



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών στη Ναυτιλία

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

«ΤΑ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ»

Προοπτικές ανάπτυξής τους στο σύγχρονο περιβάλλον

ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ:

ΜΙΑΤΙΑΔΗΣ Κ. ΤΣΙΓΚΡΗΣ

Επιβλέπων Καθηγητής

Κ. Γκιζιάκης

Μέλη Επιτροπής Αξιολόγησης

Καθ. Κ. Γκιζιάκης

Καθ. Α. Μ. Γουλιέλμος

Καθ. Μ. Καβουσσάνος

Φιλοξενούσα επιχείρηση

Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.

Περίοδος εκπόνησης

Σεπτέμβριος 2003 – Μάιος 2004

ΥΠΕΥΘΥΝΗ ΔΗΛΩΣΗ

Δηλώνω υπεύθυνα ότι η παρούσα Διπλωματική εργασία δεν έχει καταβληθεί για την απόκτηση μεταπτυχιακού τίτλου ειδίκευσης ή ανωτέρου, ολικά ή μερικά, σ' αυτό ή σε άλλο Πανεπιστήμιο εσωτερικού ή εξωτερικού.

Ο δηλών

Μιλτιάδης Κ. Τσίγκρης

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

	Υπεύθυνη δήλωση	i
	Κατάλογος πινάκων	v
	Κατάλογος διαγραμμάτων	vi
	Κατάλογος συντομογραφιών	vii
	Ευχαριστίες	viii
	Σκοπός και στόχοι της εργασίας	1
Κεφάλαιο 1	ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ	3
1.1.	Το σύγχρονο περιβάλλον	3
1.2.	Χαρακτηριστικά παραγώγων που διαπραγματεύονται σε χρηματιστήρια	6
1.3.	Χαρακτηριστικά παραγώγων OTC αγοράς	6
1.4.	Οφέλη παραγώγων προϊόντων	7
1.5.	Ευκαιρίες που παρέχουν τα Παράγωγα Προϊόντα που διαπραγματεύονται στην Αγορά Παραγώγων του ΧΑ	8
1.6.	Η λειτουργία του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών	10
1.7.	Τα προϊόντα της αγοράς παραγώγων του ΧΑ.	10
1.8.	Κατηγορίες επενδυτών	12
1.9.	Η Αγορά Παραγώγων στην Ελλάδα	13
1.10.	Οι κίνδυνοι στην Αγορά Παραγώγων	13
Κεφάλαιο 2	ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ	15
2.1	Εισαγωγή	15
2.2.	Αρμοδιότητες	15
2.3.	Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς	15
2.4.	Χρηματιστηριακές εταιρίες	16
2.5.	Προϋποθέσεις Εισαγωγής εταιριών στο ΧΑ	16
2.6.	Επενδυτές	18
2.7.	Η Αγορά Παραγώγων	18
2.8.	Η Αγορά Παραγώγων του ΧΑ	19
2.9.	ΕΤΕΣΕΠ	19
2.10.	Τράπεζα Περιθωρίου Ασφάλισης	20
2.11.	Επενδυτές στην ΑΠ	20

2.12.	Συναλλαγές στην ΑΠ	21
2.13.	Εκκαθάριση συναλλαγών της Χρηματιστηριακής αγοράς παραγώγων	21
2.14.	Εκκαθάριση κατά τη λήξη ή άσκηση	22
2.15.	Περιθώριο ασφάλισης	22
Κεφάλαιο 3	ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ	26
3.1	Εισαγωγή	26
3.2.	Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) στο δείκτη FTSE/ASE-20	27
3.3.	Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) στο δείκτη FTSE/ASE Mid-40	31
3.4.	Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) επί μετοχών	34
3.5.	Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) σε δεκαετές ομόλογο Ελληνικού Δημοσίου	38
3.6.	Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) στη συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD	41
3.7.	Δικαιώματα Προαίρεσης (Options)	45
3.8.	Δικαιώματα Προαίρεσης επί του δείκτη FTSE\ASE-20	47
3.9.	Δικαιώματα Προαίρεσης επί του δείκτη FTSE\ASE Mid 40	51
3.10.	Δικαιώματα προαίρεσης επί μετοχών	54
3.11.	Προϊόντα Repos επί μετοχών	58
3.12.	Σύμβαση Αγοράς Μετοχών με Σύμφωνο Επαναπώλησης (Stock Reverse Repos)	62
3.13.	Σύμβαση Επαναγοράς (Repurchase Agreement - RA)	67
Κεφάλαιο 4	Η ΘΕΣΗ ΚΑΙ Η ΠΡΟΟΠΤΙΚΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	70
4.1.	Εισαγωγή	70
4.2.	Εξέταση αποτελεσμάτων και εξαγωγή συμπερασμάτων	71
	Μέλη της Αγοράς Παραγώγων	71
	Μέλη ΕΤΕΣΕΠ	73
	Επίπεδο εκπαίδευσης απασχολούμενων με την ΑΠ	73
	Απασχολούμενοι στην αγορά παραγώγων κατά δραστηριότητα	74
	Σχέση συναλλαγών πελατών και συναλλαγών για ίδιο λογαριασμό	75
	Αριθμός συμβολαίων ανά προϊόν	81

	Παράγοντες αύξησης της συναλλακτικής δραστηριότητας στα παράγωγα ΣΜΕ, Options και Repos	83
	Ποσοστό πελατών σας που έχουν ενδιαφερθεί να επενδύσουν σε παράγωγα από 1999 ως 2004	86
	Πελάτες σας που επενδύουν στην αγορά παραγώγων του ΧΑ 2000 - 2003	87
	Μέσος όρος ενεργών επενδυτών (κωδικών) ανά εξάμηνο 2002 - 2003	89
	Αριθμός πελατών σας που επενδύουν σε ξένες αγορές παραγώγων	89
	Περίοδοι δραστηριοποίησης των επενδυτών 1999 - 2004	90
	Λόγοι δραστηριοποίησης των επενδυτών 1999 - 2004	90
	Πελάτες που δραστηριοποιούνται στην αγορά και έχουν παρακολουθήσει σεμινάρια σε παράγωγα 1999 - 2004	92
	Επάρκεια εκπαίδευσης των πελατών 1999 - 2004	92
	Τρόποι εκπαίδευσης των επενδυτών (2004)	93
	Αποτελέσματα της συνολικής επένδυσης των πελατών σας	94
	Τρόποι προσέλκυσης νέων επενδυτών	94
Κεφάλαιο 5	ΕΠΙΛΟΓΟΣ	97
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	98
Παράρτημα I	ΘΥΓΑΤΡΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΤΟΥ ΧΑ	100
Παράρτημα II	ΕΡΩΤΗΜΑΤΟΛΟΓΙΟ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ. Ανάλυση της κατάστασης στην οποία ευρίσκεται και προοπτικές	102

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 2.1	Παρεχόμενη ασφάλεια στην ΕΤΕΣΕΠ ανά είδος μέλους της Αγοράς Παραγώγων	23
Πίνακας 2.2	Διαδικασία του ημερήσιου χρηματικού διακανονισμού	24
Πίνακας 2.3	Διαδικασία του ημερήσιου υπολογισμού περιθωρίων ασφάλισης	25
Πίνακας 3.1	Χαρακτηριστικά ΣΜΕ στο δείκτη FTSE/ASE-20	30
Πίνακας 3.2	Χαρακτηριστικά ΣΜΕ στο δείκτη FTSE/ASE Mid-40	33
Πίνακας 3.3	Χαρακτηριστικά ΣΜΕ επί Μετοχών	37
Πίνακας 3.4	Χαρακτηριστικά ΣΜΕ σε δεκαετές ομόλογο Ελληνικού Δημοσίου	40
Πίνακας 3.5	Χαρακτηριστικά ΣΜΕ επί Συναλλαγματικών Ισοτιμιών	44
Πίνακας 3.6	Χαρακτηριστικά δικαιωμάτων	46
Πίνακας 3.7	Χαρακτηριστικά δικαιωμάτων Προαίρεσης στον δείκτη FTSE/ASE 20	50
Πίνακας 3.8	Χαρακτηριστικά δικαιωμάτων Προαίρεσης στον δείκτη FTSE\ASE Mid 40	53
Πίνακας 3.9	Χαρακτηριστικά δικαιωμάτων Προαίρεσης σε μετοχές	57
Πίνακας 3.10	Χαρακτηριστικά Stock Repos	61
Πίνακας 3.11	Χαρακτηριστικά Stock Reverse Repos	66
Πίνακας 3.12	Χαρακτηριστικά Σύμβασης Επαναγοράς	68
Πίνακας 4.1	Μέλη της Αγοράς Παραγώγων (2004)	71
Πίνακας 4.2	Μέλη ΕΤΕΣΕΠ (2002)	73
Πίνακας 4.3	Επίπεδο εκπαίδευσης απασχολουμένων με την αγορά παραγώγων (2004)	73
Πίνακας 4.4	Απασχολούμενοι στην αγορά παραγώγων κατά δραστηριότητα (2004)	74
Πίνακας 4.5	Αριθμός συμβολαίων ανά προϊόν 2002 - 2003	81
Πίνακας 4.6	Παράγοντες αύξησης της συναλλακτικής δραστηριότητας στα ΣΜΕ, Δικαιώματα και Repos	83
Πίνακας 4.7	Συναλλαγές πελατών σας που έχουν ενδιαφερθεί να επενδύσουν σε παράγωγα από το 1999 έως και το 2004	86
Πίνακας 4.8	Πελάτες που επενδύουν στην αγορά παραγώγων του ΧΑ 2000 - 2003	87
Πίνακας 4.9	Μέσος όρος ενεργών επενδυτών ανά εξάμηνο 2002 - 2003	89
Πίνακας 4.10	Αριθμός πελατών που επενδύουν σε ξένες αγορές παραγώγων 2004	89
Πίνακας 4.11	Περίοδοι δραστηριοποίησης των επενδυτών 1999 - 2004	90
Πίνακας 4.12	Λόγοι δραστηριοποίησης των επενδυτών 1999 - 2004	90

Πίνακας 4.13	Πελάτες που δραστηριοποιούνται στην αγορά και έχουν παρακολουθήσει σεμινάρια σε παράγωγα. 1999 - 2004	92
Πίνακας 4.14	Επάρκεια εκπαίδευσης επενδυτών 1999 - 2004	92
Πίνακας 4.15	Τρόποι εκπαίδευσης των επενδυτών (2004)	93
Πίνακας 4.16	Αποτελέσματα της συνολικής επένδυσης των πελατών σας	94
Πίνακας 4.17	Τρόποι προσέλκυσης νέων επενδυτών	94

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 4.1	Τα μέλη της Αγοράς Παραγώγων ανά κατηγορία	71
Διάγραμμα 4.2	Η εξέλιξη του αριθμού των μελών της Αγοράς Παραγώγων	71
Διάγραμμα 4.3	Τα μέλη της ΕΤΕΣΕΠ και η εξέλιξη τους (2002)	73
Διάγραμμα 4.4	Επίπεδο εκπαίδευσης απασχολούμενων στην ΑΠ (2004)	74
Διάγραμμα 4.5	Απασχολούμενοι στην ΑΠ κατά δραστηριότητα (2004)	75
Διάγραμμα 4.6	Σχέση συναλλαγών πελατών – για ίδιο λογαριασμό στα FTSE/ASE-20 INDEX FUTURES 2002 - 2003	76
Διάγραμμα 4.7	Σχέση συναλλαγών πελατών – για ίδιο λογαριασμό στα FTSE/ASE Mid 40 INDEX FUTURES 2002 - 2003	77
Διάγραμμα 4.8	Σχέση συναλλαγών πελατών – για ίδιο λογαριασμό στα FTSE/ASE-20 INDEX OPTIONS 2002 - 2003	78
Διάγραμμα 4.9	Σχέση συναλλαγών πελατών – για ίδιο λογαριασμό στα FTSE/ASE Mid 40 INDEX OPTIONS 2002 - 2003	79
Διάγραμμα 4.10	Σχέση συναλλαγών πελατών – για ίδιο λογαριασμό στο OTE STOCK FUTURE 2002 - 2003	80
Διάγραμμα 4.11	Σχέση συναλλαγών πελατών – για ίδιο λογαριασμό στο ΕΘΝΙΚΗ STOCK FUTURE 2002 - 2003	81
Διάγραμμα 4.12	Ετήσιος όγκος συναλλαγών προϊόντων εκτός FTSE/ASE-20 για τα έτη 2002-3	82
Διάγραμμα 4.13	Ετήσιος όγκος συναλλαγών στα προϊόντα του δείκτη FTSE/ASE -20 για τα έτη 2002 - 2003	83
Διάγραμμα 4.14	Παράγοντες αύξησης της συναλλακτικής δραστηριότητας στα ΣΜΕ, Options και Repos	84
Διάγραμμα 4.15	Εκδήλωση ενδιαφέροντος επενδυτών 1999 - 2004	87
Διάγραμμα 4.16	Νέοι κωδικοί επενδυτών στην ΑΠ κατά τα έτη 2000 - 2003	88
Διάγραμμα 4.17	Ενεργοί κωδικοί προς σύνολο κωδικών 2002 - 2003	88
Διάγραμμα 4.18	Περίοδοι δραστηριοποίησης των επενδυτών 1999 - 2004	90
Διάγραμμα 4.19	Λόγοι δραστηριοποίησης των επενδυτών 1999 - 2004	91
Διάγραμμα 4.20	Ενημέρωση επενδυτών 1999 - 2004	92
Διάγραμμα 4.21	Επάρκεια εκπαίδευσης επενδυτών 1999 - 2004	92
Διάγραμμα 4.22	Τρόποι εκπαίδευσης επενδυτών (2004)	93

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΩΝ

ΑΠ	Αγορά Παραγώγων
ΑΣΥΚ	Εταιρία Ανάπτυξης Συστημάτων και Υποστήριξης Κεφαλαιαγοράς
ΔΕΚΑ	Δημόσια Επιχείρηση Κινητών Αξιών
ΔΣ	Διοικητικό Συμβούλιο
ΕΚ	Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
Ε.Π.Ε.Υ	Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών
ΕΤΕΣΕΠ	Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων Α.Ε.
Ε.Χ.Α.Ε	Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε.
ΙΟΒΕ	Ίδρυμα Οικονομικών & Βιομηχανικών Ερευνών
ΚΑΑ	Κεντρικό Αποθετήριο Αθηνών
ΚΟ	Κοινές Ονομαστικές
ΟΑΣΗΣ	Ηλεκτρονικό σύστημα διαπραγμάτευσης του ΧΑ
ΣΜΟ	Σταθμισμένος Μέσος Όρος
ΣΜΕ	Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης
ΣΜΕΧΑ	Σύλλογος Μετόχων Χρηματιστηρίου Αθηνών
ΧΑ	Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε.
ΧΑΑ	Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών
ΧΠΑ	Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών
ADEX	Athens Derivatives Exchange
ATHIBOR	Διατραπεζικό επιτόκιο Αθηνών
CET	Central European Time
DCW	Ηλεκτρονικό σύστημα εκκαθάρισης Παραγώγων
ECB	European Central Bank – Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα
ETD	Exchange Traded Derivatives (ενδοχρηματιστηριακή αγορά παραγώγων)
FTSE/ASE-20	Δείκτης Financial Times Υψηλής Κεφαλαιοποίησης Χρηματιστηρίου Αθηνών
FTSE/ASE Midcap 40	Δείκτης Financial Times Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης Χρηματιστηρίου Αθηνών
Margin account	Λογαριασμός περιθωρίου ασφάλισης
OTC	Over The Counter – εξωχρηματιστηριακή αγορά παραγώγων
RA	Repurchase Agreement – Σύμβαση Επαναγοράς
RIVA	Risk Valuation (Σύστημα υπολογισμού Περιθωρίων Ασφάλισης)

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να εκφράσω τις ειλικρινείς ευχαριστίες μου στους καθηγητές, τους φίλους και συναδέλφους που στήριξαν την προσπάθεια ηθικά και πρακτικά, με υποδείξεις και παρατηρήσεις. Θερμές ευχαριστίες εκφράζονται στον επιβλέποντα καθηγητή κ. Κ. Γκιζιάκη για την σημαντική στήριξη που προσέφερε σε όλη την προσπάθεια με την αμέριστη συμπαράστασή του. Τέλος ολόθερμες ευχαριστίες εκφράζονται, για την αδιάκοπη υποστήριξη και την κατανόηση που επέδειξε, στην σύζυγό μου Ειρήνη, στην οποία και αφιερώνεται η εργασία αυτή.

Σκοπός και στόχοι της εργασίας

Το αντικείμενο της εργασίας, είναι η αποτύπωση των παραγώγων προϊόντων, της θέσης τους στην Ελληνική Χρηματιστηριακή αγορά και των προοπτικών ανάπτυξής τους στο σύγχρονο περιβάλλον.

Η επιλογή του θέματος έγινε διότι τα παράγωγα έχουν αναδειχθεί στην κατεξοχήν επένδυση διασφάλισης κινδύνου στις οικονομικά ανεπτυγμένες χώρες και πλέον αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι της πολιτικής ιδίως των μεγάλων επιχειρήσεων. Επιπλέον οι Ελληνικές επιχειρήσεις θα πρέπει να ανταποκριθούν στις συνθήκες της αγοράς, να δραστηριοποιηθούν και αυτές στον τομέα των παραγώγων, ώστε να αποκτήσουν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρίες. Η μικρή συμμετοχή των ελληνικών εταιριών προκαλεί ερωτήματα για τις αιτίες αυτής της συμπεριφοράς τους.

Η εργασία η οποία πραγματοποιήθηκε στο χρονικό διάστημα από τον Σεπτέμβριο 2003 έως και τον Μάρτιο 2004 έχει σαν σκοπό να παρουσιάσει:

- Τα παράγωγα ως μέσο διασφάλισης κινδύνου και κερδοσκοπίας.
- Το πλαίσιο και την δομή της Αγοράς Παραγώγων (ΑΠ) του Χρηματιστηρίου Αθηνών και να συμβάλει στην ανάπτυξή της, με επισημάνσεις, όπως αυτές διαμορφώθηκαν μετά από σχετική έρευνα στις εταιρίες – μέλη της αγοράς.

Οι στόχοι αυτής της ενότητας είναι:

- Να καταδείξει την αναγκαιότητα χρήσης των παραγώγων προϊόντων από την σύγχρονη επιχείρηση σαν μέσο διασφάλισης των επενδύσεων, αλλά και για κερδοσκοπία, ώστε να μειώσει το κόστος της ή να αυξήσει τα κέρδη της.
- Να περιγράψει την δομή και το πλαίσιο που διέπει το Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) και την Αγορά Παραγώγων, όπως αυτό έχει διαμορφωθεί σήμερα, τις αρμοδιότητές του, τις προσφερόμενες υπηρεσίες καθώς και τις υποχρεώσεις κάθε εμπλεκόμενου μέρους.
- Να περιγράψει τη φιλοσοφία, τα κριτήρια, τις απαιτήσεις και τους σχετικούς κανονισμούς που πρέπει να έχουν υπόψη τους όσοι δραστηριοποιούνται στην Αγορά Παραγώγων.
- Να καταγράψει τα προϊόντα που διατίθενται στην Αγορά Παραγώγων, τους όρους διαπραγμάτευσης και τις ιδιότητές τους.
- Να εξετάσει την θέση της ΑΠ στην Ελλάδα και την προοπτική της.

- Να καταγράψει τις απόψεις και το επίπεδο γνώσης των επενδυτών που δραστηριοποιούνται ή θέλουν να δραστηριοποιηθούν στην αγορά.
- Τελικά να εξάγει συμπεράσματα για την πορεία της αγοράς καθώς και για τα σημεία που πρέπει να διορθωθούν ή αυτά στα οποία πρέπει να δοθεί ιδιαίτερο βάρος ώστε η αγορά να αναπτυχθεί με γρήγορους ρυθμούς.

