

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΜΕΣΟΛΟΓΓΙΟΥ

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ



ΘΕΜΑ: Χρηματιστήριο παραγωγών Αθηνών, επισκόπηση του θεσμού τα τελευταία επτά χρόνια λειτουργίας του

ΘΕΟΔΩΡΟΠΟΥΛΟΣ ΘΕΟΔ. ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ

ΚΑΡΥΔΗΣ ΓΕΩΡ. ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ

ΚΙΡΚΙΝΕΖΟΣ ΠΑΝ. ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ

**ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ
ΠΑΡΙΣ ΖΑΧΟΥΡΗΣ**

Μ Ε Σ Ο Λ Ο Γ Γ Ι 2 0 0 8



ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΜΕΣΟΛΟΓΓΙΟΥ

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

**ΘΕΜΑ: Χρηματιστήριο παραγωγών Αθηνών, επισκόπηση του θεσμού τα
τελευταία επτά χρόνια λειτουργίας του**

ΘΕΟΔΩΡΟΠΟΥΛΟΣ ΘΕΟΔ. ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ

ΚΑΡΥΔΗΣ ΓΕΩΡ. ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ

ΚΙΡΚΙΝΕΖΟΣ ΠΑΝ. ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ

**ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ
ΠΑΡΙΣ ΖΑΧΟΥΡΗΣ**

Μ Ε Σ Ο Λ Ο Γ Γ Ι 2 0 0 8

ΑΦΙΕΡΩΣΗ

Την ερευνά μας αυτή αφιερώνουμε στους αγαπητούς μας γονείς και σε όσους μας βοήθησαν για τη διεκπαιρωσή της.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα θέλαμε να ευχαριστήσουμε όλους όσους μας βοήθησαν για την διεκπαιρέωση της εργασίας μας και ιδιαίτερα των εισηγητή Πάρι Ζαχούρη που στάθηκε δίπλα μας σε όλη την διάρκεια της εργασίας μας, δίνοντας μας συμβουλές, στοιχεία αλλά και υποδυκνείωντας μας λάθη που κάναμε έτσι ώστε να τελειοποιήσουμε την εργασία μας με τον καλύτερο τρόπο.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Σελ

ΣΥΝΤΜΗΣΕΙΣ	7
ΠΡΟΛΟΓΟΣ	9
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	10
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ	12
1.1 Η Έννοια Των Παραγώγων.....	12
1.2 Περιγραφή Των Παραγώγων Χρηματοοικονομικών Προϊόντων.....	14
1.2.1 Προθεσμιακά Συμβόλαια.....	14
1.2.1.1 Προθεσμιακές Τιμές.....	18
1.2.2 Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης.....	19
1.2.2.1 Βασικά Χαρακτηριστικά Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης.....	20
1.2.2.2 Διαδικασία Εκκαθάρισης Των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης.....	23
1.2.3 Δικαιώματα Προαίρεσης.....	25
1.2.3.1 Δικαιώματα Προαίρεσης Επί Μετοχών (Stock Options).....	26
1.2.3.2 Δικαιώματα Προαίρεσης Επί Ξένων Νομισμάτων.....	28
1.2.3.3 Δικαιώματα Προαίρεσης Επί Λοιπών Υποκείμενων Τίτλων.....	30
1.2.4 Ανταλλαγές.....	34
1.2.4.1 Ανταλλαγές Νομισμάτων.....	35
1.2.4.2 Ανταλλαγές Επιτοκίων.....	36
1.2.4.3 Λόγοι Εμφανίσεις Και Ανάπτυξης Των Ανταλλαγών, Νομισμάτων Και Επιτοκίων.....	37
1.2.5 Εξειδικευμένα Παράγωγα.....	38
1.2.5.1 Cap (Δικαίωμα Ανώτατου Η Μέγιστου Επιτοκίου).....	38
1.2.5.2 Floor (Δικαιώματα Κατώτατου Η Ελάχιστου Επιτοκίου).....	39
1.2.5.3 Collars (Δικαιώματα Ανώτατου Και Κατώτατου Επιτοκίου).....	39
1.2.5.4 Fras (Forward Rate Agreements).....	40
1.2.5.5 Warrants.....	41
1.2.6 Τα Παράγωγα Πιστωτικού Κινδύνου.....	41
1.2.6.1 Κατηγορίες Πιστωτικού Κινδύνου.....	42

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2:ΧΡΗΣΗ ΚΑΙ ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ.....	43
2.1 Χρήση Των Παραγώγων.....	43
2.1.1 Χρήση των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης.....	47
2.1.2 Στρατηγικές δικαιωμάτων προαίρεσης.....	47
2.1.3Χρήση δικαιωμάτων επί ξένων νομισμάτων και συναλλαγματικός κίνδυνος.....	55
2.2 Πλεονεκτήματα Της Οργανωμένης Αγοράς Παραγώγων.....	56
2.3μειονεκτηματα Της Οργανωμένης Αγοράς Παραγώγων.....	59
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΓΕΝΙΚΑ ΓΙΑ ΤΟ ΧΠΑ.....	62
3.1 Ιστορικά.....	62
3.2 Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών.....	63
3.2.1 Μετοχικό Κεφάλαιο Του Χ.Π.Α.....	63
3.2.2 Διαδικασία Ίδρυσης Του Χ.Π.Α.....	64
3.2.3 Διοίκηση Του Χ.Π.Α.....	65
3.2.4 Μέλη Του Χ.Π.Α.....	66
3.2.5 Εποπτεία Του Χπα.....	67
3.3 Ποια Περιστατικά Θεωρούνται Από Το Χπα Ως Παράνομα.....	69
3.4 Λειτουργία Του Χπα.....	71
3.5 Η Εξέλιξη Του Χπα.....	74
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 :ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ.....	84
4.1 Η Αξία Συναλλαγών Των Αγορών Παραγώγων Επί Δεικτών Σε Σχέση Με Τις Υποκείμενες Αγορές.....	84
4.2 Σύγκριση με άλλα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια.....	89
4.3 Σύγκριση αξίας συναλλαγών ΣΜΕ σε δείκτες.....	90
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ.....	92
5.1 Συμπεράσματα.....	92
5.2 Προτάσεις.....	94
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	96
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....	98

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΣΥΝΤΜΗΣΕΩΝ

Α.Ε : Ανώνυμη εταιρία

ΑΧΕ : Ανώνυμες χρηματιστηριακές εταιρίες

ΔΗΛ : Δηλαδή

Δ.Σ : Διοικητικό Συμβούλιο

Ε.Κ : Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Ε.Λ.Δ.Ε : Εταιρείες Λήψης και Διαβίβασης Εντολών

Ε.Π.Ε.Υ : Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών

ΕΣΥΛ : Εθνικό συμβούλιο λογιστικής

Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π : Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγώγων

ΕΧΑΕ : Ελληνικά Χρηματιστήρια Ανώνυμων Εταιριών

Η.Π.Α : Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής

Κ.Α : Και Άλλα

Κ.Λ.Π : Και Τα Λοιπά

Κ.Ο.Κ : Και Ούτω Καθεξής

Π.Χ : Παραδείγματος Χάριν

Σ.Μ.Ε : Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπληρώσεως

ΥΠΕΘΟ : Υπουργείο εθνικής οικονομίας

Χ.Α.Α : Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

Χ.Π.Α : Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΞΕΝΩΝ ΣΥΝΤΜΗΣΕΩΝ

ADEX: Athens Derivatives Exchange

Dem : Demetra investment public

EUR : Ευρώ

EUREX: Ευρωπαϊκό Χρηματιστήριο Παραγώγων

FRAS : Forward rate agreements agst euribor

FUTOP: Ευρωπαϊκό χρηματιστήριο

LIFFE Διεθνή Προθεσμιακή Αγορά του Λονδίνου

MEFFE: Ευρωπαϊκό χρηματιστήριο

USD : Δολάριο

OTOB: Ευρωπαϊκό χρηματιστήριο

OM: Ομάν

WSE: Χρηματιστηριακός δείκτης

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Με την ίδρυση του χ.π.α στη χώρα μας το 1997, εξελίχθηκαν οι συναλλαγές παραγώγων που ως τότε γίνονταν σε μη οργανωμένη αγορά, οι αναλαμβάνοντας τον κίνδυνο είναι πλέον υποχρεωμένοι να αναγνωρίζουν, να μετρούν, να διαχειρίζονται, και να αντισταθμίζουν αυτούς. Η υποχρέωση αυτή προκύπτει από κανόνες που πείθονται από τις εποπτικές αρχές, αλλά και από κανόνες που θέτουν τα διεθνή λογιστικά πρότυπα τα οποία εφαρμόζονται και στη χώρα μας.

Ειδικότερα μετά την συγχώνευση του χ.π.α με το χ.α.α όλο και περισσότεροι επενδυτές εισρέουν στο χ.π.α. όλο αυτό το κλίμα, μας οδήγησε στη διεκπεραίωση της συγκεκριμένης επιστημονικής εργασίας, που σαν σκοπό έχει να δώσει εξήγηση στα βασικά στοιχεία που διέπουν το χ.π.α καθώς και την ανάλυση τους

Θεοδωρόπουλος Κωνσταντίνος

Καρύδης Παναγιώτης

Κιρκινέζος Αθανάσιος

Ιανουάριος 2008

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τα παράγωγα προϊόντα είναι επενδυτικά προϊόντα τα οποία μπορούν να προσφέρουν στους συναλλασσόμενους κερδοφόρα απόδοση ανάλογα το κεφάλαιο που επενδύουν προσέχοντας πάντα τους κινδύνους που κρύβουν.

Έναυσμα για την πραγματοποίηση τις εργασίας μας, ήταν η ραγδαία αύξηση των επενδυτών στο χπα. Στα κεφάλαια τις εργασίας μας αναλύουμε τα βασικά στοιχεία του χπα, την εξέλιξη του στα επτά χρόνια λειτουργίας του στην Ελλάδα, τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα που το χαρακτηρίζουν, τη λειτουργία του καθώς και τις αρχές που το διέπουν.

Αναλυτικότερα στο 1ο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι διάφορες κατηγορίες των παράγωγων προϊόντων ο σκοπός τους και η λειτουργία τους κ.ο.κ. στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζεται η χρήση Και η λειτουργία των παραγώγων απέναντι στο επενδυτικό κοινό καθώς τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα τους. Στη συνέχεια στο 3ο κεφάλαιο γίνεται μια ιστορική αναδρομή, όπου αναφέρονται τα βασικά στοιχεία τις πορείας του χπα τα τελευταία επτά χρόνια λειτουργία του, καθώς και η βασική τομή στην εξέλιξη του που είναι η συγχώνευση του με το χπα, στη συνέχεια γίνεται λόγος για την διαδικασία ίδρυσης, λειτουργίας, διοίκησης και εποπτείας του χρηματιστηρίου παραγώγων Αθηνών, καθώς και των αποφάσεων που έλαβαν χώρα για την ευνοϊκότερη και πιο ασφαλή λειτουργία του.

Εν συνεχεία στο 4ο κεφάλαιο γίνεται σύγκριση μεταξύ του ελληνικού χρηματιστηρίου παραγώγων και των υπολοίπων των ευρωπαϊκών χωρών, με σκοπό την καταγραφή τις δυναμικότητας του απέναντι στα υπόλοιπα χρηματιστήρια των ευρωπαϊκών χωρών.

Τέλος στο τελευταίο μας κεφάλαιο καταθέτουμε τα συμπεράσματα και τις προτάσεις μας για το θέμα της έρευνας που διεξήγαμε, έχοντας λάβει υπόψη τα χειροπιαστά στοιχεία που αντλήθηκαν από τις διάφορες πηγές καθώς και τις δικές μας απόψεις.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ

1.1 Η ΈΝΝΟΙΑ ΤΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ

Ως παράγωγο προϊόν θεωρείτε μια διμερής σύμβαση της οποίας η αξία εξαρτάται από την αξία μιας άλλης υποκείμενης κινητής αξίας ή ενός δείκτη. Η τιμή του παράγωγου προϊόντος συνδέεται με την εξέλιξη στην τιμή άλλων ,πρωτογενών προϊόντων. Έτσι τα παράγωγα προϊόντα αναφέρονται σε μετοχές, δείκτες μετοχών, ομολογίες, συνάλλαγμα ή εμπορεύματα.

Η μεγάλη ανάπτυξη τις αγοράς παραγώγων οφείλεται στο ότι τα προϊόντα μπορούν να θεωρηθούν ως εργαλεία σταθεροποίησης, εξομάλισης και περιορισμού των κινδύνων των οικονομικών συναλλαγών, αλλά και ως μέσα εξασφάλισης αποδόσεων εκ μέρους των επενδυτών.

Τα χρηματιστηριακά προϊόντα, που τελούν υπό διαπραγμάτευση στο πλαίσιο μιας οργανωμένης αγοράς, έχουν δυο κρίσιμα χαρακτηριστικά:

Πρώτον, είναι συμβάσεις που καταρτίζονται μεταξύ ενός μέλους και τις οργανωμένης αγοράς, και κατά συνέπεια ο πιστωτικός κίνδυνος της συναλλαγής αναλαμβάνεται από την αγορά. Τα χρηματιστηριακά συμβόλαια έχουν την εγγύηση τις αγοράς στην οποία υπόκεινται προς διαπραγμάτευση. Δεύτερον κάθε προϊόν είναι τυποποιημένο, δηλαδή έχει τα ίδια χαρακτηριστικά. Αυτή η τυποποίηση τα καθιστά ανταλλάξιμα, τους προσδίδει ρευστότητα και δυνατότητα συμψηφισμού, αντίθετα με ότι ισχύει σε παράγωγα προϊόντα που δεν είναι εισηγημένα σε οργανωμένες αγορές.

Τα παράγωγα προϊόντα είναι διαφορετικά στην φύση τους από τα υποκείμενα τους. Για παράδειγμα, οι υποκείμενες μετοχές αποτελούν υποχρεώσεις τις εκδότριας εταιρίας προς τους εκάστοτε μέτοχους της.

Το παράγωγο προϊόν, δικαιώματα επί μετοχών, δεν δημιουργεί δικαίωμα κατά της εταιρίας που τις εκδίδει, αλλά κατά κάποιου άλλου προσώπου ως προς τις μετοχές αυτές.(όχι να αγοράσει ή να πωλήσει ορισμένο αριθμό μετοχών σε συγκεκριμένη τιμή, εντός συγκεκριμένης προθεσμίας) γνωστά παράγωγα προϊόντα, τα οποία διαπραγματεύονται διεθνώς, είναι τα προθεσμιακά συμβόλαια(futures),τα δικαιώματα(options) και οι ανταλλαγές(swaps) .

Ένα προθεσμιακό συμβόλαιο αποτελεί συμφωνία που επετεύχθη σε μια χρονική στιγμή για την παράδοση ενός προϊόντος σε συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία, και σε τιμή που καθοριστική κατά τον χρόνο της σύμβασης.

Με ένα δικαίωμα(options), κάποιος μπορεί να αγοράσει ή να πωλήσει, σε μια περίοδο, ένα συγκεκριμένο αγαθό σε καθορισμένη τιμή.

Η ανταλλαγή(swap)είναι η συμφωνία μεταξύ δυο μερών που λέγονται αντισυμβαλλόμενοι να ανταλλάξουν χρηματορροές σε μια ή και περισσότερες περιόδους στο μέλλον, οι ανταλλαγές στην πλειονότητα τους διαπραγματεύονται εκτός κύκλου, δηλαδή δεν είναι εισηγημένες σε χρηματιστηριακά παράγωγα προϊόντα.

Συνεπώς με τα παραπάνω, θα μπορούσαμε να δώσουμε έναν ορισμό για το τι ακριβώς είναι τα παράγωγα χρηματιστηριακά προϊόντα.

Παράγωγο προϊόν θεωρείται μια 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 τις τιμής άλλων, πρωτογενών προϊόντων. έτσι, τα παράγωγα προϊόντα αναφέρονται σε μετοχές, δείκτες τιμών, ομολογίες, συνάλλαγμα ή εμπορεύματα.

1.2 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ

Όπως είδη αναφέραμε τα παράγωγα προϊόντα είναι συμβόλαια τα οποία βασίζονται ή των οποίων η αξία προκύπτει από ένα υποκείμενο τίτλο(μέσο).Η αξία των παραγώγων προϊόντων υφίσταται, επειδή έχουν αξία οι υφιστάμενοι υποκείμενοι τίτλοι και η μεταβολή της αξίας τους έχει άμεση σχέση και ακολουθεί την αξία των υποκείμενων προϊόντων.

Τα πλέον συνήθη χρηματοοικονομικά παράγωγα, τα οποία αναλυτικά περιγράφονται στα επόμενα κεφαλαία, μπορούν να ταξινομηθούν σε μια ή σε συνδυασμό περισσότερων από τις παρακάτω κατηγορίες.

- 1.προθεσμιακα συμβόλαια(forwards contracts)
- 2.μελλοντικα συμβόλαια ή συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης(future contracts)
- 3.δικαιώματα προαίρεσης(options)
- 4.ανταλλαγες(swaps)
- 5, λοιπά παράγωγα(hybrids), όπως fraps, caps, floors, collars, warrants.
- 6.πιστωτικά παράγωγα(credit derivatives)

1.2.1 ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ

Τα προθεσμιακά συμβόλαια(forward contracts)είναι συμβόλαια των οποίων οι όροι διαμορφώνονται εκτός οργανωμένων αγορών, βάσει των αναγκών των αντισυμβαλλόμενων, και υποχρεώνουν τον ένα εξ' αυτόν να αγοράσει μια συγκριμένη αξία, όπως συνάλλαγμα εμπόρευμα ή τίτλο, από το δεύτερο αντισυμβαλλόμενο, σε προκαθορισμένη τιμή σε μια μελλοντική ημερομηνία παράλληλα, το ίδιο συμβόλαιο υποχρεώνει το δεύτερο αντισυμβαλλόμενο να παραδώσει το υποκείμενο του συμβόλαιο σύμφωνα με τους όρους αυτού.

Δηλαδή, ένα προθεσμιακό συμβόλαιο αποτελεί συμφωνία μεταξύ δυο μερών, του αγοραστή και του πωλητή, για μια αγοροπωλησία που θα πραγματοποιηθεί στο μέλλον σε τιμή που συμφωνείται σήμερα.

Η φερεγγυότητα ή γενικότερα η ικανότητα του κάθε αντισυμβαλλόμενου να καλύψει τους όρους του συμβολαίου εξετάζεται και εκτιμάται από τον αντισυμβαλλόμενο, ενώ η εξειδίκευση, η καταγραφή και η υλοποίηση των αγορών του συμβολαίου είναι αποκλειστικά θέμα των δυο μερών. Με την διαδικασία αυτή τα αντισυμβαλλόμενα μέρη αναλαμβάνουν και τον κίνδυνο αθέτησης, ο οποίος είναι αυξημένος σε σχέση με τα συμβόλαια τα οποία διακινούνται σε οργανωμένες αγορές.

Συνεπώς, τα προθεσμιακά συμβόλαια διαμορφώνονται και υλοποιούνται με βάση τις ανάγκες των αντισυμβαλλόμενων, δεν έχουν σταθερή μορφή, δεν διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές, και στις συμφωνίες για το περιεχόμενο του συμβολαίου συμμετέχουν απευθείας τα ενδιαφερόμενα μέρη, καθορίζοντας, ανάλογα με τις ανάγκες τους, την τιμή, το χρονικό ορίζοντα, την ποσότητα και κάθε άλλο αναγκαίο όρο που κρίνεται απαραίτητος, για το καλό τέλος του συμβολαίου.

Τα χαρακτηριστικά αυτά των προθεσμιακών συμβολαίων δεν επιτρέπουν ουσιαστικά την επαναδιαπραγμάτευση τους σε οργανωμένοι ή σε δευτερογενή αγορά. Η εκπλήρωση των όρων τους εξαρτάται κύριος από την πιστοληπτική ικανότητα των δύο μερών, χωρίς την κάλυψη των εγγυήσεων που μπορεί να προσφέρει μια οργανωμένοι αγορά και επομένως εμφανίζουν αυξημένους κινδύνους, με κυριότερο τον πιστωτικό κίνδυνο.

Παρά το γεγονός ότι πρόκειται για τα απλούστερα χρηματοοικονομικά προϊόντα, η σημασία των προθεσμιακών συμβολαίων είναι μεγάλη, αφού

αποτελούν τη βάση για την δημιουργία πιο σύνθετων παραγώγων προϊόντων, όπως τα συμβόλαια μελλοντικής εκπληρώσεως ή οι ανταλλαγές και παράλληλα αποτελούν την αφετηρία για απάντηση ερωτημάτων για την σχέση τρέχουσας τιμής (spot price) και προθεσμιακής τιμής (forward price).

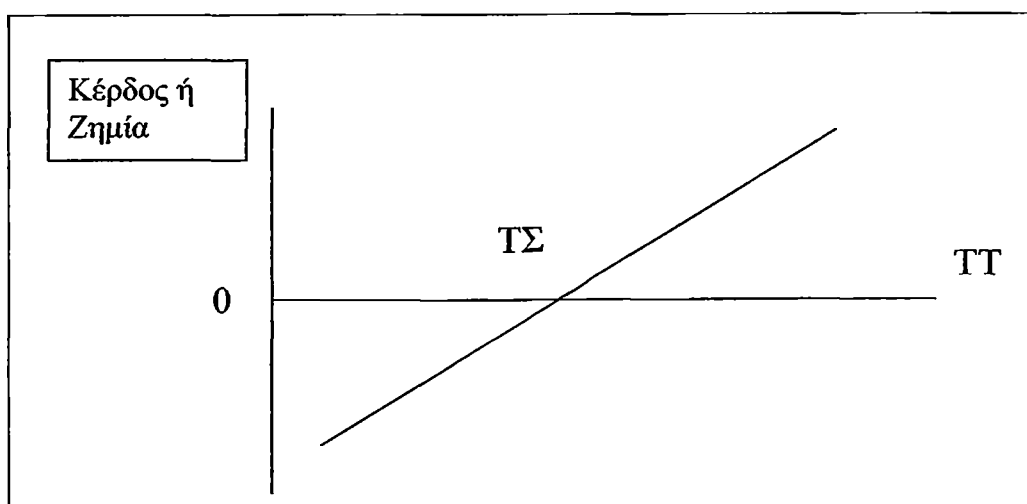
Τα βασικά στοιχεία ενός προθεσμιακού συμβολαίου είναι η προθεσμιακή τιμή ή η τιμή παράδοσης και ο χρόνος παράδοσης, που υποχρεωτικά αναφέρονται στο συμβόλαιο. (βλ παράρτημα παράδειγμα 1^ο)

Τα προθεσμιακά συμβόλαια, όσον αφορά το υποκείμενο του συμβολαίου, αναλύονται πάντοτε σε δύο θέσεις. Μια θετική θέση την οποία κατέχει ο αγοραστής, ο οποίος υποχρεούται να παραλάβει τον υποκείμενο τίτλο και μια αρνητική θέση την οποία κατέχει ο πωλητής, ο οποίος υποχρεούται να παραδώσει τον υποκείμενο τίτλο.

Διάγραμμα 1.1

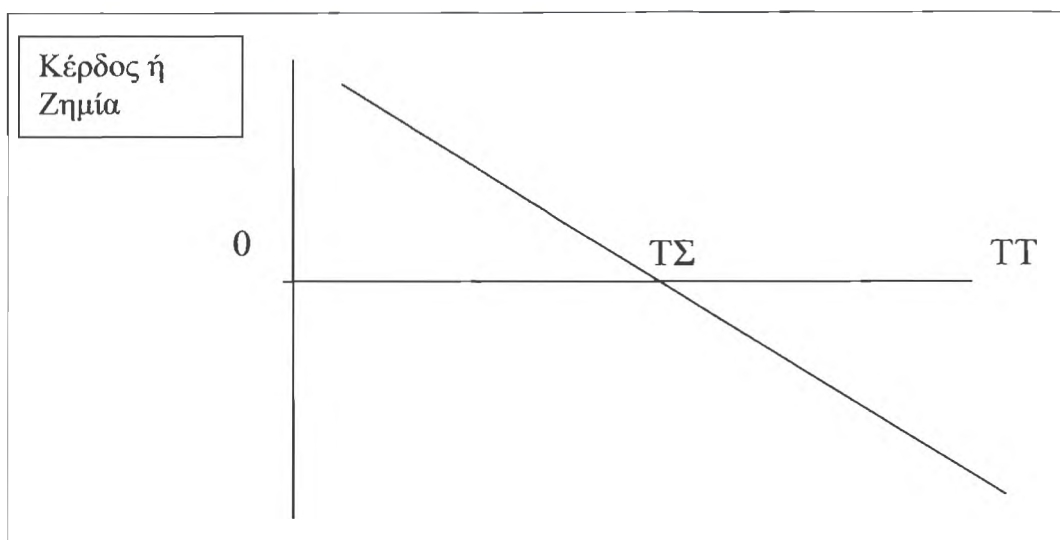
Κέρδος/ζημία του αγοραστή και του πωλητή προθεσμιακού συμβολαίου

α) Αγοραστής συμβολαίου (long position)



β) Πωλητής συμβολαίου (short position)

Πηγή: <https://www.bankofgreece.gr/~/media/Assets/Reports/087>



Για παράδειγμα, στα προθεσμιακά συμβόλαια επί συναλλάγματος όσον αφορά το υποκείμενο νόμισμα, ανοίγονται δυο θέσεις :

1. Μια θετική(long position),που ανοίγονται από τον αγοραστή, ο οποίος είναι υποχρεωμένος να παραλάβει το υποκείμενο νόμισμα στην προκαθορισμένη μελλοντική ημερομηνία.

2. Μια αρνητική θέση(short position),που ανοίγεται από τον πωλητή, ο οποίος είναι υποχρεωμένος να παραδώσει το υποκείμενο νόμισμα στην προκαθορισμένη μελλοντική ημερομηνία.

Η ανάλυση δεν σταματά εδώ, αφού η αγορά του υποκείμενου νομίσματος θα πραγματοποιηθεί με την καταβολή ενός δεύτερου νομίσματος, του νομίσματος συναλλαγής, στο οποίο εκφράζεται και η τιμή του συμβολαίου. Στο δεύτερο αυτό νόμισμα ο αγοραστής του συμβολαίου κατέχει αρνητική θέση και ο πωλητής θετική θέση.

Γενικά, ο αγοραστής ενός προθεσμιακού συμβολαίου επί συναλλάγματος κατέχει μια θετική θέση(long position)στο υποκείμενο νόμισμα, δηλαδή, στο

νόμισμα που έχει απαίτηση και θα εισπράξει από τον πωλητή του συμβολαίου

Μια αρνητική θέση(short position)στο νόμισμα συναλλαγής, το οποίο θα καταβάλει για την είσπραξη του υποκείμενου νομίσματος.

Αντίθετα, ο πωλητής ενός προθεσμιακού συμβολαίου επί συναλλάγματος κατέχει μια αρνητική θέση(short position)στο υποκείμενο νόμισμα, το οποίο έχει υποχρεώσει έναντι του αντισυμβαλλόμενου αγοραστή και το οποίο θα του παραδώσει.

Μια θετική θέση(long position)στο νόμισμα συναλλαγής, το οποίο θα παραλάβει από τον αγοραστή παραδίδοντας του το υποκείμενο νόμισμα.

1.2.1.1 ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΕΣ ΤΙΜΕΣ

Τιμή του προθεσμιακού συμβολαίου είναι αυτή στην οποία θα πραγματοποιηθεί η συναλλαγή στη μελλοντική ημερομηνία. Η τρέχουσα, κατά τον χρόνο σύναψης του προθεσμιακού συμβολαίου, τιμή του υποκείμενου τίτλου, φυσικού ή χρηματοοικονομικού προϊόντος, την οποία βέβαιος γνωρίζουν οι αντισυμβαλλόμενοι, αποτελεί την βάση για την διαμορφώσει της προθεσμιακής τιμής. Το δεύτερο κύριο κριτήριο διαμορφώσεως της είναι οι προσδοκίες για την εξέλιξη της τιμής. Επίσης, λαμβάνεται υπόψη το κόστος φύλαξης ή διατήρησης του υποκείμενου τίτλου.

Βασική υπόθεση για τον προσδιορισμό της προθεσμιακής τιμής ενός προϊόντος είναι ότι ο πωλητής του συμβολαίου με τη σύναψη του αγοράζει το προϊόν, καλύπτοντας την αρνητική θέση που άνοιξε και το κρατά έως την παράδοση του στην λήξη του συμβολαίου.(βλέπε παράρτημα παράδειγμα 2^ο)

1.2.2 ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ

Όπως και τα προθεσμιακά συμβόλαια, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης ή μελλοντικά συμβόλαια (futures contracts) είναι συμβόλαια που υποχρεώνουν τον ένα από τους δυο αντισυμβαλλόμενους να αγοράσει και να παραλάβει και τον άλλο να παραδώσει ένα συγκεκριμένο προϊόν ή αξία σε ημερομηνία στο μέλλον και σε καθορισμένη στο συμβόλαιο τιμή

Η κύρια διάφορα τους είναι ότι τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης είναι τυποποιημένα προϊόντα, όσον αφορά την τιμή, το μέγεθος ή την ποιότητα, την διάρκεια, κ.λπ., και διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές, τα χρηματιστήρια παραγώγων. Παράλληλα, η δημιουργία και διαπραγμάτευση τους υπόκεινται σε συγκεκριμένους κανόνες που θεσπίζονται από τις αγορές αυτές.

Τα χαρακτηριστικά αυτά, σε συνδυασμό με την λειτουργία σε κάθε οργανωμένη αγορά του οργανισμού εκκαθάρισης συναλλαγών (clearing house), την απαιτούμενη κατάθεση, και από τους δυο αντισυμβαλλόμενους, ενός ελάχιστου περιθωρίου και την καθημερινή εκκαθάριση τους, περιορίζουν ή και μηδενίζουν τον πιστωτικό κίνδυνο, δηλ των κίνδυνο αθέτησης των όρων τους. Το περιθώριο αυτό λειτουργεί ως δικλίδα ασφαλείας έναντι πιθανού πιστωτικού ή κάποιου άλλου κίνδυνου και παράλληλα δεν καθιστά αναγκαία την κατάθεση ολόκληρου του ποσού του συμβολαίου.

Είναι φανερό ότι τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης δημιουργήθηκαν από την ανάγκη κάλυψης ή μειώσεως των αδυναμιών των προθεσμιακών συμβολαίων οι οποίες μπορούν να καταταγούν στις δυο παρακάτω κατηγορίες:

α) ανυπαρξία δυνατότητας κινήσεων κατά τη διάρκεια του συμβολαίου, π.χ. διακοπή, και αναμονή έως την λήξη του για την εμφάνιση των αποτελεσμάτων και την εκπλήρωση των όρων του.

β) ύπαρξη αυξημένων κινδύνων και ιδιαίτερα πιστωτικού κίνδυνου, αφού δεν υπάρχουν διαδικασίες για τη μείωση της πιθανότητας μη τήρησης των όρων του συμβολαίου από κάποιον αντισυμβαλλόμενο.

1.2.2.1 ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ

Όπως και τα δικαιώματα προαίρεσης έτσι και τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης διακρίνονται σε συμβόλαια με φυσική παράδοση και σε συμβόλαια με ρευστά διαθέσιμα. Τα συμβόλαια επί χρηματοοικονομικών προϊόντων είναι στο μεγαλύτερο ποσοστό τους συμβόλαια εκκαθάρισης με ρευστά διαθέσιμα, ενώ αντίθετα τα συμβόλαια επί προϊόντων είναι κυρίως συμβόλαια με φυσική παράδοση.

α) Αγοραστής συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης, ανοίγει θετική θέση (long position) προβλέποντας άνοδο τις προθεσμιακής τιμής του υποκειμένου τίτλου.

β) Πωλητής συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης, ο πωλητής ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης ανοίγει αρνητική θέση (short position) αναμένοντας μείωση τις προθεσμιακής τιμής του υποκειμένου τίτλου.

