τον νόμο 2166 ενισχύθηκε ο ρόλος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

1994: Ο νόμος 2198 εισήγαγε την απούλοποίηση των αξιογράφων του Ελληνικού Δημοσίου.

1995: Με το νόμο 2324 η κυβέρνηση μετατρέπει το Χρηματιστήριο σε ανώνυμη εταιρεία δίνοντάς του μεγαλύτερη ευελιξία στη λειτουργία του. Ο ίδιος νόμος έθεσε νέους κανόνες για την εισαγωγή εταιρειών στο Χρηματιστήριο, επέτρεψε τις εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές, όρισε τη διαδικασία για την τοποθέτηση

ανώτατων ορίων ημερήσιας διακύμανσης των τιμών των μετοχών, διεύρυνε τις αρμοδιότητες των ανωνύμων χρηματιστηριακών εταιρειών και εισήγαγε τροποποιήσεις στη διάρθρωση της κεφαλαιαγοράς.

1996: Με το νόμο 2396 εισήχθη στην ελληνική νομοθεσία η κοινοτική οδηγία περί Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών και περί Επάρκειας Ιδίων Κεφαλαίων των Εταιρειών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών, εισήχθη ο θεσμός των Ελληνικών Πιστοποιητικών και τέθηκαν οι προϋποθέσεις για την αποϋλοποίηση των εισηγμένων μετοχών.

1997: Ο νόμος 2471 (με αφορμή την υπόθεση της Δέλτα Χρηματιστηριακής ΑΕ), εισήγαγε το Επικουρικό Κεφάλαιο Εκκαθάρισης Συναλλαγών, με σκοπό την κάλυψη των ανοιγμάτων προς εκκαθάριση, που προκύπτουν από οικονομική αδυναμία των χρηματιστηριακών εταιρειών.

1997: Ο νόμος 2533 συνέστησε το Χρηματιστήριο Παραγώγων Προϊόντων, την Παράλληλη Αγορά Αναδύμενων Κεφαλαιαγορών, αναμόρφωσε τη νομοθεσία για το Συνεγγυητικό Κεφάλαιο, που μετονομάστηκε σε Συνεγγυητικό Κεφάλαιο Εξασφάλισης Επενδυτικών Υπηρεσιών, και καθόρισε τη διαδικασία για τη μετοχοποίηση του Χρηματιστηρίου. Επίσης καθόρισε θέματα σχετικά με τη διαφάνεια των χρηματιστηριακών συναλλαγών.

1998: Ο νόμος 2651/98 αναμόρφωσε το πλαίσιο εισαγωγής εταιρειών στο χρηματιστήριο, με στόχο την προσέλκυση δυναμικών επιχειρήσεων από την Ελλάδα και το εξωτερικό στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά και τη διατήρηση της ανταγωνιστικότητας του Ελληνικού Χρηματιστηρίου στην ευρωπαϊκή αγορά. Με το νόμο αυτό ουσιαστικά άνοιξαν οι πύλες της Σοφοκλέους για τις νέες δυναμικές επιχειρήσεις, που με τον ισχύοντα μέχρι τότε νόμο δεν μπορούσαν να εισαχθούν.

Επίσης με τον ίδιο νόμο έγιναν σημαντικές παρεμβάσεις και τροποποιήσεις διατάξεων ως προς την ευθύνη των αναδόχων, τη διάθεση μετοχών με δημόσια εγγραφή, την τιμή διάθεσης των μετοχών, τη σταθεροποίηση της τιμής των εισηγμένων μετοχών, τη συμμετοχή ΕΠΕΥ σε ΑΧΕ, περί εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών, θέματα συστήματος άυλων τίτλων και κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών. Επίσης, δόθηκε η δυνατότητα στις χρηματιστηριακές εταιρείες να ιδρύουν γραφεία στην επαρχία με σκοπό τη λήψη και διαβίβαση των χρηματιστηριακών εντολών.

1999: Οργανώθηκε και λειτουργεί το Χρηματιστήριο Παραγώγων από τον Ιούνιο. Το ΧΠΑ λειτουργεί με τη μορφή ανώνυμης Εταιρείας. Επίσης, λειτουργεί και η Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων (ΕΤΕΣΕΠ).