Στο 1^ο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι εισαγωγικές έννοιες οι οποίες είναι απαραίτητες στον αναγνώστη για την ορθή και χωρίς προσκόμματα παρακολούθηση του συγγράμματος. Στο 2^ο κεφάλαιο παρουσιάζεται το Χρηματιστήριο Αθηνών, όπως αυτό λειτουργεί σήμερα, η δομή του και οι δραστηριότητές του. Ιδιαίτερη βαρύτητα δίνεται στην Αγορά Παραγώγων του ΧΑ, την δομή της και την οργάνωσή της. Επίσης παρουσιάζονται οι όροι και οι προϋποθέσεις που απαιτούνται για:

- να γίνει μέλος του,
- να γίνει μέλος της Αγοράς Παραγώγων και της Εταιρίας Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων Α.Ε. (ΕΤΕΣΕΠ), και
- να εισαχθεί μία εταιρία στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Τέλος παρουσιάζονται οι όροι και οι προϋποθέσεις για την δραστηριοποίηση των επενδυτών στην αγορά παραγώγων και η διαδικασία εκκαθάρισης των συναλλαγών.

Στο 3^ο κεφάλαιο παρουσιάζονται αναλυτικά τα προϊόντα που διατίθενται προς διαπραγμάτευση στην Αγορά Παραγώγων, τα χαρακτηριστικά τους, οι ιδιότητές τους και η διαδικασία εκκαθάρισης του καθενός.

Στο 4^ο κεφάλαιο παρουσιάζεται η έρευνα που διενεργήθηκε κατά τους μήνες Ιανουάριο έως Μάρτιο του 2004, στην οποία εξετάζεται:

- η θέση και η προοπτική της ΑΠ, καθώς και
- κατά πόσο έχει γίνει κατανοητός ο ρόλος της από τους επενδυτές, και
- οι γνώσεις και ο τρόπος δραστηριοποίησης των επενδυτών στην αγορά.

Τέλος καταγράφονται τα συμπεράσματα όπως αυτά διαμορφώθηκαν από την έρευνα.

Το 5^ο κεφάλαιο είναι ο επίλογος του συγγράμματος όπου καταγράφονται οι απόψεις και οι προτάσεις του συγγραφέα για τις ενέργειες στις οποίες θα πρέπει να δώσει έμφαση το ΧΑ στο άμεσο μέλλον.

Στο Παράρτημα 1 παρουσιάζονται οι θυγατρικές εταιρίες του ΧΑ.

Στο Παράρτημα 2 παρουσιάζεται το ερωτηματολόγιο που υποβλήθηκε στις Χρηματιστηριακές εταιρίες και τις Τράπεζες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ

1.1 Το σύγχρονο περιβάλλον

Αναμφισβήτητα το κύριο χαρακτηριστικό του σύγχρονου περιβάλλοντος είναι η παγκοσμιοποίηση. Τα κεφάλαια ανενόχλητα και χωρίς κανένα εμπόδιο μεταφέρονται από χώρα σε χώρα. Η δύναμη του κεφαλαίου και των εταιριών – κολοσσών που διαχειρίζονται μεγάλα κεφάλαια αυξάνεται συνεχώς. Η δύναμή τους είναι τέτοια που μπορούν, εάν το θελήσουν, να προκαλέσουν σημαντικές αναταραχές στην οικονομία των χωρών και κατ' επέκταση στην Παγκόσμια οικονομία. Οι αντιθέσεις μεταξύ των πλουσίων και των φτωχών χωρών αυξάνονται με επιταχυνόμενους ρυθμούς, όπως και οι αντιθέσεις μεταξύ των πλουσίων και φτωχών πολιτών στην ίδια χώρα. Οι αντιθέσεις αυτές έχουν προκαλέσει αντιδράσεις που εξωτερικεύονται μερικά με τρομοκρατικές ενέργειες μεσαίας ή μεγάλης κλίμακας. Η εμφάνιση «νέων ασθενειών» (Κίνα κ.λπ.) επηρεάζει όχι μόνο τους κατοίκους και τις μετακινήσεις στις πληγείσες χώρες, αλλά και το εμπόριο από και προς αυτές. Οι ασθένειες διαδίδονται πολύ γρήγορα, σε πολλά μέρη του πλανήτη, λόγω της εύκολης και γρήγορης μετακίνησης, ακόμη και πριν η ασθένεια εκδηλωθεί και αναγνωριστεί.

Η τεχνολογία εξελίσσεται ταχύτατα και μία επένδυση που βασίζεται σε μία πρωτοποριακή σήμερα ανακάλυψη, είναι πιθανόν να καταστεί παρωχημένη πριν η εταιρία προλάβει έστω και να αποσβέσει το κεφάλαιο που διατέθηκε. Η πληροφόρηση, ως προς τις ανάγκες και ευκαιρίες που δημιουργούνται σε κάθε σημείο του πλανήτη, διαδίδεται ταχύτατα σε όλες τις ενδιαφερόμενες επιχειρήσεις. Αυτό που γίνεται σχετικά πιο δύσκολα γνωστό είναι η χρηματοοικονομική κατάσταση της εταιρίας και οι ανάγκες της.

Με την εγκατάλειψη του συστήματος των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, γνωστών ως συμφωνία του Bretton Woods, το 1973, κάθε χώρα εφάρμοσε την δική της νομισματική πολιτική. Το διεθνές νομισματικό περιβάλλον από τότε υφίσταται διαρκή μεταβολή. Κατά το 2002 οι ΗΠΑ εγκατέλειψαν την όποια σύνδεση του νομίσματός τους με άλλα νομίσματα ή πολύτιμα μέταλλα (χρυσό) με συνέπεια η σχέση δολαρίου ΗΠΑ και Ευρώ να υποστεί δραματική αλλαγή από 1,2 €/€/\$ σε 0,84 €/€/\$ και πρόσφατα σε 1,29 €/€/\$. Η αβεβαιότητα και η αστάθεια στο νομισματικό σύστημα επεκτάθηκε στα επιτόκια, στις τιμές των προϊόντων και στις επιχειρήσεις των οποίων το κόστος αγοράς των πρώτων υλών, η τιμή πώλησης των προϊόντων τους, αλλά και η ανταγωνιστικότητα τους υπέστησαν μεγάλες διακυμάνσεις.

Είναι φανερό ότι το επιχειρηματικό κλίμα γίνεται όλο και πιο ασταθές, κυρίως από το 1984 και έπειτα. Θα μπορούσε να λεχθεί ότι, πλέον και οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν ασύμμετρους κινδύνους. Επενδύσεις που φαντάζουν ελκυστικές μπορούν να αποδειχθούν καταστροφικές ακόμη και για εύρωστες επιχειρήσεις. Όλοι οι παραπάνω λόγοι μας οδηγούν σε ερωτήματα για το μέλλον των επενδύσεων και αναζήτηση τρόπων μείωσης του κινδύνου που συμπορεύεται με αυτές. Είναι φυσικό να πρέπει να βρεθούν δικλείδες ασφαλείας που να εξασφαλίζουν τις επιχειρήσεις ότι δεν θα καταστραφούν από την επένδυσή τους, αλλά και επιπλέον ότι θα αποσβεστεί το κεφάλαιο που διέθεσαν και θα αποκομίσουν ένα λογικό κέρδος. Η λογική των δικλείδων ασφαλείας είναι ότι θα πρέπει να διατεθεί ένα επιπλέον ποσό από τα κέρδη της επιχείρησης, το οποίο θα προστατεύσει ενδεχόμενα από τους κινδύνους που την απειλούν, ώστε να διασωθεί όλο ή το μεγαλύτερο μέρος του κεφαλαίου της βασικής επένδυσης. Το ποσό αυτό μπορεί να διατεθεί είτε σε ασφαλιστικές εταιρίες, είτε σε «αντίστροφες» επενδύσεις, δηλαδή σε επενδύσεις που αποδίδουν κέρδη όταν η κύρια επένδυση επιφέρει ζημίες.

Η κατεξοχήν αντίστροφη επένδυση που εφαρμόζεται σήμερα από τις περισσότερες επιχειρήσεις είναι τα χρηματιστηριακά παράγωγα. Η χρήση τους που παρουσίασε ραγδαία ανάπτυξη σε ολόκληρο τον κόσμο, καταδεικνύει ότι η σύγχρονη επιχείρηση χρειάζεται τα «παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα» κυρίως για αντιστάθμιση κινδύνου αλλά και για αύξηση των εσόδων της. Παλαιότερα αν και είχαν γίνει διάφορες προσπάθειες διεθνώς να λειτουργήσει η αγορά των παραγώγων, αυτές δεν καρποφορούσαν λόγω της μη τήρησης των συμφωνιών που υπογράφονταν.

Ως παράγωγο προϊόν νοείται η συμφωνία μεταξύ ενός αγοραστή και ενός πωλητή με σκοπό την μελλοντική αγοροπωλησία ενός προϊόντος αλλά με προκαθορισμένη τιμή που συμφωνείται (κλειδώνεται) κατά την υπογραφή του συμβολαίου ώστε αυτή να ισχύσει την δεδομένη μελλοντική στιγμή. Σαν παράδειγμα μπορεί να αναφερθεί ή πώληση 100.000 τόνων σιταριού σε 6 μήνες από την υπογραφή της συμφωνίας. Η τιμή του παραγώγου προϊόντος προέρχεται από την πρωτογενή αγορά (τη λεγόμενη και φυσική αγορά ή spot). Το προϊόν αυτό ονομάζεται παράγωγο γιατί προέρχεται από κάποιο άλλο προϊόν και η ύπαρξή του προϋποθέτει την ύπαρξη του πρωτογενούς προϊόντος.

Λόγω της πολυπλοκότητας της αγοράς δημιουργήθηκαν πολλά είδη παραγώγων με σκοπό την διασφάλιση των επενδυτών από τους διάφορους οικονομικούς κινδύνους. Έτσι υπάρχουν παράγωγα σε δείκτες χρηματιστηρίων, σε ομόλογα, σε μετοχές, σε

επιτόκια, σε συναλλαγματικές ισοτιμίες, αλλά και σε αγαθά όπως πετρέλαιο, σιτάρι, κακάο, καφές, πολύτιμα μέταλλα κ.λπ., υπηρεσίες όπως ναύλοι, καθώς και παράγωγα που αναφέρονται στον καιρό για την διασφάλιση του εισοδήματος των αγροτών. Γίνεται σαφές ότι ο καθορισμός του προϊόντος επάνω στο οποίο βασίζεται το παράγωγο προϊόν μπορεί να γίνει πολύ ευέλικτος και να περιλάβει κάθε κίνδυνο. Τα είδη των παραγώγων είναι τέτοια ώστε ο επενδυτής:

- να απολαύσει απεριόριστα κέρδη ή να υποστεί απεριόριστες ζημιές, και
- τα κέρδη ή οι ζημιές να είναι περιορισμένες μέχρι ενός ορισμένου σημείου που καθορίζεται στην συμφωνία μεταξύ των συμβαλλόμενων.

Τα παράγωγα απευθύνονται σε κάθε είδος επενδυτή ο οποίος θέλει να αναλάβει μικρό ή μεγάλο κίνδυνο σε περίπτωση λανθασμένης πρόβλεψης. Είναι γνωστά και σαν zero profit game – παιχνίδι μηδενικού κέρδους, αφού ο ένας από τους δύο αντισυμβαλλόμενους αποκομίζει κέρδη και ο άλλος υφίσταται ίση ζημία.

Τα πλεονεκτήματα των παραγώγων οφείλονται στο ότι μπορούν να προστατεύσουν τον επενδυτή σε όλες τις τάσεις των τιμών στην αγορά, ανοδικές, πτωτικές και σταθεροποιητικές. Η πρόσφατη αύξηση της χρήσης των παραγώγων έχει αποδοθεί στην όλο και μεγαλύτερη χρήση τους από τις κυβερνήσεις, πολυεθνικές εταιρίες, και σημαντικούς θεσμικούς και οικονομικούς επενδυτές. Αυτές οι διάφορες ομάδες χρησιμοποιούν τα παράγωγα ώστε να επιτύχουν τους ακόλουθους στόχους:

- καλύτερη διαχείριση κινδύνου,
- αντιστάθμιση κινδύνου,
- χαμηλότερες δαπάνες χρηματοδότησης,
- διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου,
- καλύτερες συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Τα παράγωγα επεκτείνονται διαρκώς με ταχύτατους ρυθμούς και καλύπτουν όλο και μεγαλύτερο φάσμα από τα παραγόμενα προϊόντα ή υπηρεσίες ή και από συνδυασμό τους.

Η διαπραγμάτευση των παραγώγων μπορεί να είναι είτε ενδοχρηματιστηριακή (Exchange Traded Derivatives-ETD) είτε εξωχρηματιστηριακή (over the counter - OTC αγορά) προκειμένου να προσαρμοστούν στις ακριβείς επιχειρησιακές ανάγκες των επιχειρήσεων. Ο αριθμός των συμβάσεων που συνομολογούνται είτε εντός των χρηματιστηρίων, είτε εκτός αυτών αυξάνεται εντυπωσιακά κάθε έτος. Εντούτοις, τα παράγωγα και η αυξημένη και αλόγιστη χρήση τους δεν είναι χωρίς κινδύνους. Λόγω

αυτής ακριβώς της αλόγιστης χρήσης των παραγώγων έχουν καταστραφεί εταιρείες όπως η τράπεζα Barings και η εταιρία ενέργειας Exxon και πολλές άλλες έχουν υποστεί ζημιές δισεκατομμυρίων δολαρίων ΗΠΑ.

1.2 Χαρακτηριστικά παραγώγων που διαπραγματεύονται σε χρηματιστήρια

- Ο κανονισμός που διέπει την αγορά των παραγώγων έχει ρυθμιστεί από μια κρατική υπηρεσία. Στην Ελλάδα αυτή η Κρατική υπηρεσία είναι το Χρηματιστήριο Αθηνών και η ΕΤΕΣΕΠ.
- Τυποποιημένες συμβάσεις με σταθερή ημερομηνία λήξης, ποσότητα, τύπο άσκησης δικαιώματος.
- Οι τιμές κάθε είδους παραγώγου δημοσιεύονται καθημερινά. Οι τιμές ισχύουν για όλους.
- Τα συμβόλαια διαπραγματεύονται μόνο εντός του Χρηματιστηρίου.
- Λόγω της τυποποίησης υπάρχει πολύ μεγαλύτερη ρευστότητα και ευκολία κλεισίματος θέσης.
- Υπάρχει εγγύηση τήρησης του συμβολαίου λόγω της διαμεσολάβησης του Χρηματιστηρίου.
- Διαπραγματεύονται εντός του ωραρίου που καθορίζεται από το Χρηματιστήριο.
- Υπάρχει ένα καθημερινό όριο διακύμανσης τιμών για τις περισσότερες συμβάσεις (limit up και limit down).
- Το κλείσιμο των θέσεων γίνεται με συγκεκριμένους κανόνες που εφαρμόζονται για όλους, με ενδιάμεσες ή όχι πληρωμές κατά τη διάρκεια της ζωής της σύμβασης ή και με καθημερινή τακτοποίηση (mark-to-market).
- Οι διαδικασίες παράδοσης είναι συγκεκριμένες με προκαθορισμένες ημερομηνίες λήξης μηνιαία ή ετησία και σε εγκεκριμένες θέσεις.
- Οι πληροφορίες κοινοποιούνται σε όλους και είναι δημόσια διαθέσιμες.

1.3 Χαρακτηριστικά παραγώγων OTC αγοράς

- Ο αντισυμβαλλόμενος δεν γίνεται γνωστός παρά μόνο κατά την υπογραφή του συμβολαίου, οπότε και δίνεται ένα χρονικό περιθώριο υπαναχώρησης.
- Τα είδη των συμβολαίων ποικίλουν και εξαρτώνται από τους αντισυμβαλλόμενους και μόνον. Οι όροι είναι εύκαμπτοι και διαπραγματεύσιμοι χωρίς καμία τυποποίηση, οποιαδήποτε ημερομηνία λήξης είναι δεκτή, και προβλέπονται όροι για καθυστέρηση πληρωμής, ή και, μη πληρωμή.

- Διαπραγματεύονται από ένα δίκτυο μεσιτών. Ο κάθε μεσίτης μπορεί να δώσει διαφορετική τιμή για το ίδιο συμβόλαιο ανάλογα με το μέγεθός του και τον πιστωτικό κίνδυνο που απορρέει από αυτό. Οι τιμές ισχύουν μόνο για τους αντισυμβαλλόμενους, το συγκεκριμένο συμβόλαιο την συγκεκριμένη χρονική στιγμή.
- Είναι ιδιωτικές συμφωνίες τοποθέτησης.
- Η ρευστότητα είναι περιορισμένη λόγω και των εξειδικευμένων όρων στα συμβόλαια.
- Οι τιμές δεν δημοσιοποιούνται, αλλά γίνονται γνωστές από τον κάθε μεσίτη στους πελάτες του, και ισχύουν μόνο για αυτούς.
- Καμία υπηρεσία ή οργάνωση δεν αναλαμβάνει ρόλο εγγυητή. Για την σύναψη του συμβολαίου πολύ σημαντικά είναι η αξιοπιστία της εταιρίας – αντισυμβαλλόμενου στην αγορά, οι προοπτικές της και τα χρόνια που εξασκεί την δραστηριότητά της.
- Διαπραγματεύονται στην OTC αγορά καθ' όλο το 24ωρο.
- Δεν υπάρχει κανένα όριο διακύμανσης τιμών.
- Η πληρωμή είναι μία και γίνεται μόνο κατά την ημερομηνία λήξης του συμβολαίου. Καμία αρχική ταμιακή ροή δεν υπάρχει.
- Η διαδικασία παράδοσης καθορίζεται γραπτά με όρους στο συμβόλαιο, όπου αναφέρονται για κάθε παράδοση ο χρόνος και η θέση παράδοσης.
- Οι πληροφορίες δεν είναι διαθέσιμες στο κοινό, ειδικά για την Ναυτιλία. Κανένας δεν μπορεί να ξέρει πόσα παράγωγα συμβόλαια διαπραγματεύονται την κάθε στιγμή. Οι μεσίτες δημοσιοποιούν μόνο κάποιες ενδεικτικές τιμές για κάποιο συγκεκριμένο συμβόλαιο. Αναλυτικές πληροφορίες δίνουν μόνο στους πελάτες τους.

1.4 Οφέλη παραγώγων προϊόντων

- Χρησιμοποιούνται για τη διαχείριση και τη μετακύλιση του κινδύνου και βοηθούν τις επιχειρήσεις να αναλάβουν έργα, τα οποία θα ήταν αδύνατα χωρίς προηγμένες τεχνικές διαχείρισης κινδύνου.
- Παρέχουν επιπλέον πληροφόρηση στην αγορά και στην κοινωνία ως σύνολο. Η διαπραγμάτευσή τους αποδίδει στο κοινό προβλέψιμες τιμές για την πραγματική αξία ορισμένων επενδυτικών στοιχείων και για τη μελλοντική κατεύθυνση της

οικονομίας. Η ύπαρξή τους αυξάνει το συναλλακτικό ενδιαφέρον και τη συναλλακτική δραστηριότητα, τόσο στα παράγωγα όσο και στα πρωτογενή προϊόντα (τα υποκείμενα). Κατά αυτό τον τρόπο, οι τιμές τόσο του παράγωγου προϊόντος όσο και του υποκείμενου, είναι πιο πιθανό να πλησιάζουν την πραγματική τους αξία. Έτσι, οι συναλλαγές σε παράγωγα βοηθούν τις οικονομικές μονάδες ν' ανακαλύψουν τις θεωρητικές τιμές, καθώς αυξάνουν την ποσότητα και την ποιότητα της πληροφορίας για τις τιμές, τις βοηθούν να πάρουν αποφάσεις, να βελτιώσουν την ποιότητα των οικονομικών τους αποφάσεων, ακόμα και όταν οι ίδιες δεν συναλλάσσονται σε παράγωγα προϊόντα και γενικά συντελούν στην αποτελεσματική κατανομή των πόρων.