γ) Μέγεθος συμβολαίου, το μέγεθος του συμβολαίου διαμορφώνεται από τον πολλαπλασιαστή του που ορίζεται από την οργανωμένη αγορά και που αντιστοιχεί σε κάθε μονάδα του υποκειμένου τίτλου. Για παράδειγμα, το μέγεθος

1.2.2 ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ

Όπως και τα προθεσμιακά συμβόλαια, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης ή μελλοντικά συμβόλαια(futures contracts)είναι συμβόλαια που υποχρεώνουν τον ένα από τους δυο αντισυμβαλλόμενους να αγοράσει και να παραλάβει και τον άλλο να παραδώσει ένα συγκεκριμένο προϊόν ή αξία σε ημερομηνία στο μέλλον και σε καθορισμένη στο συμβόλαιο τιμή

Η κύρια διάφορα τους είναι ότι τα συμβόλαια μελλοντικής εκπληρώσεως είναι τυποποιημένα προϊόντα, όσον αφορά την τιμή, το μέγεθος ή την ποιότητα, την διάρκεια, κ.λπ., και διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές, τα χρηματιστήρια παραγωγών. Παράλληλα, η δημιουργία και διαπραγμάτευση τους υπόκεινται σε συγκεκριμένους κανόνες που θεσπίζονται από τις αγορές αυτές.

Τα χαρακτηριστικά αυτά, σε συνδυασμό με την λειτουργία σε κάθε οργανωμένη αγορά του οργανισμού εκκαθάρισης συναλλαγών(clearing house), την απαιτούμενη κατάθεση, και από τους δυο αντισυμβαλλόμενους, ενός ελάχιστου περιθωρίου και την καθημερινή εκκαθάριση τους , περιορίζουν ή και μηδενίζουν τον πιστωτικό κίνδυνο, δηλ των κίνδυνο αθέτησης των όρων τους. Το περιθώριο αυτό λειτουργεί ως δικλίδα ασφαλείας έναντι πιθανού πιστωτικού ή κάποιου άλλου κίνδυνου και παράλληλα δεν καθιστά αναγκαία την κατάθεση ολόκληρου του ποσού του συμβολαίου.

Είναι φανερό ότι τα συμβόλαια μελλοντικής εκπληρώσεως δημιουργήθηκαν από την ανάγκη κάλυψης ή μειώσεως των αδυναμιών των προθεσμιακών συμβολαίων οι οποίες μπορούν να καταταγούν στις δυο παρακάτω κατηγορίες:

α) ανυπαρξία δυνατότητας κινήσεων κατά τη διάρκεια του συμβολαίου, π.χ. διακοπή, και αναμονή έως την λήξη του για την εμφάνιση των αποτελεσμάτων και την εκπλήρωση των όρων του.

β) ύπαρξη αυξημένων κινδύνων και ιδιαίτερα πιστωτικού κίνδυνου, αφού δεν υπάρχουν διαδικασίες για τη μείωση της πιθανότητας μη τήρησης των όρων του συμβολαίου από κάποιον αντισυμβαλλόμενο.

1.2.2.1 ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ

Όπως και τα δικαιώματα προαίρεσης έτσι και τα συμβόλαια μελλοντικής εκπληρώσεως διακρίνονται σε συμβόλαια με φυσική παράδοση και σε συμβόλαια με ρευστά διαθέσιμα. Τα συμβόλαια επί χρηματοοικονομικών προϊόντων είναι στο μεγαλύτερο ποσοστό τους συμβόλαια εκκαθάρισης με ρευστά διαθέσιμα, ενώ αντίθετα τα συμβόλαια επί προϊόντων είναι κυρίως συμβόλαια με φυσική παράδοση.

α) Αγοραστής συμβολαίου μελλοντικής εκπληρώσεως, ανοίγει θετική θέση (long position)προβλέποντας άνοδο τις προθεσμιακής τιμής του υποκειμένου τίτλου.

β) Πωλητής συμβολαίου μελλοντικής εκπληρώσεως, ο πωλητής ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης ανοίγει αρνητική θέση (short position)αναμένοντας μείωση τις προθεσμιακής τιμής του υποκειμένου τίτλου.

γ) Μέγεθος συμβολαίου, το μέγεθος του συμβολαίου διαμορφώνεται από τον πολλαπλασιαστή του που ορίζεται από την οργανωμένη αγορά και που αντίστοιχη σε κάθε μονάδα του υποκειμένου τίτλου. Για παράδειγμα, το μέγεθος

ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης επί χρηματιστηριακού δείκτη με πολλαπλασιαστή 20 ευρώ ανά μονάδα και τρέχων επίπεδο δείκτη 850, ανέρχεται στις 17000 ευρώ.

δ) Τιμή συμβολαίου, οι προθεσμιακές τιμές εκφράζονται σε μονάδες ενός νομίσματος και στις υποδιαιρέσεις αυτού. Μπορεί, για παράδειγμα, να εκφράζεται σε ευρώ και cents. μπορεί επίσης να εκφράζεται και σε άλλα μεγέθη, όπως ποσοστό(π.χ. Στα επιτόκια) ή μονάδες(π.χ. Στους δείκτες).

ε) Ελάχιστη μεταβολή τιμής, η ελάχιστη μεταβολή της τιμής (αύξηση ή μείωση) καθορίζεται από την οργανωμένη αγορά ανάλογα με τον υποκείμενο τίτλο και αφορά το ελάχιστο ύψος που μπορεί να μεταβληθεί η τιμή του υποκειμένου τίτλου σε κάθε πράξη και κατά συνέπεια και η συνολική αξία του συμβολαίου. Με άλλα λόγια είναι η ελάχιστη απαιτούμενη διακύμανση που θα πρέπει να εμφανίσει η αξία του συμβολαίου, ώστε να γίνει διαπραγμάτευση. Η ελάχιστη μεταβολή της τιμής γνωστή σαν(tick)εξυπηρετεί την ομαλή λειτουργία της αγοράς. Για παράδειγμα, στα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί συναλλάγματος η ελάχιστη αυτή διακύμανση σχετίζεται με την ελάχιστη μεταβολή που πρέπει να εμφανίσει το ένα νόμισμα σε σχέση με το δεύτερο . (βλέπε παράρτημα παράδειγμα 3^ο)

στ) Ημερήσια όρια τιμής, η συνολική μεταβολή της τιμής σε μια συνεδρίαση τίθεται από την οργανωμένη αγορά και σχετίζεται με την τιμή κλεισίματος της προηγούμενης μέρας. Δηλαδή, η τιμή του κάθε υποκειμένου τίτλου ή προϊόντος δεν επιτρέπεται σε μια ημερήσια συναλλαγή να υπερβεί ένα ποσοστό(limit up) και παράλληλα δεν μπορεί να μειωθεί πέρα από ένα ποσοστό (limit down). Στη περίπτωση που υπάρχει υπέρβαση του ορίου αυτού, η διαπραγμάτευση του συγκεκριμένου συμβολαίου σταματά ώστε να αποφευχθούν

βίαιες μεταβολές στη αγορά με στόχο την προστασία των επενδυτών.

ζ) Όρια θέσεως, η αγορά θέτει και τα όρια(position limits) δηλαδή το μέγεθος και τον αριθμό των συμβολαίων που μπορεί να κατέχει ένας επενδυτής. Στόχος του μέτρου αυτού είναι η προστασία του επενδυτή από αδυναμία εκπληρώσεις των υποχρεώσεων του και παράλληλα η προστασία της αγοράς από χειραγώγηση. Για παράδειγμα, μπορεί να καθορίζεται ότι ο κάθε επενδυτής μπορεί να κατέχει χίλια συμβόλαια συνολικά και όχι περισσότερα από εκατό για κάθε μηνιά παράδοσης.

η) Ημερομηνία λήξεως, είναι η ημερομηνία κατά την οποία το συμβόλαιο λήγει και πάντα προηγείται χρονικά κατά μια ή δυο μέρες της ημερομηνίας τελικής εκκαθάρισης. Η μέρα και η ώρα λήξεως για κάθε σειρά συμβολαίου προσδιορίζεται επακριβώς από την οργανωμένη αγορά. Η λήξη των συμβολαίων συνήθως ακολουθεί τον μηνιαίο ή τριμηνιαίο κύκλο εκπνοής.

θ) Ημερομηνία τελευταίας συναλλαγής(last trading date)του συμβολαίου που μπορεί να συμπίπτει με την ημέρα λήξεως ή να προηγείται της ημέρας λήξεως, όπου η διαπραγμάτευση σταματά κάποια ώρα πριν από τη λήξη της διαπραγμάτευσης του υποκειμένου τίτλου στην υποκείμενη αγορά, ώστε η τιμή εκκαθάρισης να μην είναι γνωστή.

ι) Ημερομηνία τελικής εκκαθάρισης(settlement)συνήθως προσδιορίζεται μια ημέρα της τρίτης εβδομάδας του μηνιά εκπνοής. Εάν η ημέρα αυτή δεν είναι εργάσιμη, ημέρα εκκαθάρισης ορίζεται η προηγούμενη ή σε άλλες περιπτώσεις η επόμενη εργάσιμη. Δηλαδή, η αγορά προσδιορίζει ότι η παράδοση του υποκειμένου τίτλου ή προϊόντος θα γίνει κατά τη διάρκεια ενός συγκεκριμένου μηνιά και ότι υπάρχει η δυνατότητα το υποκείμενο να παραδοθεί ή με αλλά λόγια το συμβόλαιο να κλείσει οποιαδήποτε μέρα του μήνα, σε κάποιες περιπτώσεις

καθορίζεται απλά η περίοδος(εβδομάδα)του μηνά που θα γίνει η παράδοση. Μια ή δυο μέρες πριν από την εκκαθάριση(ημερομηνία λήξεως)το συμβόλαιο παύει να διαπραγματεύεται στην αγορά.

κ) Η ημερήσια τιμή εκκαθάρισης(daily settlement value)διαμορφώνεται κατά τη διαπραγμάτευση του συμβολαίου στην αγορά παραγώγων και χρησιμοποιείται για την καθημερινή αποτίμηση της κάθε θέσης.

λ) Τελική τιμή εκκαθάρισης, η τιμή εκκαθάρισης(settlement value)είναι η τιμή του υποκειμένου τίτλου, όπως διαμορφώνεται στην αγορά διαπραγμάτευσης του κατά την ημερομηνία λήξεως του συμβολαίου.

μ) Κέρδος συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης, το κέρδος ενός συμβολαίου εκκαθάρισης με ρευστά διαθέσιμα σχετίζεται με τη θέση (θετική ή αρνητική),την τιμή αγοράς ή πώλησης του συμβολαίου, την τιμή του υποκειμένου τίτλου κατά την ημέρα εκκαθάρισης και από τον πολλαπλασιαστή. (β.λ παράρτημα παράδειγμα 4^ο)

1.2.2.2 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗΣ ΤΩΝ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ.

Ο κυριότερος μηχανισμός, που εξασφαλίζει το καλό τέλος της συναλλαγής μειώνοντας τους κινδύνους και ιδιαίτερα τον πιστωτικό κίνδυνο, είναι το γραφείο εκκαθάρισης συναλλαγών(clearing hous) που λειτουργεί σε κάθε οργανωμένη αγορά:

Τα μέλη τις οργανωμένης αγοράς, δηλαδή χρηματιστηριακές εταιρίες, που συμμετέχουν στην εκκαθάριση, είναι υποχρεωμένα να ανοίγουν και να τηρούν ένα λογαριασμό στο γραφείο εκκαθάρισης συναλλαγών. Με αυτόν το τρόπο ελκύνονται τόσο για λογαριασμό του αγοραστή όσο και για λογαριασμό

του πωλητή του συμβολαίου την χωρίς προβλήματα ολοκλήρωση της συναλλαγής. Το ύψος του λογαριασμού πρέπει να καλύπτει ένα ελάχιστο ποσοστό των συνολικών συναλλαγών του χρηματιστή.

Παράλληλα, λογαριασμό περιθωρίων ανοίγουν τόσο ο αγοραστής όσο και πωλητής του κάθε συμβολαίου, οι λογαριασμοί αυτοί τηρούνται συνήθως σε συνεργαζόμενες με την οργανωμένη αγορά τράπεζες ή σε κάποιες περιπτώσεις σε χρηματιστηριακές εταιρίες. Ο κάθε λογαριασμός ανοίγεται με την πρώτη εντολή, δηλαδή με την αγορά ή την πώληση ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπληρώσεως για κάθε συναλλαγή(νέο συμβόλαιο)που ακολουθεί, καταβάλλεται νέο περιθώριο ανερχόμενο στο ελάχιστο απαιτούμενο ποσοστό του συνολικού πόσου τις συναλλαγής.

Στη λήξη κάθε ημερήσιας συνεδρίασης γίνεται εκκαθάριση του κέρδους η τις ζημίας μέσω των λογαριασμών περιθωρίων των αντισυμβαλλόμενων. Οι λογαριασμοί ανάλογα με την εξέλιξη τις αγοράς και τη θέση του επενδύτη χρεώνονται και πιστώνονται κατά κέρδος οι κατά τις ζημιές τις ημέρας. Δηλαδή, το κέρδος ή ζημία του συμβολαίου μελλοντικής εκπληρώσεως υπολογίζεται και καταβάλλεται καθημερινά, αφού μεταφέρεται από το λογαριασμό που αντιμετωπίζει ζημία στο λογαριασμό του δευτέρου αντισυμβαλλομένου με την μεσολαβήση των χρηματιστηριακών εταιριών. Με Αυτό τον τρόπο στο τέλος τις ημέρας αναιρείται ή κλείνει το προηγούμενο συμβόλαιο και δημιουργείται και ισχύει ένα νέο συμβόλαιο με την νέα προθεσμιακή τιμή.

Το περιθώριο(margin)ανέρχεται σε ένα ποσοστό, προσδιορισμένο από την οργανωμένη αγορά τις αξίας του συμβολαίου. Δίνετε έτσι η δυνατότητα με λίγα κεφάλαια να ελέγχονται τα κέρδη του συνόλου τις αξίας του συμβολαίου.

1.2.3 ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ

Τα δικαιώματα προαίρεσης (options) είναι συμβόλαια που παρέχουν στον κάτοχο τους το δικαίωμα να προβεί στο μέλλον, μόνο εφόσον το επιθυμεί, σε μια συναλλαγή με προκαθορισμένους όρους.

Πιο συγκεκριμένα, παρέχουν στον κάτοχο ή αγοραστή του συμβολαίου, δηλαδή στον πρώτο αντισυμβαλλόμενο, τη δυνατότητα, χωρίς να τον υποχρεώνουν, να αγοράσει ή να πωλήσει το υποκείμενο του δικαιώματος (underlying interest) σε προκαθορισμένη τιμή και εντός συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος ή στο τέλος του διαστήματος αυτού. Ο δεύτερος αντισυμβαλλόμενος είναι ο πωλητής του συμβολαίου, ο οποίος, εφόσον ο κάτοχος αποφασίζει την εφαρμογή των όρων του συμβολαίου, δηλαδή την αγορά ή πώληση του υποκείμενου τίτλου, είναι υποχρεωμένος να τηρήσει τους όρους αυτούς.

Ο υποκείμενος τίτλος (underlying interest) μπορεί να είναι κάποιο χρηματοοικονομικό προϊόν, όπως μια μετοχή, συνάλλαγμα, χρεόγραφο, επιτόκιο ή κάποιο εμπόρευμα, όπως χρυσός, αγροτικό προϊόν, μέταλλευμα κ.ο.κ.

Τα δικαιώματα προαίρεσης (options) είναι τυποποιημένα προϊόντα, όσον αφορά την διάρκεια, το ποσό, την τιμή και το συνολικό ύψος και όπως τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, δημιουργούνται και διαπραγματεύονται κύριος σε οργανωμένες αγορές παραγωγών. Τα χαρακτηριστικά αυτών των δικαιωμάτων προαίρεσης επιτρέπουν τη διαπραγμάτευση τους και στη δευτερογενή αγορά.

Στη συνέχεια θα αναλύσουμε, τις κατηγορίες που διακρίνονται τα δικαιώματα προαίρεσης, οι οποίες είναι:

1. δικαιώματα προαίρεσης επί μετοχών (stock options)

2.στρατηγικές δικαιώματος προαίρεσης

3.δικαιώματα προαίρεσης επί ξένων νομισμάτων(foreign currency option)

4. δικαιώματα προαίρεσης επί λοιπόν υποκείμενων τίτλων.

1.2.3.1 ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ ΕΠΙ ΜΕΤΟΧΩΝ (STOCK OPTIONS)

Όπως είδη αναφέραμε το δικαίωμα προαίρεσης είναι ένα συμβόλαιο το οποίο παρέχει στον κάτοχο του τη δυνατότητα ή το δικαίωμα, χωρίς να τον υποχρεώνει, να αγοράσει ή να πωλήσει μια δεδομένη ποσότητα ενός συγκεκριμένου υποκείμενου τίτλου, αξίας, εμπορεύματος κ.ο.κ. σε σταθερή προκαθορισμένη τιμή, την τιμή εξάσκησης εντός ορισμένου χρονικού διαστήματος αυτού.

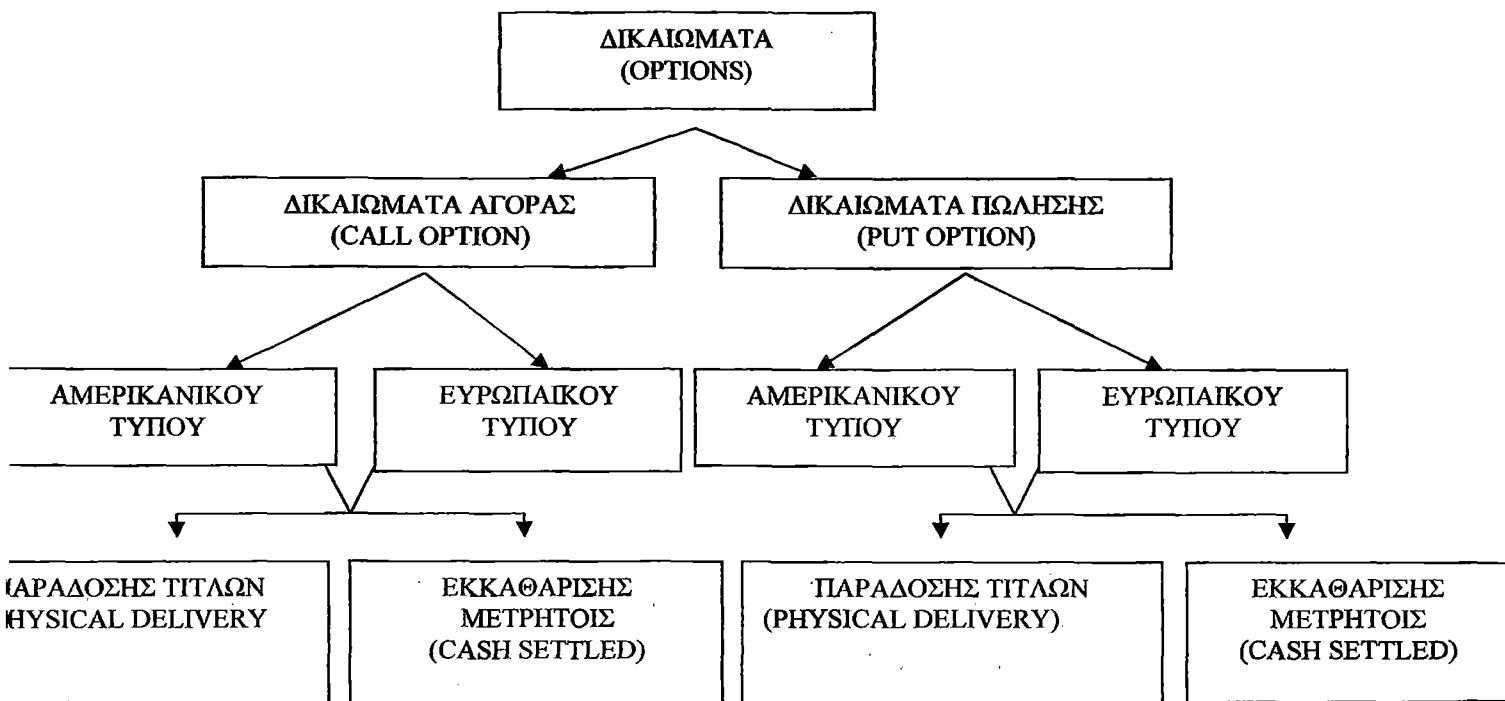
Οι αγορές δικαιωμάτων προαίρεσης μπορεί να λειτουργούν αποκλειστικά με τη διαπραγμάτευση δικαιωμάτων ή μπορεί να είναι μικτές με διαπραγμάτευση δικαιωμάτων και μετοχών. Γνωστές αγορές στις οποίες διαπραγματεύονται δικαιώματα προαίρεσης είναι οι(Chicago board of trade, European option exchange, London international financial futures and options exchange, London securities and derivatives exchange.κ.α).

Οι δυο βασικές κατηγορίες στις οποίες διακρίνονται τα δικαιώματα προαίρεσης είναι τα δικαιώματα αγοράς(call options)και τα δικαιώματα πώλησης(put options)επιπλέον, με βάση τον τρόπο διακανονισμού διακρίνονται σε δικαιώματα παράδοσης υποκείμενου τίτλου ή δικαίωμα με φυσική παράδοση (physical delivery options) και δικαιώματα εκκαθάρισης μετρητοίς ή δικαιώματα εκκαθάρισης με ρευστά διαθέσιμα ή δικαίωμα χρηματικού διακανονισμού (cash settled options). Ενώ με βάση το χρόνο διακανονισμού διακρίνονται σε δικαιώματα αμερικανικού τύπου(American style options)και δικαιώματα

ευρωπαϊκού τύπου(European style options). Ένα δικαίωμα αγοράς(call options) παρέχει στον κάτοχο του το δικαίωμα, χωρίς να τον υποχρεώνει, να αγοράσει στο μέλλον σε προκαθορισμένη τιμή τον υποκείμενο τίτλο που αναφέρεται στο συμβόλαιο. Ένα δικαίωμα πώλησης(put options)παρέχει στον κάτοχο του το δικαίωμα, χωρίς να τον υποχρεώνει, να πουλήσει στο μέλλον σε προκαθορισμένη τιμή τον υποκείμενο τίτλο του συμβολαίου.

Το δικαίωμα παράδοσης υποκείμενου τίτλου ή δικαίωμα με φυσική παράδοση(physical delivery option)δίνει στον κάτοχο του το δικαίωμα, όταν και εφόσον αυτός το εξασκήσει, να παραλάβει, εάν πρόκειται για δικαίωμα αγοράς(call option), ή να το παραδώσει, εάν πρόκειται για δικαίωμα πώλησης(put option), τους υποκείμενους τίτλους που αναφέρονται στο συμβόλαιο. Το δικαίωμα εκκαθάρισης μετρητοίς ή δικαίωμα εκκαθάρισης με ρευστά διαθέσιμα ή χρηματικού διακανονισμού(cash settled option)παρέχει στον κάτοχο του το δικαίωμα να λάβει, εφόσον το επιτρέπει η θέση που κατέχει, ένα πόσο σε μετρητά, το ύψος του οποίου καθορίζεται με συγκεκριμένο τρόπο και έχει ως βάση ένα πολλαπλάσιο της διαφοράς της τιμής του υποκείμενου τίτλου, κατά το χρόνο που το δικαίωμα ασκείται, και τις προθεσμιακής τιμής που αποτελεί όρο του συμβολαίου, δηλαδή τις τιμές εξάσκησης. Αξίζει να αναφέρουμε ότι τα δικαιώματα εκκαθάρισης μετρητοίς, αλλά και τα δικαιώματα παράδοσης υποκείμενου τίτλου, διακρίνονται σε δικαιώματα αγοράς και δικαιώματα πώλησης.

Τα δικαιώματα ευρωπαϊκού τύπου(European style options)εξασκούνται μόνο κατά την ημερομηνία λήξεως τους. Τα δικαιώματα αμερικανικού τύπου (American style options)μπορούν να εξασκηθούν οποιαδήποτε ημέρα από την ημέρα έκδοσης τους έως την λήξη τους.



1.2.3.2 ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ ΕΠΙ ΞΕΝΩΝ ΝΟΜΙΣΜΑΤΩΝ

Τα δικαιώματα προαίρεσης επί ξένων νομισμάτων ή δικαιώματα προαίρεσης επί συναλλάγματος παρέχουν στον κάτοχο τους το δικαίωμα να αγοράσει ή να πουλήσει ένα ξένο νόμισμα, εντός συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος ή στη λήξη του χρονικού διαστήματος, σε μια προκαθορισμένη τιμή η οποία εκφράζεται σε άλλο νόμισμα.

Είναι γνωστό ότι η τιμή νομίσματος σε σχέση με ένα άλλο νόμισμα αποτελεί τη συναλλαγματική ισοτιμία των δυο νομισμάτων. Στη διεθνή πρακτική, η ισοτιμία εκφράζει τις μονάδες ενός εγχωρίου νομίσματος που απαιτούνται για να αποκτηθεί μια μονάδα ενός ξένου συναλλάγματος.

Στα δικαιώματα προαίρεσης επί ξένων νομισμάτων η τιμή εξάσκησης (άσκησης) δηλαδή η τιμή στην οποία θα αποκτηθεί από το κάτοχο του δικαιώματος το ξένο νόμισμα και η οποία αποτελεί όρο του συμβολαίου,

αντιπροσωπεύει μια συγκεκριμένη ισοτιμία.

Το νόμισμα στο οποίο εκφράζεται η τιμή του δικαιώματος (premium) και η τιμή εξασκήσεως καλείται νόμισμα συναλλαγής (trading currency). Το νόμισμα, το οποίο αγοράζεται ή πωλείται, αποτελεί τον υποκείμενο τίτλο του δικαιώματος και είναι γνωστό ως υποκείμενο νόμισμα (underlying currency). Τα δικαιώματα ξένων νομισμάτων, όπως και οι λοιπές μορφές δικαιωμάτων, διακρίνονται στις παρακάτω βασικές κατηγορίες

1. α) δικαιώματα αγοράς συναλλάγματος (call options)
β) δικαιώματα πώλησης συναλλάγματος (put options)
2. α) δικαιώματα εκκαθάρισης με ρευστά διαθέσιμα (cash settled options)
β) δικαιώματα παράδοσης υποκείμενου τίτλου (physical delivery options)
3. α) δικαιώματα αμερικανικού τύπου (American style options)
β) δικαιώματα ευρωπαϊκού τύπου (European style options)

Όπως σε κάθε κατηγορία δικαιωμάτων προαίρεσης, έτσι και στα δικαιώματα προαίρεσης επί ξένων νομισμάτων η λειτουργία τους στηρίζεται στην ύπαρξη ενός αγοραστή (holder) του δικαιώματος και ενός πωλητή (writer) του ίδιου δικαιώματος, δηλαδή σε μια θετική θέση (long position) και μια αρνητική θέση (short position). Οι βασικές θέσεις και στα συγκεκριμένα δικαιώματα ανοίγονται από τον αγοραστή ή κάτοχο ενός δικαιώματος αγοράς, τον αγοραστή ή κάτοχο ενός δικαιώματος πώλησης, τον πωλητή ενός δικαιώματος αγοράς και τον πωλητή ενός δικαιώματος πώλησης. Δηλαδή ο αγοραστής ή ο κάτοχος ενός δικαιώματος αγοράς (call holder) ή ο πωλητής ενός δικαιώματος (put writer) κατέχουν μια αρνητική θέση (short position), στο υποκείμενο νόμισμα. Αντίθετα, ο πωλητής ενός δικαιώματος αγοράς (call writer) και ο αγοραστής ενός δικαιώματος πώλησης κατέχουν μια αρνητική θέση (short

position) στο υποκείμενο νόμισμα. Σημειώνεται ότι το κέρδος ή η ζημία του πωλητή εξαρτάται από την απόφαση του κατόχου του δικαιώματος να ασκήσει ή να μην ασκήσει το δικαίωμα του. Το δικαίωμα θα ασκηθεί από τον κάτοχο του σε περίπτωση που η εξέλιξη της τιμής του υποκείμενου τίτλου είναι ευνοϊκή για τη θέση που κατέχει, εφόσον δηλαδή το δικαίωμα έχει θετική καθαρή αξία, όποτε ο πωλητής έχει την υποχρέωση να υλοποιήσει τους όρους του συμβολαίου.

1.2.3.3 ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ ΕΠΙ ΛΟΙΠΩΝ ΥΠΟΚΕΙΜΕΝΩΝ ΤΙΤΛΩΝ

Όπως ήδη έχουμε αναφέρει βάση για την δημιουργία κάποιου δικαιώματος προαίρεσης μπορεί να αποτελέσει οποιοσδήποτε χρηματοοικονομικός τίτλος ή αξία, ο καλούμενος υποκείμενος τίτλος ή αξία (underlying interest).

Στο κεφάλαιο αυτό εξετάζονται τα δικαιώματα επί δεικτών, τα δικαιώματα επί επιτοκίων και τα δικαιώματα επί χρεογράφων.

Τα δικαιώματα προαίρεσης επί δεικτών (index options) αποτελούν την πιο ενδεδειγμένη αρχική προσέγγιση των επενδυτών στην αγορά των δικαιωμάτων αφού, λόγω των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών των δεικτών, παρέχουν χαμηλό σχετικά κίνδυνο.

Ένας δείκτης γενικά μέτρα, τη σταθμισμένη πορεία της τιμής μια ομάδας προϊόντων ή υπηρεσιών. Επομένως, το στοιχείο που περιορίζει τον κίνδυνο των δικαιωμάτων επί δεικτών είναι το γεγονός ότι αυτοί μετρούν την πορεία της τιμής μιας ομάδας τίτλων, νομισμάτων, χρεογράφων, προϊόντων, μετοχών κ.ο.κ. αφού είναι διαπιστωμένο ότι η πορεία της τιμής συνολικά μιας ομάδας τίτλων

είναι πιο ομαλή από την πορεία ενός μόνο μεμονωμένου τίτλου.

Εκτός από τους δείκτες των διάφορων χρηματοοικονομικών προϊόντων, πλέον γνωστοί δείκτες είναι αυτοί που μετρούν την πορεία μιας οικονομίας, όπως ο αποπληθωριστής, ο δείκτης τιμών καταναλωτή, οι δείκτες οικονομικής ανάπτυξης, κ.ο.κ.

Γενικά, οι σταθμισμένοι δείκτες διαμορφώνονται λαμβάνοντας υπόψη το μέγεθος του κάθε προϊόντος ή της υπηρεσίας που συμμετέχει στον δείκτη, αφού η τιμή σταθμίζεται με την ποσότητα του προϊόντος, π.χ. στη περίπτωση του δείκτη επί μετοχών σταθμίζεται με τον αριθμό των μετοχών της κάθε εταιρίας που συμμετέχει στη διαμορφώσει του δείκτη.

Ένα δικαίωμα προαίρεσης επί επιτοκίων(interest rate option)δίνει στον κάτοχο του το δικαίωμα, χωρίς να τον υποχρεώνει, να αγοράσει ή να κλειδώσει ένα επιτόκιο. Ουσιαστικά δίνει στον κάτοχο του τη δυνατότητα να μετατρέψει ένα κυμαινόμενο επιτόκιο σε σταθερό. Το δικαίωμα ασκείται, εφόσον η εξέλιξη στα επιτόκια δεν είναι εθνική για τη θέση του. Δηλαδή, το δικαίωμα επί επιτοκίων δίνει στον κάτοχο του τη δυνατότητα να επιλέξει ανάμεσα στο επιτόκιο του δικαιώματος και στο τρέχον επιτόκιο στην αγορά(επιτόκιο αναφοράς). Η τιμή εξάσκησης ενός δικαιώματος επί επιτοκίων αναφέρεται σε συγκεκριμένο ύψος επιτοκίου.

Για την εκκαθάριση ενός δικαιώματος η τιμή εξάσκησης συγκρίνεται με ένα επιτόκιο αναφοράς(υποκείμενο επιτόκιο)που διαμορφώνεται σε μια οργανωμένοι αγορά επιτοκίων(υποκείμενη αγορά),όπως για παράδειγμα το (humidor, το lido, το euro rate ή παλαιότερα το tailor).