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- **Χρηματιστήριο Αξιών** – Ε. Βούλγαρη-Παπαγεωργίου – Εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική, Αθήνα 1999.
- **Το Αλφαβητάρι του Χρηματιστηρίου** – Κων/νου Στούπα – Εκδόσεις Δίαυλος, Γ! Έκδοση 1999.
- **Η Λογιστική των Εμπορικών Εταιρειών** – Γεωργίου Καφούση – Εκδόσεις Α. Σακκούλα., Αθήνα 1999.
- **Διαχείριση Χαρτοφυλακίου** – Στέφανου Κοτζαμάνη – Εκδόσεις FINANCE INVEST, Εμπορική Τράπεζα 1999.
- **Ο Κόσμος των Επενδύσεων** – Στέφανου Κοντζαμάνη – Εκδόσεις FINANCE INVEST, Εθνική Τράπεζα 2000.
- **Τί είναι το Χρηματιστήριο Αξιών Τί πρέπει να ξέρουμε** – Αναστασίου Σιαφάκα – Εκδοτικές Επιχειρήσεις Κ. και Π. Σμπίλιας Α.Ε.Β.Ε. Αθήνα 1999.
- **Χρηματοοικονομική Διοίκηση** – Γεωργίου Παπούλια – Εκδόσεις Σταμούλη Γ! Εκδόση 1993.
- **Χρηματιστηριακές Επενδύσεις** – Θεοδώρου Θεοδωρόπουλου – Εκδόσεις Αθανασίου Σταμούλη Αθήνα 1999.
- **Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια** – Νικολάου Μυλωνά – Ένωση Ελληνικών Τραπεζών – Εκδόσεις Σακούλα 1999.
- **Παράγωγα - DERIVATIVES** – Γεωργίου Παπούλια – Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα 1998.
- **Αξιολόγηση και Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Ζητήματα Τραπεζικής Οικονομικής** – Π. Πετράκη – Εκδόσεις Σταμούλη 1999.
- **Επενδύστε στην Ελλάδα** – Συλλογικό Έργο – Εκδόσεις Σταμούλη 1998.
- **Χρηματιστηριακά και Επιτοκιακά Παράγωγα** – Ελευθερίου Συρράκου – Εκδόσεις Σταμούλη 2000.
- **Ετήσια Έκδοση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών** – Έκδόσεις 1998-1999.

ΕΝΗΜΕΡΩΤΙΚΑ ΕΝΤΥΠΑ

- **Κανονισμός Αμοιβαίου Κεφαλαίου της ΑΤΕ ΑΕΔΑΚ** – Αγροτική Τράπεζα 2000.

- **Κανονισμός Αμοιβαίου Κεφαλαίου της Διεθνικής ΑΕΔΑΚ** – Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος 2000.
- **Στροφή στις Ώριμες Επιλογές** – Ειδική Έκδοση της Οικ. Εφημερίδας Ναυτεμπορική, Μάρτιος 2000.
- **Κανονισμός Αμοιβαίου Κεφαλαίου της Ερμής ΑΕΔΑΚ**, Εμπορική Τράπεζα 2000.
- **Ένωση Θεσμικών Επενδυτών**, Αθήνα 2000.
- **Επιτροπή Οικονομικών και Στατιστικών Θεμάτων**, 30-3-2000.
- **Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος**, Απρίλιος 2000.

ΕΝΤΥΠΟΣ ΤΥΠΟΣ

- **Περιοδικό: Money and Life Επιχείρηση Αμοιβαία**, Τεύχος 34 Απρίλιος 1999 και Τεύχος 36 Ιουνίου 2000.
- **Περιοδικό: Επιλογή**, Τεύχος Ιουλίου 2000.
- **Περιοδικό: Ο Κόσμος των Επενδύσεων 2000** – Δημοσιογραφικός Οργανισμός Λαμπράκη.
- **Περιοδικό: Λογιστής**, Τεύχος Δεκεμβρίου 1999.
- **Περιοδικό: Φορολογική Επιθεώρηση, Ετήσιος Φορολογικός Οδηγός Μάιος 2000.**
- **Εφημερίδα: Το Βήμα**, φύλλο 25^{ης} Ιουνίου 2000.
- **Εφημερίδα: Κυριακάτικη Ελευθεροτυπία**, Ένθετο Αμοιβαία την 13 Δεκεμβρίου 1998.
- **Εφημερίδα: Ημερησία**, φύλλο 21^{ης} Απριλίου και 3^{ης} Αυγούστου 2000.
- **Εφημερίδα: Ισοτιμία**, φύλλο 21^{ης} Απριλίου και 9^{ης} Ιουλίου 2000.

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΕΣ

- **Site: enet.gr**
- **Site:active.naftemporiki.gr**

- **Site:oikonomianet.gr**
- **Site:portfolio.gr**
- **Site:adex.ase.gr**

ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΕΣ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΕΣ

- **Νομικές Τράπεζες Πληροφοριών - Αθήνα.** (Βάση Συνδρομητών)
- **Νομικές Βιβλιοθήκες Πατρών και Αθηνών.**
(Αντίστοιχα Δικαστικά Μέγαρα).