Η υποκείμενη χρηματιστηριακή αγορά, αποτελεί την βάση σε μία αγορά χρήματος ή προϊόντων, πραγματοποιώντας την βασική λειτουργία της αποτίμησης μιας αξίας ή ενός φυσικού προϊόντος, είναι συνεπώς ένας από τους θεμέλιους λίθους για την αποδοτική λειτουργία της οικονομίας ενός τόπου.

Με την αγορά παραγώγων ικανοποιούνται οι ανάγκες των επενδυτών, είτε αυτοί είναι ιδιώτες, είτε επιχειρήσεις, είτε θεσμικοί επενδυτές, για:

- (α) αντιστάθμιση κινδύνου (hedging),
- (β) κερδοσκοπία (speculation), και
- (γ) εξισορροπητική κερδοσκοπία χωρίς κίνδυνο (arbitrage).

Συνεπώς, η ύπαρξη μιας οργανωμένης αγοράς προϊόντων, δίνει τη δυνατότητα στους επενδυτές, να αντισταθμίσουν τους κινδύνους των επενδύσεών τους, αλλά και να αυξήσουν περαιτέρω τις αποδόσεις τους.

1.5 Ευκαιρίες που παρέχουν τα Παράγωγα Προϊόντα που διαπραγματεύονται στην Αγορά Παραγώγων του ΧΑ

- (α) Μπορούν να χρησιμοποιηθούν από μόνα τους (αγορά ή πώληση συμβολαίων) για την επίτευξη αποδόσεων, ανεξάρτητα εάν ο επενδυτής έχει στην κατοχή του τα υποκείμενα αγαθά (όπως μετοχές και δείκτες) που συνιστούν το παράγωγο.
- (β) Μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την επίτευξη υψηλών αποδόσεων, ακόμα και σε περιόδους που παρατηρείται πτώση στην αγορά του υποκείμενου τίτλου.
- (γ) Μπορούν να χρησιμοποιηθούν σε συνδυασμό με επενδύσεις στην υποκείμενη αγορά είτε για την αντιστάθμιση του κινδύνου μεταβολής των τιμών των μετοχών τις οποίες κατέχει ο επενδυτής, διασφαλίζοντας τις χρηματοροές και τις

αποδόσεις τους, είτε προς την ίδια κατεύθυνση με την θέση του επενδυτή στο ΧΑ, αυξάνοντας περαιτέρω τις αποδόσεις.

Τα τυποποιημένα προϊόντα που διαπραγματεύονται στην ΑΠ είναι ιδανικά για τη μείωση του κινδύνου των επενδυτών αφού:

- Το άνοιγμα των θέσεων σε παράγωγα γίνεται με σχετικά μικρή επένδυση λόγω της ύπαρξης των λογαριασμών περιθωρίου ασφάλισης.
- Υπάρχει άμεση διαπραγμάτευση στην αγορά ή πώληση παράγωγων προϊόντων και συνεπώς δεν υπάρχει χρονική καθυστέρηση στην υλοποίηση των επενδυτικών επιλογών. Η ρευστοποίησή τους είναι άμεση.
- Η αυξημένη εμπορευσιμότητα και διαφάνεια των τιμών λόγω της ύπαρξης ειδικών διαπραγματευτών, διευκολύνει το κλείσιμο των «θέσεων» των επενδυτών.
- Περιορίζεται ο πιστωτικός κίνδυνος μεταξύ των αντισυμβαλλομένων λόγω της ύπαρξης της Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. ως πρωτοφειλέτη σε όλες τις εκκαθαρίσεις πράξεων επί παραγώγων.

(δ) Η ενεργοποίηση στα παράγωγα συνεπάγεται μικρότερη δέσμευση κεφαλαίων. Επιτρέπουν μεγάλη μόχλευση (leverage), δηλαδή με ένα μικρότερο ποσό χρημάτων από αυτό που αντιστοιχεί στην αξία ενός υποκείμενου τίτλου (ή ομάδας τίτλων), ο επενδυτής μπορεί να επιδιώξει στόχους απόδοσης παρόμοιους με την αγορά του τίτλου, ή για χρηματικό ποσό ίσο με την αξία του υποκείμενου τίτλου επιδιώκει στόχους πολλαπλάσιους της αγοράς του τίτλου.

(ε) Στην περίπτωση μεγάλων χαρτοφυλακίων, επιτρέπουν τη διαφοροποίηση του κινδύνου, χωρίς να απαιτείται ανασύνθεση του χαρτοφυλακίου στην αγορά τοις μετρητοίς. Έτσι, μειώνεται και το κόστος των συναλλαγών του επενδυτή.

(στ) Δίνουν τη δυνατότητα για εξισορροπητική αγοραπωλησία στην ΑΠ και στο ΧΑ με αποτέλεσμα ο επενδυτής να αποκομίζει κέρδος χωρίς κίνδυνο.

(ζ) Ως τυποποιημένα προϊόντα είναι εύχρηστα και ευέλικτα στη χρήση τους. Μία κίνηση στα παράγωγα μπορεί να έχει το ίδιο αποτέλεσμα με δεκάδες πράξεις στην υποκείμενη αγορά. Με αυτά μπορούν να υλοποιηθούν γρήγορα επενδυτικές στρατηγικές, ιδιαίτερα όταν οι ημερήσιες διακυμάνσεις της αγοράς είναι μεγάλες.

(η) Για καθένα από τα παράγωγα προϊόντα υπάρχουν τιμές στο ηλεκτρονικό σύστημα της ΑΠ σε πραγματικό χρόνο, οι επενδυτές μπορούν να τις παρακολουθήσουν στις οθόνες ή και να τις πληροφορηθούν μέσω των παροχών πληροφόρησης.

1.6 Η λειτουργία του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών

Όπως και σε άλλες χώρες, έτσι και στην Ελλάδα η οργανωμένη αγορά παραγώγων προκύπτει ως αποτέλεσμα της διαδικασίας ωρίμανσης μιας οικονομίας, γενικά, και της κεφαλαιαγοράς της, ειδικά.

Με το Νόμο 2533/97 τέθηκε το αναγκαίο θεσμικό πλαίσιο για τη δημιουργία επίσημης και οργανωμένης αγοράς παράγωγων προϊόντων στην Ελλάδα. Για την οργάνωση, τη λειτουργία και την ανάπτυξη της αγοράς παραγώγων, λειτουργεί η ΑΠ και η ΕΤΕΣΕΠ.

Σκοπός της ΑΠ είναι 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 ΕΤΕΣΕΠ είναι η συμμετοχή της στις συμβάσεις που συνάπτονται στην ΑΠ επί παραγώγων, η εκκαθάριση των συναλλαγών που διενεργούνται σε άλλες αγορές, η διασφάλιση της εκπλήρωσης όλων των συμβαλλομένων με αυτή μερών, των υποχρεώσεων που απορρέουν από τις συναλλαγές αυτές και κάθε συναφής δραστηριότητα. Τον έλεγχο και την εποπτεία της λειτουργίας της ΑΠ και της ΕΤΕΣΕΠ, ως προς την τήρηση των σχετικών διατάξεων και νομοθεσίας περί κεφαλαιαγοράς, ασκεί η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

1.7 Τα προϊόντα της Αγοράς Παραγώγων του ΧΑ.

Η Αγορά Παραγώγων του Χρηματιστηρίου Αθηνών ξεκίνησε τη λειτουργία της στις 27 Αυγούστου 1999 ως Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών (ΧΠΑ) και έως τώρα, διαπραγματεύονται τα παρακάτω προϊόντα:

✓ Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) στο δείκτη FTSE/ASE-20

Ο δείκτης FTSE/ASE – 20 απαρτίζεται από τις 20 εταιρίες με την μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση. Κάθε χρονική στιγμή διαπραγματεύονται έξι επί μέρους συμβόλαια διαφορετικών ημερομηνιών λήξεων.

✓ Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/ASE Midcap 40

Ο δείκτης FTSE/ASE Midcap 40 απαρτίζεται από 40 εταιρίες μέσης κεφαλαιοποίησης. Συνεπώς, ο επενδυτής ο οποίος κατέχει ένα χαρτοφυλάκιο που αποτελείται από μετοχές εταιριών μέσης κεφαλαιοποίησης, μπορεί να αντισταθμίσει τον κίνδυνο μεταβολής των τιμών των μετοχών του, χρησιμοποιώντας ΣΜΕ στο δείκτη FTSE/ASE Midcap 40.

✓ **Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο 3-μηνιαίο Διαπραβεζικό επιτόκιο Αθηνών (ATHIBOR)**

Με τα προϊόντα αυτά δίνεται η ευκαιρία να προστατευθούν οι επενδυτές που εκτίθενται σε επιτοκιακές μεταβολές από τις αυξομειώσεις των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων. Για παράδειγμα, ο επενδυτής που θέλει να δανειστεί κάποιο χρηματικό ποσό, μπορεί να προστατευτεί από την απρόσμενη άνοδο των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων μέσω της πώλησης ΣΜΕ στο 3-μηνιαίο ATHIBOR.

✓ **Δικαιώματα σε Μετοχές**

Όσοι έχουν στην κατοχή τους συγκεκριμένες μετοχές μπορούν να μειώσουν τον ειδικό, μη συστηματικό κίνδυνο (non-systematic risk) που διατρέχουν, χρησιμοποιώντας δικαιώματα πάνω στις συγκεκριμένες μετοχές. Για παράδειγμα, μπορούν να αγοράσουν ένα δικαίωμα πώλησης στην μετοχή που έχουν (protective put). Εναλλακτικά, μπορούν να πωλήσουν ένα δικαίωμα αγοράς στην μετοχή (covered call).

✓ **Δικαιώματα σε Δείκτες**

Ο κίνδυνος σε ένα ευρέως διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών μπορεί να αντισταθμιστεί αγοράζοντας δικαιώματα για κάθε μετοχή του χαρτοφυλακίου. Ο τρόπος όμως αυτός της αντιστάθμισης του κινδύνου είναι πολύ ακριβός διότι αντισταθμίζεται ταυτόχρονα και ο μη συστηματικός κίνδυνος ο οποίος όμως δεν υπάρχει εξαιτίας της διαφοροποίησης. Επιπροσθέτως, μπορεί να μην διαπραγματεύονται δικαιώματα για όλες τις μετοχές.

Με τα δικαιώματα σε δείκτες αντισταθμίζεται επαρκώς μόνο ο κίνδυνος της αγοράς (συστηματικός κίνδυνος). Σε περίπτωση διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου (χαρτοφυλάκιο με περισσότερες από 7 μετοχές), ο μη συστηματικός κίνδυνος έχει ήδη εξαλειφθεί μέσω της διαφοροποίησης. Αυτός ο τρόπος αντιστάθμισης του κινδύνου είναι φθηνότερος από την προστασία ενός χαρτοφυλακίου μέσω των δικαιωμάτων σε μεμονωμένες μετοχές.

✓ **Συμβόλαια Δανεισμού Τίτλων**

Τα συμβόλαια αυτά είναι συμφωνίες μεταξύ δύο αντισυμβαλλόμενων (του δανειζόμενου και του δανειστή) με τις οποίες η κυριότητα μετοχών που βρίσκονται στην κατοχή του δανειστή μεταβιβάζεται στο δανειζόμενο έναντι κάποιου ποσού. Το ποσό εξαρτάται από το χρόνο μέχρι την επιστροφή της

κυριότητας των μετοχών στο δανειστή και προσδιορίζεται από την τιμή δανεισμού η οποία δίνεται σε μορφή ετήσιου επιτοκίου.

Ο δανειζόμενος, έχοντας την κυριότητα των μετοχών μπορεί να τις πουλήσει σε τρίτο αναλαμβάνοντας με τον τρόπο αυτό την υποχρέωση να τις αγοράσει στο μέλλον για να τις επιστρέψει στο δανειστή. Με τον τρόπο αυτό ο δανειζόμενος παίρνει θέση ανοικτής πώλησης (short sell) πραγματοποιώντας κέρδος ή ζημιά ανάλογα με τις τιμές που πούλησε και κατόπιν αγόρασε τις μετοχές.

Η ανοικτή πώληση μετοχών επιτρέπει την αντιστάθμιση κινδύνου από αγορά δικαιωμάτων (delta hedging), καθώς επίσης και την αντιστάθμιση κινδύνου από αγορά ΣΜΕ.

✓ **Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε Συναλλαγματικές Ισοτιμίες**

Με αυτά τα προϊόντα δίνεται η ευκαιρία να προστατευτούν οι επενδυτές που έχουν έκθεση σε κίνδυνο από πιθανές αυξομειώσεις των ισοτιμιών των νομισμάτων. Για παράδειγμα treasurers και FX dealers, εισαγωγείς και εξαγωγείς προϊόντων οι οποίοι είναι αναγκασμένοι να κλείνουν συμφωνίες που βασίζονται πάνω σε συναλλαγματικές ισοτιμίες έχουν την δυνατότητα να περιορίσουν ή και να εξαλείψουν τον κίνδυνο που διατρέχουν μέσω της χρήσης των ΣΜΕ στις ισοτιμίες αυτές. Εισαγωγείς οι οποίοι δεν θέλουν να αναλάβουν τον συναλλαγματικό κίνδυνο που πηγάζει εξαιτίας της παραλαβής του προϊόντος σε μελλοντική χρονική στιγμή, μπορούν να αγοράσουν ΣΜΕ πάνω στην ισοτιμία του νομίσματος αγοράς του προϊόντος και να αντισταθμίσουν πλήρως τον κίνδυνο που πηγάζει από μεταβολή (υποτίμηση) της ισοτιμίας του Ευρώ έναντι του ξένου νομίσματος. Αντίστοιχα, εξαγωγείς οι οποίοι αναμένουν μελλοντική εισροή σε ξένο συνάλλαγμα, μπορούν να κάνουν αντιστάθμιση κινδύνου από πιθανή ανατίμηση του Ευρώ, πουλώντας τον κατάλληλο αριθμό ΣΜΕ πάνω στην ισοτιμία.

1.8 Κατηγορίες επενδυτών

Δύο κατηγορίες επενδυτών δραστηριοποιούνται στην αγορά: Οι διασφαλιστές κινδύνου (ΔΚ) – hedgers και οι κερδοσκόποι – speculators. Ο σκοπός των ΔΚ είναι η αντιστάθμιση κινδύνου, η προστασία της επένδυσής τους από χρηματοοικονομικούς κινδύνους. Ο σκοπός των κερδοσκόπων είναι να αποκομίσουν κέρδη, χωρίς να έχουν πολλές φορές σχέση με το υποκείμενο αγαθό. Ενδιάμεσα σ' αυτές τις βασικές κατηγορίες υπάρχουν επενδυτές που αναλαμβάνουν μικρότερο ή μεγαλύτερο κίνδυνο

για την εκπλήρωση των στόχων τους. Στην αγορά συνεισφέρουν και οι δύο κατηγορίες επενδυτών. Οι ΔΚ είναι ο κινητήριος μοχλός της αγοράς, η αγορά δημιουργήθηκε κυρίως για την εξυπηρέτησή τους, και οι κερδοσκόποι αναλαμβάνουν τον κίνδυνο από τους ΔΚ προσφέροντας επιπλέον ρευστότητα.

1.9 Η Αγορά Παραγώγων στην Ελλάδα

Με την Αγορά Παραγώγων επιλύθηκε το μεγάλο πρόβλημα της αξιοπιστίας των συναλλαγών και των συναλλασσομένων. Είναι αρμόδια για την οργάνωση της αγοράς και την θεσμοθέτηση κανόνων πλαισίου συμπεριφοράς και διαδικασιών. Σ' αυτήν αναφέρονται οι μεσίτες για τα συμβόλαια που διαπραγματεύονται σ' αυτήν και φροντίζουν για την τήρηση όλων των όρων τους. Με την υποχρέωση καταβολής του περιθωρίου ασφάλισης καλύπτεται το ποσό που έχει επενδυθεί σε παράγωγα για κάθε επενδυτή, εξασφαλίζεται η τήρηση των συμφωνιών και, με την ημερήσια εκκαθάριση, αποδίδονται τα κέρδη και χρεώνονται οι ζημίες σε κάθε λογαριασμό.

1.10 Οι κίνδυνοι στην Αγορά Παραγώγων

Η δραστηριοποίηση στην ΑΠ εμπεριέχει κινδύνους που προέρχονται από:

1. Συνθήκες λειτουργίας της Αγοράς Παραγώγων

Οι οικονομικές συνθήκες της αγοράς όπως η έλλειψη ρευστότητας και τυχόν έκτακτες ανωμαλίες της αγοράς όπως προσωρινή διακοπή συνεδριάσεων, διαγραφή παραγώγου μπορεί να καθιστούν αδύνατη την διενέργεια αποτελεσματικών συναλλαγών επί παραγώγων.

2. Απόκλιση της Αγοράς Παραγώγων από την Αγορά των Υποκείμενων Αξιών

Με την καθημερινή διαπραγμάτευση των παραγώγων σύμφωνα με τους νόμους της προσφοράς και της ζήτησης είναι πιθανόν να σημειωθούν σημαντικές αποκλίσεις μεταξύ της υποκείμενης αγοράς και να πολλαπλασιαστούν τα κέρδη και οι απώλειες.

3. Ατελής αντιστάθμιση κινδύνου

Η πλήρης αντιστάθμιση της θέσης έχει υψηλότερο κόστος συναλλαγών μειώνει όμως σημαντικά και τον κίνδυνο ζημίας αλλά και το επίπεδο κέρδους. Η μερική αντιστάθμιση κοστίζει λιγότερο αλλά δεν προφυλάσσει πλήρως τον επενδυτή.

4. Δέσμευση μετρητών ή κινητών αξιών

Η δέσμευση μετρητών ή κινητών αξιών ενδέχεται να ενέχει πιστωτικό κίνδυνο σε περίπτωση που ο θεματοφύλακας δεν εκπληρώσει πλήρως τις υποχρεώσεις του.

5. Νομοθετικό πλαίσιο

Οι όροι και τα χαρακτηριστικά των παραγώγων χρηματοπιστωτικών μέσων που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην Αγορά Παραγώγων καθώς και ο τρόπος και οι προϋποθέσεις διενέργειας των συναλλαγών μπορεί να τροποποιηθούν με απόφαση της Αγοράς Παραγώγων. Οι όροι και η διαδικασία εκκαθάρισης και διακανονισμού των συναλλαγών μπορεί να τροποποιηθούν με απόφαση της ΕΤΕΣΕΠ.

6. Συναλλαγματικός κίνδυνος, συστηματικός και μη συστηματικός κίνδυνος

Στην διαπραγμάτευση των ΣΜΕ και Δικαιωμάτων Προαίρεσης στην Συναλλαγματική Ισοτιμία Ευρώ - Δολαρίου υπάρχει ο επιπλέον συναλλαγματικός κίνδυνος από την διαφορά των Ισοτιμιών. Ο Συστηματικός κίνδυνος αφορά την αγορά στο σύνολο της, και μπορεί να οφείλεται σε μία γενικευμένη κρίση που οφείλεται σε απρόοπτα γεγονότα και την οποία ο επενδυτής δεν μπορεί να αποφύγει, όπως πολεμικές ή τρομοκρατικές ενέργειες και τις συνέπειες τους. Αντίθετα ο μη Συστηματικός κίνδυνος αφορά μεμονωμένα περιστατικά όπως ένα σημαντικό επιχειρηματικό νέο που θα έχει επιπτώσεις στην τιμή της μετοχής στην υποκείμενη αγορά, άρα και στα ΣΜΕ και στα Δικαιώματα Προαίρεσης για την συγκεκριμένη μετοχή.