Για την απόκτηση του δικαιώματος ο κάτοχος καταβάλλει μια τιμή (premium)που εκφράζεται σε μονάδες βάσης του επιτοκίου, π.χ. 25 μονάδες

βάσης ή 0.25%

Το δικαίωμα αγοράς έχει θετική καθαρή αξία(είναι in the money)όταν, στη λήξη του συμβολαίου ή κατά την εξάσκηση του συμβολαίου, το επιτόκιο αναφοράς είναι υψηλότερο του συμφωνηθέντος επιτοκίου(επιτοκίου εξάσκησης). Όταν δηλαδή το τρέχον επιτόκιο αναφοράς είναι υψηλότερο από το επιτόκιο εξάσκησης.

Δηλαδή, ο κάτοχος του δικαιώματος αγοράς θεωρείτε ότι καταβάλλει το συμφωνηθέν επιτόκιο του συμβολαίου και λαμβάνει το επιτόκιο αναφοράς. Το συμβόλαιο ασκείτε, όταν το επιτόκιο αναφοράς είναι υψηλότερο από το συμφωνηθέν επιτόκιο. Δηλαδή, ο κάτοχος του συμβολαίου αγοράς θέλει να προστατευθεί από την άνοδο των επιτοκίων. Αυτό συμβαίνει, όταν έχει δανειστεί με κυμαινόμενο επιτόκιο και προβλέπει άνοδο των επιτοκίων.

Ένα δικαίωμα πώλησης έχει θετική καθαρή αξία(είναι in the money), όταν στη λήξη του συμβολαίου ή κατά την εξάσκηση του συμβολαίου το ύψος του συμφωνηθέντος επιτοκίου(επιτοκίου εξάσκησης)είναι υψηλότερο του επιτοκίου αναφοράς.

Ο κάτοχος του δικαιώματος πώλησης θεωρείται ότι καταβάλλει το επιτόκιο αναφοράς και λαμβάνει το συμφωνηθέν επιτόκιο του συμβολαίου. Το συμβόλαιο ασκείται, όταν το επιτόκιο αναφοράς είναι χαμηλότερο από το συμφωνηθέν επιτόκιο.

Αντίθετα, από τον κάτοχο ενός συμβολαίου αγοράς, ο κάτοχος ενός συμβολαίου πώλησης θέλει να προστατευθεί από τη μείωση των επιτοκίων. Αυτό συμβαίνει, όταν έχει επενδύσει με κυμαινόμενο επιτόκιο και προβλέπει μείωση των επιτοκίων.

Το πόσο εκκαθάρισης ή το κέρδος του κατόχου ενός δικαιώματος επί επιτοκίων υπολογίζεται επί ενός πλασματικού ποσού (options down), το οποίο καθορίζεται από την οργανωμένη αγορά που διαπραγματεύεται το δικαίωμα ή από τους αντισυμβαλλόμενους για τα δικαιώματα που δημιουργούνται εκτός οργανωμένων αγορών.

Τα δικαιώματα προαίρεσης επί τίτλων του δημοσίου είναι ιδιαίτερα διαδεδομένα σε όλες τις ανεπτυγμένες αγορές παραγωγών. Και δεν θα μπορούσε να μη συμβαίνει αυτό, αφού στις αγορές των χρεογράφων του δημοσίου διακινούνται πολύ μεγάλου μεγέθους κεφάλαια, τα οποία είναι εκτεθειμένα στους σύγχρονους χρηματοοικονομικούς κινδύνους και ιδιαίτερα στον κίνδυνο επιτοκίου, κυρίως αυτά που επενδύονται σε τίτλους σταθερής απόδοσης. Τα δικαιώματα επί τίτλων καλύπτουν τους επενδυτές από τον κίνδυνο επιτοκίων. Η δημιουργία και εφαρμογή των δικαιωμάτων επί τίτλων διευκολύνονται από την κατά κανόνα καλή οργάνωση των αγορών που αυτά διαπραγματεύονται. Υφίστανται δηλαδή αναπτυγμένες υποκείμενες αγορές που, όπως σε όλα τα παράγωγα, αποτελούν βασικό κριτήριο για την ανάπτυξη και των παραγωγών επί χρεογράφων.

Οι βασικοί τύποι των δικαιωμάτων προαίρεσης επί χρεογράφων (τίτλων) του δημοσίου είναι τρεις

1. δικαιώματα με υποκείμενο τη τιμή του χρεογράφου.
2. δικαιώματα με υποκείμενο την απόδοση του χρεογράφου (απόδοση στη λήξη ή yield to maturity).
3. δικαιώματα με υποκείμενο συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης επί χρεογράφου του δημοσίου, π.χ. δικαιώματα επί συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης σε ομόλογο του δημοσίου (options on bond futures).

Ένα δικαίωμα με υποκείμενο την τιμή του χρεογράφου του δημοσίου δίνει στον κάτοχο του το δικαίωμα, εάν πρόκειται για δικαίωμα με φυσική παράδοση, να αγοράσει και να παραλάβει(call)ή να πουλήσει και να παράδοση(put)ένα συγκεκριμένο υποκείμενο χρεόγραφο, π.χ. ένα ομόλογο σε συγκεκριμένη προκαθορισμένη τιμή ή , εάν πρόκειται για δικαίωμα εκκαθάρισης με ρευστά διαθέσιμα, να λάβει κάποιο ποσό μετά τον διακανονισμό.

Ένα δικαίωμα με υποκείμενο την απόδοση του χρεογράφου δίνει στον κάτοχο του τη δυνατότητα, εφόσον έχει θετική καθαρή αξία είναι(in the money), να λάβει ένα ποσό. Πρόκειται δηλαδή για δικαιώματα εκκαθάρισης με ρευστά διαθέσιμα.

Ένα δικαίωμα με υποκείμενο ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης επί χρεογράφου του δημοσίου δίνει στον κάτοχο του το δικαίωμα να αγοράσει ή να πουλήσει ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης επί χρεογράφου σε προκαθορισμένη τιμή εντός συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος.

1.2.4 ΑΝΤΑΛΛΑΓΕΣ

Οι ανταλλαγές(swaps)είναι συμφωνίες μεταξύ δυο πλευρών που αφορούν την ανταλλαγή στο μέλλον μιας σειράς εισροών ή εκροών(κεφαλαίων ή άξιων) με όρους που συμφωνούνται.

Με άλλα λόγια οι ανταλλαγές είναι χρηματοοικονομικές συναλλαγές βάσει των οποίων δυο οικονομικές μονάδες συμφωνούν να ανταλλάξουν μεταξύ τους στο μέλλον χρηματοοικονομικά μέσα, όπως συνάλλαγμα ή μια χρηματοοικονομική ροή ή μια σειρά χρηματοοικονομικών ροών που συνδέονται με κάποιο χρηματοπιστωτικό μέσο, όπως π.χ. τόκους δανείων.

Οι ανταλλαγές δεν είναι τυποποιημένα προϊόντα και κινούνται κύριος εκτός οργανωμένων αγορών. Σήμερα στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου έχουν αναπτυχθεί πολλοί τύποι ανταλλαγών και συνεχώς αναπτύσσονται νέοι με γρήγορο ρυθμό. Τα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά της ανταλλαγής διαμορφώνονται από τα ενδιαφερόμενα μέρη σύμφωνα με τις ανάγκες τους και την διαπραγματευτική τους δυνατότητα.

Οι κατηγορίες στις οποίες διακρίνονται οι ανταλλαγές είναι οι εξής :

ανταλλαγές νομισμάτων(currency swaps)

ανταλλαγές επιτοκίων(interest rate swaps)

ανταλλαγές πιστωτικού κινδύνου(credit swaps)

ανταλλαγές αξιών ή απαιτήσεων(asset swaps)

ανταλλαγές υποχρεώσεων(liability swaps)

ανταλλαγές προθεσμιακών συμβολαίων(forward swaps)

Swaptions(προαίρεση που δίνει το δικαίωμα στον κάτοχο της να πραγματοποιήσει ένα swaps ή να ακυρώσει ένα swaps στο μέλλον.)

Οι κυριότερες κατηγορίες των ανταλλαγών, και στις οποίες θα αναφερθούμε αναλυτικά παρακάτω είναι δυο : οι ανταλλαγές νομισμάτων και οι ανταλλαγές επιτοκίων.

1.2.4.1 ANΤΑΛΛΑΓΕΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΩΝ

Οι ανταλλαγές νομισμάτων ή συναλλάγματος είναι συμφωνίες ανάμεσα σε δυο μέρη, βάσει των οποίων ο ένας αντισυμβαλλόμενος δεσμεύεται να καταβάλει πληρωμές σε ένα νόμισμα και ο άλλος σε ένα άλλο νόμισμα.

Οι ανταλλαγές νομισμάτων, με κριτήριο τα επιτόκια των δυο ποσών, μπορεί να καταταγούν σε τρεις βασικές διαφορετικές κατηγορίες.

α) Ανταλλαγές νομισμάτων σταθερού\ κυμαινόμενου επιτοκίου, όπου το πόσο της μιας καταβολής υπολογίζεται βάσει σταθερού επιτοκίου που εφαρμόζεται σε κεφαλαίο εκφραζόμενο σε ένα νόμισμα και το πόσο της άλλης καταβολής βάσει σταθερού επιτοκίου που εφαρμόζεται σε κεφαλαίο εκφραζόμενο σε άλλο νόμισμα .

β) Ανταλλαγές νομισμάτων σταθερού\ σταθερού επιτοκίου, όπου το πόσο της μιας καταβολής υπολογίζεται βάσει σταθερού επιτοκίου που εφαρμόζεται σε κεφαλαίο εκφραζόμενο σε ένα νόμισμα και το ποσό της άλλης καταβολής βάσει σταθερού επιτοκίου που εφαρμόζεται σε κεφαλαίο εκφραζόμενο σε άλλο νόμισμα.

γ) Ανταλλαγές νομισμάτων κυμαινόμενου \ κυμαινόμενου επιτοκίου, όπου το πόσο της μιας καταβολής υπολογίζεται βάσει ενός κυμαινόμενου επιτοκίου που εφαρμόζεται σε κεφαλαίο εκφραζόμενο σε ένα νόμισμα και το πόσο της άλλης καταβολής βάσει ενός δεύτερου κυμαινόμενου που εφαρμόζεται σε κεφαλαίο εκφραζόμενο σε άλλο νόμισμα.

1.2.4.2 ΑΝΤΑΛΛΑΓΕΣ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ

Οι ανταλλαγές επιτοκίων είναι συμβάσεις με τις οποίες ανταλλάσσονται από τους αντισυμβαλλόμενους, για συγκεκριμένες εκτοκιστικές περιόδους, χρηματικές ροές που προέρχονται από τόκους. Οι τόκοι υπολογίζονται επί ίδιου ύψους κεφαλαίου, στο ίδιο νόμισμα, αλλά με διαφορετικό επιτόκιο για τον κάθε αντισυμβαλλόμενο, όπως σταθερό για τον ένα και κυμαινόμενο για τον άλλο ή κυμαινόμενο και για τους δυο με διαφορετική το κάθε ένα βάσει αναφοράς.

Στη περίπτωση της ανταλλαγής σταθερού \ κυμαινόμενου επιτοκίου, το καταβαλλόμενο ποσό, που υπολογίζεται βάσει του κυμαινόμενου επιτοκίου,

είναι διαφορετικό σε κάθε περίοδο, ενώ το καταβαλλόμενο ποσό, υπολογίζεται βάσει του σταθερού επιτοκίου, είναι το ίδιο σε κάθε περίοδο. Στη περίπτωση των κυμαινόμενων επιτοκίων το καταβαλλόμενο ποσό είναι διαφορετικό σε κάθε εκτοκιστική περίοδο και για τους αντισυμβαλλόμενους.

Οι βασικές κατηγορίες των ανταλλαγών επιτοκίων είναι δυο.

1. ανταλλαγές υποχρεώσεων(liability swaps), οι τόκοι που ανταλλάσσονται σχετίζονται με δανεισμό ή γενικότερα με ποσά άντλησης κεφαλαίων, δηλαδή με υποχρεώσεις .

2.Ανταλλαγες στοιχείων ενεργητικού ή επενδύσεων(asset swaps), όπου οι τόκοι που ανταλλάσσονται σχετίζονται με επενδύσεις ή γενικότερα με τοποθετήσεις κεφαλαίων που δημιουργούν απαιτήσεις.

1.2.4.3 ΛΟΓΟΙ ΕΜΦΑΝΙΣΕΙΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΤΩΝ ΑΝΤΑΛΛΑΓΩΝ, ΝΟΜΙΣΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ

α) η αντιστάθμιση(heading)των κινδύνων, επιτοκίων ή συναλλάγματος, που αναλαμβάνει μια οικονομική μονάδα, είτε επενδύοντας τα διαθέσιμα τις κεφαλαία της είτε δανειζόμενη κεφαλαία, τόσο στο εγχώριο όσο και σε ξένα νομίσματα.

β) η αξιοποίηση των συγκριτικών πλεονεκτημάτων που μπορεί να εμφανίζουν δυο οικονομικές μονάδες σε διαφορετικές αγορές.

γ) η αξιοποίηση των οικονομικών κλίμακας.

δ) η υπέρβαση των θεσμικών εμποδίων που αντιμετωπίζουν οι οικονομικές μονάδες στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου.

ε) η αξιοποίηση των διαιρετικών τιμών των ίδιων χρηματοοικονομικών προϊόντων σε διαφορετικές αγορές(arbitrage).

στ) η κερδοσκοπία που μπορεί να προέλθει από τη σωστή προβλέψει για την πορεία του υποκείμενου τίτλου(συναλλάγματος ή επιτοκίου).

1.2.5 ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΑ ΠΑΡΑΓΩΓΑ

Τα τελευταία χρόνια οι σύγχρονοι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί δημιουργούν συνεχώς νέους τύπους παραγωγών χρηματοοικονομικών προϊόντων, ώστε να είναι σε θέση να καλύψουν τις αυξημένες και εξειδικευμένες ανάγκες των πελατών τους και παράλληλα να μπορούν να ανταποκριθούν στον αυξανόμενο ανταγωνισμό. Τα προϊόντα αυτά είναι γνωστά στις αγορές ως (hybrids), που προκύπτουν από κατάλληλους συνδυασμούς των γνωστών παραγωγών και προσφέρονται είτε απευθείας από το χρηματοοικονομικό οργανισμό στον πελάτη ή ελευθέρα στην αγορά. Δηλαδή η δημιουργία τους στηρίζεται στην ευρηματικότητα και στην ευελιξία των μεγάλων οργανισμών που συμμετέχουν στις σχετικές αγορές και παράλληλα στον βαθμό ανάπτυξης των ίδιων των αγορών, ώστε να διευκολύνονται οι συναλλαγές και να προστατεύονται οι αντισυμβαλλόμενοι. Στη συνέχεια θα αναφερθούμε σε κάποια παράγωγα της κατηγορίας αυτής, όπως(caps, floors, collars, Fras)ή άλλους υποκείμενους τίτλους , όπως τα παράγωγα πιστωτικού κίνδυνου(credit derivatives)και τα παράγωγα επί μετοχών ή χαρτοφυλακίων(warrants).

1.2.5.1 CAP (ΔΙΚΑΙΩΜΑ ΑΝΩΤΑΤΟΥ Η ΜΕΓΙΣΤΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ)

Πρόκειται για ένα παραγωγό χρηματοοικονομικό προϊόν που διασφαλίζει τον κάτοχο ή αγοραστή του από την άνοδο των επιτοκίων πάνω από συγκεκριμένο ύψος(cap rate). Ενδιαφέρει δηλαδή το προϊόν αυτό τους δανειζόμενους και τους επενδύτες(κερδοσκόπους)που προβλέπουν άνοδο των

επιτοκίων. Οι όροι του, οι οποίοι κατοχυρώνονται με σχετικό συμβόλαιο, διαμορφώνονται εκτός οργανωμένων αγορών, σύμφωνα με τις ανάγκες των αντισυμβαλλόμενων.

1.2.5.2 FLOOR (ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΚΑΤΩΤΑΤΟΥ Η ΕΛΑΧΙΣΤΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ)

Ένα συμβόλαιο(floor)διασφαλίζει στον κάτοχο του από τη μείωση του επιτοκίου κάτω από ένα συγκεκριμένο ύψος. Δηλαδή, με τα(floors)τίθεται ένα κατώτατο όριο μεταβολής ενός κυμαινόμενου επιτοκίου.

Με ένα τέτοιο συμβόλαιο προστατεύεται ο επενδύτης ή ο δανειστής, π.χ. η τράπεζα. Μπορεί, για παράδειγμα να διασφαλισθεί η απόδοση μιας κατάθεσης ή γενικότερα μιας επένδυσης ή ενός χορηγηθέντος δανείου στη περίπτωση που συνδέονται με ένα κυμαινόμενο επιτόκιο, π.χ. με το επιτόκιο των έντοκων γραμμάτων του δημόσιου, με το επιτόκιο(prime ή με το επιτόκιο tailor).

Δηλαδή, εφόσον ο επενδύτης ή ο δανειζόμενος, παράλληλα με την τοποθέτηση του, αγοράσει και ένα συμβόλαιο(floor), η διάφορα της απόδοσης κάτω από το συγκεκριμένο ύψος που αναφέρεται στο συμβόλαιο(floor rate)θα του καταβληθεί από τον πωλητή του συμβολαίου.

Τα(floors), εφόσον καλύπτουν περισσότερες της μιας εκτοκιστικές περιόδους μιας επένδυσης, ουσιαστικά αποτελούν μια σειρά από δικαιώματα πώλησης(put options)επί επιτοκίων, ευρωπαϊκού τύπου.

1.2.5.3 COLLARS (ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΑΝΩΤΑΤΟΥ ΚΑΙ ΚΑΤΩΤΑΤΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ)

Είναι συμβόλαια που εξασφαλίζουν τον κάτοχο τους ταυτοχρόνως από την άνοδο των επιτοκίων, αλλά και από την μείωση των επιτοκίων. λειτουργούν

επομένως ως(caps),όσον αναφορά την κάλυψη από την άνοδο των επιτοκίων και ως(floors),όσον αναφορά τη μείωση των επιτοκίων.

Δηλαδή, πρόκειται για συνδυασμό μιας θέσης, όσον αφορά το σκέλος του cap και μιας αρνητικής θέσης, όσον αφορά το σκέλος του(floor).

Η τεχνική αυτή χρησιμοποιείται συνήθως από τους δανειζόμενους οι οποίοι πωλούν ένα συμβόλαιο(floor)για να περιορίσουν το κόστος αγοράς ενός συμβολαίου(cap),με τον κίνδυνο το επιτόκιο να μειωθεί κάτω του επιτοκίου (floor)αυξάνοντας έτσι το συνολικό τους κόστος.

1.2.5.4 FRAS (FORWARD RATE AGREEMENTS)

Πρόκειται για ένα συμβόλαιο μεταξύ δυο μερών, π.χ. της τράπεζας και του πελάτη της, με τα οποία ο ένας από τους δυο αντισυμβαλλόμενους καλύπτετε από τη άνοδο και ο δεύτερος από τη ν μείωση των επιτοκίων. Αυτό επιτυγχάνεται με την πληρωμή από τον ένα αντισυμβαλλόμενο τόκων που υπολογίζονται βάσει ενός σταθερού επιτοκίου και από τον άλλο τόκων που υπολογίζονται βάσει ενός κυμαινόμενου επιτοκίου. Το σταθερό επιτόκιο που αναφέρεται στη σύμβαση του(FRAS)και το κυμαινόμενο είναι ένα αντιπροσωπευτικό επιτόκιο της αγοράς, όπως το euribor ή το(libor).

Κύριο χαρακτηριστικό των συμβολαίων αυτών είναι ότι καθορίζεται σήμερα, δηλαδή κατά τον χρόνο υπογραφής της σύμβασης, τόσο το επιτόκιο που θα εφαρμοστεί σε μια μελλοντική ημερομηνία όσο και το χρονικό διάστημα για το οποίο θα εφαρμοσθεί.

Η αντιστάθμιση του κίνδυνου επιτοκίων με τη χρήση των(FRAS) επιτυγχάνεται με τη χρήση ενός πλασματικού ή υποθετικού κεφαλαίου και κατά συνέπεια η πληρωμή – πόσο διακανονισμού, προκύπτει από τη διάφορα των

επιτοκίων χωρίς να μετακινείται το συνολικό κεφαλαίο επί του οποίου υπολογίζονται οι τόκοι.

1.2.5.5 WARRANTS

Τα(warrants)αποτελούν μια ειδικευμένη κατηγορία δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς(call options), στα οποία δεν εφαρμόζονται όλοι οι κανόνες που εφαρμόζονται στα δικαιώματα προαίρεσης, αφού συνήθως δεν διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές.

Όπως και τα δικαιώματα αγοράς, τα(warrants)παρέχουν στον κάτοχο τους το δικαίωμα να αγοράσει ένα συγκεκριμένο αριθμό μετοχών μιας επιχειρήσεις ή ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών σε προκαθορισμένη τιμή. Το δικαίωμα μπορεί να ασκηθεί στην λήξη του ή οποιαδήποτε στιγμή έως την λήξη του ή στο τέλος προκαθορισμένων ημερομηνιών έως την λήξη του.

Τα warrants, σε αντίθεση με τα δικαιώματα προαίρεσης, που η διάρκεια τους είναι σχετικά μικρή, μπορεί να έχουν διάρκεια αρκετών ετών. Παράλληλα εμπερικλείουν υψηλότερο κίνδυνο από τα δικαιώματα προαίρεσης, αφού δημιουργούνται και λειτουργούν εκτός οργανωμένων αγορών.

1.2.6 ΤΑ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Τα παράγωγα πιστωτικού κίνδυνου ή πιστωτικά παράγωγα είναι συμβόλαια που παρέχουν εξασφάλιση για πιθανή ζημία οφειλόμενη στον πιστωτικό κίνδυνο. Πρόκειται για νέες τεχνικές στην αντιμετώπιση του πιστωτικού κίνδυνου. Δηλαδή είναι χρηματοοικονομικά εργαλεία που μετριάζουν ή μηδενίζουν τον πιστωτικό κίνδυνο.

Με τα πιστωτικά παράγωγα ο πιστωτικός κίνδυνος μεταφέρεται από τους πωλητές πιστωτικού κίνδυνου στους αγοραστές πιστωτικού κίνδυνου. Με τη χρήση αυτών, οι τράπεζες, οι λοιποί χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί και οι επενδύτες, μπορούν να διαχειριστούν τον πιστωτικό κίνδυνο που αναλαμβάνουν με τις τοποθετήσεις τους, εξασφαλισμένοι από πιθανές αρνητικές εξελίξεις στη δυνατότητα επιστροφής των κεφαλαίων από τον δανειζόμενο.

Η μεταβίβαση και η διαχείριση του πιστωτικού κίνδυνου για ένα πιστωτικό ίδρυμα έχει ιδιαίτερη σημασία όταν:

α) ένα μεγάλο ποσοστό των χρηματοδοτήσεων αφορά ένα συγκεκριμένο κλάδο.

β) οι χρηματοδοτήσεις έχουν κατευθυνθεί κύριος σε μια περιοχή ή σε μια χώρα.

γ) η τράπεζα αναπτύσσει εργασίες σε νέες αγορές ή χώρες.

δ) η τράπεζα είναι αναγκασμένη να περιορίσει τον πιστωτικό της κίνδυνο ή να βελτιώσει τους δείκτες που εκφράζουν τον πιστωτικό κίνδυνο, λόγω των υφισταμένων οδηγιών ή υποχρεώσεων προς τις αρμόδιες αρχές.

1.2.6.1 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Οι βασικές κατηγορίες των πιστωτικών παραγωγών, με κύριο κριτήριο για τον διαχωρισμό και το είδος του κίνδυνου που μεταφέρεται με το κάθε παραγωγό, είναι:

1. ανταλλαγές πιστωτικού κίνδυνου(credit default swaps)
2. ανταλλαγές αθέτησης(credit default swaps)
3. Πιστωτικά δικαιώματα προαίρεσης(credit options)
4. τίτλοι πιστωτικής σύνδεσης(credit linked notes)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ : 2 ΧΡΗΣΗ ΚΑΙ ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ

2.1 ΧΡΗΣΗ ΤΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ

Η πρόκληση των παραγώγων χρηματιστηριακών προϊόντων δεν αφήνει σήμερα αδιάφορο κανένα από τους συμμετέχοντες στις σύγχρονες χρηματοοικονομικές αγορές(χρήματος, συναλλάγματος, επιτοκίων, χρεογράφων, κ.λπ.).

Όπως είναι γνωστό οι τραπεζική λοιποί χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί και οι επενδυτές αντιδρώντας στην εμφάνιση των χρηματοοικονομικών κινδύνων ανέπτυξαν μια σειρά χρηματοοικονομικών προϊόντων σχεδιασμένων έτσι, ώστε να ελέγχουν και να διαχειρίζονται τους κινδύνους αυτούς που υπέβρισκαν στο νέο χρηματοοικονομικό περιβάλλοντα χώρο. Το πρώτο χρηματοοικονομικό προϊόν που υιοθέτησαν, σχετιζόμενο με τον πρώτο σε σειρά εμφάνισης κίνδυνο, ήταν απλά προθεσμιακά συμβόλαια επί νομισμάτων, όπου ο ένας αντισυμβαλλόμενος υποχρεούται να αγοράσει και ο άλλος να πωλήσει μια προκαθορισμένη ποσότητα ξένου νομίσματος στη συγκεκριμένη ισοτιμία σε μια προσυμφωνημένη μελλοντική ημερομηνία σύναψη τέτοιων προθεσμιακών συμβολαίων έδινε την δυνατότητα στους χρήστες τους να αντισταθμίζουν τον κίνδυνο των μεγάλων διακυμάνσεων των ισοτιμιών. Κατά συνεπεία τα χρηματοοικονομικά παράγωγα σχεδιαστήκαν αρχικά για την αποτελεσματική αντιμετώπιση και αντιστάθμιση συγκεκριμένων κινδύνων.

Στην πραγματικότητα αντιστάθμιση των χρηματοοικονομικών κινδύνων ήταν το κλειδί της μεγάλης τους ανάπτυξης. Στην συνέχεια χρησιμοποιήθηκαν τόσο για μεταφορά των κινδύνων όσο και για επένδυση αλλά και για κερδοσκοπία.

Η βασικοί λόγοι οι οποίοι οδηγούν την ανάπτυξη και χρήση των παραγώγων προϊόντων αναφέρονται αναλυτικότερα στη συνέχεια.

α). Αντιστάθμιση των χρηματοοικονομικών κινδύνων

Πρόκειται για τον κύριο λόγο της καταρχήν εμφάνισης, της δημιουργίας και της ανάπτυξης των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Στις σημερινές ταχέως μεταβαλλόμενες συνθήκες είναι πολύ σημαντικό κάθε επενδυτική κίνηση η στρατηγική να μπορεί να προσαρμοστεί, ανάλογα με την ανοικτή κάθε φορά θέση, θετική η αρνητική, σε κάθε πιθανή μελλοντική εξέλιξη στις αγορές χρήματος, συναλλάγματος, επιτοκίων κολέγια παράδειγμα, κάποιος Έλληνας που έχει υποχρεώσεις, δανεισμό η πιστώσεις πληρωτές σε δολάρια ΗΠΑ(USD), μπορεί με τη χρήση των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων η με τη διαμόρφωση κάποιων στρατηγικών με αυτό να περιορίσει η να μηδενίσει τον συναλλαγματικό κίνδυνο, δηλαδή τον κίνδυνο που προέρχεται από μια πιθανή ανατίμηση του(USD)έναντι του εγχώριου νομίσματος. Αυτό μπορεί να επιτευχτεί με την χρήση όλων των κατηγοριών παραγώγων. Μπορεί για παράδειγμα να κάνει χρήση των προθεσμιακών συμβολαίων συναλλάγματος, κλειδώνοντας έτσι μια ισοτιμία για το χρόνο της συναλλαγής(αποπληρωμής),η των δικαιωμάτων προαίρεσης αποκτώντας το δικαίωμα να αγοράζει δολάρια σε συγκεκριμένη τιμή, κατά το χρόνο που πρέπει να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του, χωρίς όμως να είναι και υποχρεωμένος, αντίθετα με το προθεσμιακό συμβολισμένα πραγματοποιήσει την αγορά δολαρίων, εφόσον αυτό δεν είναι συμφέρον. Εναλλακτικά μπορεί να κάνει χρήση συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης η εντεταλμένοι τρόποι αντιστάθμισης του κινδύνου με τη χρήση παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων αποτελούν σήμερα κυρίαρχη καθημερινή τακτική, ακολουθούμενη από όλους τους εμπλεκόμενους στις

αγορές, επιχειρήσεις η ιδιώτες, επενδυτές η δανειζόμενους, αρκεί αυτοί να έχουν την δυνατότητα εύκολης και γρήγορης πρόσβασης στις ανεπτυγμένες χρηματοπιστωτικές αγορές.

β).Μεταφορά των κινδύνων

Με τη χρήση των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων παρέχετε παράλληλα η δυνατότητα στους κατέχοντες θέσης, θετικές(long)η αρνητικές(short),επενδυτές οι άλλους να μεταφέρουν τον κίνδυνο σε κάποιων που είναι διατεθειμένος να τον αναλάβει είτε έναντι κάποιας αμοιβής είτε στα πλαίσια των επενδυτικών του επιλογών. Για παράδειγμα, κάποιος επενδυτής που κατέχει ένα χαρτοφυλάκιο από μετοχές μπορεί να αγοράσει ένα δικαίωμα προαίρεσης πώλησης μέτοχων, επειδή εκτιμά ότι η τιμή των μετόχων θα μειωθεί ή μπορεί να πουλήσει ένα δικαίωμα μελλοντικής εκπλήρωσης σε μετοχές. Το κίνδυνο μειώσεις των τιμών των συγκεκριμένων μέτοχων τον αναλαμβάνουν αντίστοιχα ο πωλητής δικαιώματος ή ο αγοραστής του συμβολαίου μελλοντικής εκπληρώσεις που οι εκτιμήσεις τους διαφέρουν από αυτές των πρώτων. Εκτιμούν δηλαδή ότι οι τιμές των μέτοχων θα έχουν ανοδική πορεία.

γ). Επενδύσεις σε παράγωγα

Ανάλογα με τον βαθμό του κινδύνου που θέλουν να αναλάβουν οι επενδυτές, ιδιώτες ή θεσμικοί, μπορούν να επιλέξουν το κατάλληλο για την θέση τους παραγωγό προϊόν ή τον κατάλληλο συνδυασμό παραγώγων προϊόντων, ώστε να αυξήσουν την απόδοση της επένδυσής τους.

Ιδιαίτερα στις σύγχρονες συνθήκες διαχείρισης ενεργητικού και παθητικού οι επενδυτές μπορούν με την χρήση των προϊόντων αυτών να διαμορφώσουν τις πλέον κατάλληλες στρατηγικές για να αυξήσουν την απόδοση τους μέσο των πλέον κερδοφόρων επενδύσεων.

Έτσι με την χρήση των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων οι επενδυτές μπορούν στις επενδυτικές τους επιλογές να προσθέσουν δυνατότητες για τις μέγιστες δυνατές αποδόσεις με τη χαμηλότερη δυνατή χρήση κεφαλαίων, που συνήθως ισούται με κάποιο ασφάλιστρο (premium) ή με κάποιο περιθώριο (margin). Αυτός είναι και ο βασικός λόγος που χρησιμοποιούν τα παράγωγα οι κερδοσκόποι (speculators).

Με την ανάπτυξη των παραγώγων, οι αγορές και οι επενδυτές ωφελούνται περαιτέρω, αφού η χρήση τους, ιδιαίτερα των προθεσμιακών συμβολαίων και των συμβολαίων μελλοντικής εκπληρώσεως, αποκαλύπτει τις πιθανές μελλοντικές τιμές των υποκειμένων τίτλων, οι οποίες σε πολλές περιπτώσεις δε διαφέρουν από τις τιμές που τελικά θα διαμορφωθούν. Διευκολύνεται έτσι η οικονομική λειτουργία και η διαδικασία του προγραμματισμού.

Επίσης τα παράγωγα προσθέτουν ρευστότητα στις αγορές, αφού μια επένδυση στους υποκειμένους τίτλους θα απαιτούσε πολλαπλάσια κεφάλαια, ενώ με τη χρήση των παραγώγων δεσμεύεται ένα ελάχιστο ποσό που αντίστοιχη μονό στο περιθώριο (margin) ή στο ασφάλιστρο (premium), που στις περισσότερες των περιπτώσεων ανέρχονται σε ένα μικρό ποσοστό της αξίας του υποκειμένου τίτλου.

Σημαντικά είναι και τα ωφελεί που προκύπτουν από την μείωση του κόστους συναλλαγών και από την βελτίωση της αποτελεσματικότητας των αγορών.

Επί πρόσθετος η ευρεία χρήση των παραγώγων ευνοεί το σύνολο της οικονομίας αφού συντελεί στον έλεγχο των υποκειμένων τίτλων και στη βελτίωση της τιμολόγησής τους στις υποκειμένες αγορές.

2.1.1 ΧΡΗΣΗ ΤΩΝ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ

Πρωταρχικός στόχος των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης, όπως και των λοιπών παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων, είναι η αντιστάθμιση των κινδύνων που δημιουργούν οι συναλλαγές. Ο κίνδυνος που αντισταθμίζεται κάθε φορά σχετίζεται με τον υποκείμενο τίτλο του συμβολαίου. Με το άνοιγμα μιας θέσης, αγοράς ή πώλησης, μέσω ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης, διασφαλίζεται ένα επίπεδο τιμής του υποκείμενου τίτλου που θα παραδοθεί στο μέλλον, π.χ. επιτοκίου, ισοτιμίας, τιμής μετοχής, τιμής χρεογράφου ή τιμής προϊόντος . με αυτόν τον τρόπο αποφεύγονται μη ευνοϊκές μελλοντικές τιμές του υπό παράδοση ή παραλαβή υποκείμενου τίτλου (χρηματοοικονομικού ή αλλού προϊόντος).

Βασικοί χρηστές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης είναι και οι κερδοσκόποι, που αντίθετα με τους χρήστες που στοχεύουν στην αντισταθμίσει του κινδύνου, αναλαμβάνουν κίνδυνο με σκοπό το υψηλότερο και σε μικρό διάστημα κέρδος, αξιοποιώντας και τη μόχλευση που τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης εμπεριέχουν. Για τον ίδιο λόγο υψηλότερες θα πρέπει να είναι και οι αναμενόμενες ζημιές, στη περίπτωση που δεν θα επαληθεύει η πρόβλεψη για την πορεία της τιμής του υποκείμενου τίτλου.

2.1.2 ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ

Ένα από τα σημαντικότερα χαρακτηριστικά των δικαιωμάτων προαίρεσης είναι η δυνατότητα που παρέχεται στους χρηστές τους να διαμορφώνουν διάφορες στρατηγικές, είτε απλές, όπως είναι η αγορά ή η πώληση ενός δικαιώματος αγοράς, είτε η αγορά ή η πώληση ενός δικαιώματος πώλησης, είτε σύνθετες με τον κατάλληλο συνδυασμό τους με άλλα δικαιώματα

προαίρεσης και τις αντίστοιχες μετοχές, όπως η στρατηγική(straddle) και η στρατηγική(Strangle). Οι στρατηγικές(straddle και Strangle)συμπεριλαμβάνονται στις δεκάδες που μπορεί να χρησιμοποιήσουν οι επενδυτές ή γενικότερα οι χρηστές των δικαιωμάτων προαίρεσης ανάλογα με τις προβλέψεις τους, τον κίνδυνο που θέλουν να αναλάβουν και τον σκοπό για τον οποίο κάνουν χρήση των δικαιωμάτων, δηλαδή, εάν σκοπεύουν να αντισταθμίσουν κινδύνους ή εάν θέλουν να πετύχουν υψηλές αποδόσεις στις επενδύσεις τους.

Στρατηγικές μπορούν επίσης να διαμορφωθούν και βάσει των τρεχουσών τάσεων της αγοράς στην οποία διαπραγματεύεται ο υποκείμενος τίτλος. Διαφορετικές είναι δηλαδή οι στρατηγικές που θα εφαρμοστούν σε μια αγορά που εμφανίζει ανοδικές τάσεις(bull market)από τις στρατηγικές μιας αγοράς που εμφανίζει πτωτικές τάσεις(bear market). Η διαμορφώσει και η χρήση στρατηγικών αφορά όλα τα είδη των δικαιωμάτων ασχέτως υποκείμενου τίτλου. Δηλαδή οι ίδιες στρατηγικές μπορούν να εφαρμοστούν για τα δικαιώματα συναλλάγματος, δεικτών, χρεογράφων, κ.ο.κ.

α) ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ STRADDLE

Αγορά straddle

Η αγορά ενός straddle συνίσταται στη θετική θέση(long position)δηλαδή την αγορά, ενός δικαιώματος αγοράς(call)και ενός δικαιώματος πώλησης(put), τα οποία έχουν τα ίδια χαρακτηριστικά, δηλαδή αφορούν στο ίδιο υποκείμενο μέσο(τίτλο),έχουν την ίδια τιμή εξάσκησης και την ίδια ημερομηνία λήξεως.

Η αγορά(straddle)χρησιμοποιείτε, όταν ο επενδυτής πιστεύει ότι οι τιμές θα παρουσιάσουν μεγάλες αυξομειώσεις, χωρίς όμως να είναι σε θέση να προσδιορίσει αν αυτές οι κινήσεις της τιμής θα είναι θετικές ή αρνητικές, ως

υποθέσουμε ότι ένας επενδυτής αγοράζει ένα δικαίωμα αγοράς(call)ευρωπαϊκού τύπου της μετοχής της εταιρίας χω με τιμή εξασκήσεις 50 ευρώ και τιμή (premium)4 ευρώ και ένα δικαίωμα πωλήσεις(put)του ίδιου τύπου της μετοχής της εταιρίας χω με τιμή εξασκήσεις 50 ευρώ και τιμή(premium)4 ευρώ. Σύμφωνα με τον ορισμό του δικαιώματος αγοράς, ο κάτοχος αυτού έχει το δικαίωμα, αλλά όχι την υποχρέωση, να αγοράσει στη λήξη του δικαιώματος τη μετοχή προς 50 ευρώ και σύμφωνα με τον ορισμό, ο κάτοχος αυτού έχει το δικαίωμα, αλλά όχι την υποχρέωση, να πώληση στη λήξει του δικαιώματος τη μετοχή προς 50 ευρώ.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1.1

Στρατηγική straddle – Αγορά straddle

Τιμή μετοχής	Άσκηση Put	Κέρδη/Ζημιές στο Put	Άσκηση Call	Κέρδη/Ζημιές στο Call	Κέρδη/Ζημιές στο Straddle
72	OXI	-4	NAI	18	14
70	OXI	-4	NAI	16	12
65	OXI	-4	NAI	11	7
58	OXI	-4	NAI	4	0
54	OXI	-4	NAI	0	-4
50	NAI/OXI	-4	NAI/OXI	-4	-8
46	NAI	0	OXI	-4	-4
42	NAI	4	OXI	-4	0
35	NAI	11	OXI	-4	7
30	NAI	16	OXI	-4	12
28	NAI	18	OXI	-4	14

ΠΗΓΗ: Αγγελόπουλος, Παναγιώτης Χρ. (2005) , Εισαγωγή στα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα (financial derivatives) Έκδοση Σταμούλη, ISBN: 960-351-610-4

Πώληση straddle

Η πώληση(write)ενός straddle, σε αντίθεση με την αγορά ενός (straddle), συνίσταται στην αρνητική θέση(long rotation),δηλαδή την πώληση ενός

δικαιώματος αγοράς(call)και ενός δικαιώματος πώλησης(put)με τα ίδια χαρακτηριστικά, όπως και στην αγορά ενός (straddle).

Εάν ένας επενδυτής πουλήσει ένα δικαίωμα αγοράς(call)ευρωπαϊκού τύπου μετοχής της εταιρίας χω με τιμή εξασκήσεις 50 ευρώ και τιμή (premium) 4 ευρώ και ένα δικαίωμα πώλησης(put)του ίδιου τύπου της μετοχής της εταιρίας αχώ με τιμή εξασκήσεις 50 ευρώ και τιμή(premium) 4 ευρώ, κατέχει αρνητική θέση(short)ως πωλητής ενός straddle. Τα αποτελέσματα για διάφορες τιμές της μετοχής καταγράφονται στον πίνακα:

ΠΙΝΑΚΑΣ 1.2

Στρατηγική straddle – Πώληση straddle

Τιμή μετοχής	Άσκηση Put	Κέρδη/Ζημιές στο Put	Άσκηση Call	Κέρδη/Ζημιές στο Call	Κέρδη/Ζημιές στο Straddle
72	OXI	4	ΝΑΙ	-18	-14
70	OXI	4	ΝΑΙ	-16	-12
65	OXI	4	ΝΑΙ	-11	-7
58	OXI	4	ΝΑΙ	-4	0
54	OXI	4	ΝΑΙ	0	4
50	ΝΑΙ/OXI	4	ΝΑΙ/OXI	4	8
46	ΝΑΙ	0	OXI	4	4
42	ΝΑΙ	-4	OXI	4	0
35	ΝΑΙ	-11	OXI	4	-7
30	ΝΑΙ	-16	OXI	4	-12
28	ΝΑΙ	-18	OXI	4	-14

ΠΗΓΗ: Αγγελόπουλος, Παναγιώτης Χρ. (2005) , Εισαγωγή στα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα (financial derivatives) Έκδοση Σταμούλη, ISBN: 960-351-610-4

β) ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ STRANGLE

Αγορά strangle

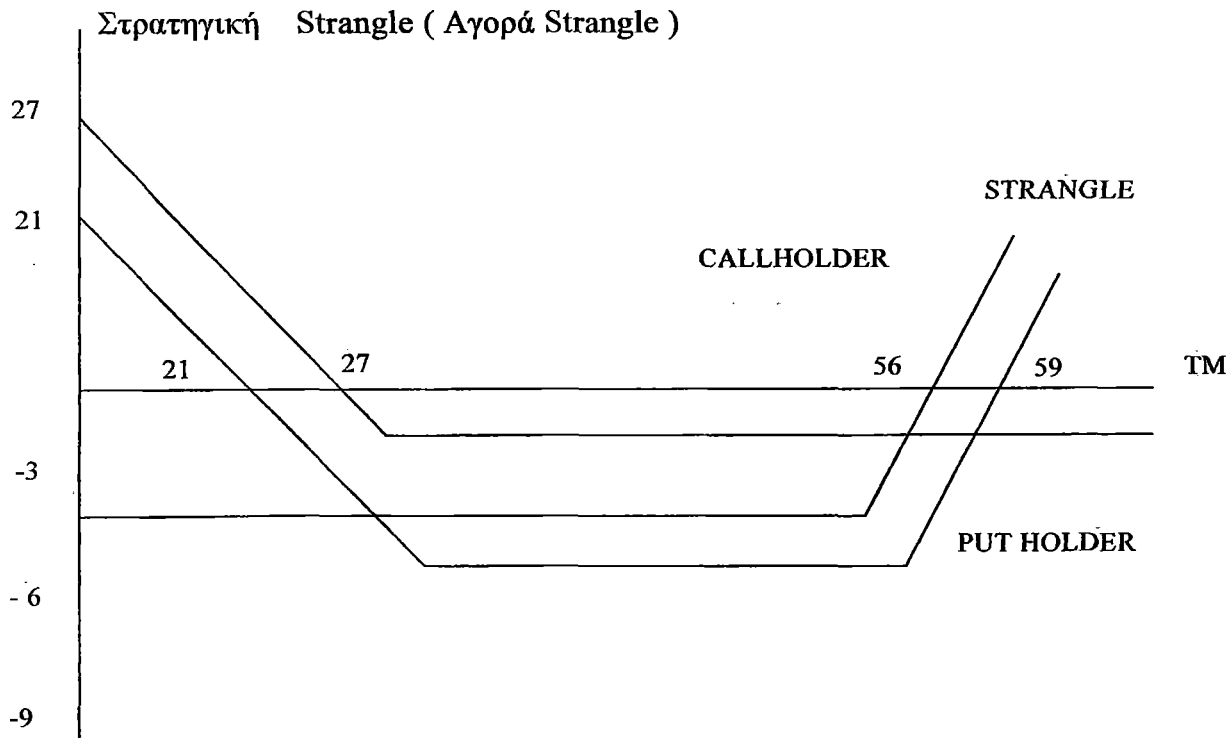
Η αγορά ενός strangle διαμορφώνεται με την ταυτόχρονη αγορά ενός δικαιώματος αγοράς(call)και ενός δικαιώματος πώλησης(put)επί του ίδιου υποκείμενου τίτλου(π.χ. μετοχής της εταιρίας χω),με την ίδια ημερομηνία λήξεως. Διαφέρει όμως η τιμή εξάσκησης των δυο δικαιωμάτων, με την τιμή εξασκήσεις του δικαιώματος αγοράς να είναι στις περισσότερες περιπτώσεις υψηλότερη από αυτή του δικαιώματος πώλησης. Η κατεχόμενη θέση είναι θετική (long position).

Ας υποθέσουμε ότι ένας επενδύτης αγοράζει ένα δικαίωμα αγοράς(call) ευρωπαϊκού τύπου της μετοχής της εταιρίας χω με τιμή εξασκήσεις 50 ευρώ και τιμή(premium)6 ευρώ και ένα δικαίωμα πώλησης(put)του ίδιου τύπου της μετοχής της εταιρίας χω με τιμή εξασκήσεις 30 ευρώ και τιμή(premium)3 ευρώ.

Υποθέτοντας διάφορες τιμές κατά την λήξη των συμβολαίων προκύπτει ο πίνακας:

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.1

+



ΠΗΓΗ: Αγγελόπουλος, Παναγιώτης Χρ.(2005) , Εισαγωγή στα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα(financial derivatives)Εκδοση Σταμούλη, ISBN: 960-351-610-4

Όπως συμβαίνει και με τη στρατηγικοί(straddle)η στρατηγικοί strangle ακολουθείται όταν ο επενδύτης προσδοκά ότι η μεταβολή στη τιμή της μετοχής θα είναι μεγάλη. Η στρατηγικοί strangle είναι πιο εύχρηστη λόγω της διαφορετικής τιμής αγοράς των δυο δικαιωμάτων αφού μπορούν να εντοπιστούν στην αγορά ευκολότερα. Αντίθετα όμως με τη στρατηγικοί(straddle)που η μέγιστη ζημία συναντάται σε μια τιμή του υποκείμενου τίτλου, στη στρατηγικοί strangle η μέγιστη ζημία εμφανίζεται σε ένα εύρος τιμών του υποκείμενου τίτλου.

Στην περίπτωση που η μεταβλητότητα της τιμής της μετοχής δεν είναι έντονη η στρατηγική αυτή καταλήγει σε ζημίες, με τη μέγιστη απώλεια να παρατηρείτε στις τιμές του υποκείμενου τίτλου από 30 έως 50 ευρώ, δηλαδή στο εύρος τιμών που περιλαμβάνεται στο διάστημα ανάμεσα στις τιμές εξάσκησης των δυο δικαιωμάτων. Κέρδος εμφανίζεται για τιμές χαμηλότερες των 21 ευρώ και 59 ευρώ, που διαμορφώνονται από την πρόσθεση και την αφαίρεση αντίστοιχα στην τιμή εξάσκησης του πολωμένου δικαιώματος αγοράς και του αγοραζόμενου δικαιώματος αγοράς του αθροίσματος των δυο τιμών αγοράς(premium)των δυο δικαιωμάτων.

Πώληση strangle

Η πώληση ενός (strangle)διαμορφώνεται με την ταυτόχρονη πώληση ενός δικαιώματος(call)και ενός δικαιώματος πώλησης(put), τα οποία έχουν τα ίδια χαρακτηριστικά πλην της τιμής εξάσκησης, δηλαδή αφορούν στο ίδιο υποκείμενο τίτλο και έχουν την ίδια ημερομηνία λήξεως, αλλά η τιμή εξάσκησης

των δυο δικαιωμάτων διαφέρει. Η κατεχόμενη θέση είναι αρνητική(short position).

Υποθέτουμε ότι ένας επενδύτης πωλεί ένα δικαίωμα αγοράς(call) ευρωπαϊκού τύπου επί της μετοχής της εταιρίας χω με τιμή εξασκήσεις 50 ευρώ και τιμή(premium)6 ευρώ και ένα δικαίωμα πώλησης(put)επί τις ίδιας μετοχής(εταιρία χω) με τιμή εξάσκησης 30 ευρώ και τιμή(premium)3 ευρώ. Ο συγκεκριμένος επενδύτης κατέχει συνολικά αρνητική θέση(long position)ως πωλητής ενός (strangle).

Τα αποτελέσματα για διάφορες τιμές της μετοχής καταγράφονται στον παρακάτω πίνακα :(β.λ παράρτημα πίνακας 1,3)

Υποθέτουμε ότι ένας επενδυτής πωλεί ένα δικαίωμα αγοράς(call) ευρωπαϊκού τύπου επί της μετοχής της εταιρίας χψω με τιμή εξάσκησης 50ευρω και τιμή(premium)6 ευρώ και ένα δικαίωμα πώλησης(put)επί τις ίδιας μετοχής(εταιρία χψω)με τιμή εξάσκησης 30 ευρώ και τιμή(premium)3 ευρώ. Ο συγκεκριμένος επενδυτής κατέχει συνολικά αρνητική θέση(short position)ως πωλητής ενός(strangle). Τα αποτελέσματα για διάφορες τιμές μετοχής καταγράφονται στον πίνακα 1.4. όπως συμβαίνει και με την πώληση(straddle) έτσι και στη πώληση strangle ο επενδυτής πιστεύει ότι η μεταβλητότητα της τιμής του υποκειμένου τίτλου(μετοχή της εταιρίας χψω)είναι περιορισμένη.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1.4

Στρατηγική Strangle – Πώληση Strangle

Τιμή Μετοχής	Άσκηση Put	Κέρδη/Ζημιές στο Put	Άσκηση Call	Κέρδη/Ζημιές στο Call	Κέρδη/Ζημιές στο Straddle
75	OXI	3	NAI	-19	-16
70	OXI	3	NAI	-14	-11
65	OXI	3	NAI	-9	-6
60	OXI	3	NAI	-4	-1
59	OXI	3	NAI	-3	0
56	OXI	3	NAI	0	3
50	OXI	3	NAI/ OXI	6	9
45	OXI	3	OXI	6	9
35	OXI	3	OXI	6	9
30	NAI/OXI	3	OXI	6	9
27	NAI	0	OXI	6	6
25	NAI	-2	OXI	6	4
21	NAI	-6	OXI	6	0
20	NAI	-7	OXI	6	-1
15	NAI	-12	OXI	6	-6
10	NAI	-17	OXI	6	-11

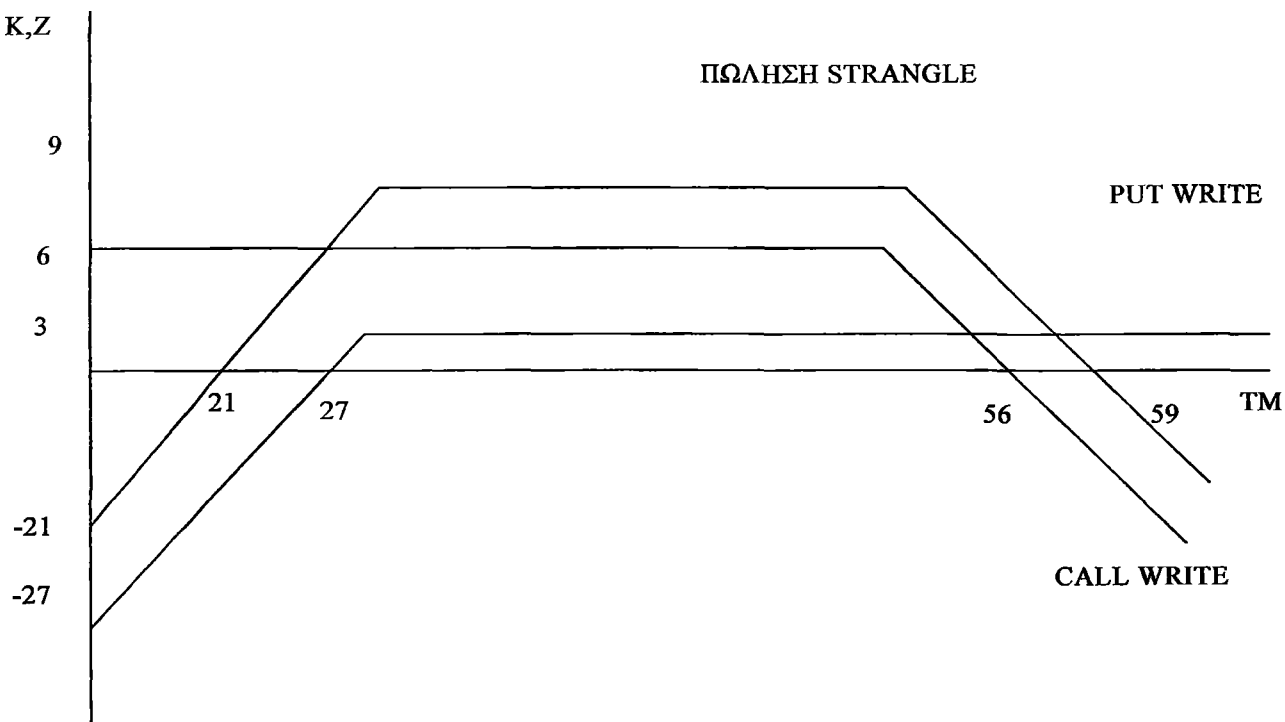
ΠΗΓΗ: Αγγελόπουλος, Παναγιώτης Χρ. (2005) , Εισαγωγή στα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα(financial derivatives)Εκδοση Σταμούλη, ISBN: 960-351-610-4

Στο διάγραμμα φαίνεται το εύρος αυτών των τιμών και τα δυο νέκρα σημεία της πωλούμενης στρατηγικής(strangle). Το μέγιστο κέρδος παρατηρείται στις τιμές του υποκείμενου τίτλου από 30 έως 50 ευρώ, δηλαδή στο εύρος τιμών που περιλαμβάνεται στο διάστημα ανάμεσα στις τιμές εξασκήσεις των δυο δικαιωμάτων. κέρδος, αλλά μειούμενο, εμφανίζεται και για τις τιμές έως 21 ευρώ και 59 ευρώ, που διαμορφώνονται εάν συνυπολογιστεί αφαιρετικά και αθροιστικά αντίστοιχα στις δυο τιμές εξασκήσεις το άθροισμα των δυο τιμών αγοράς(premium)και των δικαιωμάτων. Πέραν των τιμών αυτών και για κάθε

άλλη τιμή του υποκείμενου τίτλου εμφανίζεται ζημία.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.2

Στρατηγική Strangle (πώληση strangle)



ΠΗΓΗ: Αγγελόπουλος, Παναγιώτης Χρ. (2005) , Εισαγωγή στα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα (financial derivatives) Έκδοση Σταμούλη, ISBN: 960-351-610-4

2.1.3 ΧΡΗΣΗ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΕΠΙ ΞΕΝΩΝ ΝΟΜΙΣΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ

Σε όλες τις κατηγορίες δικαιωμάτων επί συναλλάγματος το κέρδος ή η ζημία για τον χρηστή προέρχεται από την διακύμανση των ισοτιμιών των νομισμάτων. Δηλαδή τα δικαιώματα συναλλάγματος έχουν άμεση σχέση με το συναλλαγματικό κίνδυνο και η βασική τους χρήση στοχεύει στην αντιστάθμιση

του. Σημειώνεται ότι σήμερα οι ισοτιμίες των διαφόρων νομισμάτων διαμορφώνονται ελεύθερα με βάση την πρόσφορα και την ζήτηση του κάθε νομίσματος, χωρίς πάντως να αποκλείεται και η παρέμβαση των νομισματικών αρχών κάποιας χώρας για την στήριξη του νομίσματος της στα πλαίσια της συναλλαγματικής πολιτικής που ακολουθεί.

Παράλληλα, ανάλογα με τις επιλογές του χρηστή, τα δικαιώματα επί συναλλάγματος μπορεί να χρησιμοποιούνται ως επενδυτικά εργαλεία με σκοπό το κέρδος ή για εξισορροπητικοί κερδοσκοπία.(arbitrage).

Όταν η χρήση των δικαιωμάτων συναλλάγματος αποσκοπεί στην αντισταθμίσει του συναλλαγματικού κίνδυνου, παρέχεται η δυνατότητα στον κάτοχο τους, εφόσον κρίνεται σκόπιμο βάσει συνθηκών της αγοράς, να κλείσει τις ανοιχτές συναλλαγματικές του θέσεις.

Στη περίπτωση που τα δικαιώματα συναλλάγματος χρησιμοποιούνται ως εργαλεία κερδοσκοπίας(speculation)και με δεδομένο ότι στις περισσότερες περιπτώσεις οι θέσεις των κερδοσκόπων είναι ακάλυπτες, δημιουργούνται σημαντικά υψηλοί κίνδυνοι οι οποίοι έχουν αφετηρία τις διακυμάνσεις των εμπλεκόμενων νομισμάτων.

Τέλος, στην περίπτωση του(arbitrage)τα δικαιώματα συναλλάγματος παρέχουν τη δυνατότητα διακίνησης μεγαλύτερου ύψους κεφαλαίων και πραγματοποίησης σημαντικά μεγαλύτερων κερδών, εφόσον διαμορφωθούν οι κατάλληλες συνθήκες.

2.2 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΟΡΓΑΝΩΜΕΝΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ

Τα παράγωγα δεν εμφανίζονται μόνο σε οργανωμένα χρηματιστήρια. Οι αγορές(OTC)είναι ακόμη μεγαλύτερες. Παρ' όλα αυτά, τα χρηματιστήρια

προσφέρουν έναν αριθμό πλεονεκτημάτων σε σύγκριση με τις αγορές(OTC). Σε σύγκριση με την(over the counter)αγορά η οργανωμένη αγορά παραγώγων προσφέρει ορισμένα πλεονεκτήματα, τα οποία σύμφωνα με τους ειδικούς του χώρου είναι:

Ρευστότητα: παράγωγα τα οποία διακινούνται στο Χρηματιστήριο είναι συμβόλαια προκαθορισμένου μεγέθους. Παρέχουν ευρέως γνωστή ομοιομορφία προδιαγραφών και ποιότητας και έτσι ευνοούν τη ρευστότητα και αποδοτικότητα της αγοράς. Αυτά τα χαρακτηριστικά τα οποία λείπουν από τα(OTC) μπορούν να καταστούν ανεκτίμητα όταν γεγονότα ή αλλαγές σκοπιμοτήτων καθιστούν αναγκαία την καθιέρωση, ρευστοποίηση ή αναπροσαρμογή θέσεων στην αγορά.

Κεντρική αγορά: με παράγωγα τα οποία διακινούνται στο Χρηματιστήριο, οι αγοραστές επωφελούνται από την άμεση πρόσβαση σε πληθώρα ανταγωνιστικών πωλητών, ενώ το αντίστροφο ισχύει για τους πωλητές. Όταν υπάρχει ανάγκη πραγματοποίησης άμεσων αγοραπωλησιών υπό τους πιο ευνοϊκούς όρους, είναι σίγουρα προτιμότερο να υπάρχει πρόσβαση σε ήδη εγκαθιδρυμένη, ρευστή αγορά. Εκτενείς θεσμικές βαλβίδες ασφαλείας, αυξάνουν την ελκυστικότητα της κεντρικής αγοράς.

Διαφάνεια τιμών: η συνεχής, συναγωνιστική αναπροσαρμογή των τιμών και η άμεση, παγκόσμια διάδοση πληροφοριών διευκολύνουν την έγκαιρη αγοραπωλησία.

Κεντρική εκκαθάριση: κατά το ταίριασμα και την καταχώριση αγορών και πωλήσεων, το κέντρο εκκαθάρισης αναλαμβάνει και υποχρεώσεις εγγυητή όλων των συναλλαγών σε παράγωγα. Όλες οι ανοικτές θέσεις βρίσκονται υπό συνεχή παρακολούθηση από το κέντρο και τιμολογούνται καθημερινά, σε τιμές

αγοράς. Αποτελεί καθήκον του κέντρου να επιβλέπει την ικανότητα των μελών του να ικανοποιούν τις υποχρεώσεις τους. Ο θεμελιώδης ρόλος του κέντρου εκκαθάρισης, στη δομή της αγοράς, περιορίζει τον κίνδυνο σε όλα τα επίπεδα.

Θεσμικά ρυθμισμένη αγορά: το ΧΠΑ είναι ένα αναγνωρισμένο χρηματιστήριο. Ως τέτοιο εξασφαλίζει την κανονική και τακτική λειτουργία του, καθώς και την απαραίτητη προστασία των επενδυτών.

Εναλλακτικές επενδυτικές επιλογές σε περιόδους που η αγορά αξιών κινείται πτωτικά, οι επενδυτές μπορούν μέσω των Παράγωγων Προϊόντων να προστατεύσουν την αξία της επένδυσής τους (στρατηγική που είναι γνωστή ως "αντιστάθμιση κινδύνου"). Όταν οι επενδυτές διαβλέπουν μια τάση της αγοράς, είτε για άνοδο είτε για πτώση, μπορούν να επενδύσουν στην πρόβλεψή τους εύκολα και χωρίς μεγάλο κεφάλαιο. Ακόμα και σε μια στατική κατάσταση της αγοράς, οι επενδυτές έχουν τη δυνατότητα να κάνουν επενδυτικές κινήσεις, προβλέποντας πιθανές κινήσεις της αγοράς ανάμεσα σε επίπεδα τιμών.

Επίσης άλλα πλεονεκτήματα που μπορούμε να αναφέρουμε είναι:

Το μικρό απαιτούμενο αρχικό κεφάλαιο.

Οι πολλαπλασιαστικές αποδόσεις(μόχλευση).

Η ευελιξία και δυνατότητα δημιουργίας στρατηγικών προσαρμοσμένων στις ανάγκες και το επενδυτικό προφίλ του κάθε επενδυτή.

Η καθημερινή αποτίμηση των αποτελεσμάτων(κερδών και ζημιών).

Μειωμένες προμήθειες συναλλαγών συγκριτικά με την αγορά αξιών

2.3 ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΟΡΓΑΝΩΜΕΝΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ

Έκτος από τα πλεονεκτήματα όμως το χπα και οι επενδυτές του έχουν να αντιμετωπίσουν και τα μειονεκτήματα του μερικά από αυτά αναφέρονται ποιο παρακάτω.

Α) Το ΧΑΑ πάσχει από έλλειψη ρευστότητας και δε δικαιολογείται η εισαγωγή νέων προϊόντων τα οποία αφαιρούν χρήμα από αυτό. Β) Τα παράγωγα πρέπει να λειτουργούν ως εργαλείο μείωσης κινδύνου αλλά αντί αυτού έχουν καταλήξει σε εργαλείο του τζόγου. Γ) Είναι παράλογο να βλέπουμε την αγορά των παραγώγων να πραγματοποιεί όγκους συναλλαγών ίσους με την πραγματική αγορά. Δ) Οι χρήστες των παραγώγων θα οδηγηθούν τελικά σε καταστροφή όπως έχει γίνει σε όλες τις χώρες του κόσμου.