7. Πολιτικός κίνδυνος, κίνδυνος πληθωρισμού και κίνδυνος επιτοκίων

Στην εποχή της παγκοσμιοποίησης οτιδήποτε έχει να κάνει με διεθνείς εξελίξεις σε πολιτικό, διπλωματικό και στρατιωτικό επίπεδο επηρεάζουν την πορεία των χρηματαγορών και κεφαλαιαγορών. Ο πληθωρισμός μειώνει την πραγματική αξία του επενδύμενου κεφαλαίου και των προσδοκώμενων αποδόσεων. Τέλος μία μεταβολή των επιτοκίων ενδέχεται να έχει σημαντική επίδραση σε χρηματοπιστωτικά μέσα όπως τα ομόλογα αλλά και σε μετοχές εφόσον τα επιτόκια καταθέσεων είναι μικρά ή ακόμα και αρνητικά.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

2.1 Εισαγωγή

Το 1876 ιδρύθηκε το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) με απόφαση του τότε Υπουργικού Συμβουλίου και λειτούργησε για πρώτη φορά το 1880. Με το Βασιλικό διάταγμα 12/1909 ορίστηκε ως μοναδικός χώρος για την εκτέλεση συμβάσεων και συναλλαγών σε τίτλους Δημοσίου, Τραπεζών και άλλων αναγνωρισμένων ανωνύμων εταιριών. Μετατράπηκε σε Α.Ε. με τον Νόμο 2324/1995, με το Δημόσιο να κατέχει το 100% του κεφαλαίου. Ιδιωτικοποιήθηκε το 1997 και το Δημόσιο διατηρεί ποσοστό 40,7% μέσω της εταιρίας Δ.Ε.Κ.Α.. Με τον Ν.2937/2001 δόθηκε το δικαίωμα στο ΧΑΑ να απορροφήσει το ΧΠΑ και το ΧΑΑ να αποκτήσει όλα τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις του. Το ΧΠΑ απορροφήθηκε το 2002 από το ΧΑΑ, και το ΧΑΑ μετονομάστηκε σε Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. (ΧΑ). Από την συγχώνευση οι αρμοδιότητες και οι υποχρεώσεις του ΧΠΑ περιήλθαν στην Αγορά Παραγώγων του ΧΑ. Τον έλεγχο και την εποπτεία του ΧΑ ασκούν η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας το οποίο συμμετέχει στην διοίκησή του με εκπροσώπους του. Σήμερα στο ΧΑ διαπραγματεύονται τα παρακάτω είδη κινητών αξιών: Μετοχές εισηγμένων εταιριών και δικαιώματα επί των μετοχών, ομόλογα δημοσίου και διεθνών οργανισμών όπως της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων κ.λπ., μετατρέψιμα ομολογιακά δάνεια και ομολογιακά δάνεια εταιριών, ομόλογα με ρήτρα ευρώ ή ξένου νομίσματος, και χρυσές λίρες και χρυσός.

2.2. Αρμοδιότητες

Το ΧΑ είναι ο αρμόδιος φορέας για την οργάνωση, εύρυθμη λειτουργία και έλεγχο της αγοράς στην οποία πραγματοποιείται η εισαγωγή και διαπραγμάτευση αξιών. Τα πλεονεκτήματα της οργανωμένης αγοράς που προσφέρει το ΧΑ είναι ποικίλα και μεγάλα, αφού οι εταιρίες μπορούν να αντλήσουν κεφάλαια και οι επενδυτές μπορούν να τοποθετήσουν τα χρήματά τους, ή να ρευστοποιήσουν τους τίτλους που κατέχουν με ευκολία λόγω της σημαντικής ρευστότητας που προσφέρει, του χαμηλού κόστους και του θεσμοθετημένου πλαισίου.

2.3. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (ΕΚ)

Συστάθηκε το 1967 με την μορφή Νομικού Προσώπου Δημοσίου Δικαίου και εποπτεύεται από το Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας. Ο σκοπός της είναι η άσκηση προληπτικής και κατασταλτικής εποπτείας, η ομαλή και εύρυθμη λειτουργία της

κεφαλαιαγοράς, η προστασία του κοινού από παράνομες και αθέμιτες ενέργειες, η διαγραφή εταιριών από το ΧΑ, η έγκριση διορισμού χρηματιστηριακών εκπροσώπων και η εκπροσώπηση της χώρας στο εξωτερικό και σύναψη συμφωνιών σε θέματα κεφαλαιαγοράς. Είναι αρμόδια για την θέσπιση κανόνων λειτουργίας της αγοράς και την επιβολή κυρώσεων (πρόστιμα, ανάκληση αδειών λειτουργίας και παραπομπή στις εισαγγελικές αρχές για το ποινικό μέρος της παράβασης) σε όσους κριθεί ότι παραβαίνουν τους κανόνες της αγοράς. Έχει υπό την εποπτεία της όλες τις εταιρείες που δραστηριοποιούνται στην κεφαλαιαγορά.

2.4. Χρηματιστηριακές εταιρίες

Στο ΧΑ δραστηριοποιούνται Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρίες (ΑΧΕ). Αυτές μόνο έχουν το δικαίωμα διενέργειας πράξεων στο ΧΑ, χωρίζονται δε, σε δύο κατηγορίες ανάλογα με το μετοχικό τους κεφάλαιο:

1. ΑΧΕ με ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο 586.940,57€ (200 εκ. δρχ.), οι οποίες μπορούν να συνάπτουν χρηματιστηριακές συναλλαγές εντός και εκτός κύκλου για λογαριασμό των πελατών τους καθώς και για ίδιο λογαριασμό.
2. ΑΧΕ με ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο 2.934.702,86€ (1 δις δρχ.), οι οποίες μπορούν να συνάπτουν χρηματιστηριακές συναλλαγές εντός και εκτός κύκλου για λογαριασμό των πελατών τους καθώς και για ίδιο λογαριασμό, και επιπλέον να αναλαμβάνουν ως ανάδοχοι την κάλυψη νέων εκδόσεων και ομολογιών.

Δεν επιτρέπεται κανένα φυσικό ή νομικό πρόσωπο να συμμετέχει σε περισσότερες της μίας ΑΧΕ. Ο Ν. 2324/95 ορίζει τις υπηρεσίες που μπορούν να δραστηριοποιηθούν οι ΑΧΕ. Αυτές είναι: Παροχή επενδυτικών συμβουλών, διαχείριση χαρτοφυλακίου, φύλαξη τίτλων, υπηρεσίες συμβούλου έκδοσης και αυτές που αναφέρονται στον Ν. 2396/96. Κάθε μέλος του ΧΑ μπορεί να έχει χρηματιστηριακούς εκπροσώπους και αντικριστές. Οι χρηματιστηριακοί εκπρόσωποι έχουν πιστοποιηθεί με εξετάσεις από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και είναι υπεύθυνοι για τις πράξεις που διενεργούνται στο ΧΑ από την εταιρία τους. Οι αντικριστές είναι έκτακτα μέλη του ΧΑ και υπάγονται στους χρηματιστηριακούς εκπροσώπους, έχουν δε μόνο δικαίωμα να εκτελούν πράξεις στο ΧΑ.

2.5. Προϋποθέσεις Εισαγωγής εταιριών στο ΧΑ

Για την εισαγωγή στην κύρια αγορά του ΧΑ, μία εταιρία, πρέπει να τηρεί τα ακόλουθα σύμφωνα με τον Ν. 2651/98:

- Να είναι Α.Ε. με ίδια κεφάλαια 11.738.811,45 € (4 δις. δρχ.) τουλάχιστο.

- Να έχει δημοσιεύσει οικονομικές καταστάσεις για τρεις τουλάχιστο χρήσεις οι οποίες να έχουν ελεγχθεί από Ορκωτό λογιστή. Η ΕΚ μπορεί με απόφασή της και έπειτα από πρόταση του ΧΑ, να επιτρέψει την εισαγωγή εταιρίας με δημοσιευμένες λιγότερες από τρεις χρήσεις.
- Να φαίνεται στον τελευταίο ισολογισμό της ότι έχει ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση.
- Να έχει ελεγχθεί φορολογικά για όλες τις δημοσιευμένες χρήσεις. Εάν η εταιρία δεν εδρεύει στην Ελλάδα, να έχει ελεγχθεί από αναγνωρισμένο οίκο του εξωτερικού.
- Με την εισαγωγή της η εταιρία προβαίνει σε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου, εκτός εάν η διασπορά των μετοχών της είναι επαρκής, δηλ. είναι κατανομημένο στο ευρύ κοινό ποσοστό άνω του 25% του συνόλου των μετοχών της. Εάν η εταιρία έχει μεγάλο αριθμό μετοχών, επαρκής θεωρείται η διασπορά ακόμα και του 5% των μετοχών.
- Δίνεται η δυνατότητα η τιμή διάθεσης των μετοχών να καθορίζεται πριν το πέρας της δημόσιας εγγραφής, ή μετά, εφόσον η τιμή προσδιορίζεται βάσει βιβλίου προσφορών.
- Ο κύριος ανάδοχος μπορεί να πραγματοποιεί συναλλαγές με σκοπό την σταθεροποίηση της τιμής των μετοχών μέχρι την παρέλευση τριμήνου από την έναρξη διαπραγμάτευσης και εφόσον το έχει δηλώσει ρητά στο ενημερωτικό δελτίο.

Για την εισαγωγή στην παράλληλη αγορά του ΧΑ, μία εταιρία, πρέπει να τηρεί τα ακόλουθα σύμφωνα με τον Ν. 2651/98:

- Να είναι Α.Ε. με ίδια κεφάλαια 2.934.702,86 € (1 δις. δρχ.) τουλάχιστο.
- Να έχει δημοσιεύσει οικονομικές καταστάσεις για τρεις (3) τουλάχιστο χρήσεις οι οποίες να έχουν ελεγχθεί από Ορκωτό λογιστή. Η ΕΚ μπορεί με απόφασή της και έπειτα από πρόταση του ΧΑ, να επιτρέψει την εισαγωγή εταιρίας με δημοσιευμένες λιγότερες από τρεις χρήσεις.
- Να φαίνεται στον τελευταίο ισολογισμό της ότι έχει ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση.
- Να έχει ελεγχθεί φορολογικά για όλες τις δημοσιευμένες χρήσεις. Εάν η εταιρία δεν εδρεύει στην Ελλάδα, να έχει ελεγχθεί από αναγνωρισμένο οίκο του εξωτερικού.

- Με την εισαγωγή της η εταιρία προβαίνει σε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου κατά 25%, εκτός εάν είναι εισηγμένη και σε άλλο χρηματιστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης.
- Διασπορά των μετοχών της σε τουλάχιστον 500 νομικά ή φυσικά πρόσωπα.

2.6. Επενδυτές

Επενδυτές θεωρούνται όλα τα φυσικά και νομικά πρόσωπα που μπορούν να διενεργούν πράξεις στο ΧΑ. Για να μπορέσει να διεξάγει συναλλαγές στο ΧΑ ο επενδυτής πρέπει να συμβληθεί με ένα Μέλος του ΧΑ. Το μέλος αυτό θα είναι ο αντιπρόσωπός του στο ΧΑ και μέσω αυτού θα εγγράφονται οι εντολές του στο σύστημα του ΧΑ. Με την επένδυσή τους στο ΧΑ, οι επενδυτές προσδοκούν κέρδη από την πώληση τίτλων σε μεγαλύτερη τιμή από την τιμή αγοράς τους και από την είσπραξη μερισμάτων.

2.7. Η Αγορά Παραγώγων

Σύμφωνα με τον Ν. 2533/97 ως «παράγωγα» νοούνται οι συμβάσεις επί χρηματοοικονομικών μέσων, ιδίως συμβάσεις προαίρεσης, υπό προθεσμία και ανταλλαγής δικαιωμάτων επί κινητών αξιών, χρηματιστηριακών δεικτών, μέσων χρηματαγοράς, συναλλάγματος και επιτοκίων. Τα παράγωγα προϊόντα χρησιμοποιούνται για την διασφάλιση κινδύνου που προέρχεται από την αβεβαιότητα για το μέλλον και για κερδοσκοπία. Τα παράγωγα προϊόντα που χρησιμοποιούνται ευρέως είναι: τα προθεσμιακά συμβόλαια (futures και forwards), οι ανταλλαγές (swaps) και τα δικαιώματα (options) και αναφέρονται σε: δείκτες μετοχών, μετοχές, ομολογίες, ισοτιμίες νομισμάτων, επιτόκια και εμπορεύματα.

Τα χαρακτηριστικά της χρηματιστηριακής αγοράς είναι η μεταβλητότητα των τιμών, λόγω της προσφοράς και της ζήτησης. Τα παράγωγα δημιουργήθηκαν για την αντιστάθμιση του κινδύνου που προέρχονται από τους παραπάνω παράγοντες. Οι επενδυτές μπορούν να χρησιμοποιήσουν τα παράγωγα προϊόντα για να μειώσουν τον κίνδυνο των επενδύσεών τους. Ο κάτοχος μετοχών προστατεύεται από πτώση των τιμών, ο δανειολήπτης από την αύξηση του επιτοκίου, ο μεταφορέας από αύξηση των τιμών πετρελαίου, ο εισαγωγέας από μεταβολή των συναλλαγματικών ισοτιμιών κ.λπ.. Οι Τράπεζες χρησιμοποιούν τα παράγωγα προϊόντα για να αντισταθμίσουν τους χρηματοοικονομικούς κινδύνους που έχουν αναλάβει. Τα παράγωγα προϊόντα παρέχουν επιπλέον πληροφόρηση στην αγορά για την μελλοντική κατεύθυνση του υποκείμενου προϊόντος στο οποίο αναφέρονται.

2.8. Η Αγορά Παραγώγων του ΧΑ

Η ΑΠ ιδρύθηκε με τον Ν. 2533/97 ως ανώνυμη εταιρία με την ονομασία Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών και μετοχικό κεφάλαιο 3 δις δρχ. αποτελούμενο από ονομαστικές μετοχές. Δικαίωμα απόκτησης μετοχών είχαν το ΧΑ και οι θεσμικοί επενδυτές με ανώτατο όριο για τους θεσμικούς επενδυτές το 3% επί του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου του. Σκοπός της Αγοράς Παραγώγων είναι η οργάνωση και υποστήριξη των συναλλαγών στην χρηματιστηριακή αγορά των παραγώγων, η οργάνωση της λειτουργίας του συστήματος των συναλλαγών αυτών καθώς και κάθε συναφής δραστηριότητα.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ασκεί τον έλεγχο και την εποπτεία της λειτουργίας της ΑΠ και της ΕΤΕΣΕΠ. Την εποπτεία των μελών της ΑΠ και της ΕΤΕΣΕΠ ασκεί το ΧΑ, το ΔΣ του οποίου επιβάλλει και τις κυρώσεις στα μέλη που υπέπεσαν σε παραβάσεις. Οι διατάξεις της νομοθεσίας για την επιβολή κυρώσεων στα μέλη του ΧΑ ισχύουν και για τα μέλη της ΑΠ και της ΕΤΕΣΕΠ.

Τα μέλη της ΑΠ διακρίνονται σε 3 κατηγορίες:

- Απλό μέλος ή παραγγελιοδόχος. Δικαιούται να καταρτίζει συναλλαγές στην ΑΠ μόνο για λογαριασμό των παραγγελέων του.
- Ειδικός διαπραγματευτής τύπου Α. Δικαιούται να καταρτίζει συναλλαγές στην ΑΠ για ίδιο λογαριασμό ή για λογαριασμό των παραγγελέων του.
- Ειδικός διαπραγματευτής τύπου Β. Οφείλει να διαβιβάζει σε συνεχή βάση ταυτόχρονες δηλώσεις αγοράς και πώλησης για συγκεκριμένα παράγωγα όπως ορίζονται από την σχετική σύμβαση που έχει συνάψει με την ΑΠ.

2.9. ΕΤΕΣΕΠ

Ιδρύθηκε το 1997 με τον νόμο 2533 και λειτουργεί με την μορφή ανώνυμης εταιρίας. Συμπληρωματικά διέπεται και από τις διατάξεις της νομοθεσίας περί ανωνύμων εταιριών. Σκοπός ίδρυσης της εταιρίας είναι η συμμετοχή στις συμβάσεις που συνάπτονται στην ΑΠ, η εκκαθάριση των συναλλαγών που προκύπτουν από τις συναφθείσες συμβάσεις, η διασφάλιση της εκπλήρωσης των υποχρεώσεων των συμβαλλομένων μερών και κάθε συναφής δραστηριότητα.

Τα μέλη της διακρίνονται σε 3 κατηγορίες:

- (α) Μη εκκαθαριστικό μέλος, το οποίο μπορεί μόνο να αντλεί πληροφορίες σχετικές με τις συναλλαγές, τις θέσεις και τα περιθώρια ασφάλισης των παραγγελέων¹ του,
- (β) Άμεσο Εκκαθαριστικό μέλος, το οποίο εκκαθαρίζει ίδιες συναλλαγές ή των παραγγελέων του που έχουν καταρτιστεί από το ίδιο το Μέλος, και
- (γ) Γενικό Εκκαθαριστικό μέλος, το οποίο εκκαθαρίζει ίδιες συναλλαγές ή των παραγγελέων του που έχουν καταρτιστεί από οποιοδήποτε Μέλος της ΑΠ.

2.10. Τράπεζα Περιθωρίου Ασφάλισης

Κάθε Μέλος της ΕΤΕΣΕΠ υποχρεούται να συνεργάζεται με μία τουλάχιστο Τράπεζα Περιθωρίου Ασφάλισης και να τηρεί σ' αυτήν χρηματικούς λογαριασμούς περιθωρίων ασφάλισης. Για το διακανονισμό του συνόλου των συναλλαγών που εκκαθαρίζει, κάθε Μέλος της ΕΤΕΣΕΠ, υποχρεούται να συνεργάζεται με πιστωτικό ίδρυμα που έχει εγκριθεί από την ΕΤΕΣΕΠ ως Τράπεζα Διακανονισμού. Σε περίπτωση ύπαρξης περισσότερων Τραπεζών Διακανονισμού, το Μέλος διατηρεί δικαίωμα επιλογής μεταξύ των Τραπεζών αυτών. Σήμερα η μοναδική εγκεκριμένη από την ΕΤΕΣΕΠ Τράπεζα Διακανονισμού είναι η Alpha Bank.

Δικαίωμα να διενεργούν συναλλαγές στην ΑΠ έχουν μόνο τα μέλη που έχουν εκπληρώσει όλες τις υποχρεώσεις τους για τον διακανονισμό των ανοικτών θέσεων, όπως αυτές προέκυψαν μετά το τέλος της προηγούμενης ημέρας διαπραγμάτευσης. Ομοίως δικαίωμα διενέργειας συναλλαγών έχουν οι παραγγελείς οι οποίοι έχουν διακανονίσει τις ανοικτές θέσεις τους και έχουν παράσχει το περιθώριο ασφάλισης για τις πράξεις που έχουν διενεργηθεί έως το τέλος της προηγούμενης ημέρας διαπραγμάτευσης. Σε αντίθετη περίπτωση έχουν δικαίωμα διενέργειας μόνο συναλλαγών κάλυψης για το κλείσιμο των ανοικτών θέσεων, μετά από γνωστοποίηση του μέλους στην ΑΠ και την ΕΤΕΣΕΠ.