Αν πάρουμε μια-μια τις παραπάνω απόψεις θα δούμε ότι, χωρίς να μπορεί να αποκλειστεί κάποια δόση αληθείας, η πραγματικότητα είναι πολύ διαφορετική:

Α) Το ΧΑΑ πάσχει από έλλειψη ρευστότητας όχι γιατί μπήκαν νωρίς τα παράγωγα αλλά γιατί μπήκαν πολύ αργά. Ας μη ξεχνούμε ότι το Χρηματιστήριο Παραγώγων(ΧΠΑ)λειτουργήσε τον Αύγουστο του 1999 όταν το ΧΑΑ πραγματοποιούσε τζίρο 400 δισ. ημερησίως. Αν υπήρχε τότε μια ώριμη αγορά παραγώγων το πιθανότερο από όλα θα ήταν να λειτουργούσε σαν σταθεροποιητικός παράγοντας τόσο στην εξέλιξη του τζίρου όσο και στις υπερβολικές αποτιμήσεις του ΧΑΑ.

Β) Είναι σωστή η άποψη ότι τα παράγωγα είναι εργαλείο διαχείρισης κινδύνου όπως και το γεγονός ότι οι επενδύσεις σε μετοχές έχουν μέσο-μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Καμία αγορά όμως δεν μπορεί να λειτουργήσει χωρίς

τη σοβαρή παρουσία κερδοσκόπων οι οποίοι προσδίδουν την αναγκαία ρευστότητα. Ο «τζόγος» δηλαδή είναι αναγκαίο χαρακτηριστικό μιας αγοράς αρκεί οι κανόνες του παιγνιδιού να τηρούνται.

Γ) Δεν είναι παράλογο να βλέπουμε τζίρους μεγαλύτερους στα παράγωγα. Ο τζίρος των(S&P futures)στις ΗΠΑ είναι πολλαπλάσιος της πρωτογενούς αγοράς. Μπορεί να είναι ακόμα και πολλαπλάσιος; Γιατί μια ώριμη αγορά παραγώγων είναι πολύ πιο αποδοτική και το μόνο μέσο που παρέχει στους επαγγελματίες την απαιτούμενη ρευστότητα για να πάρουν μεγάλες θέσεις στην αγορά. Άρα μια περαιτέρω αύξηση του τζίρου στο ΧΠΑ θα πρέπει να θεωρηθεί υγιής.

Δ) Είναι αλήθεια ότι η χρήση των παραγώγων προϊόντων χαρακτηρίζεται από υψηλότερους κινδύνους από άλλα επενδυτικά μέσα όπως π.χ. ομόλογα και μετοχές. Για αυτό και απευθύνονται σε έμπειρους επενδυτές και επαγγελματίες οι οποίοι αντιλαμβάνονται το κίνδυνο και είναι διατεθειμένοι να τον αναλάβουν προκειμένου να διεκδικήσουν τις υψηλότερες αποδόσεις που μπορούν να πετύχουν με αυτά. Ας μη ξεχνούμε ότι οποιαδήποτε επένδυση η οποία γίνεται χωρίς προσεκτική εκτίμηση του αναλαμβανομένου κινδύνου μπορεί να οδηγήσει σε καταστροφικά αποτελέσματα ανεξαρτήτως του επενδυτικού εργαλείου.

Επενδυτικό ρίσκο

Το παρόν φυλλάδιο έχει ενημερωτικό χαρακτήρα και δεν προτρέπει στη χρήση Παραγώγων Προϊόντων. Η χρήση Παραγώγων Προϊόντων μπορεί να επιφέρει κέρδη αλλά και ζημίες. Πριν πραγματοποιήσετε συναλλαγές σε Παράγωγα Προϊόντα, πρέπει να γνωρίζετε τα χαρακτηριστικά των συμβολαίων και τις μέγιστες πιθανές αποδόσεις και ζημίες για την θέση σας. Η χρήση της **μόγλευσης** που παρέχουν τα Σ.Μ.Ε πολλαπλασιάζει τα δυνητικά κέρδη, όπως και

τη δυνητική ζημία. Μια μικρή κίνηση του υποκείμενου προϊόντος επιφέρει πολλαπλάσια μεταβολή στο επενδυτικό κεφάλαιο, μεγαλύτερα κέρδη ή μεγαλύτερη ζημία. Ενημερωθείτε για τους κινδύνους που συνδέονται με κάθε μορφή επένδυσης και ζητήστε τη γνώμη ενός επαγγελματία συμβούλου. Η αγορά των Παραγώγων απαιτεί πλεονάζουσα ρευστότητα και συνεχή ετοιμότητα από τους επενδυτές λόγω του ημερήσιου διακανονισμού και της καθημερινής προσαρμογής το απαιτούμενου περιθωρίου ασφάλισης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΓΕΝΙΚΑ ΓΙΑ ΤΟ ΧΠΑ

3.1 ΙΣΤΟΡΙΚΑ

Στην Ελληνική αγορά, τα παράγωγα γίνανε γνωστά μετά το 1997 με την δημιουργία του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών(Νόμος 2533/97).

Το πρώτο παράγωγο που δημιουργήθηκε ήταν το Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης(Futures)στον FTSE/20 που άρχισε να διαπραγματεύεται στις 27 Αυγούστου 1999. Στις 14 Ιανουαρίου του 2000 έκανε την πρεμιέρα του το Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δεκαετές ομόλογο. Μετά την επιτυχία και των δύο ακολούθησε και το Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/40 στις 28 Ιανουαρίου του 2000. Το Σεπτέμβριο του 2000 το πρώτο Δικαίωμα Προαίρεσης(Option)έκανε την εμφάνισή του στο δείκτη FTSE 20. ενώ τον Ιούνιο του 2001 ακολούθησε και το Δικαίωμα Προαίρεσης(Option)στο Mid 40. Το Νοέμβριο του 2001 εισήχθησαν τα Μετοχικά Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στις μετοχές του ΟΤΕ, Εθνικής Τράπεζας Ελλάδος, 3Ε και τότε Ραπαφον(σημερινή Vodafone). Τον Απρίλιο του 2002 ακολούθησαν τα μετοχικά ΣΜΕ στις Alpha Bank και Intracom. Στις 31 Αυγούστου 2002, το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών συγχωνεύτηκαν με τη νέα επωνυμία ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε. με σκοπό την υποστήριξη και παρακολούθηση συναλλαγών επί κινητών αξιών και παραγώγων προϊόντων, λοιπών χρηματιστηριακών προϊόντων, τη διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς και τη προστασία του επενδυτικού κοινού καθώς και κάθε άλλη συναφή δραστηριότητα. Στα κείμενα του(Derivatives.gr),για λόγους κατανόησης της θεωρίας των νέων προϊόντων, το ΧΑΑ και ΧΠΑ αντιμετωπίζονται ως δύο

ξεχωριστά κομμάτια της αγοράς. Στη πράξη όμως μετά τη συγχώνευση τον Αύγουστο του 2002, είναι μία εταιρία.

3.2 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

3.2.1 ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΟΥ Χ.Π.Α

Το αρχικό κεφάλαιο του Χ.Π.Α. είναι Τρία δισεκατομμύρια δραχμές το οποίο καταβλήθηκε ολόκληρο σε μετρητά. Οι μετοχές του είναι ονομαστικές. Μέτοχοί του μπορούν να είναι το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Α.Ε. και οι θεσμικοί επενδυτές. Κανείς άλλος μέτοχος του Χ.Π.Α. δεν επιτρέπεται να αποκτά μετοχές που αντιπροσωπεύουν ποσοστό μεγαλύτερο του 3% του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου, εκτός από το Χ.Α.Α. Το Χ.Α.Α. κατέχει μετοχές του Χ.Π.Α. που αντιπροσωπεύουν ποσοστό 34% έως και 49% του μετοχικού του κεφαλαίου. Οι υπόλοιπες μετοχές κατανέμονται, όσο το δυνατό σύμμετρα, μεταξύ των θεσμικών επενδυτών που θέλουν να συμμετάσχουν στο κεφάλαιο του Χ.Π.Α. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να ορίσει, ύστερα από εισήγηση του Δ.Σ. του Χ.Π.Α., επί μέρους ρυθμίσεις για τη συμμετοχή θεσμικών επενδυτών στο κεφάλαιο του Χ.Π.Α. Κατά την ίδρυση του Χ.Π.Α. το Χ.Α.Α. μπορεί να αναλάβει χωρίς περιορισμό μετοχές του Χ.Π.Α., εφόσον δεν υπάρχει ενδιαφέρον για την ανάληψή τους από θεσμικούς επενδυτές. Μετά το Χ.Α.Α. υποχρεούται να μεταβιβάσει το επιπλέον ποσοστό μετοχών από αυτό που προβλέπει ο νόμος σε θεσμικούς επενδυτές, εφόσον εκδηλώσουν ενδιαφέρον. Η τιμή της μετοχής θα συμφωνηθεί μεταξύ Χ.Α.Α. και των θεσμικών επενδυτών και δεν μπορεί να είναι κατώτερη της ονομαστικής τιμής της μετοχής.

3.2.2 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΙΔΡΥΣΗΣ ΤΟΥ Χ.Π.Α.

Το Χ.Α.Α. συντάσσει σχέδιο καταστατικού του Χ.Π.Α. Με ανακοίνωσή του, που δημοσιεύεται σε δύο τουλάχιστον πολιτικές και δύο τουλάχιστον οικονομικές εφημερίδες, γνωστοποιεί τη διαδικασία με την οποία οι ενδιαφερόμενοι Θεσμικοί επενδυτές θα πάρουν αντίτυπα του καταστατικού του Χ.Π.Α. Ανακοινώνει το ύψος του μετοχικού κεφαλαίου του Χ.Π.Α., το ύψος του κεφαλαίου που θα αναλάβει το ίδιο, καθώς και τη διαδικασία γνωστοποίησης στο Χ.Α.Α του ενδιαφέροντος από τους Θεσμικούς επενδυτές να συμμετάσχουν στην ίδρυση. Η ανακοίνωση ορίζει την ημερομηνία μέχρι την οποία οι ενδιαφερόμενοι θα εκδηλώσουν το ενδιαφέρον τους. Η προθεσμία δεν μπορεί να είναι συντομότερη από ένα μήνα. Οι ενδιαφερόμενοι Θεσμικοί επενδυτές ανακοινώνουν την πρόθεσή τους να συμμετάσχουν στην ίδρυση του Χ.Π.Α. και το ύψος του κεφαλαίου που θα καλύψουν. Αν το ενδιαφέρον για απόκτηση μετοχών ξεπερνά το κεφάλαιο που θα καλύψουν οι λοιποί ιδρυτές εκτός από το Χ.Α.Α., οι μετοχές κατανέμονται σύμμετρα μεταξύ των ενδιαφερόμενων Θεσμικών επενδυτών. Επιτρέπονται αποκλίσεις από την αρχή της σύμμετρης κατανομής με απόφαση του Δ.Σ. του Χ.Α.Α., ώστε να κατανεμηθεί ακέραιος αριθμός μετοχών μεταξύ των ενδιαφερόμενων. Μέσα σε 10 ημέρες, μετά την παραπάνω προθεσμία που έχει ορίσει το Χ.Α.Α., ανακοινώνει πίνακα των ιδρυτών του Χ.Π.Α. τον αριθμό των μετοχών που αναλαμβάνει καθένας καθώς και το χρόνο και τόπο της υπογραφής του καταστατικού. Οι ιδρυτές πρέπει να έχουν καταβάλει την αξία των μετοχών 3 εργάσιμες ημέρες, πριν από την υπογραφή του καταστατικού, σε τράπεζα που λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα την οποία ανακοινώνει το Χ.Α.Α. Διαφορετικά το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. αποφασίζει

τη διανομή των μετοχών, για τις οποίες δεν καταβλήθηκε η αξία, στους υπόλοιπους θεσμικούς επενδυτές σύμμετρα ή τις αναλαμβάνει το ίδιο.

3.2.3 ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΤΟΥ Χ.Π.Α.

Τα Χ.Π.Α. διοικείται από εννιαμελές Διοικητικό Συμβούλιο. Τρία από τα μέλη του ορίζονται από τον ΥΠΕΘΟ μεταξύ προσώπων που έχουν ειδική πείρα και κύρος. Τα υπόλοιπα έξι μέλη εκλέγονται σύμφωνα με τις διατάξεις της νομοθεσίας για τις ανώνυμες εταιρείες από τη Γενική Συνέλευση των μετόχων.

Ο ΥΠΕΘΟ 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 Δ.Σ. Αν οι σύμβουλοι που διόρισε ο ΥΠΕΘΟ παραιτηθούν, αποθάνουν ή εκπέσουν από τα αξιώματά τους, αντικαθίστανται από πρόσωπα που ορίζει ο ίδιος ο Υπουργός.

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

Καθορίζει τα παράγωγα που διαπραγματεύονται στο Χ.Π.Α. μετά από γνώμη του Δ.Σ. της Εταιρείας Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων (ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.).

Αποδέχεται ή απορρίπτει αιτήσεις Ε.Π.Ε.Υ για την απόκτηση της ιδιότητας του μέλους του Χ.Π.Α.

Ασκεί διοικητικές και διαχειριστικές αρμοδιότητες σαν Δ.Σ. ανώνυμης εταιρείας.

Ελέγχει και εποπτεύει τα μέλη του Χ.Π.Α. αν τηρούν τις υποχρεώσεις τους που απορρέουν από τη χρηματιστηριακή νομοθεσία στις συναλλαγές τους στο Χ.Π.Α., αν τηρούν τις υποχρεώσεις τους από τη λειτουργία του Χ.Π.Α. την εκκαθάριση και διακανονισμό των συναλλαγών και την κατάθεση ασφαλειών.

Εκδίδει αποφάσεις κανονιστικού περιεχομένου που προβλέπονται από το νόμο.

Επιβάλλει τις διοικητικές κυρώσεις και μέτρα που προβλέπονται από το νόμο.

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

3.2.4 ΜΕΛΗ ΤΟΥ Χ.Π.Α

Το Δ.Σ. του Χ.Π.Α. για να κάνει δεκτή την αίτηση εταιρείας για την απόκτηση της ιδιότητας του μέλους πρέπει να πληρούνται οι παρακάτω προϋποθέσεις σωρευτικά:

Το υποψήφιο μέλος είναι Ε.Π.Ε.Υ. Που δικαιούται να εκτελεί τις παραγγελίες και εντολές επί παραγώγων για λογαριασμό τρίτων.

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

Το υποψήφιο μέλος έχει αποδεχτεί και καταρτίσει τις οριζόμενες συμβάσεις μεταξύ αυτού και του Χ.Π.Α. ή και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

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

Το υποψήφιο μέλος πληροί τις προϋποθέσεις οργάνωσης και διαθέτει τα τεχνικά μέσα που ορίζει ο κανονισμός λειτουργίας του Χ.Π.Α.

Αν τα μέλη του Χ.Π.Α. είναι Ε.Π.ΕΥ. με ελάχιστο κεφάλαιο Ι δισ., 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 Χ.Π.Α. και την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π που περιέχει τα παράγωγα, τους όρους διαπραγμάτευσης και τις υποχρεώσεις του μέλους Χ.Π.Α. που συμμετέχει στην αγορά σαν ειδικός διαπραγματευτής.

Αν ο ΥΠΕΘΟ, με απόφασή του, αυξήσει το ελάχιστο κεφάλαιο των Ε.Π.Ε.Υ. που δικαιούνται να προσφέρουν υπηρεσίες ανάδοχου σε δημόσια εγγραφή, τα μέλη του 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 Χ.Π.Α. δεν δικαιούται να καταρτίζει συναλλαγές σε παράγωγα επί μετοχών συμπεριλαμβανομένων και των δεικτών επί μετοχών, μέχρι να επιτραπεί σε πιστωτικά ιδρύματα να γίνουν μέλη του Χ.Α.Α.

3.2.5 ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΤΟΥ ΧΠΑ.

Τον έλεγχο και την εποπτεία επί της λειτουργίας του Χ.Π.Α. και της 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 Χ.Α.Α. και την επιβολή κυρώσεων στα μέλη του Χ.Α.Α. εφαρμόζονται ανάλογα και στα μέλη του Χ.Π.Α. και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., εφόσον παραβιάζουν τη νομοθεσία και τον κανονισμό λειτουργίας του Χ.Π.Α. ή της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

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

Η ίδρυση και λειτουργία του ΧΠΑ και της ΕΤΕΣΕΠ αποβλέπει στη συμπλήρωση των επιλογών των Ελλήνων επενδυτών με τη διάθεση παραγώγων προϊόντων, τα οποία είναι διαπραγματεύσιμα σε οργανωμένη αγορά. Έως τώρα, παράγωγα προϊόντα ήταν διαθέσιμα στην Ελλάδα εκτός χρηματιστηριακής αγοράς. Η δημιουργία οργανωμένης αγοράς περιορίζει τους πιστωτικούς κινδύνους των επενδύσεων σε παράγωγα, βελτιώνει την πληροφόρηση και διαφάνεια των σχετικών συναλλαγών και τα καθιστά προσιτά σε ευρύτερο κύκλο επενδυτών. Επιπλέον, καθίσταται ελκυστικότερη η αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών(ΧΑΑ), καθώς με αυτόν τον τρόπο παρέχεται στους επενδυτές στο ΧΑΑ η δυνατότητα συνδυασμού επενδύσεων σε αυτό με αντίστοιχες επενδύσεις στο ΧΠΑ, επί των ιδίων υποκειμένων αξιών ή και δείκτη αξιών, με αποτέλεσμα τον περιορισμό του συνολικού επενδυτικού κινδύνου που αναλαμβάνουν. Γενικά, η δημιουργία οργανωμένης αγοράς παραγώγων αποτελεί βήμα βελτίωσης και ολοκλήρωσης της ελληνικής αγοράς κεφαλαίου, που, μεταξύ των άλλων, θα την καταστήσει ελκυστικότερη και στους ξένους επενδυτές και θα συμβάλει θετικά στην εθνική οικονομία. Η επιτυχία της οργανωμένης αγοράς παραγώγων στην Ελλάδα θα αποτελέσει συνδυασμό της αποτελεσματικής οργάνωσης του ΧΠΑ στα παραπάνω, αλλά και της ικανότητάς του να παρέχει αξία(value)στα μέλη του και στους πελάτες και να προσφέρει την υψηλότερη δυνατή ποιότητα στις υπηρεσίες του ΧΠΑ και της ΕΤΕΣΕΠ, μέσω του καθορισμού των προδιαγραφών, με αποτελεσματικούς κανονισμούς και εξειδικευμένα συστήματα επιτήρησης. Η σχεδίαση και ανάπτυξη των προϊόντων,

η ανάπτυξη της αγοράς με εκπαίδευση, κατάρτιση, εκδόσεις, δημοσιεύσεις, πολυμέσα και μάρκετινγκ, η εξυπηρέτηση της καθημερινής λειτουργίας και ο έλεγχος, η διαπραγμάτευση, σύμφωνα με τους κανονισμούς και τις διαδικασίες, η αποτελεσματική λειτουργία της τεχνολογίας της πληροφορικής και των συστημάτων, η προώθηση των συνεργασιών στην περιοχή μας και πέραν αυτής, και γενικά η ανάπτυξη αποτελεσματικού, στρατηγικού και επιχειρησιακού σχεδιασμού, για το ΧΠΑ και την ΕΤΕΣΕΠ, θα οδηγήσουν την ελληνική αγορά παραγώγων στην εκπλήρωση των στόχων της, προς όφελος της εθνικής οικονομίας.

3.3 ΠΟΙΑ ΠΕΡΙΣΤΑΤΙΚΑ ΘΕΩΡΟΥΝΤΑΙ ΑΠΟ ΤΟ ΧΠΑ ΩΣ ΠΑΡΑΝΟΜΑ

Μερικά περιστατικά που θεωρούνται παράνομα είναι τα ακόλουθα, χωρίς να περιορίζονται μόνο σε αυτά:

- α). Χειραγώγηση αγοράς(Market manipulation):Επιτήδειος χειρισμός της αγοράς. Όταν οι τιμές εκτέλεσης συγκεκριμένων προϊόντων γίνονται πάντοτε από συγκεκριμένα μέλη χωρίς να παρεμβαίνουν τρίτοι για παρατεταμένο χρόνο
- β). Σταυροειδείς συναλλαγές(Cross trading/Internal trading):Η παρακολούθηση των σταυροειδών συναλλαγών ελέγχει αν έχει συμβεί ή αναφερθεί συναλλαγή όπου ο αγοραστής και ο πωλητής είναι το ίδιο μέλος, ή ο όρος αφορά συναλλαγή η οποία ρυθμίζεται έξω εκτός της επίσημης τακτικής του Χρηματιστηρίου, με κρυφό τρόπο και προσυνεννοημένα. Αν όμως ζητηθεί από πελάτη προς μέλος σταυροειδής συναλλαγή(Internal Trading),τότε αυτό είναι εφικτό μόνο μέσω του συστήματος και η εκτέλεση πραγματοποιείται στα όρια της καλύτερης τιμής αγοράς/πώλησης.

γ).(Front running): Ο όρος αφορά σημαντικό μεγέθους εντολές(αγορά/πώληση) από τον πελάτη προς τον ειδικό διαπραγματευτή, όπου αυτός εκμεταλλευόμενος τη θέση του και τις πιθανές διακυμάνσεις της αγοράς (λόγω του μεγάλου μεγέθους της εντολής)εκτελεί εντολές προς όφελός του κατοχυρώνοντας καλύτερες τιμές. Αν η διαφορά χρόνου εκτέλεσης μεταξύ της εντολής του ειδικού διαπραγματευτή και του πελάτη είναι μεγάλη, τότε η εκτέλεση της εντολής γίνεται δεκτή. Αν όμως η διαφορά ώρας εκτέλεσης είναι μικρή και ο ειδικός διαπραγματευτής έχει πάρει καλύτερη τιμή από τον πελάτη, τότε πρέπει να διενεργηθεί περαιτέρω έλεγχος.

δ). Προσυμφωνημένες συναλλαγές(Pre-arranged Trading):Ο όρος αναφέρεται σε συμφωνίες συναλλαγών εκτός κύκλου αγοράς, με σκοπό να επηρεασθούν οι τιμές καθοδικά ή ανοδικά. Ο έλεγχος αυτών των συναλλαγών διεξάγεται μέσω του συστήματος ΟΑΣΗΣ και μέσω των Εκ Μέρους των Μελών Συναλλαγών (OBOT).

ε).(Parking): Είναι η πρακτική κατά την οποία η εταιρεία ή ο επενδυτής προβαίνει σε εικονικές συναλλαγές με σκοπό:

i) Να μη φαίνονται οι συναλλαγές τους στα βιβλία της εταιρείας.
ii) Να κρύψουν τις θέσεις τους για ελεγκτικούς λόγους.
iii) Να αποκρύψουν τις συναλλαγές τους όταν φθάνουν τα επιτρεπόμενα όρια θέσεων.

iv) Να αποκρύψουν τις ζημιές ή τα κέρδη τους από τις θέσεις που κατέχουν.

(Withdrawing & withholding): Η μη εκτέλεση ή απόσυρση εντολής πελάτη με σκοπό το όφελος του ιδίου.

Σε περιπτώσεις όπου διαπιστώνονται δραστηριότητες που χειραγωγούν την αγορά, το Τμήμα Παρακολούθησης πρέπει να το αναφέρει στον πρόεδρο, το

συντομότερο δυνατόν, για περαιτέρω διερεύνηση. Αν το αποτέλεσμα της έρευνας είναι εναντίον του μέλους, τότε είναι αναγκαίο να επιβληθούν πειθαρχικές κυρώσεις, όπως ακυρώσεις συναλλαγών, πρόστιμα, αφαίρεση δικαιωμάτων συναλλαγών, ή ακόμη και διαγραφή του μέλους.

3.4 ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΟΥ ΧΠΑ

Ποιες είναι οι διαδικασίες και οι κανόνες διεξαγωγής συναλλαγών στο ΧΠΑ. Με την αποδοχή ενός νέου μέλους στο ΧΠΑ, είτε ως απλού μέλους είτε ως ειδικού διαπραγματευτή, δημιουργούνται οι προϋποθέσεις πρόσβασης του μέλους στην ηλεκτρονική εφαρμογή συναλλαγών(Click). Έχει προηγηθεί λεπτομερής εκπαίδευση βασισμένη στον τρόπο λειτουργίας του συστήματος, τόσο στο πλαίσιο της δομημένης εκπαίδευσης που οδηγεί στην πιστοποίηση για ειδικό διαπραγματευτή/ διαπραγματευτή όσο και στη συνέχεια, προς τα στελέχη των μελών, όπου χρειάζεται.

Οι καθημερινές διαδικασίες συναλλαγών μπορούν να διακριθούν σε τρεις κατηγορίες:

α) Πριν από την ημερήσια συνεδρίαση.

i) Τακτοποίηση και διευθέτηση των προβλημάτων των μελών πριν από την έναρξη της κανονικής διαδικασίας συναλλαγών.

ii) Διατήρηση ημερολογίου με τις ημερομηνίες λήξης σειράς παραγωγών προϊόντων.

iii) Έγκαιρη ενημέρωση για τα σημαντικά στατιστικά στοιχεία που πρόκειται να ανακοινωθούν και ενδεχομένως να επηρεάσουν την αγορά.

iv) Στενή συνεργασία με το Τμήμα Εκκαθάρισης της ΕΤΕΣΕΠ για την εκπλήρωση των στόχων της Διεύθυνσης Διεξαγωγής Συναλλαγών. Κατά την διάρκεια της περιόδου πριν από τη συνεδρίαση, διοχετεύονται προς το Τμήμα Υποστήριξης της Διεξαγωγής Συναλλαγών τα απαραίτητα στοιχεία - αναφορές για την ειδική παρακολούθηση των μελών με μεγάλες θέσεις, με ζημιογόνες θέσεις, κτλ.

v) Έλεγχος για νέα/ειδήσεις, που αφορούν προσωρινές διακοπές συναλλαγών τίτλων ή προϊόντων και για άλλες ειδήσεις που επηρεάζουν την αγορά.
στ) Εισαγωγή νέας σειράς και λήξης σειράς παραγώγων προϊόντων, όπως αυτό θεωρείται αναγκαίο.

β). Κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης(ώρες συναλλαγών).

i) Υποχρέωση παροχής τιμών από τον ειδικό διαπραγματευτή με το άνοιγμα της αγοράς και μόνο(δεν υπάρχει Pre-opening period, όπως στο ΧΑΑ).

ii) Έλεγχος των τιμών, ώστε να εξακριβώνεται ότι τα μέλη παρέχουν τιμές στα όρια που ορίζονται στις προδιαγραφές των συμβολαίων.

iii) Έλεγχος του μεγέθους των συναλλαγών για τις οποίες τα μέλη παρέχουν τιμές.

iv) Τήρηση αρχείου με τις παραλείψεις ή παραβάσεις των μελών του ΧΠΑ.

v) Διατήρηση ημερολογίου συναλλαγών και ημερολογίου λαθών των μελών του ΧΠΑ.

vi) Παροχή πληροφοριών στα μέλη μέσω του συστήματος αποστολής μηνυμάτων.

vii) Συνεχής παροχή υποστήριξης και βοήθειας στα μέλη όταν το σύστημα είναι εκτός λειτουργίας (Τμήμα παροχής βοήθειας).

viii) Συλλογή πληροφοριών(front month, αλλαγή στη σύνθεση του δείκτη) από διάφορες πηγές και διοχέτευσή τους προς τα μέλη.

ix) Ακυρώσεις συναλλαγών κατόπιν αιτήσεων των μελών. Οι ακυρώσεις γίνονται δεκτές μόνο υπό προϋποθέσεις που ορίζονται στη νομοθεσία.

x) Ορισμός παραμέτρων για θέσπιση μηχανισμών, όπως περιορισμοί τιμών, συντονισμός της παύσεως διαπραγμάτευσης συμβολαίων, για την ελαχιστοποίηση των κινδύνων σε περιόδους χρηματοοικονομικών κρίσεων (Circuit breakers)για διαφορετικά συμβόλαια.

xi) Λήψη απόφασης και ανακοίνωση εφαρμογής συνθηκών «γρήγορης αγοράς», που συνεπάγεται αναστολή των υποχρεώσεων των ειδικών διαπραγματευτών. Ορισμός περιόδου αναστολής.

xii) Προσωρινές διακοπές συναλλαγών και τότε αυτές τίθενται σε λειτουργία.

xiii) Κατά τη διάρκεια έναρξης διαδικασίας αθέτησης υποχρέωσης, το τμήμα υποστήριξης της διεξαγωγής πρέπει να ενημερώνεται για όλες τις συναλλαγές που πρέπει να εκπληρώσει εκ μέρους της ΕΤΕΣΕΠ, λόγω παραβίασης καθήκοντος κάποιων μελών.

γ). Μετά το τέλος της συνεδρίασης.

i) Δημιουργία νέας σειράς προϊόντων.

ii) Συμπλήρωση αρχείου ακυρώσεως συναλλαγών, σε συνεργασία με το Τμήμα Παρακολούθησης Διεξαγωγής Συναλλαγών, για πιθανή επίλυση εκκρεμοτήτων.

iii) Παροχή πληροφοριών μέσω του συστήματος αποστολής μηνυμάτων στα μέλη για τυχόν αλλαγές της σύνθεσης του δείκτη,(weightings, deliverables),και άλλα.

3.5 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ ΧΠΔ

Στα παράγωγα προϊόντα παρατηρήθηκε ραγδαία ανάπτυξη σε όλο τον κόσμο. Δύο σημαντικά οφέλη συνδέονται με αυτά. Πρώτον, χρησιμοποιούνται για τη διαχείριση και την μετακύλιση του κινδύνου, και, δεύτερον, η διαπραγματεύσή τους αποδίδει στο κοινό προβλέψιμες τιμές που παρέχουν πληροφόρηση στην αγορά για την πραγματική αξία ορισμένων επενδυτικών στοιχείων και για τη μελλοντική κατεύθυνση της οικονομίας. Σε ότι αφορά το πρώτο όφελος, τα παράγωγα βοηθούν τις επιχειρήσεις να αναλάβουν έργα, τα οποία θα ήταν ακατόρθωτα χωρίς προηγμένες τεχνικές διαχείρισης κινδύνου. Για παράδειγμα, ο διαχειριστής ενός συνταξιοδοτικού ταμείου μπορεί να μειώσει τον κίνδυνο των επενδύσεών του σε μετοχές, και έτσι να προάγει την ευημερία των συμμετεχόντων στο ταμείο αυτό. Επίσης, μια βιομηχανία τροφίμων που επιδιώκει επένδυση, έστω σε άλλη χώρα, ίσως την εγκαταλείψει αν δεν μπορέσει να διαχειριστεί τους χρηματοοικονομικούς κινδύνους που συνδέονται με αυτήν. Αλλά και ένας ιδιώτης επενδυτής που θέλει να αγοράσει ένα σπίτι επιλέγει μεταξύ δανείου σταθερού ή κυμαινόμενου επιτοκίου. Η ικανότητα ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος να προσφέρει αυτή την επιλογή στο δανειζόμενο εξαρτάται από την ικανότητα του ιδρύματος να διαχειριστεί το δικό του χρηματοοικονομικό κίνδυνο μέσω της αγοράς χρηματιστηριακών παραγώγων.

Οι κίνδυνοι συχνά είναι περίπλοκοι και η εφαρμογή του (financial engineering) δημιουργεί εξατομικευμένες τεχνικές διαχείρισης κινδύνων, με βάση τη χρήση χρηματοοικονομικών παραγώγων. Αλλά και σε ότι αφορά το δεύτερο όφελος, τα παράγωγα είναι χαρακτηριστικά για την παροχή πληροφοριών στην κοινωνία ως σύνολο. Η ύπαρξή τους εντείνει το συναλλακτικό ενδιαφέρον και τη συναλλακτική δραστηριότητα, τόσο στα

παράγωγα όσο και στα πρωτογενή προϊόντα(τα υποκείμενα). Κατά αυτό τον τρόπο, οι τιμές του παράγωγου προϊόντος και του υποκειμένου είναι πιθανότερο να πλησιάζουν την πραγματική αξία τους. Έτσι, οι συναλλαγές σε παράγωγα βοηθούν τις οικονομικές μονάδες να ανακαλύψουν τις ακριβείς τιμές, καθώς αυξάνουν την ποσότητα και την ποιότητα της πληροφορίας για τις τιμές, τις βοηθούν να πάρουν αποφάσεις, βελτιώνουν την ποιότητα των οικονομικών αποφάσεών τους, ακόμη και όταν οι ίδιες δεν συναλλάσσονται σε παράγωγα προϊόντα, και γενικά συντελούν στην αποτελεσματική κατανομή των πόρων. Τα τελευταία στοιχεία δείχνουν ότι η ανάπτυξη των παραγώγων προϊόντων και οι σχετικές καινοτομίες, κατά τα τελευταία δέκα χρόνια, προέρχονται από τις σημαντικές και ουσιαστικές επιχειρηματικές ανάγκες. Τα παράγωγα προϊόντα αποτελούν τμήμα της ολοκληρωμένης επιχειρηματικής επιτυχίας σε έναν κόσμο όπου ο έλεγχος του κόστους έχει πρωταρχική σημασία.

Η συνεισφορά των παραγώγων έγκειται στο ότι προσθέτουν αξία(add value), που με την σειρά της δημιουργεί κίνητρα για συναλλαγές σε παράγωγα.

Με το Νόμο 2533/97 τέθηκε το αναγκαίο θεσμικό πλαίσιο για τη δημιουργία επίσημης και οργανωμένης αγοράς παραγώγων προϊόντων στην Ελλάδα. Για την οργάνωση, τη λειτουργία και την ανάπτυξη της αγοράς, ιδρύθηκαν το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών Α.Ε. - Χ.Π.Α.(Athens Derivatives Exchange S.A. - ADEX)και η Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων Α.Ε.-ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Σκοπός του Χ.Π.Α. ήταν η οργάνωση και η υποστήριξη των συναλλαγών στη χρηματιστηριακή αγορά παραγώγων, η οργάνωση της λειτουργίας του συστήματος συναλλαγών αυτών, καθώς και κάθε συναφής δραστηριότητα.

Σκοπός της Εταιρίας Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων(ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.) ήταν και συνεχίζεται να είναι η συμμετοχή στις συμβάσεις που συνάπτονται στο

Χ.Π.Α. επί παραγώγων, η εκκαθάριση των συναλλαγών που διενεργούνται σε άλλες αγορές, η διασφάλιση της προσήκουσας εκπλήρωσης εκ μέρους των συμβαλλομένων με αυτή μερών, των υποχρεώσεων που απορρέουν από τις συναλλαγές αυτές και κάθε συναφής δραστηριότητα. Τον έλεγχο και την εποπτεία επί της λειτουργίας του Χ.Π.Α. και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., ως προς την τήρηση των σχετικών διατάξεων και νομοθεσίας περί κεφαλαιαγοράς, ασκεί η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Το Χ.Π.Α., ξεκίνησε με μία σειρά από προϊόντα, όπως τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης(Σ.Μ.Ε.) στους δείκτες FTSE/ASE-20 και FTSE/ASE Mid 40, τα Σ.Μ.Ε. σε δεκαετές Ομόλογο του Ελληνικού Δημοσίου, τα Δικαιώματα Προαίρεσης στους δείκτες FTSE/ASE-20 και FTSE/ASE Mid 40, Δικαιώματα Προαίρεσης σε μετοχές καθώς και τα Συμβόλαια Δανεισμού Τίτλων. Με τα προϊόντα αυτά κάλυψε μία επενδυτική ανάγκη η οποία υπήρχε, αλλά μόλις τα τελευταία χρόνια είχε αρχίσει να γίνεται ιδιαίτερα επιτακτική.

Κατά αυτόν τον τρόπο δόθηκε η δυνατότητα στους επενδυτές να αντισταθμίσουν τους κινδύνους των επενδύσεών τους, αλλά και να αυξήσουν περαιτέρω τις αποδόσεις τους.

Στις 17 Ιουλίου 2002 πραγματοποιήθηκαν οι Γενικές Συνελεύσεις των εταιριών Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Α.Ε. και Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών Α.Ε., στις οποίες εγκρίθηκε το σχέδιο συγχώνευσης των δύο εταιριών καθώς και η τροποποίηση του καταστατικού της εταιρίας Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Α.Ε. Η επωνυμία της νέας εταιρίας θα είναι Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. Η συγχώνευση των δύο χρηματιστηρίων συνδέεται με τις ενέργειες περαιτέρω **ορθολογικοποίησης** του ομίλου της εταιρίας Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. Συμμετοχών (ΕΧΑΕ), η οποία ελέγχει κατά 100% και τις δύο εταιρίες. Η συγχώνευση Χ.Α.Α και Χ.Π.Α. εντάσσεται στο πλαίσιο της διεθνούς πρακτικής που

διαμορφώνεται και η οποία οδηγεί στη συνένωση των αγορών αξιών και παραγωγών. Σκοπός της νέας εταιρίας Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. θα είναι η οργάνωση, υποστήριξη και παρακολούθηση των συναλλαγών επί κινητών αξιών, παράγωγων προϊόντων και λοιπών χρηματοοικονομικών προϊόντων, η διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς και η προστασία του επενδυτικού κοινού, καθώς και κάθε άλλη συναφής δραστηριότητα.

Με τη Γενική Συνέλευση του Χ.Π.Α. που πραγματοποιήθηκε στις 17-07-2002 αποφασίστηκε η συγχώνευση με απορρόφηση του «Χρηματιστηρίου Παραγωγών Αθηνών Α.Ε.» από το «Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Α.Ε.». Οι διαδικασίες της συγχώνευσης ολοκληρώθηκαν και τυπικά με την υπ' αριθμό. Κ2-10999/30-08-02 απόφαση του Υπουργείου Ανάπτυξης και η επωνυμία της νέας εταιρίας είναι «ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.».

Ένα θέμα που έπρεπε να αντιμετωπισθεί έγκαιρα για την ομαλή λειτουργία της οργανωμένης αγοράς των παράγωγων χρηματοοικονομικών προϊόντων, ήταν αυτό της λογιστικής αντιμετώπισης των προϊόντων αυτών. Η ΕΤΕΣΕΠ εργάστηκε από την αρχή προς την κατεύθυνση αυτή και βοήθησε στην έκδοση των με αριθμό 304/15-7-1999 και 307/29-6-2000 γνωμοδοτήσεων του Εθνικού Συμβουλίου Λογιστικής(ΕΣΥΛ), που αναφέρονται στη λογιστική αντιμετώπιση των παράγωγων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Συγκεκριμένα, η γνωμοδότηση με αριθμό 304/15-7-1999 αναφέρεται στα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης και στα Δικαιώματα Προαίρεσης, ενώ η γνωμοδότηση με αριθμό 307/29-6-2000 αναφέρεται στη λογιστική αντιμετώπιση των παράγωγων προϊόντων(Repos)επί τίτλων.

Με την έκδοση των πιο πάνω γνωμοδοτήσεων ικανοποιείται μια καθολική απαίτηση των λογιστηρίων των εταιριών να καθοδηγηθούν για να

αντιμετωπίσουν με επίσημα αποδεκτό λογιστικό τρόπο τις συναλλαγές στην Αγορά Παραγώγων του Χ.Α. Α.Ε.

Σκοπός του Χ.Π.Α. ήταν η οργάνωση και η υποστήριξη των συναλλαγών στη χρηματιστηριακή αγορά παραγώγων, η οργάνωση της λειτουργίας του συστήματος συναλλαγών αυτών, καθώς και κάθε συναφής δραστηριότητα.

Σκοπός της Εταιρίας Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων (ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.) ήταν και συνεχίζεται να είναι η συμμετοχή στις συμβάσεις που συνάπτονται στο Χ.Π.Α. επί παραγώγων, η εκκαθάριση των συναλλαγών που διενεργούνται σε άλλες αγορές, η διασφάλιση της προσήκουσας εκπλήρωσης εκ μέρους των συμβαλλομένων με αυτή μερών, των υποχρεώσεων που απορρέουν από τις συναλλαγές αυτές και κάθε συναφής δραστηριότητα. Τον έλεγχο και την εποπτεία επί της λειτουργίας του Χ.Π.Α. και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., ως προς την τήρηση των σχετικών διατάξεων και νομοθεσίας περί κεφαλαιαγοράς, ασκεί η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Παίρνοντας και νέα μέτρα για την ενίσχυση της διαφάνειας των χρηματιστηριακών συναλλαγών και των πράξεων των βασικών μετόχων των εταιρειών και τη δημιουργία ενός περισσότερο αυστηρού πλαισίου λειτουργίας μιας αγοράς.

Τα μέτρα αποτελούνται από τέσσερις άξονες, ενίσχυση του ρόλου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, αύξηση της ρευστότητας της αγοράς προστασία και ενημέρωση των επενδυτών αυστηρότερος έλεγχος στους επαγγελματίες της αγοράς.

α) Ενίσχυση του ρόλου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

Η μέθοδος που φαίνεται να επιλέχθηκε για την επίτευξη του στόχου είναι κατ' αρχήν η αύξηση του προσωπικού της Επιτροπής το οποίο διατηρείτο στο

απαράδεκτα χαμηλό επίπεδο των 70 ατόμων, όταν μια μεσαία χρηματιστηριακή εταιρεία έχει γύρω στα 100 άτομα. Έτσι στο πλαίσιο συμφωνίας που υπάρχει με την κυβέρνηση το προσωπικό της Επιτροπής θα αυξηθεί κατά 100 άτομα, παράγοντας που φαίνεται ότι είναι θεμελιακός ως προς την τήρηση των άλλων διαστάσεων των μέτρων. Η αύξηση του προσωπικού είναι απαραίτητη προϋπόθεση για την υλοποίηση των υπολοίπων σχεδιασμών που αφορούν την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, όπως είναι η πλήρης ενοποίηση της εποπτείας, ακόμη και του ΧΑΑ, που ως σήμερα ήταν αρμοδιότητα του ΥΠΕΘΟ.

Έτσι για κάθε εποπτευόμενο φορέα, δηλαδή το Χρηματιστήριο Αξιών, το Χρηματιστήριο Παραγώγων και το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών, θα υπάρξουν διαφορετικοί κανονισμοί εποπτείας. Ο ρόλος άλλωστε που επιφυλάσσεται πλέον για την Επιτροπή, η μετεξέλιξή της δηλαδή σε έναν παντοδύναμο και ανεξάρτητο οργανισμό, μόνο με σημαντική εσωτερική αναδιοργάνωση μπορεί να επιτευχθεί. Δεν είναι τυχαίο άλλωστε ότι μεταξύ των μέτρων προβλέπονται η νομική θωράκιση των οργάνων της Επιτροπής και η παροχή δυνατοτήτων σχεδόν κυριαρχικών στις εισηγμένες εταιρείες, στους μετόχους τους και στους επαγγελματίες της αγοράς.

β) Αύξηση της ρευστότητας της αγοράς

Η χαμηλή ρευστότητα είναι ένα από τα βασικά προβλήματα που αντιμετωπίζει η χρηματιστηριακή αγορά από τον περασμένο Σεπτέμβριο, όταν διακόπηκε βιαίως λόγω των συνθηκών που επικράτησαν η μεγάλη στροφή κεφαλαίων προς την αγορά από τους ιδιώτες κυρίως επενδυτές. Πέραν δε του γεγονότος ότι η πηγή κεφαλαίων στέρεψε, δημιουργήθηκαν στη συνέχεια εστίες άντλησης τεράστιας ρευστότητας, όπως οι μεγάλες αυξήσεις κεφαλαίων και η

αθρόα εισαγωγή νέων εταιρειών, που φάνηκε να υπερβαίνει τις δυνατότητες της αγοράς.

Οι ρυθμίσεις που υιοθετούνται για την αποκατάσταση της ρευστότητας είναι πολλές. Ο περιορισμός του αριθμού των εταιρειών που θα εισαχθούν στο ΧΑΑ το 2000 στο μισό σε σχέση με τον προγραμματισμό που υπήρχε για 100 εταιρείες κινείται προς αυτή την κατεύθυνση, όπως και ο περιορισμός των αυξήσεων που μπορούν να κάνουν οι εταιρείες σε μία τον χρόνο. Σημαντικό είναι επίσης το όριο που τίθεται για την αύξηση των κεφαλαίων των εισηγμένων μόνο κατά 100% των ιδίων κεφαλαίων τους, καθώς για την έγκριση αυξήσεων πάνω από το όριο αυτό θα διενεργούνται ειδικοί έλεγχοι και θα απαιτούνται πρόσθετα στοιχεία.

Την αύξηση της ρευστότητας του συστήματος έχει στόχο η ρύθμιση που αφορά τη δυνατότητα των χρηματιστηριακών εταιρειών να επιτρέπουν στους πελάτες τους να πληρώνουν όχι το σύνολο των τίτλων που αγοράζουν αλλά μέρος αυτών (margin account) ενώ το υπόλοιπο θα χρηματοδοτείται κάτω από ορισμένες προϋποθέσεις από τις χρηματιστηριακές εταιρείες. Τέλος, το μέτρο της αλλαγής του τρόπου υπολογισμού της τιμής κλεισίματος επί των πράξεων του τελευταίου δεκαλέπτου και όχι του τελευταίου μισάωρου φιλοδοξεί να αυξήσει τη ρευστότητα, αν και η επίδραση του συγκεκριμένου μέτρου και το κατά πόσον αυτή θα οδηγήσει στο επιδιωκόμενο αποτέλεσμα μόνο στην πράξη μπορούν να αποδειχθούν.

γ) Προστασία και ενημέρωση των επενδυτών

Η επίτευξη συνθηκών διαφάνειας στη λειτουργία της αγοράς αποτελεί τη βασική επιδίωξη της λειτουργίας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Τα μέτρα που έχουν ληφθεί τα τελευταία χρόνια έχουν βελτιώσει θεαματικά τους κανόνες

διαφάνειας που διέπουν τη λειτουργία της αγοράς, αν και αναπτύσσεται έντονη κριτική σχετικά με το αν η υφιστάμενη νομοθεσία τηρήθηκε στον βαθμό που έπρεπε. Πληθώρα ρυθμίσεων που περιλαμβάνονται στο πακέτο των μέτρων έχουν αυτόν τον συγκεκριμένο στόχο: δημοσιοποίηση των χρήσεων κεφαλαίων που αντλούν οι εταιρείες, δημιουργία υπηρεσιών εσωτερικού ελέγχου στις εισηγμένες εταιρείες, έλεγχος στις πράξεις που πραγματοποιούν οι βασικοί μέτοχοι των εταιρειών ή οι διοικήσεις τους και υποχρέωση προαναγγελίας των πράξεων, αυτεπάγγελτη παρακολούθηση και επιβεβαίωση ή διάψευση φημολογιών, κανονισμός χρηματιστηριακής συμπεριφοράς ομίλων εταιρειών και εταιρειών συμμετοχών, υποχρέωση τήρησης ίσης μεταχείρισης των μετοχών, απαγόρευση συναλλαγών από τους βασικούς μετόχους σε ευαίσθητες περιόδους, όπως έναν μήνα πριν από τη δημοσίευση των οικονομικών καταστάσεων και την αναγγελία σημαντικών εταιρικών γεγονότων, δημιουργία Λευκής Βίβλου για τη χρηματιστηριακή ειδησεογραφία, δημιουργία στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς «μονάδας επέμβασης» με αυξημένες αρμοδιότητες για την καταστολή χρηματιστηριακών παραβάσεων κ.ά.

δ) Αυστηρότερος έλεγχος στους επαγγελματίες της αγοράς

Ως σήμερα τα μόνα πιστοποιημένα στελέχη της αγοράς που είχαν την υποχρέωση να πληρούν ορισμένα τυπικά προσόντα(πτυχίο, προϋπηρεσία κ.ά.) και να δίνουν εξετάσεις άδειας εξάσκησης επαγγέλματος στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ήταν οι χρηματιστηριακοί εκπρόσωποι των ΑΧΕ και οι πωλητές αμοιβαίων κεφαλαίων. Με τις νέες ρυθμίσεις η υποχρέωση αυτή θα επεκταθεί στην πλειονότητα των ανθρώπων που λειτουργούν επαγγελματικά στη χρηματιστηριακή αγορά. Έτσι οι υπεύθυνοι λήψης και διαβίβασης εντολών των ΕΛΔΕ, τα στελέχη εκτέλεσης εντολών των χρηματιστηριακών εταιρειών, οι

σύμβουλοι επενδύσεων των ΕΠΕΥ, οι αναλυτές των χρηματιστηριακών εταιρειών, οι διαχειριστές κεφαλαίων των αμοιβαίων και των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου και μια σειρά ακόμη στελεχών με κρίσιμες ιδιότητες στη λειτουργία της αγοράς θα είναι υποχρεωμένοι να πιστοποιούνται από την Επιτροπή και να καλύπτουν ορισμένες προϋποθέσεις.

Σε ότι αφορά τον χρόνο υλοποίησης των νέων μέτρων και την ενσωμάτωσή τους στη λειτουργία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, αξίζει να σημειωθεί ότι ένα μέρος των μέτρων που ανακοινώθηκαν είναι άμεσης εφαρμογής, όπως ο υπολογισμός της τιμής κλεισίματος, ενώ για μια σειρά άλλα απαιτούνται είτε νομοθετικές ρυθμίσεις, για τις οποίες υπάρχει η κυβερνητική δέσμευση ότι θα προωθηθούν, είτε η σύμφωνη γνώμη αρμοδίων οργάνων, όπως η Τράπεζα της Ελλάδος.

Το ΧΠΑ και η ΕΤΕΣΕΠ(Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγώγων)βρίσκονται σήμερα σε μια μεταβατική φάση προετοιμαζόμενα για την έναρξη λειτουργίας της οργανωμένης αγοράς παραγωγών, αντιμετωπίζοντας κάποια από τα απλούστερα θέματα έναρξης της λειτουργίας μιας ΑΕ ως τα συνθετότερα της αγοράς παραγωγών. Ωστόσο τέσσερα είναι τα βασικά θέματα που κατά την περίοδο αυτή αντιμετωπίζονται εκ παραλλήλου. Το πρώτο θέμα συνδέεται με την οργάνωση των ανωνύμων εταιρειών ΧΠΑ και ΕΤΕΣΕΠ. Ειδικότερα στην οργάνωσή τους περιλαμβάνονται η αποτύπωση της οργανωτικής δομής και των εργασιών τους, η διαμόρφωση των εγκαταστάσεων και η απόκτηση εξοπλισμού, η κατάρτιση εσωτερικών κανονισμών λειτουργίας, η στελέχωση των οργανικών θέσεων, η εκπόνηση προγράμματος μάρκετινγκ και, τέλος, η εκπαίδευση των χρηστών της αγοράς παραγωγών. Το ΧΠΑ και η ΕΤΕΣΕΠ υλοποιούν την οργάνωση σε συνεργασία με ξένο σύμβουλο

χρηματιστήριο παραγώγων προϊόντων και με συντονισμό της ΑΣΥΚ ΑΕ. Δεύτερον, θα πρέπει να διαμορφωθεί με λεπτομέρεια όλο το κανονιστικό πλαίσιο που διέπει τη λειτουργία της αγοράς παραγώγων. Ήδη η εργασία αυτή προχωρεί και βρίσκεται σε ένα ενδιάμεσο στάδιο. Τρίτον, θα πρέπει να περατωθεί το Ολοκληρωμένο Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (ΟΑΣΗΣ), στο οποίο περιλαμβάνονται το σύστημα διαπραγμάτευσης παραγώγων προϊόντων και το σύστημα εκκαθάρισης των συναλλαγών επί παραγώγων. Για το ΧΠΑ η διαπραγμάτευση θα γίνεται ηλεκτρονικά(screen trading),σε αντιδιαστολή με τη διαπραγμάτευση με το σύστημα της αντιφώνησης(open outcry ή door trading). Τέταρτον, το ΧΠΑ και η ΕΤΕΣΕΠ θα πρέπει να προσδιορίσουν τα προς διαπραγμάτευση προϊόντα και να καθορίσουν το χρονοδιάγραμμα εισαγωγής τους στην αγορά. Ας σημειωθεί ακόμη ότι η λειτουργία του ΧΠΑ συναρτάτε και με τη διευθέτηση ορισμένων άλλων βασικών θεμάτων τα οποία αναφέρονται κυρίως στο εξωτερικό του περιβάλλον. Έτσι, πέρα από το ΟΑΣΗΣ, η ολοκλήρωση της απλοποίησης των τίτλων, ο δανεισμός των τίτλων και οι ανοικτές πωλήσεις είναι ορισμένα από αυτά.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 :ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΩΝ **ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ**

4.1 Η ΑΞΙΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΕΠΙ ΔΕΙΚΤΩΝ ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΙΣ ΥΠΟΚΕΙΜΕΝΕΣ ΑΓΟΡΕΣ.

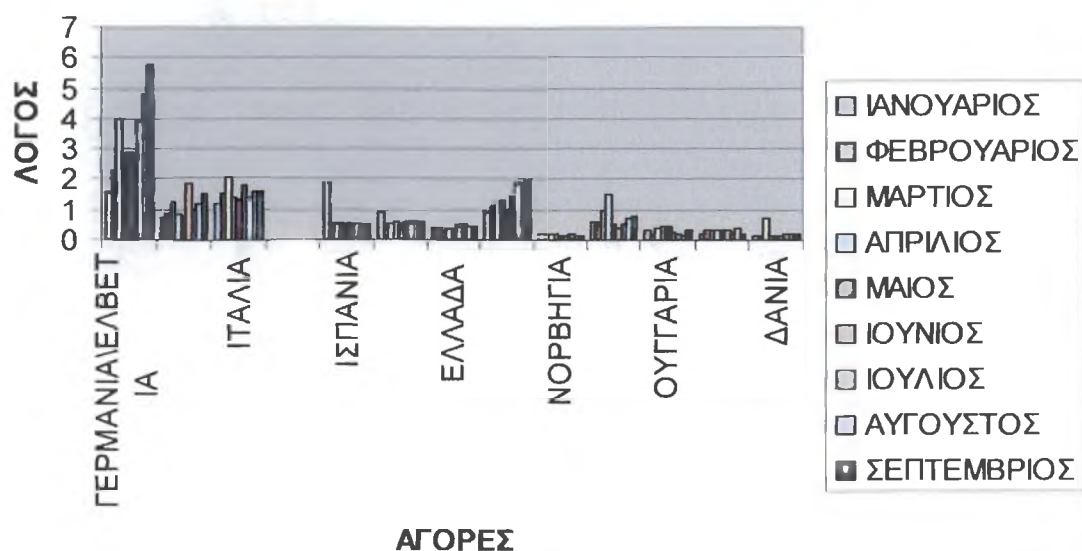
Σκοπός της μελέτης αυτής είναι η αποτύπωση της αξίας συναλλαγών στις αγορές παραγώγων ως προς τις αξίες συναλλαγών στις αγορές αξιών στην Ευρώπη, σε μηνιαία βάση

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

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

Στον υπολογισμό του λόγου της αξίας συναλλαγών δεν συμπεριλαμβάνεται η αξία συναλλαγών σε παράγωγα επί συγκεκριμένων μετοχών σε κανένα χρηματιστήριο. Ο υπολογισμός του λόγου της αξίας συναλλαγών παρουσιάζεται στα παρακάτω γραφήματα:

**ΑΞΙΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΕΠΙ ΔΕΙΚΤΩΝ ΠΡΟΣ ΑΞΙΑ
ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ ΥΠΟΚΕΙΜΕΝΗΣ
ΑΓΟΡΑΣ ΕΝΝΙΑΜΗΝΟ 2001**



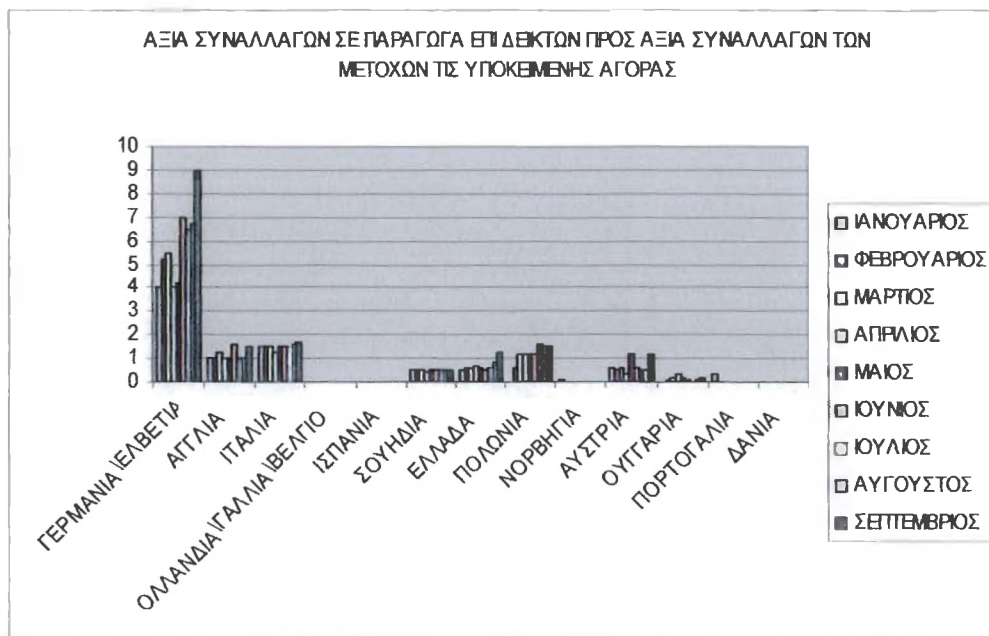
Πηγή: <http://www.adex.asex.gr/AdexDownload/Report.pdf>

Γράφημα 1

Στο Γράφημα 1, παρατηρούμε ότι η αξία συναλλαγών των αγορών παραγώγων επί δεικτών των χρηματιστηρίων (EUREX, DEM, W S E και LIFFE), για το εννιάμηνο του 2001 ξεπερνά την αξία συναλλαγών της υποκείμενης αγοράς τους. Ειδικότερα, τα (EUREX, LIFFE και W S E), το Σεπτέμβριο του 2001 παρουσιάζουν σημαντική αύξηση του λόγου της αξίας συναλλαγών τους σε σχέση με την προηγούμενη μελέτη μας (Ιούνιος 2002). Ειδικότερα, το (EUREX) φαίνεται να ξεπερνά κατά 5,76 φορές την αξία συναλλαγών της υποκείμενης αγοράς του, το (W S E) κατά 1,91 φορές και το (LIFFE) κατά 1,5 φορές από 2,77, 1,42 και 1,3 φορές αντίστοιχα τον Ιούνιο.

Τα υπόλοιπα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια, όπως φαίνεται στο Γράφημα 1, κινούνται και πάλι σε χαμηλότερες αναλογίες. Ο λόγος της αξίας συναλλαγών

της αγοράς παραγώγων επί δεικτών προς τις μετοχές της υποκείμενης αγοράς για τα (MEFF , OM και O TO B) ανέρχεται σε 0,5 περίπου, με την αγορά του (O TO B) να έχει παρουσιάσει αύξηση από 0,35 φορές τον Ιούνιο σε 0,76 φορές το Σεπτέμβριο, και με τις αγορές των (O M και M E FF) να έχουν παραμείνει σχεδόν στα ίδια επίπεδα . Ακολουθούν τα (ADEX και BUDAPEST) με μικρή μείωση του λόγου σε σχέση με τον Ιούνιο, το (OSLO) με αύξηση και τέλος το (LISBON & O PORTO).



Πηγή: <http://www.sdex.asg.gr/AdexDownload/Report.pdf>

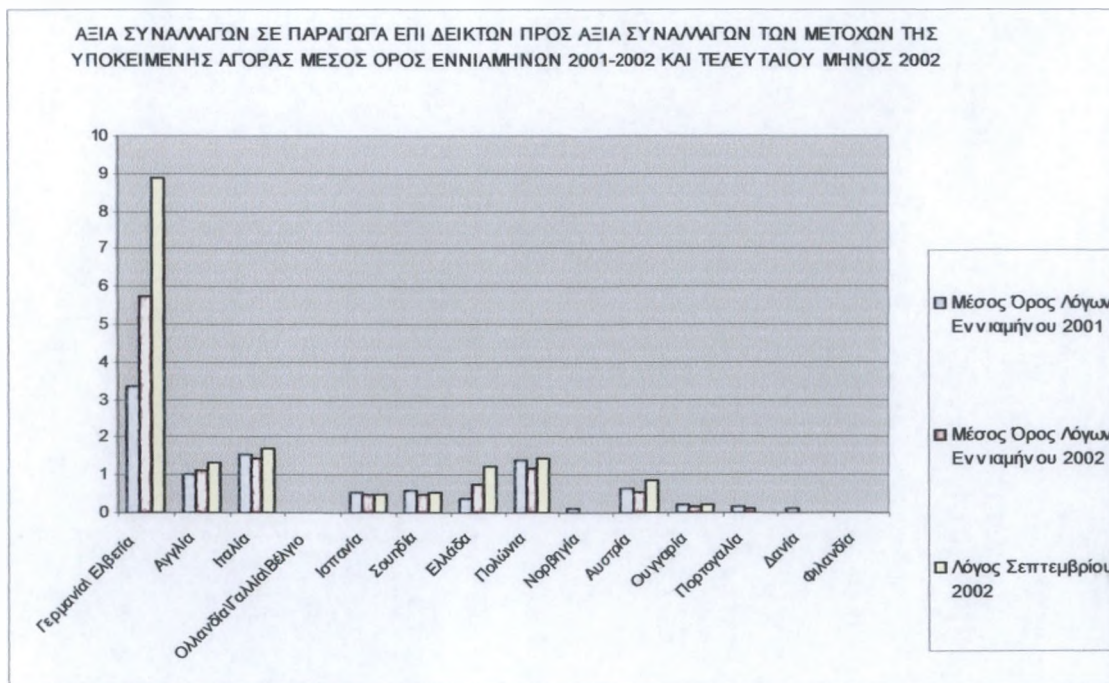
Γράφημα 2

Ο λόγος της αξίας συναλλαγών για το εννιάμηνο του 2002 παρουσιάζεται στο Γράφημα 2. Όπως παρατηρούμε, τα παραπάνω χρηματιστήρια παρουσιάζουν και πάλι αξία συναλλαγών σε παράγωγα επί δεικτών που υπερβαίνει αυτήν της υποκείμενης αγοράς, αλλά σε μικρότερες αναλογίες σε σχέση με το εννιάμηνο του 2001. Χαρακτηριστική είναι η αύξηση του λόγου που εμφανίζει το (EUREX) στη Γερμανία για το μήνα Σεπτέμβριο, όπου η αξία συναλλαγών στα παράγωγα

επί δεικτών υπερβαίνει σχεδόν 9 φορές αυτήν της υποκείμενης, έναντι 7 φορών που ήταν τον Ιούνιο του ίδιου έτους.

Σύμφωνα με το Γράφημα 2, αύξηση στο λόγο συναλλαγών παρουσίασε και το(ADEX) . Ειδικά το Σεπτέμβριο του 2002 ο λόγος της αξίας συναλλαγών του διαμορφώθηκε στο 1,24 έναντι 0,61 που ήταν τον Ιούνιο. Με λόγο αξίας συναλλαγών 1,5 περίπου για το Σεπτέμβριο, εμφανίζονται τα χρηματιστήρια (DEM , W S E και LIFFE) . Ακολουθούν με λόγο συναλλαγών 0,5 περίπου για τον ίδιο μήνα τα (O T O B, O M ,και BUDAPEST), καθώς και το (M EFF) για το οποίο υπάρχουν στοιχεία Σεπτεμβρίου 2002.

Στον Πίνακα 1, παρουσιάζεται ο μέσος όρος των λόγων του εννιαμήνου για τα έτη 2001 και 2002, καθώς και ο λόγος του τελευταίου μήνα του 2002 (Σεπτέμβριος 2002).² Η γραφική απεικόνιση του Πίνακα 1, εμφανίζεται στο



Πηγή: <http://www.adex.asse.gr/AdexDownload/Report.pdf>

Γράφημα 3.