2.11. Επενδυτές στην ΑΠ

Επενδυτές θεωρούνται όλα τα φυσικά και νομικά πρόσωπα που μπορούν να διενεργούν πράξεις επί παραγώγων στην ΑΠ. Για να μπορέσει να διεξάγει συναλλαγές σε παράγωγα στην ΑΠ, ο επενδυτής πρέπει να συμβληθεί με ένα Μέλος της ΑΠ. Το μέλος αυτό θα είναι ο αντιπρόσωπός του στην ΑΠ και μέσω αυτού θα εγγράφονται οι εντολές του στο σύστημα της ΑΠ. Εάν ταυτόχρονα το Μέλος της ΑΠ

¹ Ως παραγγελέας νοείται κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο για λογαριασμό του οποίου κάποιο μέλος της οργανωμένης χρηματιστηριακής αγοράς παρέχει επενδυτικές υπηρεσίες και ιδίως χρηματιστηριακές συναλλαγές.

είναι και Μέλος της ΕΤΕΣΕΠ τότε θα τον εκπροσωπεί και στην διαδικασία εκκαθάρισης, αλλιώς θα πρέπει να συμβληθεί με άλλο Μέλος της ΕΤΕΣΕΠ. Το Μέλος της ΕΤΕΣΕΠ θα υποδείξει στον επενδυτή και σε ποια από τις Τράπεζες διακανονισμού θα τηρεί τον χρηματικό λογαριασμό του περιθωρίου ασφάλισης.

2.12. Συναλλαγές στην ΑΠ

Στην ΑΠ διαπραγματεύονται αποκλειστικά τα παράγωγα προϊόντα που είναι εισηγμένα σε αυτό. Συμβάσεις μπορούν να πραγματοποιηθούν στην συνεδρίαση της ΑΠ, εντός κύκλου (με συμμετοχή μέλους της ΑΠ ή / και της ΕΤΕΣΕΠ) ή εκτός κύκλου (χωρίς συμμετοχή μέλους της ΑΠ ή της ΕΤΕΣΕΠ), μεταξύ της ΕΤΕΣΕΠ, και των παραγγελέων μέσω του εκπροσώπου τους μέλους της ΑΠ. Όταν δύο αντίθετες δηλώσεις βούλησης συμπέσουν καταρτίζεται ομοιόμορφη σύμβαση επί παραγώγου, εντός κύκλου και για τα δύο μέρη, έτσι ώστε οι υποχρεώσεις του κάθε μέρους να είναι αντίστροφες των υποχρεώσεων του άλλου.

2.13. Εκκαθάριση συναλλαγών της Χρηματιστηριακής αγοράς παραγώγων

Η εκκαθάριση των συναλλαγών στην ΑΠ γίνεται μέσω της ΕΤΕΣΕΠ, η οποία λειτουργεί ως αντισυμβαλλόμενος των παραγγελέων των συναλλαγών για κάθε πράξη που καταχωρείται προς εκκαθάριση. Στην εκκαθάριση συμμετέχουν και τα μέλη της ΕΤΕΣΕΠ. Εκκαθαρίζει μόνο συναλλαγές, για τις οποίες της γνωστοποιήθηκαν ορθά τα ακόλουθα στοιχεία: Κωδικό αναγνώρισης Μέλους ΑΠ και Μέλους ΕΤΕΣΕΠ για κάθε παραγγελέα, σειρά παραγώγου, τύπος συναλλαγής (αγορά, πώληση, άσκηση δικαιώματος), ποσότητα, τιμή, κωδικός εκκαθάρισης για κάθε παραγγελέα. Μετά το κλείσιμο της συνεδρίασης αποτιμάται η χρηματική αξία όλων των απαιτήσεων και υποχρεώσεων που προκύπτουν από τις μη εκκαθαρισμένες συναλλαγές και διακανονίζονται με βάση την τιμή κλεισίματος των υποκείμενων αξιών όλες οι ανοικτές θέσεις των λογαριασμών που τηρούνται από την ΕΤΕΣΕΠ, καθώς και όλες οι εκκρεμείς συμβάσεις επί παραγώγων για τις οποίες ισχύει ο ημερήσιος διακανονισμός. Με τον διακανονισμό συμψηφίζονται αυτόματα οι ανοικτές θέσεις για κάθε κωδικό εκκαθάρισης, εκτός εάν αυτό δεν προβλέπεται από τα χαρακτηριστικά του παραγώγου ή υπάρχει ρητή δήλωση του παραγγελέα.

Κατά τον διακανονισμό η ΕΤΕΣΕΠ εισπράττει τα ποσά που οφείλονται στην ΑΠ, την ΕΤΕΣΕΠ, στο ΚΑΑ και σε κάθε άλλο οργανισμό (εκτός των Ε.Π.Ε.Υ.) που έχει απαίτηση αμοιβής λόγω της συμμετοχής του στη διαδικασία διαπραγματεύσεων και εκκαθάρισης συναλλαγών στην ΑΠ. Η ΕΤΕΣΕΠ μετά τον διακανονισμό ανακοινώνει

στα Μέλη το ύψος των περιθωρίων ασφάλισης που πρέπει να παράσχει κάθε παραγγελέας και τις ανοικτές θέσεις που πρέπει να έχει διακανονίσει πριν την έναρξη της επόμενης συνεδρίασης.

2.14. Εκκαθάριση κατά τη λήξη ή άσκηση

Με την λήξη ή άσκηση του παραγώγου δημιουργούνται δικαιώματα για τον συναλλασσόμενο. Η άσκηση του δικαιώματος γίνεται από τον δικαιούχο. Η ΕΤΕΣΕΠ ασκεί αντίστροφο δικαίωμα, με τυχαία επιλογή του κωδικού εκκαθάρισης, σύμφωνα με τον κανονισμό λειτουργίας της για όσα παράγωγα ασκηθεί δικαίωμα. Η ΕΤΕΣΕΠ ως αντισυμβαλλόμενο μέρος, υποχρεούται είτε να παραδώσει τις υποκείμενες αξίες μέσω του Κεντρικού Αποθετηρίου Αθηνών (ΚΑΑ), σε ορισμένο χρονικό διάστημα, είτε να κάνει χρηματικό διακανονισμό. Σε περίπτωση καθυστέρησης παράδοσης των τίτλων από το μέλος, ή μη ικανοποίησης της χρηματικής υποχρέωσης εντός των προβλεπόμενων προθεσμιών, η ΕΤΕΣΕΠ εξασκεί τα δικαιώματά της από τις ασφάλειες που έχουν παρασχεθεί με χρέωση του λογαριασμού περιθωρίου ασφάλισης. Σε περίπτωση καθυστέρησης εκπλήρωσης υποχρεώσεων Μέλους στην εκκαθάριση συναλλαγών της ΑΠ όπως κάλυψη ανοικτών θέσεων, παροχή περιθωρίου ασφάλισης ή καταβολή προμήθειας τότε η ΕΤΕΣΕΠ μπορεί να επιβάλει τις ακόλουθες κυρώσεις:

- Αναστολή των δικαιωμάτων του ως μέλος,
- διαγραφή από μέλος της ΕΤΕΣΕΠ,
- αναγκαστική άσκηση δικαιωμάτων από παράγωγα,
- διενέργεια συναλλαγών κάλυψης ανοικτών θέσεων και συμψηφισμό με τις απαιτήσεις της, και
- ανάθεση σε άλλα μέλη της διαχείρισης των λογαριασμών σε περίπτωση μόνιμης αδυναμίας εκπλήρωσης υποχρεώσεων και παράλληλη γνωστοποίηση στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για την διερεύνηση της υπόθεσης και την λήψη προσθέτων μέτρων εφόσον απαιτείται.

2.15. Περιθώριο ασφάλισης

Ο κάθε παραγγελέας παρέχει, μέσω του εκπροσώπου του μέλους της ΕΤΕΣΕΠ, περιθώριο ασφάλισης ως ενέχυρο υπέρ της ΕΤΕΣΕΠ το οποίο χρησιμοποιείται για την εκπλήρωση των υποχρεώσεών του από τις συναλλαγές επί παραγώγων που διενεργούνται για λογαριασμό του. Το ύψος καθορίζεται κατά περίπτωση από την ΕΤΕΣΕΠ. Κάθε μέλος της ΕΤΕΣΕΠ παρέχει ασφάλεια για την εκπλήρωση των

υποχρεώσεών του. Ως περιθώριο ασφάλισης ή ως ασφάλεια μπορούν να κατατεθούν αξίες οι οποίες μπορεί να είναι: μετρητά ή κινητές αξίες του παραγγελέα, χωρίς βάρη, μη δεσμευμένες, ελεύθερα διαπραγματεύσιμες που πληρούν τα κριτήρια που θέτει και δημοσιεύει η ΕΤΕΣΕΠ, ή εγγυητική επιστολή τους όρους της οποίας ορίζει η ΕΤΕΣΕΠ. Ο υπολογισμός των απαιτήσεων παροχής περιθωρίου ασφάλισης γίνεται από την ΕΤΕΣΕΠ ανά κωδικό εκκαθάρισης. Ειδικότερα, στον υπολογισμό των περιθωρίων ασφάλισης η ΕΤΕΣΕΠ λαμβάνει υπόψη της τα εξής επιμέρους στοιχεία:

- α. Τις ανοικτές θέσεις των παραγγελιών,
- β. τις τιμές αποτίμησης με μέθοδο της επιλογής της των υποκείμενων αξιών,
- γ. τη μεταβλητότητα των υποκείμενων αξιών, όπως ορίζεται εκάστοτε από την ΕΤΕΣΕΠ με μέθοδο της επιλογής της, και
- δ. τα χαρακτηριστικά του κάθε παραγώγου, ως προς το οποίο ο κωδικός εκκαθάρισης εμφανίζει ανοικτές θέσεις.

Η ελάχιστη ασφάλεια που πρέπει να παρέχεται στην ΕΤΕΣΕΠ είναι:

Πίνακας 1.1. Παρεχόμενη ασφάλεια στην ΕΤΕΣΕΠ ανά είδος μέλους της Αγοράς Παραγώγων

ΙΔΙΟΤΗΤΑ	ΕΛΑΧΙΣΤΗ ΑΞΙΑ
Μέλη ΑΠ, μη Μέλη ΕΤΕΣΕΠ	150.000 €
Άμεσα Μέλη ΕΤΕΣΕΠ	1.467.351,43 €
Γενικά Μέλη ΕΤΕΣΕΠ	2.934.702,86 €

Πηγή: Αγορά Παραγώγων Χρηματιστηρίου Αθηνών 2004

Εάν το απαιτούμενο περιθώριο ασφάλισης σε κάποιο κωδικό εκκαθάρισης υπερβαίνει σε αξία το υπόλοιπο του περιθωρίου ασφάλισης που του έχει ήδη παρασχεθεί, γνωστοποιούνται στο Μέλος της ΕΤΕΣΕΠ που έχει την ευθύνη του παραπάνω κωδικού τα απαιτούμενα περιθώρια ασφάλισης ανά κωδικό εκκαθάρισης από την ΕΤΕΣΕΠ, το αργότερο μέχρι τις 8.00 π.μ. της αμέσως επόμενης εργάσιμης ημέρας. Το Μέλος υποχρεούται να εξασφαλίσει την κάλυψη του ελλείμματος με καταβολή μετρητών το αργότερο μισή ώρα (30') πριν από την έναρξη της συνεδρίασης της ΑΠ της ίδιας ημέρας. Εφόσον η ΕΤΕΣΕΠ γνωστοποιήσει σε Μέλος της ότι το απαιτούμενο περιθώριο ασφάλισης κωδικού εκκαθάρισης είναι χαμηλότερο του ήδη παρασχεθέντος στον κωδικό εκκαθάρισης, το Μέλος δύναται να αναλάβει το ποσό της διαφοράς αυτής μόνο από τον αντίστοιχο λογαριασμό και να το αποδώσει στον δικαιούχο. Κάθε Μέλος της ΑΠ ή / και της ΕΤΕΣΕΠ παρέχει ασφάλεια υπέρ της

ΕΤΕΣΕΠ, η οποία δικαιούται οποτεδήποτε να κάνει χρήση της για την ικανοποίηση ληξιπρόθεσμων απαιτήσεων του Μέλους.

Το όριο θέσης που αφορά τα Μέλη της ΕΤΕΣΕΠ, προσδιορίζεται από το Δ.Σ. της ΕΤΕΣΕΠ και ισχύει την έκτη (6η) εργάσιμη ημέρα μετά την ανακοίνωσή του και για το σύνολο των ανοικτών θέσεων που εκκαθαρίζει το Μέλος της ΕΤΕΣΕΠ, είτε για ίδιο λογαριασμό είτε για λογαριασμό πελατών. Με την παράβαση του κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης, το Μέλος υποχρεούται να κλείσει τη θέση του στη συνεδρίαση αυτή. Μετά το πέρας της συνεδρίασης δεν επιτρέπεται παράβαση και επιβάλλονται πειθαρχικές κυρώσεις.

Η διαδικασία του ημερήσιου χρηματικού διακανονισμού η οποία διεξάγεται μία ώρα πριν την έναρξη της συνεδρίασης μεταξύ της ΕΤΕΣΕΠ και των Μελών της στην Τράπεζα Διακανονισμού, έχει ως εξής (ως T θεωρείται η ημέρα κατά την οποία πραγματοποιήθηκε η πράξη στην ΑΠ):

Πίνακας 2.2. Διαδικασία του ημερήσιου χρηματικού διακανονισμού

A/A	Ημέρα	Χρονική στιγμή έναρξης	Ενέργεια
1	T+0 (ημέρα πραγματοποίησης της πράξης)	Αμέσως μετά το κλείσιμο της αγοράς.	Από τις πράξεις που έχουν διενεργηθεί και τις τιμές κλεισίματος υπολογίζονται από το σύστημα εκκαθάρισης της ΕΤΕΣΕΠ τα χρηματικά ποσά και οι τίτλοι που πρέπει να διακανονισθούν και οι προμήθειες που πρέπει να αποδοθούν για κάθε κωδικό εκκαθάρισης.
2	T+0	Μετά το πέρας της εκκαθάρισης.	Ενημερώνεται κάθε Μέλος για τις υποχρεώσεις του που προέκυψαν από την εκκαθάριση ανά κωδικό εκκαθάρισης. Ενημερώνεται το ΚΑΑ για τους τίτλους και την χρονική στιγμή που πρέπει να διακανονισθούν ανά επενδυτή.
3	T+1 (επομένη ημέρα της πράξης)	Πριν την έναρξη του Ημερήσιου Διακανονισμού.	Ενημερώνεται η ΕΤΕΣΕΠ από τα Μέλη για τους υπερήμερους επενδυτές.
4	T+1	Μία (1) ώρα πριν την έναρξη της Συνεδρίασης.	Τα Μέλη έχουν καταθέσει στους λογαριασμούς χρηματικού διακανονισμού στην Τράπεζα Διακανονισμού όλα τα ποσά που οφείλουν.
5	T+1	Εως μισή ώρα πριν την έναρξη της Συνεδρίασης.	Χρέωση – Πίστωση των λογαριασμών εκκαθάρισης και των λογαριασμών προμηθειών των Μελών από την ΕΤΕΣΕΠ και έλεγχος εκπλήρωσης των υποχρεώσεων των Μελών και των επενδυτών και ενεργοποίηση των προβλεπόμενων διαδικασιών για τους υπερήμερους επενδυτές.
6	T+1	Μετά την ολοκλήρωση του ημερ. διακαν/σμού και του ελέγχου των Περιθ. Ασφάλισης.	Μεταβιβάζονται οι τίτλοι μέσω του ΣΑΤ από τον λογαριασμό της ΕΤΕΣΕΠ προς λογαριασμούς επενδυτών.

Πηγή: Αγορά Παραγώγων Χρηματιστηρίου Αθηνών 2004

Εκτός του χρηματικού διακανονισμού, καθημερινά υπολογίζονται και ελέγχονται και τα περιθώρια ασφάλισης. Η διαδικασία αυτή περιγράφεται στον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 2.3. Διαδικασία του ημερήσιου υπολογισμού περιθωρίων ασφάλισης

A/A	Ημέρα	Χρονική στιγμή έναρξης	Ενέργεια
1	T+0	Μία ώρα μετά το κλείσιμο των Τραπεζών για το κοινό.	Μεταφορά στην ΕΤΕΣΕΠ των δεσμευμένων ποσών των χρηματικών λογαριασμών του περιθωρίου ασφάλισης από όλες τις Τράπεζες Περιθωρίων Ασφάλισης. Γνωστοποιούνται στην ΕΤΕΣΕΠ τα ποσά που μεταφέρθηκαν ανά κωδικό εκκαθάρισης και λογαριασμό.
2	T+0	45 λεπτά μετά το κλείσιμο της αγοράς.	Μεταφορά στην ΕΤΕΣΕΠ από το ΚΑΑ των στοιχείων σχετικά με τις κινητές αξίες και ποσότητες που έχουν κατατεθεί σαν περιθώριο ασφάλισης. Τα στοιχεία γνωστοποιούνται στην ΕΤΕΣΕΠ ανά κωδικό εκκαθάρισης.
3	T+0	Μετά τη λήψη των στοιχείων από τις προηγούμενες ενέργειες 1 και 2.	Υπολογισμός των χρηματικών ισοδύναμων (haircut calculation) των περιθωρίων ασφάλισης σε κινητές αξίες.
4	T+0	Κατά τη διαδικασία εκκαθάρισης (μετά το πέρας της συνεδρίασης).	Υπολογισμός των νέων Περιθωρίων Ασφάλισης ανά κωδικό εκκαθάρισης.
5	T+0	Μετά την ολοκλήρωση της προηγούμενης ενέργειας.	Ενημέρωση των Μελών με τα στοιχεία των νέων Περιθωρίων Ασφάλισης για κάθε κωδικό εκκαθάρισης επενδυτή.
6	T+1	Πριν το άνοιγμα των Τραπεζών για το κοινό.	Δέσμευση των νέων Περιθωρίων ασφάλισης από τις Τράπεζες Περιθωρίων Ασφάλισης ανεξάρτητα εάν αυτά υπάρχουν στον λογαριασμό. Τα ποσά που αποδεσμεύονται είναι διαθέσιμα στους λογαριασμούς.
7	T+1	08:00 – έως την ώρα που θα ορίσει η Τράπεζα στα Μέλη και τους επενδυτές.	Κάλυψη των ελλειμμάτων από τα Μέλη και τους επενδυτές.
8	T+1	Από την ώρα που έχει ορίσει η Τράπεζα μέχρι λίγο πριν την αποστολή του αρχείου στην ΕΤΕΣΕΠ.	Έλεγχος από τις Τράπεζες εάν καλύφθηκαν τα ελλείμματα και υπάρχει επαρκές υπόλοιπο στους λογαριασμούς περιθωρίων ασφάλισης.
9	T+1	Εως 30 λεπτά πριν την έναρξη της συνεδρίασης.	Ενημέρωση της ΕΤΕΣΕΠ από τις Τράπεζες για όλους τους ειδικούς λογαριασμούς με τον κωδικό εκκαθάρισης, το ποσό που ζήτησε η ΕΤΕΣΕΠ να δεσμεύσει, το πραγματικό υπόλοιπο του λογαριασμού και το προηγούμενο δεσμευμένο υπόλοιπο. Τα υπόλοιπα είναι αυτά που διαπίστωσε η κάθε Τράπεζα κατά τον έλεγχό τους (ενέργεια 8).
10	T+1	30 λεπτά πριν την έναρξη της συνεδρίασης.	Έλεγχος από την ΕΤΕΣΕΠ των προηγούμενων καταστάσεων των Τραπεζών (από την ενέργεια 9) και ενεργοποίηση αναγκαίων διαδικασιών αθέτησης υποχρέωσης (default procedures).

Πηγή: Αγορά Παραγώγων Χρηματιστηρίου Αθηνών 2004

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ

3.1. Εισαγωγή

Στην Αγορά Παραγώγων του Χ.Α. διαπραγματεύονται συμβόλαια παραγώγων προϊόντων τα οποία βασίζονται σε διάφορες αξίες, όπως μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ, δείκτες επί μετοχών, επιτόκια και ομόλογα. Είναι τυποποιημένα με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά που προσδιορίζονται από την Αγορά Παραγώγων όπως το είδος του συμβολαίου, την υποκείμενη αξία, το μέγεθος του συμβολαίου κ.λπ.. Διακρίνονται σε πέντε (5) κατηγορίες που είναι: τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης, τα δικαιώματα προαίρεσης, τα Repos, τα Reverse Repos και οι Συμβάσεις Επαναγοράς. Η αξία των παραγώγων, η απόδοση και ο κίνδυνος που προέρχεται από αυτά, εξαρτώνται από την αξία πάνω στην οποία εκδίδονται, η οποία αποτελεί το υποκείμενο προϊόν του παραγώγου συμβολαίου. Επίσης εξαρτώνται και από την κατηγορία του παραγώγου στην οποία ανήκουν. Με την διαφοροποίηση των προϊόντων προσδίδεται στους επενδυτές η δυνατότητα να επενδύουν ανάλογα με το μέγεθος του κινδύνου που θέλουν ν' αναλάβουν. Αναλυτικά διαπραγματεύονται τα ακόλουθα είδη συμβολαίων:

- Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/ASE-20,
- Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/ASE Mid-40,
- Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης επί μετοχών,
- Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε δεκαετή ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου,
- Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στη συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD,
- Δικαιώματα Προαίρεσης επί του δείκτη FTSE/ASE-20,
- Δικαιώματα Προαίρεσης επί του δείκτη FTSE/ASE Mid-40,
- Δικαιώματα Προαίρεσης επί μετοχών,
- Δικαιώματα Προαίρεσης στη συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD,
- Repos επί μετοχών (Stock Repos),
- Reverse Repos επί μετοχών, και
- Σύμβαση Επαναγοράς - Repurchase agreement (RA).

Η τιμή διακανονισμού τους ορίζεται εκάστοτε από την Αγορά Παραγώγων, βάσει μεθόδου επιλογής τους και των ειδικότερων χαρακτηριστικών του παραγώγου προϊόντος και η τελική τιμή διακανονισμού του παραγώγου προσδιορίζεται την ημερομηνία λήξης από την ΕΤΕΣΕΠ, με διαδικασία που επιλέγεται ανά προϊόν, βάσει της τρέχουσας τιμής της υποκείμενης αξίας.

Τα παράγωγα συμβόλαια που διαπραγματεύονται στην Αγορά Παραγώγων παρουσιάζουν πολλά πλεονεκτήματα με συνέπεια να προσελκύουν όλο και περισσότερους επενδυτές. Μερικά από τα πλεονεκτήματά τους είναι:

- Εξασφαλισμένη ρευστότητα λόγω της ύπαρξης του θεσμού των Ειδικών Διαπραγματευτών τύπου B (Market Makers).
- Εγγύηση εκπλήρωσης υποχρεώσεων από την ΕΤΕΣΕΠ.
- Τυποποίηση των χαρακτηριστικών των συμβολαίων.
- Καθημερινή αποτίμηση και πληρωμή κερδών ή ζημιών.
- Ανωνυμία και ισότιμη συμμετοχή όλων των επενδυτών στην αγορά.
- Ύπαρξη διαφανούς κανονιστικού πλαισίου.
- Απαλλαγή των συναλλαγών από φορολόγηση.
- Μικρό άνοιγμα στις τιμές των εντολών προσφοράς και ζήτησης.
- Συμψηφισμό των απαιτούμενων περιθωρίων ασφάλισης με τα υπόλοιπα προϊόντα της Αγοράς Παραγώγων υπολογισμένα σε ευρώ.
- Αποδοχή ελληνικών μετοχών, ομολόγων και καταθέσεων ευρώ και συναλλάγματος για την κάλυψη του απαιτούμενου περιθωρίου ασφάλισης.
- Δυνατότητα για εντολές stop loss / profit taking για ώρες εκτός του ωραρίου της συνεδρίασης.

3.2. Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) στο δείκτη FTSE/ASE-20

Διαπραγματεύονται στην Αγορά Παραγώγων του ΧΑ από τον Αύγουστο του 1999. Υποκείμενη αξία είναι ο δείκτης μετοχών FTSE/ASE-20 ο οποίος περιέχει τις 20 εταιρίες του Χρηματιστηρίου Αθηνών με την υψηλότερη κεφαλαιοποίηση από διάφορους κλάδους της αγοράς. Η κεφαλαιοποίηση του FTSE/ASE-20 ξεπερνά το ήμισυ της συνολικής κεφαλαιοποίησης του Χ.Α.. Το 60% περίπου των εταιριών που τον αποτελούν ανήκουν στον κλάδο των Τραπεζών και το 17% περίπου στον κλάδο των Τηλεπικοινωνιών. Η σύνθεση και το βάρος των μετοχών του δείκτη επανεξετάζεται σε τακτά χρονικά διαστήματα.

Χαρακτηριστικά Συμβολαίου

Είδος Συμβολαίου: Τυποποιημένα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης όπου η εκκαθάριση γίνεται με ρευστά διαθέσιμα.

Υποκείμενο Στοιχείο: Ο δείκτης FTSE/ASE-20.

Μέγεθος συμβολαίου: Ο πολλαπλασιαστής είναι 5 EUR.

Τιμή Συμβολαίου: Οι τιμές αγοράς και πώλησης αναφέρονται σε μονάδες του δείκτη.

Ελάχιστο Μέγεθος Μεταβολής Τιμής: 0,25 μονάδες του δείκτη, οι οποίες ισοδυναμούν με 1,25 EUR (5 X 0,25).

Αγορές: Απλή αγορά (Single market): Συναλλαγές σε πολλαπλάσια του ενός (1) Συμβολαίου και αγορά πακέτων (Block market): Συναλλαγές σε πολλαπλάσια των εκατό (100) Συμβολαίων.

Μήνες Λήξης: Κάθε χρονική στιγμή υπάρχουν έξι (6) ΣΜΕ προς διαπραγμάτευση και εκκαθάριση σύμφωνα με τους αντίστοιχους μήνες λήξης. Ως μήνες λήξης χρησιμοποιούνται οι 3 πιο κοντινοί μήνες από τον μηνιαίο κύκλο και οι 3 πιο κοντινοί μήνες από τον τριμηνιαίο κύκλο Μαρτίου, Ιουνίου, Σεπτεμβρίου και Δεκεμβρίου που δεν περιλαμβάνονται στους παραπάνω μήνες του μηνιαίου κύκλου.

Ημέρα Λήξης και ημέρα Τελικής Συναλλαγής: Τα συμβόλαια λήγουν την τρίτη Παρασκευή του μήνα λήξης, την ώρα λήξης της συνεδρίασης της υποκείμενης αγοράς. Εάν αυτή δεν είναι ημέρα συναλλαγής, τότε ημέρα λήξης είναι η προηγούμενη ημέρα συναλλαγής. Η ημέρα λήξης είναι και η τελική ημέρα συναλλαγής.

Ημερήσια Τιμή Εκκαθάρισης: Ο υπολογισμός της ημερήσιας τιμής εκκαθάρισης γίνεται ηλεκτρονικά, μετά τη λήξη της συνεδρίασης της Αγοράς Παραγώγων του ΧΑ και υπολογίζεται με βάση αλγόριθμο που έχει θεσπίσει η Αγορά Παραγώγων. Ο αλγόριθμος αυτός χρησιμοποιεί τις τιμές του τελευταίου δεκαλέπτου πριν το κλείσιμο της υποκείμενης αγοράς του ΧΑ και ορίζεται ως ο Σταθμισμένος Μέσος Όρος (ΣΜΟ) των πράξεων που πραγματοποιήθηκαν στο χρονικό διάστημα του τελευταίου δεκαλέπτου.

Ημέρα Τελικής Εκκαθάρισης: Η αμέσως επόμενη ημέρα συναλλαγής μετά την ημέρα λήξης (T +1).

Ώρες Συναλλαγής: 10:45 με 16:15.

Μέθοδος Παράδοσης: Εκκαθάριση με ρευστά διαθέσιμα βασισμένη στη τελική τιμή εκκαθάρισης.

Τελική Τιμή Εκκαθάρισης: Η τιμή κλεισίματος του υποκείμενου δείκτη κατά την ημέρα λήξης όπως προσδιορίζεται εκάστοτε από το ΧΑ.

Αγορά Ειδικών Διαπραγματευτών τύπου Β (Market Making): Υπάρχει και είναι διαρκής κατά τις ώρες συναλλαγής του υποκείμενου δείκτη για την απλή αγορά ενώ δεν υπάρχουν υποχρεώσεις για την αγορά πακέτων.

Εξάσκηση κατά την Ημέρα Λήξης: Τα ΣΜΕ στον δείκτη εκκαθαρίζονται αυτόματα κατά την ημέρα λήξης μέσω της εκκαθάρισης με ρευστά διαθέσιμα την ημέρα τελικής εκκαθάρισης, με βάση την υπολογισμένη τελική καθαρή αξία. Η τελική καθαρή αξία υπολογίζεται με τον τύπο: Τελική καθαρή αξία = $(S - F) \times M$, όπου S είναι η τελική τιμή εκκαθάρισης του υποκείμενου δείκτη (με δύο δεκαδικά ψηφία), F η τιμή εκκαθάρισης της προηγούμενης ημέρας συναλλαγής, και M ο πολλαπλασιαστής.

Όρια Θέσης: Το ύψος των ορίων θέσης καθορίζεται ανά μέλος εκκαθάρισης.

Διαπραγμάτευση και Εκκαθάριση: Τα ΣΜΕ διαπραγματεύονται μέσω του ηλεκτρονικού συστήματος διαπραγμάτευσης ΟΑΣΗΣ. Οι προσφορές και οι συναλλαγές είναι ανώνυμες για όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά. Οι συναλλαγές συνταιριάζονται στο βιβλίο εντολών σύμφωνα με τα κριτήρια τιμής και χρόνου. Οι συναλλαγές που είναι αποδεκτές για εκκαθάριση εκκαθαρίζονται μέσω του συστήματος ΟΑΣΗΣ. Οι υποχρεώσεις εκκαθάρισης των λογαριασμών εκκαθάρισης που απορρέουν από τις συναλλαγές, αποστέλλονται στα μέλη και στους ειδικούς διαπραγματευτές την ημέρα συναλλαγής (ημέρα $T + 0$), μετά το κλείσιμο των συναλλαγών.

Ενέχυρο και Περιθώριο Ασφάλειας: Οι απαιτήσεις ενέχυρου των λογαριασμών εκκαθάρισης υπολογίζονται χρησιμοποιώντας το σύστημα περιθωρίου ασφάλισης του ΟΑΣΗΣ, RIVA. Το περιθώριο ασφάλισης για μια απλή θέση Αγοράς ή Πώλησης σε ΣΜΕ ορίζεται ως ποσοστό επί της ημερήσιας τιμής κλεισίματος του υποκείμενου δείκτη. Οι αλλαγές στα περιθώρια ασφάλισης ισχύουν για όλες τις ανοικτές θέσεις.

Κωδικοποίηση: Τα ΣΜΕ στον FTASE-20 υποδηλώνονται και με κωδικό που περιλαμβάνει κατά σειρά τον υποκείμενο δείκτη (FTASE), το τελευταίο ψηφίο του έτους και το γράμμα που αντιστοιχεί στον μήνα λήξης (Ιαν. Α, Φεβ. Β, Μαρ. C, Απρ. D, Μαΐ. E, Ιουν. F, Ιουλ. G, Αυγ. H, Σεπ. I, Οκτ. J, Νοε. K, Δεκ. L). Έτσι ο κωδικός FTASE4H υποδηλώνει ΣΜΕ στον FTASE-20 με λήξη τον Αύγουστο του 2004.

Με την αγορά ή πώληση ΣΜΕ στον FTASE-20 ο επενδυτής αποκτά ανοικτά συμβόλαια. Το σύνολο των ανοικτών συμβολαίων προσδιορίζει την συνολική ανοικτή θέση του. Η ονομαστική αξία της συνολικής ανοικτής θέσης ισούται με τον αριθμό των ανοιχτών συμβολαίων, επί τον πολλαπλασιαστή, επί την τιμή κλεισίματος του υποκείμενου δείκτη FTSE/ASE-20 όπως αυτή δημοσιεύεται από το ΧΑ. Ο επενδυτής θα πρέπει να καταθέσει στον λογαριασμό εκκαθάρισης περιθώριο ασφάλισης το οποίο ισούται με το 12% επί της ονομαστικής αξίας της συνολικής ανοικτής θέσης.

Στο τέλος κάθε ημέρας η θέση του επενδυτή αποτιμάται ως εξής:

Αγορά ενός συμβολαίου ΣΜΕ

- Κατά την ημέρα αγοράς: Κέρδος ή ζημία = (Τιμή εκκαθάρισης ημέρας - Τιμή αγοράς συμβολαίου) x 5 ευρώ.
- Οποιαδήποτε επόμενη ημέρα έως τη λήξη ή τη πώληση του ΣΜΕ: Κέρδος ή ζημία = (Τιμή εκκαθάρισης ημέρας - Τιμή εκκαθάρισης προηγούμενης) x 5 ευρώ.

Πώληση ενός συμβολαίου ΣΜΕ

- Κατά την ημέρα πώλησης: Κέρδος ή ζημία = (Τιμή πώλησης συμβολαίου - Τιμή εκκαθάρισης ημέρας) x 5 ευρώ.
- Οποιαδήποτε επόμενη ημέρα έως τη λήξη ή την αγορά του ΣΜΕ: Κέρδος ή ζημία = (Τιμή εκκαθάρισης προηγούμενης - Τιμή εκκαθάρισης ημέρας) x 5 ευρώ.

Συνοπτικά τα χαρακτηριστικά του προϊόντος αναφέρονται στον πίνακα που ακολουθεί:

Πίνακας 3.1. Χαρακτηριστικά ΣΜΕ στο δείκτη FTSE/ASE-20

Προϊόν	ΣΜΕ στο δείκτη FTSE/ASE 20.
Διακανονισμός	Χρηματικός Διακανονισμός.
Μονάδα Διαπραγμάτευσης	Απλή Αγορά: 1. Αγορά Πακέτων: 100.
Μέγεθος Συμβολαίου	5 Ευρώ, Πολλαπλασιαστής.
Τιμή Συμβολαίου	Μονάδες Δείκτη.
Ελάχιστο Μέγεθος Μεταβολής Τιμής	0,25 μονάδες δείκτη.
Αξία Ελάχιστης Μεταβολής	1,25 Ευρώ.
Όρια Τιμών	Δεν υπάρχουν.
Ωρες Συναλλαγής	10:45πμ με 4:15μμ.
Σύστημα Περιθωρίων Ασφάλισης	RIVA (Risk Valuation) ανά τελικό επενδυτή.
Όρια Θέσης	Δεν υπάρχουν.

Τελευταία ημέρα συναλλαγών	Η 3η Παρασκευή του μήνα λήξης.
Ημέρα εκκαθάρισης	Πρώτη εργάσιμη μετά την τελευταία ημέρα συναλλαγών.
Κανόνες Εισαγωγής στο Σύστημα Διαπραγμάτευσης	Οι 3 πιο κοντινοί μήνες από το μηνιαίο κύκλο και οι 3 κοντινότεροι από τον τριμηνιαίο κύκλο Μαρ-Ιουν-Σεπτ-Δεκ. Η νέα σειρά εισάγεται την πρώτη εργάσιμη μετά την τελευταία ημέρα συναλλαγών της σειράς που έληξε.
Κόστος συναλλαγών	Ανάλογα με τα quotes (Ειδικοί Διαπραγματευτές B) 1,30-1,80 Ευρώ (άλλα Μέλη).
Παροχείς Πληροφοριών	Reuters ATF:+F3 Bridge/Telerate 34687 Bloomberg AJA <index> CT <GO> Euroamerican FT<ym>a

Πηγή: Αγορά Παραγώγων Χρηματιστηρίου Αθηνών 2004

3.3. Συμβολαία Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/ASE Mid-40

Υποκείμενη αξία είναι ο δείκτης μετοχών της μεσαίας κεφαλαιοποίησης FTSE/ASE Mid 40. Η σύνθεση και το βάρος των μετοχών του δείκτη επανεξετάζεται σε τακτά χρονικά διαστήματα.

Χαρακτηριστικά Συμβολαίου

Είδος Συμβολαίου: Τυποποιημένα Συμβολαία Μελλοντικής Εκπλήρωσης όπου η εκκαθάριση γίνεται με ρευστά διαθέσιμα.

Υποκείμενο Στοιχείο: Ο δείκτης FTSE/ASE Mid-40.

Μέγεθος συμβολαίου: Ο πολλαπλασιαστής είναι 25 EUR.

Τιμή Συμβολαίου: Οι τιμές αγοράς και πώλησης αναφέρονται σε μονάδες του δείκτη.

Ελάχιστο Μέγεθος Μεταβολής Τιμής: 0,25 μονάδες του δείκτη, οι οποίες ισοδυναμούν με 6,25 EUR. (25 X 0,25).

Αγορές: Απλή αγορά (Single market): Συναλλαγές σε πολλαπλάσια του ενός (1) Συμβολαίου και αγορά πακέτων (Block market): Συναλλαγές σε πολλαπλάσια των εκατό (100) Συμβολαίων.

Μήνες Λήξης: Κάθε χρονική στιγμή υπάρχουν έξι (6) ΣΜΕ προς διαπραγμάτευση και εκκαθάριση σύμφωνα με τους αντίστοιχους μήνες λήξης. Ως μήνες λήξης

χρησιμοποιούνται οι 3 πιο κοντινοί μήνες από τον μηνιαίο κύκλο και οι 3 πιο κοντινοί μήνες από τον τριμηνιαίο κύκλο Μαρτίου, Ιουνίου, Σεπτεμβρίου και Δεκεμβρίου που δεν περιλαμβάνονται στους παραπάνω μήνες του μηνιαίου κύκλου.

Ημέρα Λήξης και ημέρα Τελικής Συναλλαγής: Τα συμβόλαια λήγουν την τρίτη Παρασκευή του μήνα λήξης, την ώρα λήξης της συνεδρίασης της υποκείμενης αγοράς. Εάν αυτή δεν είναι ημέρα συναλλαγής, τότε ημέρα λήξης είναι η προηγούμενη ημέρα συναλλαγής. Η ημέρα λήξης είναι και η τελική ημέρα συναλλαγής.

Ημερήσια Τιμή Εκκαθάρισης: Ο υπολογισμός της ημερήσιας τιμής εκκαθάρισης γίνεται ηλεκτρονικά, μετά τη λήξη της συνεδρίασης της Αγοράς Παραγώγων του ΧΑ και υπολογίζεται με βάση αλγόριθμο που έχει θεσπίσει η Αγορά Παραγώγων. Ο αλγόριθμος αυτός χρησιμοποιεί τις τιμές του τελευταίου δεκαλέπτου πριν το κλείσιμο της υποκείμενης αγοράς του ΧΑ και ορίζεται ως ο Σταθμισμένος Μέσος Όρος των πράξεων που πραγματοποιήθηκαν στο χρονικό διάστημα του τελευταίου δεκαλέπτου.

Ημέρα Τελικής Εκκαθάρισης: Η αμέσως επόμενη ημέρα συναλλαγής μετά την ημέρα λήξης (T +1).

Ώρες Συναλλαγής: 10:45 με 16:15.

Μέθοδος Παράδοσης: Εκκαθάριση με ρευστά διαθέσιμα βασισμένη στη τελική τιμή εκκαθάρισης.