Από το Γράφημα 3, παρατηρούμε ότι ο μέσος όρος των λόγων της αξίας συναλλαγών του εννιαμήνου για τα έτη 2001 και 2002, κυμαίνεται περίπου στα ίδια επίπεδα για τα περισσότερα χρηματιστήρια και είναι συγκρίσιμος με το λόγο του Σεπτεμβρίου 2002. Κρίνεται σκόπιμο να γίνει και πάλι αναφορά στη μεγάλη διακύμανση που παρατηρείται στο χρηματιστήριο της Γερμανίας. Ειδικότερα το Σεπτέμβριο του 2002, η αγορά παραγώγων επί δεικτών της Γερμανίας σημείωσε μια από τις μεγαλύτερες αξίες συναλλαγών, σε αντίθεση με την υποκείμενη αγορά της, η οποία σημείωσε τη μικρότερη αξία συναλλαγών για το 2002. Το αποτέλεσμα είναι η αγορά παραγώγων να έχει υπερβεί κατά 8,87 φορές την υποκείμενη αγορά από 6,92 φορές τον Ιούνιο του ίδιου έτους.

Η δεύτερη σημαντικότερη διακύμανση σημειώθηκε από το Ελληνικό Χρηματιστήριο, όπου ο μέσος όρος των λόγων της αξίας συναλλαγών αυξήθηκε από 0,36 το εννιάμηνο του 2001 σε 0,75 το εννιάμηνο του 2002, ενώ το Σεπτέμβριο του 2002 η αξία συναλλαγών της αγοράς παραγώγων κάλυψε την αξία συναλλαγών της αγοράς αξιών κατά 1,24 φορές.

3. Συμπεράσματα

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

Η σύγκριση της αξίας συναλλαγών της αγοράς παραγώγων και της υποκείμενης αγοράς για κάθε ευρωπαϊκή αγορά που αναφέρεται στη μελέτη, αποδεικνύει ότι για τα εννιάμηνα του 2001 και 2002 η αξία συναλλαγών των παραγώγων υπερβαίνει αυτή της υποκείμενης αγοράς

Κατά το Σεπτέμβριο του 2002 παρατηρείται σημαντική αύξηση του λόγου της αξίας συναλλαγών της αγοράς παραγώγων προς της αξία συναλλαγών της

αγοράς μετοχών για τα εξεταζόμενα κράτη. Μεγαλύτερη αύξηση παρατηρείται στα χρηματιστήρια(EUREX , DEM ,ADEX ,W S E και O T O B)

Οι τιμές του λόγου της αξίας συναλλαγών των δύο αγορών σε μηνιαία βάση κατά το εννιάμηνο του 2001 είναι μεγαλύτερες από αυτές του εννιαμήνου του 2002, με εξαίρεση το(EUREX και το ADEX),που παρουσιάζουν σημαντική αύξηση

Τα χρηματιστήρια (EUREX και ADEX)ήταν τα μόνια που σημείωσαν μεγάλη διακύμανση στους μέσους όρους των λόγων της αξίας συναλλαγών κατά το εννιάμηνο του 2001 και 2002 και στο λόγο του πιο πρόσφατου συγκρινόμενου μήνα του 2002(Σεπτέμβριος)

Ο μέσος όρος των λόγων της αξίας συναλλαγών του εννιαμήνου για τα έτη 2001 και 2002 και ο λόγος του τελευταίου μήνα του 2002(Σεπτέμβριος) κυμαίνεται από 1,0 μέχρι 1,5 για τα χρηματιστήρια (D E M , W S E και L I F F E), γύρω στο 0,5 για τα (ADEX, M E F F , O M και O T O B), και σε πολύ χαμηλότερες τιμές για τα (B U D A P E S T , L I S B O N & O P O R T O , O S L O και F U T O P)

4.2 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΑΛΛΑ ΕΥΡΩΠΑΪΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ

Χρηματιστήριο	2001	2002	2002 (Σεπτέμβριος)	2001/2002	2002 (Σεπτέμβριος)/2002	
EUREX	Germany, Switzerland	161.788.236	41.189.895	6.653.377,0	1.822.346,0	9,6%
DEFA	Belgium, France, Portugal, The Kingdoms	62.732.216	12.982.538	2.728.268,0	44,0	7,4%
LIFFE	Italy	4.816.856	1.209.838	508.617,7	10,0	18,8%
BVL	Spain	4.473.114	1.244.916	366.909,5	10,0	26,1%
OMX	Sweden, Finland	16.460.920	4.429.893	125.478,1	10,0	0,8%
WSE	Poland	3.517.782	1.117.141	13.580,5	5.483,9	81,6%
ASEX	Austria	75.050	35.026	2.870,9	1.525,3	128,4%
INDEX	Hungary	227.408	125.919	1.060,4	913,6	244,6%
LIFFE	Denmark	555.048	125.967	2.014,9	618,8	2,6%
OTOB	Norway	677.513	132.038	0,0	0,0	0,0%

Πίνακας 4.1: Σύγκριση με Ευρωπαϊκά Χρηματιστήρια Παραγώγων

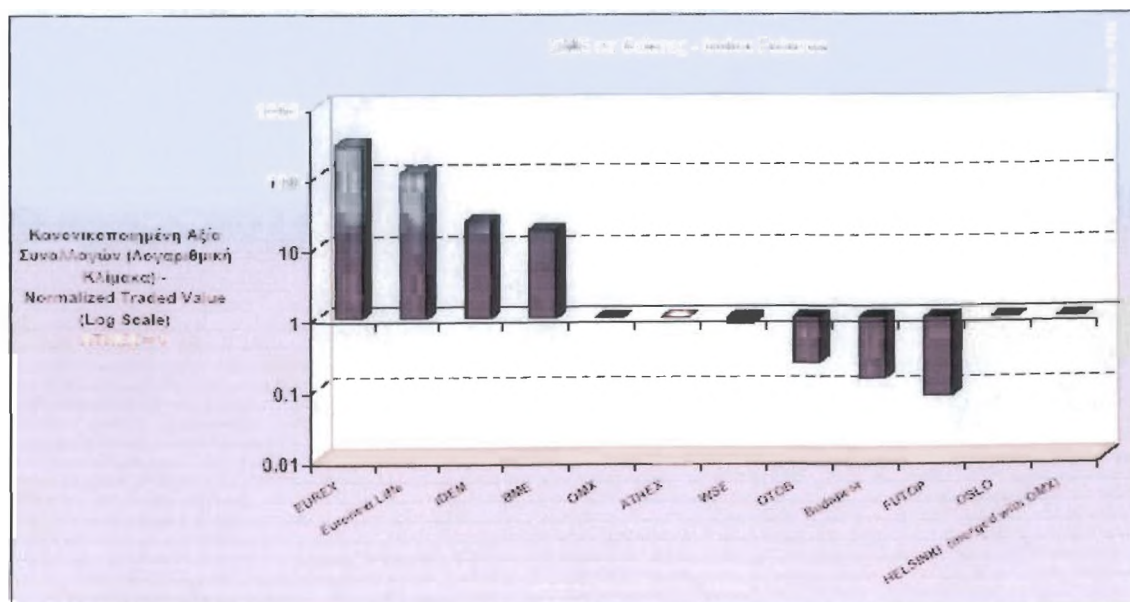
1. EUREX	Germany, Switzerland	117.114.860	32.978.874	2.927.904,3	858.246,8	21,3%
2. LIFFE	Holland, Belgium, France, Portugal, United Kingdom	99.607.852	22.014.321	2.078.316,0	512.117,0	-1,4%
3. ICEFIM	Iceland	2.190.807	575.516	152.839,1	44.968,3	16,9%
4. OMX	Sweden, Finland	8.947.439	2.306.812	67.587,0	19.059,7	12,8%
5. BVL	Spain	294.750	114.227	24.234,3	10.631,9	75,5%
6. ATHEX	Greece	341.397	220.53*	5.245,2	1.914,4	22,6%
7. VIAC	Austria	40.835	13.810	1.502,7	684,3	82,2%
8. WSE	Poland	124.392	43.065	482,5	214,3	77,7%
9. FIT	Denmark	1.239	140	4,6	0,6	-68,6%
10. Budapest	Hungary					n.a
11. Helsinki (with OMX)						n.a
12. Oslo	Norway	895.672	105.149	n.a	n.a	n.a

Πηγή: Federation of European Securities Exchanges

Πίνακας 4.2: Σύγκριση με Ευρωπαϊκά Χρηματιστήρια Παραγών με βάση την αξία συναλλαγών για το 2005

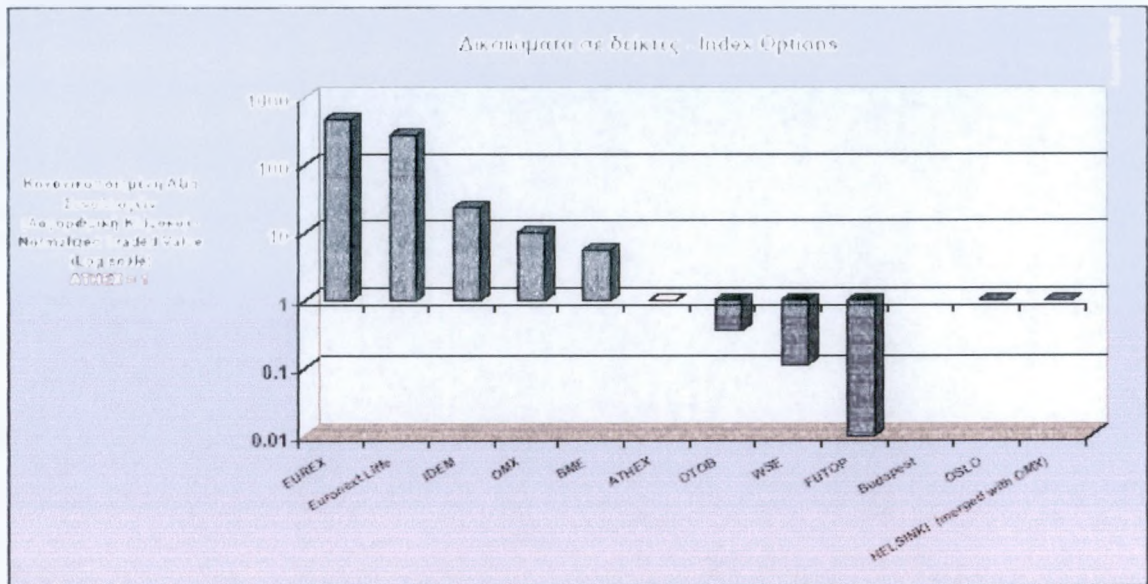
4.3 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΞΙΑΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΣΜΕ ΣΕ ΔΕΙΚΤΕΣ

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



Διάγραμμα 4.3 Κανονικοποιημένη αξία συναλλαγών

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



Διάγραμμα 4.3.1 Κανονικοποιημένη Αξία Συναλλαγών

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ

5.1 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Μετά την ολοκλήρωση τις εργασίας και την εξέταση των στοιχείων που αποκομίστηκαν καταλήγουμε σε διάφορα συμπεράσματα και προτάσεις για την οργανωμένη αγορά παραγωγών που αντιπροσωπεύουν τις απόψεις μας για τα θέματα που αναλύονται στην εργασία.

Δεν θα μπορούσε να διατυπωθεί κάτι πιο μακριά από την πραγματικότητα. Όλοι οι επενδυτές μπορούν και πρέπει να ενεργοποιηθούν στο ΧΠΑ. Είδαμε παραπάνω τα πλεονεκτήματα που προσφέρουν τα παράγωγα στους επενδυτές. Είναι γνωστό ότι η αγορά των παραγωγών έχει δοκιμαστεί κατά τα τρέχοντα έτη πολλές φορές με επιτυχία κατά τη διάρκεια των πτώσεων. Εκεί αποδείχθηκε στην πράξη η δυνατότητα αντιστάθμισης του κινδύνου των χαρτοφυλακίων μετοχών κυρίως για μικροεπενδυτές.

Ο επενδυτής επίσης μπορεί να τοποθετηθεί στην αγορά με δέσμευση σημαντικά μικρότερου κεφαλαίου από ότι θα χρειαζόταν στο ΧΑΑ για την επίτευξη της ίδιας απόδοσης. Επίσης τα παράγωγα είναι φθηνότερα από την υποκείμενη αγορά, αφού οι προμήθειες είναι σημαντικά χαμηλότερες. Αυτά και πολλά άλλα πλεονεκτήματα των παραγωγών προϊόντων καταρρίπτουν τον μύθο ότι «τα παράγωγα είναι μόνο για τα μεγάλα παιδιά». Τα παράγωγα απευθύνονται σε όλους τους επενδυτές και αυτό που απαιτείται είναι ο επενδυτής να έχει ξεκαθαρίσει τους επενδυτικούς στόχους του και να αντιλαμβάνεται τους κινδύνους που συνδέονται με κάθε επένδυση.

Με τα εποπτικά μέσα του χπα έχει αυξηθεί η ασφάλεια που προσφέρετε στους επενδυτές, υπάρχει εξέλιξη στο χρηματιστήριο παραγωγών Αθηνών με

διάφορα μέτρα που έχουν παρθεί από τη διοίκηση του και βλέποντας με βάση τα στοιχεία που προκύπτουν από την έρευνα ότι γίνετε μια ουσιαστικότερη προσπάθεια για την καλύτερη λειτουργία του και εξέλιξη του.

Ως αναφορά τα χρηματοοικονομικά παράγωγα θα μπορούσαμε να αναφέρουμε ότι : Τα παράγωγα προϊόντα είναι ιδιαίτερα δημοφιλή μεταξύ των θεσμικών επενδυτών, καθώς τους δίνουν τη δυνατότητα να αναπτύξουν προηγμένες αρχές διαχείρισης χαρτοφυλακίου αυξομειώνοντας τον βαθμό κινδύνου που αυτό ενσωματώνει. Με τη χρήση των παραγώγων προϊόντων ένας πεπειραμένος επαγγελματίας διαχειριστής χαρτοφυλακίου μπορεί να αυξήσει την απόδοση των κεφαλαίων που διαχειρίζεται ή, όταν το επιθυμητό αποτέλεσμα είναι διαφορετικό, ο διαχειριστής έχει τη δυνατότητα, με τη μείωση ή την ελαχιστοποίηση του κινδύνου, να προστατεύσει την αξία του χαρτοφυλακίου του ή να περιορίσει τις χαμένες ευκαιρίες επένδυσης.

Οι τεχνικές που μπορεί να χρησιμοποιηθούν σε αυτές τις περιπτώσεις είναι πολλές και περίπλοκες. Το αποτέλεσμα όμως για κάθε περίπτωση είναι συγκεκριμένο και το όφελος που θα προκύψει μπορεί να προκαθοριστεί, με προφανείς τις ευνοϊκές συνέπειες που θα έχει αυτό στην απόδοση ή στη σταθερότητα του χαρτοφυλακίου, ανάλογα με το επιθυμητό αποτέλεσμα. Με τις κατάλληλες λοιπόν κινήσεις μπορεί ο θεσμικός επενδυτής να προστατεύσει το χαρτοφυλάκιό του από μελλοντική πτώση του γενικού δείκτη τιμών ή αύξηση των επιτοκίων, να διατηρήσει σταθερό το επίπεδο ρίσκου που αναλαμβάνει με τις κινήσεις του, να αυξήσει ή να μειώσει την ευαισθησία ενός χαρτοφυλακίου στις ενδεχόμενες μεταβολές των επιτοκίων, να επιτύχει καλύτερη κατανομή των διαχειριζομένων κεφαλαίων μεταξύ εναλλακτικών μορφών επενδύσεων κλπ.

5.2 ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ

Αναλύοντας την εργασία προκύπτουν κάποιες προτάσεις που σαν σκοπό έχουν την καλύτερη λειτουργία του χρηματιστηρίου παραγώγων Αθηνών.

Πρώτον, η εξασφάλιση επαρκούς βάθους της αγοράς.

Δεύτερον, η εξομοίωσή της με τις αγορές της Ε.Ε. Η ισότιμη, κατά συνέπεια, συμμετοχή της στη διαμόρφωση της ενιαίας χρηματιστηριακής αγοράς που αναπόφευκτα επέρχεται, ώστε η αγορά μας, να μπορεί να φέρει εις πέρας αποτελεσματικά την αποστολή της και όλοι οι βασικοί συντελεστές να διατηρούν και να επαυξάνουν τις εργασίες τους.

Τρίτον ισχυρό, ασφαλές και αξιόπιστο Χρηματιστήριο. Χρηματιστήριο που έχει επαρκές και σύγχρονο κανονιστικό πλαίσιο, ομαλή λειτουργία, διαφάνεια, προστασία των επενδυτών.

Τέταρτον ανάπτυξη της εσωτερικής αγοράς των Ελλήνων επενδυτών, με τη συμμετοχή σε αυτή ικανού αριθμού εγχώριων επενδυτών. Η εσωτερική αγορά είναι η πιο σημαντική για όλους μας.

Πέμπτον η σύνδεση του ελληνικού χρηματιστηρίου με χρηματιστήρια ή χρηματιστηριακούς σχηματισμούς στην Ε.Ε., έτσι ώστε μέσω κοινών συστημάτων διεξαγωγής συναλλαγών, να ενισχυθεί η ρευστότητα στην αγορά και να επιτευχθούν καλύτερα οι στόχοι του ΧΠΑ. Τέτοιου είδους συνεργασία κρίνεται ως αναγκαία για να διατηρήσει η αγορά μας τη ρευστότητά της στο μέλλον. Οι μεγάλες συνεργασίες που επέρχονται στην Ε.Ε. διαμορφώνουν τέτοιους όρους ανταγωνισμού, που μία μικρή και περιφερειακή αγορά μάλλον δεν μπορεί από μόνη της να τις ανταγωνισθεί. Η μικρή αγορά, λοιπόν, πρέπει να εισχωρήσει στη μεγάλη αγορά. Να συνεργασθεί δηλαδή με αυτή, και στο πλαίσιο αυτής της συνεργασίας να συμφωνηθεί και να πάρει και αυτή, ένα κομμάτι της αγοράς να το διαχειριστεί και να διασφαλιστεί η βιώσιμη

λειτουργία της. Έτσι, τα οφέλη μπορεί να είναι πολλαπλά, καθώς ουσιαστικά, η αγορά εισέρχεται σε μία μεγάλη δεξαμενή ρευστότητας, που μπορεί να εξυπηρετήσει τις εισηγμένες εταιρίες της χώρας, τις νεοεισηγμένες, αλλά και τους επενδυτές.

Έκτον η αναβάθμιση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς σε αναπτυγμένη, ώριμη, αγορά συνεπάγεται, ορισμένα σημαντικά πράγματα για τον καθένα από τους βασικούς συντελεστές της αγοράς, για την ίδια την αγορά και για την εθνική οικονομία.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΑΠΟ ΒΙΒΛΙΑ

Αγγελόπουλος, Παναγιώτης Χρ. (2001), Εισαγωγή στα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα (financial derivatives)

Αγγελόπουλος, Παναγιώτης Χρ. (2005) , Εισαγωγή στα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα (financial derivatives) Έκδοση Σταμούλη, ISBN: 960-351-610-4

Ντελμπεντέρης θ. Νικόλαος Χρηματιστήριο αξιών Αθηνών, χρηματιστήριο παραγώγων Αθηνών, ολοκληρωμένο αυτόματο σύστημα ηλεκτρονικών συναλλαγών, επενδυτικές προτάσεις, ερωτήσεις-απαντήσεις για το χρηματιστήριο, isbn 9603901040, Έκδοση 2002

Χρηματιστηριακός κώδικας II Παπαγιάννης Ι. ©2000 ,ISBN/ISSN: 978-960-301-493-1

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΑΠΟ ΙΝΤΕΡΝΕΤ

<http://www.edex.nes.gov>

http://www.edex.nes.gov/edex/Download/Report_for_march_May%202006.pdf

<http://www.edex.nes.gov/edex/Download/Report.pdf>

http://www.edex.gov.sg/edex/Download/General_TBL/000002/

http://www.edex.gov.sg/edex/Download/General_TBL/000001/

http://www.edex.nes.gov/edex/Download/General_TBL/000001/

http://www.edex.nes.gov/edex/Download/General_TBL/000001/

http://www.edex.nes.gov/edex/Download/General_TBL/000001/

http://www.edex.nes.gov/edex/Download/General_TBL/000001/

http://www.edex.nes.gov/edex/Download/General_TBL/000001/

http://www.edex.nes.gov/edex/Download/General_TBL/000001/

http://www.edex.nes.gov/edex/Download/General_TBL/000001/

http://www.edex.nes.gov/edex/Download/General_TBL/000001/

http://www.edex.nes.gov/edex/Download/General_TBL/000001/

http://www.edex.nes.gov/edex/Download/General_TBL/000001/

http://www.edex.nes.gov/edex/Download/General_TBL/000001/

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΜΕ ΠΙΝΑΚΕΣ

Παράδειγμα 1^ο : Για παράδειγμα, εάν υποθέσουμε ότι ένα προθεσμιακό συμβόλαιο αφορά την αγορά πετρελαίου με προθεσμιακή τιμή 25 δολάρια το βαρέλι με παράδοση σε 3 μήνες, ο αγοραστής είναι υποχρεωμένος στη λήξη του συμβολαίου να παραλάβει την ποσότητα που αναφέρεται στο συμβόλαιο καταβάλλοντας 25 δολάρια ανά βαρέλι, άσχετος τις τιμές του πετρελαίου στην αγορά την συγκεκριμένη χρονική στιγμή. Εάν η τιμή είναι υψηλότερη των 25 δολαρίων, ο αγοραστής έχει κέρδος που αντιστοιχεί στη διάφορα της τιμής παράδοσης και τιμής στην αγορά επί την ποσότητα. Εάν για παράδειγμα υποθέσουμε ότι η ποσότητα είναι 200.000 βαρέλια και η τιμή στην αγορά 27, το κέρδος του αγοραστή ανέρχεται σε 400.000 δολάρια.

Εάν ένα συμβόλαιο αφορά την αγορά USD έναντι EURO, πχ1,000,000με τιμή 0,95 ανά δολάριο και παράδοση σε τρεις μήνες, ο αγοραστής είναι υποχρεωμένος, ασχέτως της ισοτιμίας στην αγορά κατά τον χρόνο παράδοσης, να παραλάβει 1,000,000 δολάρια καταβάλλοντας 1,052,632 ευρώ. Εάν κατά την ημέρα παράδοσης η ισοτιμία είναι υψηλότερη της USD/EURO 0,95, ο αγοραστής εμφανίζει ζημία. Εάν η ισοτιμία είναι χαμηλότερη, τότε εμφανίζει κέρδος. Για παράδειγμα, εάν η ισοτιμία στην αγορά είναι USD/EURO 0,89, το κέρδος ανέρχεται σε 70,964 ευρώ, ενώ εάν η ισοτιμία είναι USD/EURO 0,98, η ζημία ανέρχεται σε 320224 ευρώ.(στο παράρτημα να γράψω για την ισοτιμία σελ 129)

Το κέρδος η ζημία του αγοραστή και του πωλητή ενός προθεσμιακού συμβολαίου εμφανίζονται στο παρακάτω διάγραμμα.

Όπου:

HS= τιμή συμβολαίου

TH= τρέχουσα τιμή στον χρόνο παράδοσης

(παράδειγμα 2^ο) Για παράδειγμα, ο πωλητής ενός προθεσμιακού συμβολαίου δημητριακών, διάρκειας τριών μηνών, υποθέτουμε ότι τα αγοράζει σήμερα και τα παραδίδει στον παραγωγό ζυμαρικών σε τρεις μήνες. Για την αγορά χρησιμοποιεί είτε δανειακά κεφαλαία τα οποία έχουν το δικό τους κόστος ευκαιρίας. Επίσης καλύπτει το κόστος αποθήκευσης και διατηρήσεις. Ας δούμε πως συμβαίνει αυτό υποθέτουμε ότι ένας επενδυτής διαθέτει USD 100.000, τα οποία θα χρειαστεί μετά από 3 μήνες για την αποπληρωμή ενός δανείου. Η τρέχουσα (spot) ισοτιμία είναι USD/EUR 1.120 ή EUR/USD 0.892857. δηλαδή απαιτούνται 1,120 EURO προς απόκτηση 1 USD ή 0.892857 USD προς απόκτηση 1 EUR.

Υποθέτουμε επίσης ότι τα επιτόκια των τοποθετήσεων σε συγκρίσιμες χωρίς κίνδυνο (risk free) επενδύσεις είναι επιτόκιο τοποθετήσεων USD 4% επιτόκιο τοποθετήσεων EUR 8% ο συγκεκριμένος επενδυτής θέλοντας να εκμεταλλευτεί το υψηλότερο επιτόκιο των τοποθετήσεων σε ευρώ, προτίθεται να πουλήσει τα USD έναντι ευρώ και να πραγματοποιήσει κατάθεση σε ευρώ για 3 μήνες, γνωρίζοντας ότι στο τέλος του τρίμηνου θα πρέπει να αγοράσει και πάλι USD, ώστε να καλύψει την υποχρέωση του, δηλαδή να αποπληρώσει το δάνειο του. Εκείνο, επομένως, που τον απασχολεί είναι η ισοτιμία USD/EURO μετά από 3 μήνες, η οποία είναι φανερό ότι επηρεάζει την απόδοση της επένδυσής του.

Βάσει των δεδομένων, δηλαδή επιτοκίων και διάρκειας, μπορεί να υπολογίσει την προθεσμιακή εκείνη ισοτιμία που διαμορφώνει ακριβώς την ίδια απόδοση για την επένδυσή του, άσχετα με το νόμισμα, δολάριο ή ευρώ, που θα

πραγματοποιηθεί. Με αλλά λόγια μπορεί εκ των πρότερων να γνωρίζει την ισοτιμία που τον αφήνει αδιάφορο για την επενδυτική του επιλογή. Η ισοτιμία αυτή μπορεί να υπολογιστεί με την ακόλουθι διαδικασία, εάν διατηρήσει τα δολάρια, η απόδοση του θα είναι $USD 100.000 * 0,40 \cdot 90/36 = USD 1000$ το συνολικό του κεφαλαίο θα διαμορφωθεί σε κεφαλαίο + τόκοι = $USD 101.000$ εάν μετατρέψει τα δολάρια σε ευρώ, με την υφισταμένη τρέχουσα (spot) ισοτιμία τιμή το πόσο σε ευρώ θα είναι $USD 100.000 * 1.120 = 112.000$ η απόδοση στην περίπτωση αυτή θα είναι $ευρώ 112,000 * 0,08\% * 90/360 = 2,240$ το συνολικό κεφαλαίο θα διαμορφωθεί σε κεφαλαίο + τόκοι = $ευρώ 114,240$ εάν στο τέλος του τρίμηνου, που είναι αναγκασμένος να μετατρέψει τα ευρώ σε δολάρια, ίσχυε ισοτιμία, δηλαδή τιμή μετατροπής USD/EUR ούτε θα κέρδιζε αλλά ούτε θα είχε και κάποια ζημία από την επιλογή γούνα επενδύσει σε ευρώ.

Παράδειγμα 3^ο Εάν η ελάχιστη αυτή μεταβολή είναι 0,02 cents ή 0,0002 USD/ EUR, ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης EUR έναντι USD με μέγεθος EUR 50,000 έχει συνολική αξία μεταβολής ανά tick δηλαδή 50,000 επί 0,02.

Παράδειγμα 4^ο Εάν υποθέσουμε ότι ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης επί χρηματιστηριακού δείκτη αγοράς εκκαθάρισης με ρευστά διαθέσιμα, με πολλαπλασιαστή 200ευρω,αγορασθηκε στις 1200 μονάδες και στη λήξη του έχει διαμορφωθεί στις 1280 μονάδες, ο αγοραστής του έχει κερδίσει 1600 ευρώ ή $(1280-1200) \cdot 200$.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1.3

Στρατηγική strangle – Αγορά strangle

Τιμή Μετοχής	Άσκηση Put	Κέρδη/Ζημιές στο Put	Άσκηση Call	Κέρδη/Ζημιές στο Call	Κέρδη/Ζημιές στο Straddle
75	OXI	-3	NAI	19	16
70	OXI	-3	NAI	14	11
65	OXI	-3	NAI	9	6
60	OXI	-3	NAI	4	1
59	OXI	-3	NAI	3	0
56	OXI	-3	NAI	0	-3
50	OXI	-3	NAI/OXI	-6	-9
40	OXI	-3	OXI	-6	-9
35	OXI	-3	OXI	-6	-9
30	NAI/OXI	-3	OXI	-6	-9
27	NAI	0	OXI	-6	-6
25	NAI	2	OXI	-6	-4
21	NAI	6	OXI	-6	0
20	NAI	7	OXI	-6	1
15	NAI	12	OXI	-6	6
10	NAI	17	OXI	-6	11

Πηγή: : Αγγελόπουλος, Παναγιώτης Χρ. (2005) , Εισαγωγή στα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα (financial derivatives) Έκδοση Σταμούλη, ISBN: 960-351-610-4

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΜΕ ΑΡΘΡΑ

ΙΣΟΤΙΜΙΑ: Η τιμή ενός νομίσματος σε σχέση με ένα άλλο νόμισμα αποτελεί τη συναλλαγματική ισοτιμία των δυο νομισμάτων. Στη διεθνή πρακτική, η ισοτιμία εκφράζει τις μονάδες ενός εγχώριου νομίσματος που απαιτούνται για να αποκτηθεί μια μονάδα ενός ξένου νομίσματος. Η διατύπωση $usd/ gdr\ 350$ σημαίνει ότι απαιτούνται 350 δραχμές για να αποκτηθεί ένα δολάριο Η.Π.Α. και η διατύπωση $USD/EUR\ 1,12356$ σημαίνει ότι απαιτούνται 1,12356 ευρώ για να αποκτηθεί ένα δολάριο Η.Π.Α. αυτός ο τρόπος διατύπωσης, λαμβάνοντας υπόψη ότι το εγχώριο νόμισμα είναι το ευρώ, είναι γνωστός ως άμεσος τρόπος. Δηλαδή, με τον άμεσο τρόπο ορίζουμε τις μονάδες εγχώριου νομίσματος που απαιτούνται για να αποκτηθεί μια μονάδα ξένου νομίσματος.

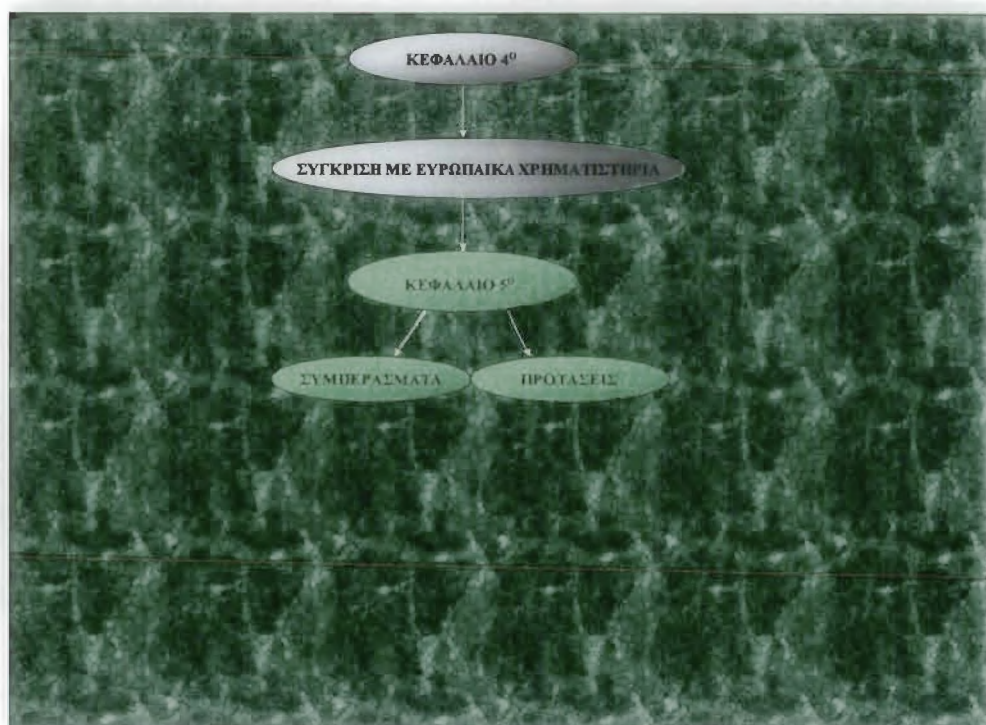
Αντίστροφα, η διατύπωση $EUR/USD\ 0,89003$ σημαίνει ότι απαιτείτε 0,89003 του δολαρίου Η.Π.Α για να αγοραστεί ένα ευρώ. Αυτός ο τρόπος διατύπωσης, με εγχώριο νόμισμα το ευρώ, είναι γνωστός ως έμμεσος φόρος, με τον οποίο ορίζονται οι μονάδες ξένου νομίσματος που απαιτούνται για να αποκτηθεί μια μονάδα εγχώριου νομίσματος.

Είναι φανερό ότι ο έμμεσος τρόπος αναφοράς για τον έχοντα ως εγχώριο νόμισμα το ευρώ αποτελεί έμμεσο τρόπο για τον έχοντα εγχώριο νόμισμα το USD. Σημειώνετε ότι στις αγορές συναλλάγματος σήμερα η αναφορά τις ισοτιμίες του USD με τα αλλά νομίσματα έχει άτυπα καθιερωθεί να αναφέρονται με τον άμεσο τρόπο. Έτσι η ισοτιμία με το ευρώ αναφέρεται ως EUR/USD.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΜΕ ΔΙΑΦΑΝΕΙΕΣ



Διαφάνεια 1



Διαφάνεια 2

ΕΝΝΟΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ

- ΤΑ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΕΙΝΑΙ ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΤΑ ΟΠΟΙΑ ΒΑΣΙΖΟΝΤΑΙ Η ΤΩΝ ΟΠΟΙΩΝ Η ΔΕΞΙΑ ΠΡΟΚΥΠΤΕΙ ΑΠΟ ΈΝΑ ΥΠΟΚΕΙΜΕΝΟ ΤΙΤΛΟ (ΜΕΣΟ)

Διαφάνεια 3

ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ

- ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ (FORWARD CONTRACTS)
- ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΠΙΠΛΗΡΩΣΗΣ (FUTURES CONTRACTS)
- ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ (OPTIONS)
- ΑΝΤΑΛΛΑΓΓΕΣ (SWAPS)

Διαφάνεια 4

ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ

- **ΤΟ ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΟ ΣΥΜΒΟΛΑΙΟ ΑΠΟΤΕΛΕΙ ΣΥΜΦΩΝΙΑ ΜΕΤΑΞΥ ΔΥΟ ΜΕΡΩΝ ΤΟΥ ΑΓΟΡΑΣΤΗ ΚΑΙ ΤΟΥ ΠΩΛΗΤΗ ΤΟΥ ΓΙΑ ΜΙΑ ΑΓΟΡΑΠΩΛΗΣΙΑ ΠΟΥ ΘΑ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΘΕΙ ΣΤΟ ΜΕΛΛΟΝ ΣΕ ΤΙΜΗ ΠΟΥ ΣΥΜΦΩΝΕΙΤΑΙ ΣΗΜΕΡΑ**

Διαφάνεια 5

ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ

- **ΤΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΕΙΝΑΙ ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΠΟΥ ΥΠΟΧΡΕΩΝΟΥΝ ΤΟΝ ΕΝΔΕΙΧΟΜΕΝΟ ΤΟΥΣ ΔΥΟ ΑΝΤΙΣΥΜΒΑΛΛΟΜΕΝΟΥΣ ΝΑ ΑΓΟΡΑΣΤΕΙ ΚΑΙ ΝΑ ΠΑΡΑΛΑΒΕΙΤΕ ΚΑΙ ΤΟΝ ΑΛΛΟΝ ΝΑ ΠΑΡΑΛΑΒΕΙ ΝΑ ΣΥΓΚΡΕΡΙΜΕΝΟ ΠΡΟΪΟΝ Η ΥΞΕΙΑ ΣΕ ΜΙΑ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΣΤΟ ΜΕΛΛΟΝ ΚΑΙ ΣΕ ΚΑΘΟΡΙΣΜΕΝΗΣ ΤΟ ΣΥΜΒΟΛΑΙΟ ΤΙΜΗΣ**

Διαφάνεια 6

ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ

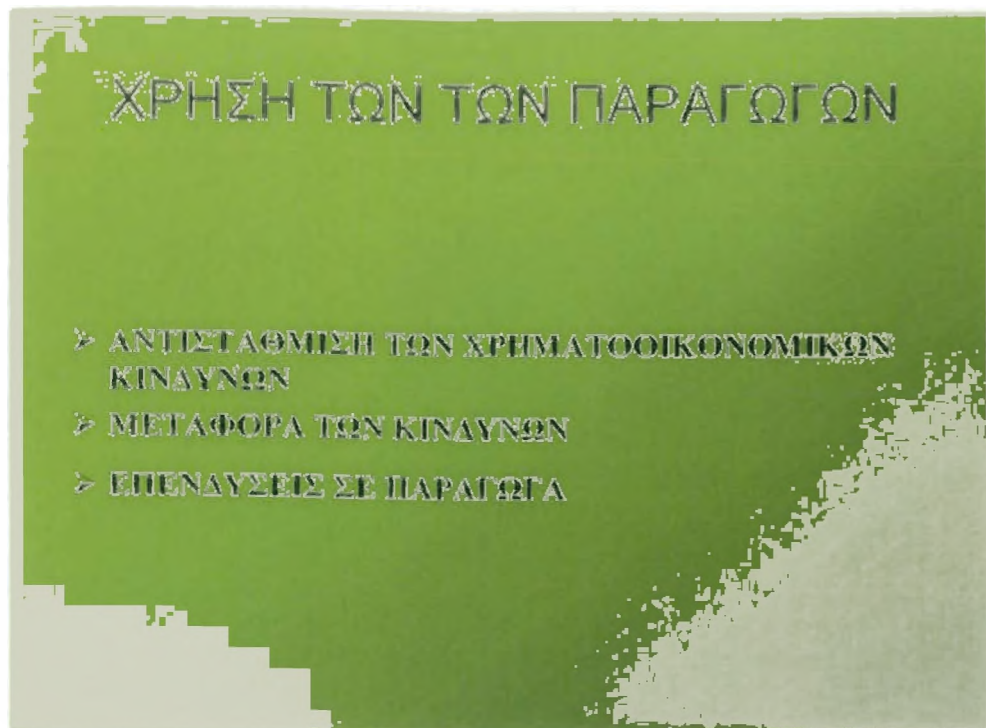
- ΤΑ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ ΕΙΝΑΙ ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΠΟΥ ΠΑΡΕΧΟΥΝ ΣΤΟ ΚΑΤΟΧΟ ΤΟΥΣ ΤΟ ΔΙΚΑΙΩΜΑ ΝΑ ΠΡΟΒΕΙ ΣΤΟ ΜΕΛΛΟΝ ΜΟΝΟΝ ΕΦΟΣΟΝ ΤΟ ΕΠΙΘΥΜΕΙ ΣΕ ΜΙΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΗ ΜΕ ΠΡΟΚΑΘΟΡΙΣΜΕΝΟΥΣ ΟΡΟΥΣ ΔΗΛΑΔΗ ΠΑΡΕΧΟΥΝ ΣΤΟ ΚΑΤΟΧΟ ΤΟΥΣ Η ΑΓΟΡΑΣΤΗ ΝΑ ΑΓΟΡΑΣΗ Η ΝΑ ΠΟΥΛΗΣΕΙ ΤΟ ΥΠΟΚΕΙΜΕΝΟ ΤΟΥ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΧΩΡΙΣ ΝΑ ΤΟΝ ΥΠΟΧΡΕΩΝΕΙ ΣΕ ΠΡΟΚΑΘΟΡΙΣΜΕΝΗ ΤΙΜΗ ΚΑΙ ΕΝΤΟΣ ΣΥΓΚΕΚΡΙΜΕΝΟΥ ΧΡΟΝΙΚΟΥ ΔΙΑΣΤΗΜΑΤΟΣ

Διαφάνεια 7

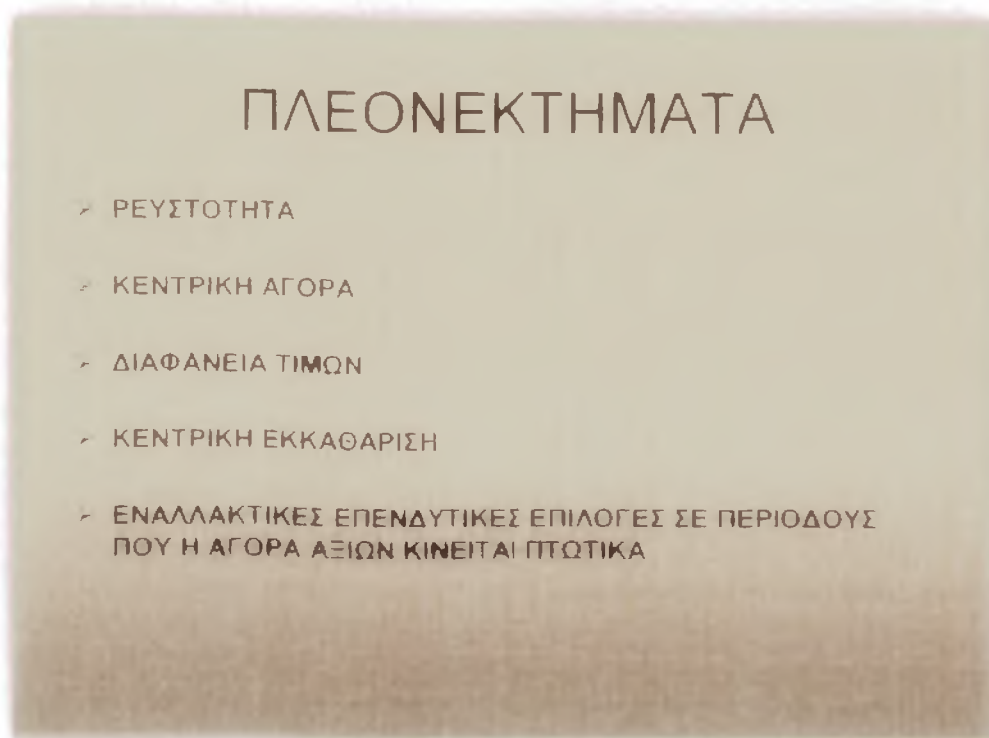
ΑΝΤΑΛΛΑΓΕΣ

- ΟΙ ΑΝΤΑΛΛΑΓΕΣ ΕΙΝΑΙ ΣΥΜΦΩΝΙΕΣ ΜΕΤΑΞΥ ΔΥΟ ΠΛΕΥΡΩΝ ΠΟΥ ΑΦΟΡΟΥΝ ΤΗΝ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗ ΣΤΟ ΜΕΛΛΟΝ ΜΙΑΣ ΣΕΙΡΑΣ ΕΙΣΡΟΩΝ Η ΕΚΡΟΩΝ (ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ Η ΑΞΙΩΝ) ΜΕ ΟΡΟΥΣ ΠΟΥ ΠΡΟΣΥΜΦΩΝΟΥΝΤΑΙ ΔΗΛΑΔΗ ΟΙ ΑΝΤΑΛΛΑΓΕΣ ΕΙΝΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ ΒΑΣΗ ΤΩΝ ΟΠΟΙΩΝ ΔΥΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΜΟΝΑΔΕΣ ΣΥΜΦΩΝΟΥΝ ΝΑ ΑΝΤΑΛΛΑΞΟΥΝ ΜΕΤΑΞΥ ΤΟΥΣ ΣΤΟ ΜΕΛΛΟΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΣΑ Π.Χ ΤΟΚΟΣ ΔΑΝΕΙΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑ

Διαφάνεια 8



Διαφάνεια 9



Διαφάνεια 10

ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ

- ΤΟ ΣΥΝΑΓΕΛΛΑΧΤΙ ΑΠΟ ΕΛΛΕΡΡΕΡΕΥΣΤΟΗΕΛΕΒΑΤΑΣ ΔΙΚΑΙΟΜΟΡΤΕΤΑΙΕΠΙΣΤΑΤΟΗΝΕΟΝ ΠΡΟΒΟΝΤΕΡΕΤΑΧΡΕΩΔΕΦΑΡΩΝ ΧΡΗΜΑ ΜΕΤΑΥΤΟ
- ΤΑ ΠΑΡΑΩΓΑ ΠΡΕΠΕΙΝΑ ΔΗΤΟΥΡΓΟΥΝ ΤΩ ΕΡΓΑΛΙΩ ΜΕΙΩΣΗΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΑΛΛΑ ΑΠΕΛΑΥΤΟΥ ΕΙΔΟΥΣ ΚΑΤΑΜΕΤΙ ΣΤΕΡΕΑΛΙΟ ΤΟΥ ΕΤΟΥ
- ΕΙΝΑΙ ΠΑΡΑΧΟΡΕΝΑ ΒΑΙΠΟΜΕ ΤΗΝ ΑΙΟΡΑ ΤΩΝ ΠΑΡΑΩΓΩΝ ΝΑ ΠΕΛΕΜΕΤΟΗΕΤΟΚΟΥΣ ΔΥΝΑΜΑΤΩΝ ΕΤΟΥΣ ΜΕ ΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΑΙΟΡΑ
- ΟΙ ΧΡΗΣΤΕΣ ΤΩΝ ΠΑΡΑΩΓΩΝ ΘΑ ΟΔΗΓΗΘΟΥΝ ΤΕΛΙΚΑ ΣΕ ΚΑΤΑΣΤΡΟΦΗ ΟΙΩΣ ΕΧΕΙ ΓΙΝΕΙ ΣΕ ΟΛΕΣ ΤΙΣ ΧΩΡΕΣ ΤΟΥ ΚΟΣΜΟΥ

Διαφάνεια 11

ΓΕΝΙΚΑ ΓΙΑ ΤΟ ΧΠΑ

- ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ, ΤΑ ΠΑΡΑΩΓΑ ΓΙΝΑΝΕ ΓΝΩΣΤΑ ΜΕΤΑ ΤΟ 1997 ΜΕ ΤΗΝ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΠΑΡΑΩΓΩΝ ΑΘΗΝΩΝ (ΝΟΜΟΣ 2533/97).
- ΤΟ ΠΡΩΤΟ ΠΑΡΑΩΓΟ ΠΟΥ ΔΗΜΙΟΥΡΓΗΘΗΚΕ ΗΤΑΝ ΤΟ ΣΥΜΒΟΛΑΙΟ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ (FUTURES) ΣΤΟΝ FTSE/20 ΠΟΥ ΑΡΧΙΣΕ ΝΑ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΕΤΑΙ ΣΤΙΣ 27 ΑΥΓΟΥΣΤΟΥ 1999.
- ΣΤΙΣ 31 ΑΥΓΟΥΣΤΟΥ 2002, ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΛΕΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ ΚΑΙ ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΩΓΩΝ ΑΘΗΝΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΤΗΚΑΝ ΜΕ ΤΗ ΝΕΑ ΕΠΩΝΥΜΙΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.

Διαφάνεια 12

ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΙΔΡΥΣΗΣ ΤΟΥ ΧΠΑ

- ΣΥΝΤΑΞΗ ΚΑΤΑΣΤΑΤΙΚΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ
- ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗ ΣΕ ΕΦΗΜΕΡΙΔΕΣ
- ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ ΤΟΥ ΥΨΟΥΣ ΤΟΥ Μ.Κ ΤΟΥ ΧΠΑ
- ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ ΣΤΟΥΣ ΘΕΣΜΙΚΟΥΣ ΕΠΕΝΑΥΤΕΣ ΓΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ ΤΟΥΣ ΣΤΗΝ ΙΔΡΥΣΗ

Διαφάνεια 13

ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ

- ΤΟ ΔΙΝΟΜΕΝΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΟΥ Χ.Π.Α. ΕΙΝΑΙ ΕΠΙΧΡΗΜΑΤΟΓΡΑΦΗ ΔΡΑΣΗ ΤΟ ΟΠΟΙΟ ΚΑΤΑΒΑΛΟΕΚΙΘΑΚ ΣΗΘΟΣΕ ΧΕΙΡΩΝ
- ΜΕΤΟΧΟΙ ΤΟΥ ΜΠΟΡΟΥΝ ΝΑ ΕΙΝΑΙ ΤΟ ΚΡΗΜΑ ΕΣΤΗΡΙΟ ΔΕΙΛΑ ΔΘΗΝΩΝ Δ.Ε. ΚΑΙ ΟΙ ΘΕΣΜΙΚΟΙ ΕΠΕΝΑΥΤΕΣ
- ΚΑΝΕΙΣ ΑΛΛΟΣ ΜΕΤΟΧΟΣ ΤΟΥ Χ.Π.Α. ΔΕΝ ΕΠΙΤΡΕΠΕΤΑΙ ΑΛΛ ΑΠΟΚΤΑ ΜΕΤΟΧΕΣ ΠΟΥ ΑΝΤΙΠΡΟΒΛΗΠΟΥΝ ΠΟΣΟΣΤΟ ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΟ ΤΟΥ 1% ΤΟΥ ΚΑΤΑΒΕΒΑΗΜΕΝΟΥ ΜΕΤΟΧΙΣΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ, ΕΚΤΟΣ ΑΠΟ ΤΟ Χ.Α.Α
- Η ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ ΜΠΟΡΕΙ ΝΑ ΟΡΕΕΙ, ΥΠΕΡΑ ΑΠΟ ΕΙΣΗΓΓΗΝ ΤΟΥ Δ.Σ. ΤΟΥ Χ.Π.Α., ΕΠΙ ΜΕΡΟΣ ΡΥΘΜΙΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΕΠΕΝΑΥΤΩΝ ΣΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΟΥ Χ.Π.Α.

Διαφάνεια 14

ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΤΟΥ Χ.Π.Α

- ΤΑ Χ.Π.Α. ΔΙΟΙΚΕΙΤΑΙ ΑΠΟ ΟΜΕΛΕΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ
- ΤΟ Δ.Σ. ΤΟΥ Χ.Π.Α. ΕΧΕΙ ΤΙΣ ΕΞΗΣ ΑΡΜΟΔΙΟΤΗΤΕΣ:
 - ΕΚΤΙΜΕΙ ΚΑΙ ΕΠΙΘΕΤΕΥΕΙ ΤΑ ΜΕΛΗ ΤΟΥ Χ.Π.Α.
 - ΑΠΟΔΕΧΕΤΑΙ ΚΑΙ ΑΠΟΡΡΙΠΤΕΙ ΑΙΤΗΣΕΙΣ Ε.Π.Ε.Υ
 - ΑΣΚΕΙ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΙΚΕΣ ΑΡΜΟΔΙΟΤΗΤΕΣ
 - ΚΑΘΟΡΙΖΕΙ ΤΑ ΠΑΡΑΘΗΛΑΠΟΥ ΔΙΑΦΡΑΓΜΑΤΕΥΟΝΤΑΙ ΣΤΟ Χ.Π.Α.

Διαφάνεια 15

ΜΕΛΗ ΤΟΥ Χ.Π.Α

- ΤΟ ΥΠΟΨΗΦΙΟ ΜΕΛΟΣ ΕΙΝΑΙ Ε.Π.Ε.Υ
- ΤΟ ΥΠΟΨΗΦΙΟ ΜΕΛΟΣ ΕΙΝΑΙ ΜΕΛΟΣ ΤΗΣ ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.
- ΤΟ ΥΠΟΨΗΦΙΟ ΜΕΛΟΣ ΠΛΗΡΟΙ ΤΙΣ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΑΘΕΤΕΙ ΤΑ ΤΕΧΝΙΚΑ ΜΕΣΑ ΠΟΥ ΟΡΙΖΕΙ Ο ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΤΟΥ Χ.Π.Α.
- ΤΟ ΥΠΟΨΗΦΙΟ ΜΕΛΟΣ ΕΧΕΙ ΑΠΟΔΕΧΤΕΙ ΚΑΙ ΚΑΤΑΡΤΙΣΕΙ ΤΙΣ ΟΡΙΖΟΜΕΝΕΣ ΣΥΜΒΑΣΕΙΣ ΜΕΤΑΦΥ ΑΥΤΟΥ ΚΑΙ ΤΟΥ Χ.Π.Α. Η ΚΑΙ ΤΗΣ ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Διαφάνεια 16

ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΤΟΥ ΧΠΑ

- ΤΟΝ ΕΛΕΓΧΟ ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΕΠΙ ΤΗΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΤΟΥ Χ.Π.Α. ΚΑΙ ΤΗΣ ΕΤ.Κ.Σ.Ε.Π. ΓΙΑ ΤΗΝ ΤΗΡΗΣΗ ΤΩΝ ΣΧΕΤΙΚΩΝ ΔΙΑΤΑΞΕΩΝ ΠΕΡΙ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ ΑΣΚΕΙ Η ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ (Ε.Κ).
- ΤΙΣ ΚΥΡΩΣΕΙΣ ΕΠΙΒΑΛΛΕΙ Η Ε.Κ. Η ΟΠΟΥ ΠΡΟΒΛΕΠΕΤΑΙ ΕΠΙΘΩΡΑΗ ΚΥΡΩΣΕΩΝ ΑΠΟ ΤΑ Δ.Σ. ΤΟΥ Χ.Α.Α. ΓΙΑ ΤΑ ΜΕΛΗ ΤΟΥ Χ.Α.Α., ΤΟΤΕ ΤΙΣ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΕΣ ΚΥΡΩΣΕΙΣ ΕΠΙΒΑΛΛΕΙ ΤΟ Δ.Σ. ΤΟΥ Χ.Π.Α. ΣΤΑ ΜΕΛΗ ΤΟΥ Χ.Π.Α. ΚΑΙ ΤΗΣ ΕΤ.Κ.Σ.Ε.Π.
- Η ΠΑΡΥΣΗ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΟΥ ΧΠΑ ΚΑΙ ΤΗΣ ΕΤΣΕΠ ΑΠΟΒΑΡΗΕΙ ΣΤΗ ΣΥΜΠΛΗΡΩΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΛΟΓΩΝ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΜΕ ΤΗ ΔΙΑΘΕΣΗ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ, ΤΑ ΟΠΟΙΑ ΕΙΝΑΙ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΙΜΑ ΣΕ ΟΡΓΑΝΩΜΕΝΗ ΑΓΟΡΑ.

Διαφάνεια 17

ΠΟΙΑ ΠΕΡΙΣΤΑΤΙΚΑ ΘΕΩΡΟΥΝΤΑΙ ΑΠΟ ΤΟ ΧΠΑ ΩΣ ΠΑΡΑΝΟΜΑ

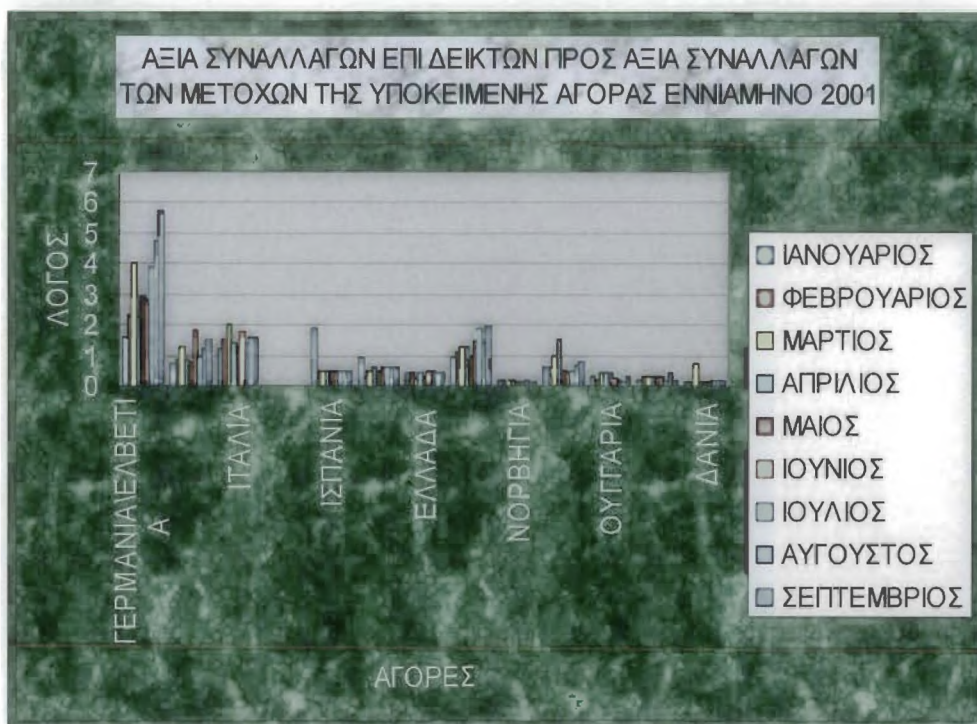
- ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗ ΑΓΟΡΑΣ (MARKET MANIPULATION)
- ΣΤΑΥΡΟΕΙΔΕΙΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ (CROSS TRADING/INTERNAL TRADING)
- FRONT RUNNING: Ο ΟΠΟΣ ΑΦΟΡΑ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΥ ΜΕΓΕΘΟΥΣ ΕΝΤΟΛΕΣ (ΑΓΟΡΑ/ΠΩΛΗΣΗ)
- ΠΡΟΣΥΜΦΩΝΗΜΕΝΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ (PRE-ARRANGED TRADING)
- PARKING: ΕΙΝΑΙ Η ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΟΠΟΙΑ Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ Η Ο ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ ΠΡΟΒΑΙΝΕΙ ΩΣ ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΟ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ

Διαφάνεια 18

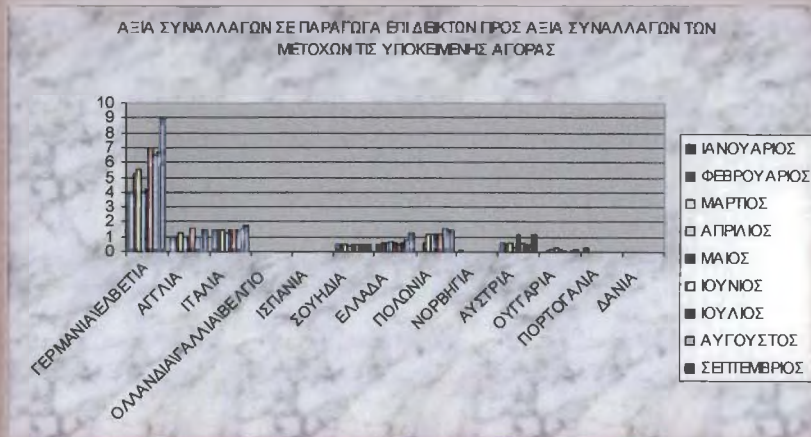
Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ ΧΠΑ

- > ΕΝΙΣΧΥΣΗ ΤΟΥ ΡΟΛΟΥ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ
- > ΑΥΞΗΣΗ ΤΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ
- > ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ ΚΑΙ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ
- > ΑΥΣΤΗΡΟΤΕΡΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ ΣΤΟΥΣ ΠΡΑΓΜΑΤΕΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

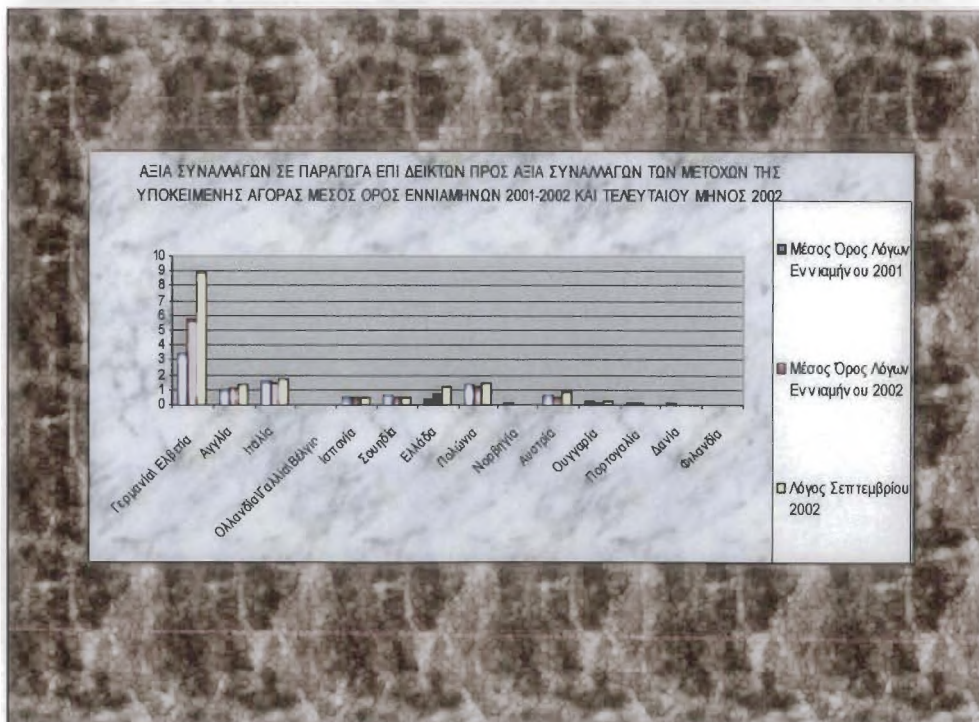
Διαφάνεια 19



Διαφάνεια 20



Διαφάνεια 21



Διαφάνεια 22

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

- ΟΛΟΙ ΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ ΜΠΟΡΟΥΝ ΚΑΘΙΕΡΗΣΕΙΝ ΕΙΣΡΕΠΟΙΟΠΗΘΟΥΣ ΣΤΟ ΧΠΔ.
- Ο ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ ΕΠΙΣΗΣ ΜΠΟΡΕΙ ΝΑ ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΙ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΜΕ ΔΕΣΜΕΥΣΗ ΣΗΜΑΝΤΙΚΑ ΜΙΚΡΟΤΕΡΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΑΠΟ ΟΠΟΙΑ ΧΡΕΙΑΖΟΤΑΝ ΣΤΟ ΧΑΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΧΕΥΣΗ ΤΗΣ ΕΛΙΑΣ ΑΠΘΟΣΗΣ.
- ΤΑ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΕΙΝΑΙ ΦΘΙΝΟΤΕΡΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΥΠΟΚΕΙΜΕΝΗ ΑΓΟΡΑ, ΑΦΟΥ ΟΙ ΠΡΟΜΗΘΕΙΕΣ ΕΙΝΑΙ ΣΗΜΑΝΤΙΚΑ ΧΑΜΗΛΟΤΕΡΕΣ.
- ΜΕ ΤΑ ΕΠΙΧΗΤΙΚΑ ΜΕΣΑ ΤΟΥ ΧΠΔ ΕΧΕΙ ΑΥΞΗΘΕΙ Η ΑΣΦΑΛΕΙΑ ΠΟΥ ΠΡΟΣΦΕΡΕΤΕ ΣΤΟΥΣ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ.
- ΜΕ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΤΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ ΕΝΑΣ ΠΕΙΡΑΜΕΝΟΥΣ ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΑΣ ΔΙΑΧΕΙΡΕΤΗΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΜΠΟΡΕΙ ΝΑ ΑΥΞΗΣΕΙ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.

Διαφάνεια 23

ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ

- Πρώτον, η εξασφάλιση επαρκούς βάθους της αγοράς
- Δεύτερον, η εξομοίωσή της με τις αγορές της Ε.Ε.
- Τρίτον, ισχυρό, ασφαλές και αδιάσπαστο χρηματιστήριο
- Έκτακτη αναστροφή των οικονομικών σχέσεων με Ε.Ε. και Ε.Ε. και Ε.Ε. και Ε.Ε.
- Πόρτες ημιάνδρα με τον κλασικό χρηματιστήριο με χρηματιστήριο ή χρηματιστηριακούς σχηματισμούς στην Ε.Ε.
- Έκτακτη αναστροφή της ελληνικής οικονομίας ως αναπτυγμένη, ώριμη, αγορά

Διαφάνεια 24