Τελική Τιμή Εκκαθάρισης: Η τιμή κλεισίματος του υποκείμενου δείκτη κατά την ημέρα λήξης όπως προσδιορίζεται εκάστοτε από το ΧΑ.

Αγορά Ειδικών Διαπραγματευτών τύπου B (Market Making): Υπάρχει και είναι διαρκής κατά τις ώρες συναλλαγής του υποκείμενου δείκτη για την απλή αγορά ενώ δεν υπάρχουν υποχρεώσεις για την αγορά πακέτων.

Εξάσκηση κατά την Ημέρα Λήξης: Τα ΣΜΕ στον δείκτη εκκαθαρίζονται αυτόματα κατά την ημέρα λήξης μέσω της εκκαθάρισης με ρευστά διαθέσιμα την ημέρα τελικής εκκαθάρισης, με βάση την υπολογισμένη τελική καθαρή αξία. Η τελική καθαρή αξία υπολογίζεται με τον τύπο: Τελική καθαρή αξία = (S – F) x M. Όπου S είναι η τελική τιμή εκκαθάρισης του υποκείμενου δείκτη (με δύο δεκαδικά ψηφία), F η τιμή εκκαθάρισης της προηγούμενης ημέρας συναλλαγής, και M ο πολλαπλασιαστής.

Όρια Θέσης: Το ύψος των ορίων θέσης καθορίζεται ανά μέλος εκκαθάρισης.

Διαπραγμάτευση και Εκκαθάριση: Τα ΣΜΕ, διαπραγματεύονται μέσω του ηλεκτρονικού συστήματος διαπραγμάτευσης ΟΑΣΗΣ. Οι προσφορές και οι συναλλαγές είναι ανώνυμες για όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά. Οι

συναλλαγές συνταιριάζονται στο βιβλίο εντολών σύμφωνα με τα κριτήρια τιμής και χρόνου. Οι συναλλαγές που είναι αποδεκτές για εκκαθάριση εκκαθαρίζονται μέσω του συστήματος ΟΑΣΗΣ. Οι υποχρεώσεις εκκαθάρισης των λογαριασμών εκκαθάρισης που απορρέουν από τις συναλλαγές, αποστέλλονται στα μέλη και στους ειδικούς διαπραγματευτές, την ημέρα συναλλαγής (ημέρα T +0), μετά το κλείσιμο των συναλλαγών.

Ενέχυρο και Περιθώριο Ασφάλειας: Οι απαιτήσεις ενέχυρου των λογαριασμών εκκαθάρισης υπολογίζονται χρησιμοποιώντας το σύστημα περιθωρίου ασφάλισης του ΟΑΣΗΣ, RIVA. Το περιθώριο ασφάλισης για μια απλή θέση Αγοράς ή Πώλησης σε ΣΜΕ ορίζεται ως ποσοστό επί της ημερήσιας τιμής κλεισίματος του υποκείμενου δείκτη. Οι αλλαγές στα περιθώρια ασφάλισης ισχύουν για όλες τις ανοικτές θέσεις.

Κωδικοποίηση: Τα ΣΜΕ στον FTSE/ASE Mid-40 υποδηλώνονται και με κωδικό που περιλαμβάνει κατά σειρά τον υποκείμενο δείκτη (FT40M), το τελευταίο ψηφίο του έτους και το γράμμα που αντιστοιχεί στον μήνα λήξης (Ιαν. Α, Φεβ. Β, Μαρ. C, Απρ. D, Μαΐ. E, Ιουν. F, Ιουλ. G, Αυγ. Η, Σεπ. I, Οκτ. J, Νοε. K, Δεκ. L). Έτσι ο κωδικός FT40M4H υποδηλώνει ΣΜΕ στον FTSE/ASE Mid-40 με λήξη τον Αύγουστο του 2004.

Με την αγορά ή πώληση ΣΜΕ στον FTSE/ASE Mid-40 ο επενδυτής αποκτά ανοικτά συμβόλαια. Το σύνολο των ανοικτών συμβολαίων προσδιορίζει την συνολική ανοικτή θέση του. Η ονομαστική αξία της συνολικής ανοικτής θέσης ισούται με αριθμό των ανοικτών συμβολαίων, επί τον πολλαπλασιαστή, επί τη τιμή κλεισίματος του υποκείμενου δείκτη FTSE/ASE Mid-40 όπως αυτή δημοσιεύεται από το ΧΑ. Ο επενδυτής θα πρέπει να καταθέσει στον λογαριασμό εκκαθάρισης περιθώριο ασφάλισης το οποίο ισούται με το 12% περίπου επί της ονομαστικής αξίας της συνολικής ανοικτής θέσης.

Συνοπτικά τα χαρακτηριστικά του προϊόντος αναφέρονται στον πίνακα που ακολουθεί:

Πίνακας 3.2. Χαρακτηριστικά ΣΜΕ στο δείκτη FTSE/ASE Mid-40

Προϊόν	ΣΜΕ στο δείκτη FTSE/ASE MID 40.
Διακανονισμός	Χρηματικός Διακανονισμός.
Μονάδα Διαπραγμάτευσης	Απλή Αγορά: 1. Αγορά Πακέτων: 100.
Πολλαπλασιαστής	10 Ευρώ για σειρές πριν τον Απρίλιο 2003 και 25 Ευρώ για σειρές από τον Απρίλιο 2003.

Τιμή Συμβολαίου	Μονάδες Δείκτη.
Ελάχ. Μέγεθος Μεταβολής Τιμής	0,25 μονάδες δείκτη.
Αξία Ελάχιστης Μεταβολής	2,50 Ευρώ για σειρές πριν τον Απρίλιο 2003 και 6,25 Ευρώ για σειρές από τον Απρίλιο 2003.
Όρια Τιμών	Δεν υπάρχουν.
Ωρες Συναλλαγής	10:45πμ με 4:15μμ.
Σύστημα Περιθωρίων Ασφάλισης	RIVA (Risk Valuation) ανά τελικό επενδυτή.
Όρια Θέσης	Δεν υπάρχουν.
Τελευταία ημέρα συναλλαγών	Η 3η Παρασκευή του μήνα λήξης.
Ημέρα εκκαθάρισης	Πρώτη εργάσιμη μετά την τελευταία ημέρα συναλλαγών.
Κανόνες Εισαγωγής στο Σύστημα Διαπραγματεύσεως	Οι 3 πιο κοντινοί μήνες από το μηνιαίο κύκλο και οι 3 κοντινότεροι από τον τριμηνιαίο κύκλο Μαρ-Ιουν-Σεπτ-Δεκ. Η νέα σειρά εισάγεται την πρώτη εργάσιμη μετά την τελευταία ημέρα συναλλαγών της σειράς που έληξε.
Κόστος συναλλαγών	Ανάλογα με τα quotes (Ειδ. Διαπραγματευτές Β) και 0,50-1,00 Ευρώ (άλλα Μέλη).
Παροχείς Πληροφοριών	Reuters ATF40:+F3 Bridge/Telerate 34687 Bloomberg FMA <index> CT <GO> Euroamerican FM<ym>a

Πηγή: Αγορά Παραγώγων Χρηματιστηρίου Αθηνών 2004

3.4. Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης επί μετοχών

ΣΜΕ επί μετοχής είναι μία δεσμευτική συμφωνία μεταξύ του αγοραστή και του πωλητή για την παράδοση συγκεκριμένης ποσότητας της υποκείμενης μετοχής σε μία συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία (την 3η Παρασκευή του μήνα λήξης), στην τιμή που καθορίστηκε κατά το χρόνο της σύμβασης. Εάν ο αγοραστής δεν επιθυμεί να παραλάβει τις μετοχές, μπορεί να κλείσει τη θέση αγοράς πριν τη λήξη, πουλώντας ισάριθμα ΣΜΕ της ίδιας σειράς στη συγκεκριμένη μετοχή. Αντίστοιχα ο πωλητής που δεν επιθυμεί να παραδώσει τις μετοχές, μπορεί να κλείσει τη θέση πώλησης πριν τη λήξη, αγοράζοντας ισάριθμα ΣΜΕ της ίδιας σειράς στη συγκεκριμένη μετοχή.

Τα ΣΜΕ επί μετοχών μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τους επενδυτές για: να αντισταθμίσουν τη θέση τους σε μετοχές που έχουν στο χαρτοφυλάκιο τους λαμβάνοντας θέση πωλητή στα ΣΜΕ, να κλειδωθεί η τιμή αγοράς μιας μετοχής στο

μέλλον (long hedge), να κλειδωθεί η τιμή πώλησης μιας μετοχής στο μέλλον (short hedge), να αποκομίσουν κέρδη σε περίοδο ανόδου με αγορά ΣΜΕ, καθόδου με πώληση ΣΜΕ και στασιμότητας της αγοράς με την δημιουργία συνδυαστικών θέσεων μεταξύ δύο μετοχών ή μετοχών και δεικτών.

Στην αγορά παραγώγων έχουν εισαχθεί για διαπραγμάτευση συμβόλαια των μετοχών: Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος (ΚΟ), Οργανισμός Τηλεπικοινωνιών της Ελλάδος (ΚΟ), Coca-Cola ΕΕΕ Α.Ε. (ΚΑ), Πάναφον (ΚΟ), Alpha Τράπεζα Α.Ε. (ΚΟ), Ιντρακόμ Α.Ε. (ΚΟ).

Χαρακτηριστικά Συμβολαίου

Είδος Συμβολαίου: Τυποποιημένα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης όπου η εκκαθάριση γίνεται με φυσική παράδοση.

Υποκείμενο Στοιχείο: Το υποκείμενο στοιχείο είναι μετοχές εισηγμένες στην Κύρια Αγορά του ΧΑ οι οποίες πληρούν ορισμένα κριτήρια ρευστότητας και διασποράς, όπως εκάστοτε ορίζονται από την Αγορά Παραγώγων του ΧΑ και την ΕΤΕΣΕΠ.

Μέγεθος συμβολαίου: Ένα ΣΜΕ αντιπροσωπεύει 100 μετοχές.

Τιμή Συμβολαίου: Οι τιμές αγοράς και πώλησης αναφέρονται σε ευρώ ανά μετοχή.

Ελάχιστο Μέγεθος Μεταβολής Τιμής: 0,01 ευρώ.

Αγορές: Απλή αγορά (Single market): Συναλλαγές σε πολλαπλάσια του ενός (1) Συμβολαίου και αγορά πακέτων (Block market): Συναλλαγές σε πολλαπλάσια των εκατό (100) Συμβολαίων.

Μήνες Λήξης: Κάθε χρονική στιγμή υπάρχουν έξι (6) ΣΜΕ προς διαπραγμάτευση και εκκαθάριση σύμφωνα με τους αντίστοιχους μήνες λήξης. Ως μήνες λήξης χρησιμοποιούνται οι 3 πιο κοντινοί μήνες από τον μηνιαίο κύκλο και οι 3 πιο κοντινοί μήνες από τον τριμηνιαίο κύκλο Μαρτίου, Ιουνίου, Σεπτεμβρίου και Δεκεμβρίου που δεν περιλαμβάνονται στους παραπάνω μήνες του μηνιαίου κύκλου.

Ημέρα Λήξης και ημέρα Τελικής Συναλλαγής: Τα συμβόλαια λήγουν την τρίτη Παρασκευή του μήνα λήξης, την ώρα λήξης της συνεδρίασης της υποκείμενης αγοράς. Εάν αυτή δεν είναι ημέρα συναλλαγής, τότε ημέρα λήξης είναι η προηγούμενη ημέρα συναλλαγής. Η ημέρα λήξης είναι και η τελική ημέρα συναλλαγής.

Ημερήσια Τιμή Εκκαθάρισης: Ο υπολογισμός της ημερήσιας τιμής εκκαθάρισης γίνεται ηλεκτρονικά, μετά τη λήξη της συνεδρίασης της Αγοράς Παραγώγων του ΧΑ και υπολογίζεται με βάση αλγόριθμο που έχει θεσπίσει η Αγορά Παραγώγων. Ο

αλγόριθμος αυτός χρησιμοποιεί τις τιμές του τελευταίου δεκαλέπτου πριν το κλείσιμο της υποκείμενης αγοράς του ΧΑ και ορίζεται ως ο Σταθμισμένος Μέσος Όρος των πράξεων που πραγματοποιήθηκαν στο χρονικό διάστημα του τελευταίου δεκαλέπτου.

Ημέρα Τελικής Εκκαθάρισης: Η τρίτη ημέρα συναλλαγής μετά την ημέρα λήξης (T +3).

Ώρες Συναλλαγής: 10:45 με 16:15.

Μέθοδος Παράδοσης: Φυσική παράδοση.

Τελική Τιμή Εκκαθάρισης: Η τιμή κλεισίματος του υποκείμενου δείκτη κατά την ημέρα λήξης όπως προσδιορίζεται εκάστοτε από το ΧΑ.

Αγορά Ειδικών Διαπραγματευτών τύπου B (Market Making): Υπάρχει και είναι διαρκής κατά τις ώρες συναλλαγής του υποκείμενου δείκτη για την απλή αγορά ενώ δεν υπάρχουν υποχρεώσεις για την αγορά πακέτων.

Εξάσκηση κατά την Ημέρα Λήξης: Τα ΣΜΕ στον δείκτη εκκαθαρίζονται αυτόματα κατά την ημέρα λήξης μέσω της εκκαθάρισης με φυσική παράδοση την ημέρα τελικής εκκαθάρισης. Η παράδοση γίνεται με βάση την τελική τιμή εκκαθάρισης του συμβολαίου: ο πωλητής του ΣΜΕ παραδίδει στον αγοραστή του ΣΜΕ αριθμό μετοχών ίσο με το μέγεθος του συμβολαίου και λαμβάνει από αυτόν το ακόλουθο πληρωτέο ποσό:

Πληρωτέο ποσό = S x M, όπου **S** είναι η τελική τιμή εκκαθάρισης της υποκείμενης μετοχής (με δύο δεκαδικά ψηφία), και **M** είναι το μέγεθος του συμβολαίου.

Όρια Θέσης: Υπάρχει όριο ανοικτών θέσεων για το σύνολο της αγοράς. Ο αριθμός μετοχών που αντιστοιχεί στο σύνολο των ανοικτών θέσεων της σειράς του πλησιέστερου μήνα του ΣΜΕ για καθεμία από τις υποκείμενες μετοχές δεν θα πρέπει να ξεπερνά κατά πάντα χρόνο το 10% του συνολικού αριθμού των εισηγμένων μετοχών της αντίστοιχης εκδότριας εταιρίας.

Διαπραγμάτευση και Εκκαθάριση: Τα ΣΜΕ, διαπραγματεύονται μέσω του ηλεκτρονικού συστήματος διαπραγμάτευσης ΟΑΣΗΣ. Οι προσφορές και οι συναλλαγές είναι ανώνυμες για όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά. Οι συναλλαγές συνταιριάζονται στο βιβλίο εντολών σύμφωνα με τα κριτήρια τιμής και χρόνου. Οι συναλλαγές που είναι αποδεκτές για εκκαθάριση εκκαθαρίζονται μέσω του συστήματος ΟΑΣΗΣ. Οι υποχρεώσεις εκκαθάρισης των λογαριασμών εκκαθάρισης που απορρέουν από τις συναλλαγές, αποστέλλονται στα μέλη και στους ειδικούς διαπραγματευτές, την ημέρα συναλλαγής (ημέρα T +0), μετά το κλείσιμο των συναλλαγών.

Ενέχυρο και Περιθώριο Ασφάλειας: Οι απαιτήσεις ενέχυρου των λογαριασμών εκκαθάρισης υπολογίζονται χρησιμοποιώντας το σύστημα περιθωρίου ασφάλισης του ΟΑΣΗΣ, RIVA. Το περιθώριο ασφάλισης για μια απλή θέση Αγοράς ή Πώλησης σε ΣΜΕ ορίζεται ως ποσοστό επί της ημερήσιας τιμής κλεισίματος της υποκείμενης μετοχής. Οι αλλαγές στα περιθώρια ασφάλισης ισχύουν για όλες τις ανοικτές θέσεις.

Κωδικοποίηση: Τα ΣΜΕ επί μετοχών υποδηλώνονται και με κωδικό που περιλαμβάνει κατά σειρά την υποκείμενη μετοχή (ΕΕΕΚ, ΕΤΕ, ΟΤΕ, ΠΑΝΦ, ΑΛΦΑ, ΙΝΤΚΑ), το τελευταίο ψηφίο του έτους και το γράμμα που αντιστοιχεί στον μήνα λήξης (Μαρ C, Ιουν F, Σεπ I, Δεκ L). Έτσι ο κωδικός ΕΤΕ4L υποδηλώνει ΣΜΕ στην μετοχή της Εθνικής Τράπεζας με λήξη τον Δεκέμβριο του 2004.

Συνοπτικά τα χαρακτηριστικά του προϊόντος αναφέρονται στον πίνακα που ακολουθεί:

Πίνακας 3.3. Χαρακτηριστικά ΣΜΕ επί Μετοχών

Προϊόν	ΣΜΕ επί Μετοχών.
Υποκείμενοι Τίτλοι	ΕΕΕΚ, ΕΤΕ, ΟΤΕ, ΠΑΝΦ, ΑΛΦΑ, ΙΝΤΚΑ.
Διακανονισμός	Φυσική Παράδοση στη λήξη και καθημερινός χρηματικός διακανονισμός.
Μονάδα Διαπραγμάτευσης	Απλή Αγορά: 1. Αγορά Πακέτων: 100.
Μέγεθος Συμβολαίου	100 μετοχές.
Τιμή Συμβολαίου	Ευρώ / μετοχή.
Ελάχιστο Μέγεθος Μεταβολής Τιμής	0,01 Ευρώ / μετοχή.
Όρια Τιμών	Δεν υπάρχουν.
Ώρες Συναλλαγής	10:45πμ με 4:15μμ.
Σύστημα Περιθωρίων Ασφάλισης	RIVA (Risk Valuation) ανά τελικό επενδυτή.
Όρια Θέσης	Όρια ανοικτών θέσεων για το σύνολο της αγοράς.
Τελευταία ημέρα συναλλαγών	Η 3η Παρασκευή του μήνα λήξης.
Ημέρα εκκαθάρισης	Η τρίτη εργάσιμη μετά την τελευταία ημέρα συναλλαγών.
Κανόνες Εισαγωγής στο Σύστημα Διαπραγμάτευσης	Οι 3 πιο κοντινοί μήνες από τον τριμηνιαίο κύκλο Μαρ-Ιουν-Σεπτ-Δεκ. Η νέα σειρά εισάγεται την πρώτη εργάσιμη μετά την τελευταία ημέρα συναλλαγών της σειράς που έληξε.
Κόστος συναλλαγών	Ανάλογα με τα quotes (Ειδικοί Διαπραγματευτές Β), ανάλογα με την τιμή του υποκείμενου (άλλα Μέλη).

Παροχείς Πληροφοριών	Bloomberg "underlying equity"= A equity CT<go> Euroamerican <symbol> <F11>
----------------------	---

Πηγή: Αγορά Παραγώγων Χρηματιστηρίου Αθηνών 2004

3.5. Συμβολαία Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) σε δεκαετές ομόλογο Ελληνικού Δημοσίου

Χαρακτηριστικά Συμβολαίου

Είδος Συμβολαίου: Τυποποιημένα ΣΜΕ όπου η εκκαθάριση γίνεται με φυσική παράδοση ομολόγων σε καθορισμένη τιμή (fix).

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

Μέγεθος συμβολαίου: Η ονομαστική αξία του συνθετικού ομολόγου είναι 100.000 EUR.

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

Ελάχιστο Μέγεθος Μεταβολής Τιμής (Tick): 0,01%.

Αγορές: Απλή αγορά (Single market): Συναλλαγές σε πολλαπλάσια του ενός (1) και συμβολαίου Αγορά πακέτων (Block market): Συναλλαγές σε πολλαπλάσια των δέκα (10) Συμβολαίων.

Μέγεθος Tick: 10 EUR.

Ώρες Συναλλαγής: 10:00πμ μέχρι 5:00μμ.

Μήνες Λήξης: Όλες οι σειρές ακολουθούν τον τριμηνιαίο κύκλο εκπνοής, Μαρτίου, Ιουνίου, Σεπτεμβρίου και Δεκεμβρίου. Έξι (6) εβδομάδες πριν τη λήξη μιας σειράς εισάγεται προς διαπραγμάτευση μία νέα σειρά.

Ημέρα Τελικής Εκκαθάρισης: Η ημέρα τελικής εκκαθάρισης είναι η 10^η ημερολογιακή ημέρα του μήνα λήξης του συμβολαίου. Όταν αυτή δεν είναι εργάσιμη ημέρα, η ημέρα τελικής εκκαθάρισης είναι η αμέσως επόμενη εργάσιμη ημέρα.

Ημέρα Λήξης και Ημέρα Τελικής Συναλλαγής: Η ημέρα λήξης είναι η 5^η εργάσιμη ημέρα, πριν από την ημέρα τελικής εκκαθάρισης. Η ημέρα λήξης είναι επίσης η τελευταία ημέρα συναλλαγής. Οι συναλλαγές σταματούν στις 12:00 ώρα Ελλάδας της ημέρας λήξης.

Ημερήσια Τιμή Εκκαθάρισης: Υπάρχει καθημερινή εκκαθάριση βασισμένη στην ημερήσια τιμή εκκαθάρισης που υπολογίζεται με βάση τον κατάλληλο αλγόριθμο. Για σειρές με πράξεις στο τελευταίο 30λεπτο, ως τιμή εκκαθάρισης υπολογίζεται ο Σταθμισμένος Μέσος Όρος των πράξεων του τελευταίου 30λέπτου. Για σειρές χωρίς πράξεις στο τελευταίο 30λεπτο, ως τιμή εκκαθάρισης υπολογίζεται ο ΣΜΟ των πράξεων του τελευταίου 60λέπτου. Σε περίπτωση που δεν υπάρχουν συναλλαγές ούτε στην παραπάνω χρονική διάρκεια τότε η τιμή εκκαθάρισης θα είναι ο ΣΜΟ των πράξεων των τελευταίων 90 λεπτών. Αν δεν υπάρχουν και τότε πράξεις, τότε υπολογίζεται ο ΣΜΟ των τελευταίων 120 λεπτών και αν δεν υπάρχουν και σε αυτή τη χρονική περίοδο πράξεις, τότε υπολογίζεται το ΣΜΟ των 150 λεπτών και ούτω κάθε εξής ανά 30 λεπτά μέχρι την έναρξη της συνεδρίασης. Όταν δεν υπάρχουν καθόλου πράξεις από την έναρξη της συνεδρίασης, τότε η τιμή εκκαθάρισης της συνεδρίασης είναι η τιμή εκκαθάρισης της προηγούμενης συνεδρίασης.

Τελική Τιμή Εκκαθάρισης (EDSP): Υπολογίζεται ως η τελευταία τιμή συναλλαγής κατά την ημέρα λήξης της κάθε σειράς.

Παράδοση: Δύο εβδομάδες πριν από την τελευταία ημέρα συναλλαγής του μηνός παράδοσης η Αγορά Παραγώγων του ΧΑ εκδίδει μία τελευταία λίστα των ομολόγων που είναι παραδοτέα προς εκκαθάριση του συμβολαίου. Κατά την ημέρα παράδοσης, ο πωλητής υποχρεούται να παραδώσει για κάθε συμβόλαιο ονομαστική αξία 100.000 EUR σε παραδοτέο (α) ομόλογο (α) της εκλογής του. Ο αγοραστής υποχρεούται να καταβάλλει το πληρωτέο ποσό όπως υπολογίζεται χρησιμοποιώντας την καθορισμένη τιμή (fix) του συμβολαίου πολλαπλασιασμένη με τον συντελεστή τιμής που χρησιμοποιείται για να προσαρμόσει τα διάφορα παραδοτέα ομόλογα σε κοινή βάση για παράδοση. Το πληρωτέο ποσό, για κάθε ομόλογο που παραδίδεται, προσαρμόζεται ώστε να εμπεριέχει τους δεδουλευμένους τόκους.

Παραδοτέα ομόλογα: Η Αγορά Παραγώγων του ΧΑ καθορίζει ποια ομόλογα θα είναι παραδοτέα για κάθε σειρά, πέντε εργάσιμες ημέρες πριν από την 1^η ημέρα συναλλαγής κάθε καινούργιας σειράς συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης. Αυτό συμβαίνει μέσω του προσδιορισμού ενός χρονικού διαστήματος του οποίου η διάρκεια προσομοιάζει όσο το δυνατόν περισσότερο με τη χρονική διάρκεια του συνθετικού ομολόγου.

Αγορά Ειδικών Διαπραγματευτών (Market Making): Δεν υπάρχουν υποχρεώσεις Ειδικών Διαπραγματευτών.

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

Όρια Εξάσκησης: Η Αγορά Παραγώγων του ΧΑ και η ΕΤΕΣΕΠ διατηρούν το δικαίωμα να θέσουν όρια εξάσκησης κατά την ημερομηνία παράδοσης των ομολόγων.

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

Οι συναλλαγές που είναι αποδεκτές για εκκαθάριση εκκαθαρίζονται μέσω του συστήματος ΟΑΣΗΣ. Οι υποχρεώσεις εκκαθάρισης των λογαριασμών εκκαθάρισης που απορρέουν από τις συναλλαγές, αποστέλλονται στα μέλη και στους ειδικούς διαπραγματευτές, μετά το κλείσιμο των συναλλαγών (ημέρα T+0).

Ενέχυρο και Περιθώριο Ασφάλειας: Οι απαιτήσεις ενέχυρου των λογαριασμών εκκαθάρισης υπολογίζονται χρησιμοποιώντας το σύστημα περιθωρίου ασφάλισης του ΟΑΣΗΣ, RIVA. Για το καθορισμό του διαστήματος αποτίμησης χρησιμοποιείται η ημερήσια τιμή εκκαθάρισης σαν το μέσο σημείο. Οι αλλαγές στα περιθώρια ασφάλισης είναι αναδρομικές για όλες τις ανοικτές θέσεις.

Κωδικοποίηση: Τα ΣΜΕ σε 10ετές ομόλογο υποδηλώνονται και με κωδικό που περιλαμβάνει κατά σειρά το υποκείμενο προϊόν (TYBND), το τελευταίο ψηφίο του έτους και το γράμμα που αντιστοιχεί στον μήνα λήξης (Ιαν. Α, Φεβ. Β, Μαρ. C, Απρ. D, Μαΐ. E, Ιουν. F, Ιουλ. G, Αυγ. H, Σεπ. I, Οκτ. J, Νοε. K, Δεκ. L). Έτσι ο κωδικός TYBND9G υποδηλώνει ΣΜΕ 10ετούς ομολόγου με λήξη τον Ιούλιο του 2009.

Συνοπτικά τα χαρακτηριστικά του προϊόντος αναφέρονται στον πίνακα που ακολουθεί:

Πίνακας 3.4. Χαρακτηριστικά ΣΜΕ σε δεκαετές ομόλογο Ελληνικού Δημοσίου

Προϊόν	ΣΜΕ επί 10ετούς ομολόγου Ελληνικού Δημοσίου
Διακανονισμός	Φυσική Παράδοση.
Μονάδα Διαπραγμάτευσης	Απλή Αγορά: 1. Αγορά Πακέτων: 10.
Μέγεθος Συμβολαίου	100.000 EUR ονομαστικά.
Ελάχιστο ποσό εξάσκησης	1 δις Ευρώ.

Τύπος μετατροπής quote	30/360.
Ελάχιστο Μέγεθος Μεταβολής Τιμής	0,01.
Ελάχιστο Ποσό Μεταβολής Τιμής	10 EUR.
Ωρες Συναλλαγής	10:00πμ με 5:00μμ.
Απαιτούμενο Περιθώριο Ασφάλισης	3% επί της θέσης.
Σύστημα Περιθωρίων Ασφάλισης	RIVA (Risk Valuation) ανά τελικό επενδυτή.
Ημερομηνία παράδοσης	Η 10 ^η ημερολογιακή ημέρα του μήνα λήξης. Εάν αυτή είναι αργία τότε η επόμενη εργάσιμη ημέρα.
Τελευταία ημέρα συναλλαγών	5 εργάσιμες ημέρες πριν την ημερομηνία παράδοσης.
1 ^η ημερομηνία αναγγελίας	5 εργάσιμες ημέρες πριν την ημερομηνία παράδοσης.
Τελευταία ημερομηνία αναγγελίας	3 εργάσιμες ημέρες πριν την ημερομηνία παράδοσης.
Ημέρα εκκαθάρισης	Η ημερομηνία παράδοσης.
Κανόνες Εισαγωγής στο Σύστημα Διαπραγμάτευσης	Οι 3 πιο κοντινοί μήνες από τον τριμηνιαίο κύκλο Μαρ-Ιουν-Σεπτ-Δεκ. Η νέα σειρά εισάγεται 6 εβδομάδες πριν την λήξη της κάθε σειράς.
Κόστος συναλλαγών	0,2 EUR σταθερό (Ειδικό Διαπραγματευτές Β) και 0,2 EUR ως 1 EUR ανάλογα με τον όγκο (άλλα Μέλη).
Παροχείς Πληροφοριών	Bloomberg jDmy <CMDTY>CT <GO> Bridge/Telerate 34688 EuroAmerican TB<ym>a Reuters <TYB:>F3

Πηγή: Αγορά Παραγώγων Χρηματιστηρίου Αθηνών 2004

3.6. Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στη συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD

Στις 19 Μαΐου 2003 εισήχθη προς διαπραγμάτευση το παράγωγο προϊόν ΣΜΕ στη συναλλαγματική ισοτιμία (currency future) EUR/USD. Τα ΣΜΕ σε συναλλαγματικές ισοτιμίες προσφέρουν αποτελεσματική διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου, καθώς αυτός έχει αυξηθεί με τις συνθήκες της παγκοσμιοποιημένης αγοράς και την απελευθέρωση των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Μπορούν να χρησιμοποιηθούν για:

- Δυνατότητα αποκόμισης κερδών από ορθή πρόβλεψη των μεταβολών στη συναλλαγματική ισοτιμία.
- «Κλείδωμα» συναλλαγματικής ισοτιμίας στο επιθυμητό επίπεδο.
- Αντιστάθμιση, μερική ή ολική, ήδη αναληφθέντος συναλλαγματικού κινδύνου (από εμπορική δραστηριότητα, καταθέσεις, κ.λπ.).
- Αποτελεσματικότερη διαχείριση χαρτοφυλακίων που λαμβάνουν θέσεις σε νομίσματα, επιτόκια, κ.λπ.
- Δυνατότητα αποκόμισης κέρδους χωρίς κίνδυνο, μέσω της διενέργειας εξισορροπητικής κερδοσκοπίας (arbitrage).

Χαρακτηριστικά συμβολαίου

Υποκείμενο στοιχείο: Ποσό σε δολάρια ΗΠΑ (USD) έναντι του ευρώ (EUR).

Μέγεθος συμβολαίου: 62.500 EUR.

Τιμή διαπραγμάτευσης: Σε δολάρια ΗΠΑ (USD) ανά μονάδα ευρώ (EUR), με ακρίβεια 4 δεκαδικών ψηφίων.

Ελάχιστη μεταβολή τιμής (Tick): 0,0001 USD ανά EUR.

Αξία ελάχιστης μεταβολής: 6,25 USD.

Μήνες λήξης: Όλες οι σειρές ακολουθούν τον τριμηνιαίο κύκλο εκπνοής, Μαρτίου, Ιουνίου, Σεπτεμβρίου και Δεκεμβρίου. Κάθε χρονική στιγμή διαπραγματεύονται σειρές συμβολαίων σε τέσσερις (4) διαφορετικούς μήνες λήξης.

Ώρες Συναλλαγής: 10:30 με 16:30.

Μέθοδος παράδοσης: Εκκαθάριση (σε δολάρια ΗΠΑ) με ρευστά διαθέσιμα βασισμένη στη τελική τιμή εκκαθάρισης.

Ημέρα λήξης και Τελική ημέρα συναλλαγής: Η ημέρα λήξης είναι η δεύτερη (2^η) εργάσιμη ημέρα που προηγείται της τρίτης (3^{ης}) Τετάρτης του μήνα εκπνοής.

Η τελική ημέρα συναλλαγής συμπίπτει με την ημέρα λήξης του συμβολαίου. Η διαπραγμάτευση σταματά στις 14:15 ώρα CET της ημέρας λήξης (όπου και προσδιορίζεται η τελική τιμή fixing από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα). Η Αγορά Παραγώγων του ΧΑ και η ΕΤΕΣΕΠ δύνανται να μεταβάλλουν την ώρα λήξης των σειρών, εφόσον αυτό επιβάλλεται για λόγους διαφύλαξης της ομαλής λειτουργίας της αγοράς και προστασίας των συμφερόντων των επενδυτών.

Ημερήσια Τιμή Εκκαθάρισης: Υπάρχει καθημερινή εκκαθάριση βασισμένη στην ημερήσια τιμή εκκαθάρισης που υπολογίζεται με βάση τον κατάλληλο αλγόριθμο.

Η χρονική περίοδος που υπολογίζεται ο αλγόριθμος για την τιμή εκκαθάρισης είναι το τελευταίο δεκάλεπτο πριν το κλείσιμο της αγοράς παραγώγων σε συνάλλαγμα. Για σειρές με πράξεις τη χρονική περίοδο που υπολογίζεται ο αλγόριθμος, ως τιμή εκκαθάρισης υπολογίζεται ο Σταθμισμένος Μέσος Όρος των πράξεων που πραγματοποιούνται στο χρονικό διάστημα που υπολογίζεται ο αλγόριθμος. Ο υπολογισμός της ημερήσιας τιμής εκκαθάρισης γίνεται μέσω συστήματος, αυτόματα, μετά τη λήξη της συνεδρίασης της Αγοράς Παραγώγων του ΧΑ.

Τιμή τελικής εκκαθάρισης: Η τιμή fixing της ισοτιμίας EUR/USD κατά την ημέρα λήξης, όπως αυτή ορίζεται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ECB) στις 14:15 ώρα GET.

Ημέρα τελικής εκκαθάρισης: Είναι η αμέσως επόμενη εργάσιμη ημέρα που ακολουθεί την ημέρα λήξης.

Μέθοδος υπολογισμού περιθωρίου ασφάλισης: RIVA (ανά τελικό επενδυτή).

Τιμή διαπραγμάτευσης: Οι δηλώσεις βούλησης στα ΣΜΕ στη συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD αναφέρονται σε όρους δολαρίου και συγκεκριμένα σε δολάρια ανά ευρώ.

Διαπραγμάτευση και Εκκαθάριση: Τα ΣΜΕ διαπραγματεύονται κανονικά μέσω του ηλεκτρονικού συστήματος διαπραγμάτευσης ΟΑΣΗΣ. Οι προσφορές και οι συναλλαγές είναι ανώνυμες για όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά. Οι συναλλαγές που είναι αποδεκτές για εκκαθάριση εκκαθαρίζονται μέσω του συστήματος ΟΑΣΗΣ. Οι υποχρεώσεις εκκαθάρισης των λογαριασμών εκκαθάρισης που απορρέουν από τις συναλλαγές αποστέλλονται στα μέλη και στους ειδικούς διαπραγματευτές μετά το κλείσιμο των συναλλαγών (ημέρα T+0). Οι υποχρεώσεις εκκαθάρισης που αφορούν στον διακανονισμό των συμβολαίων εκφράζονται σε δολάρια ΗΠΑ (USD).

Ημερήσιος Διακανονισμός: Ο υπολογισμός του κέρδους ή της ζημίας του επενδυτή που έχει ανοικτή θέση σε ΣΜΕ επί της συναλλαγματικής ισοτιμίας EUR/USD γίνεται με βάση την ημερήσια τιμή εκκαθάρισης που παρέχει η Αγορά Παραγώγων. Ο Ημερήσιος Διακανονισμός διεξάγεται σε επίπεδο Εκκαθαριστικού Μέλους με ρευστά διαθέσιμα και τα ποσά εκφράζονται σε δολάρια.

Περιθώριο ασφάλισης: Το ποσοστό περιθωρίου ασφάλισης ανέρχεται σε 4,25% της αξίας της θέσης. Για θέσεις σε ΣΜΕ στη συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD, η απαίτηση περιθωρίου ασφάλισης εκφράζεται σε ευρώ και είναι ένα σταθερό ποσό για όλες τις ημέρες, ανεξάρτητα από τις μεταβολές και τις τιμές εκκαθάρισης της συναλλαγματικής ισοτιμίας (2.796 ευρώ για θέση αγοράς σε 1 ΣΜΕ, και 2.556 ευρώ

για θέση πώλησης σε 1 ΣΜΕ). Το απαιτούμενο περιθώριο ασφάλισης για τη θέση του επενδυτή σε ΣΜΕ σε συναλλαγματικές ισοτιμίες συμψηφίζεται με τα ποσά περιθωρίου ασφάλισης που αφορούν άλλες θέσεις του επενδυτή σε προϊόντα της Αγοράς Παραγώγων.

Κωδικοποίηση: Τα ΣΜΕ στην ισοτιμία EUR/USD υποδηλώνονται και με κωδικό που περιλαμβάνει κατά σειρά το υποκείμενο προϊόν (EURUS), το τελευταίο ψηφίο του έτους και το γράμμα που αντιστοιχεί στον μήνα λήξης (Μαρ. C, Ιουν. F, Σεπ. I, Δεκ. L). Έτσι ο κωδικός EURUS4C υποδηλώνει ΣΜΕ 10ετούς ομολόγου με λήξη τον Μάρτιο του 2004.

Συνοπτικά τα χαρακτηριστικά του προϊόντος αναφέρονται στον πίνακα που ακολουθεί:

Πίνακας 3.5. Χαρακτηριστικά ΣΜΕ επί Συναλλαγματικών Ισοτιμιών

Προϊόν	ΣΜΕ επί Συναλλαγματικών Ισοτιμιών.
Υποκείμενοι Τίτλοι	Ποσό σε USD έναντι του EUR.
Διακανονισμός	Εκκαθάριση με ρευστά διαθέσιμα (σε USD).
Μονάδα Διαπραγμάτευσης	Απλή Αγορά: 1.
Μέγεθος Συμβολαίου	62500 EUR.
Τιμή Συμβολαίου	USD/ 1 EUR.
Ελάχιστο Μέγεθος Μεταβολής Τιμής	0,0001 USD/EUR.
Όρια Τιμών	Δεν υπάρχουν.
Ωρες Συναλλαγής	10:30πμ με 4:30μμ.
Σύστημα Περιθωρίων Ασφάλισης.	RIVA (Risk Valuation) ανά τελικό επενδυτή σε EUR.
Όρια Θέσης	Δεν υπάρχουν όρια ανοικτών θέσεων.
Τελευταία ημέρα συναλλαγών	Η 2η εργάσιμη πριν την 3η Τετάρτη του μήνα λήξης. Η επόμενη εργάσιμη μετά την τελευταία ημέρα συναλλαγών.
Ημέρα εκκαθάρισης	Οι 4 πιο κοντινοί μήνες από τον τριμηνιαίο κύκλο Μαρ-Ιουν-Σεπτ-Δεκ.
Κανόνες Εισαγωγής στο Σύστημα Διαπραγμάτευσης	Η νέα σειρά εισάγεται την πρώτη εργάσιμη μετά την τελευταία ημέρα συναλλαγών της σειράς που έληξε.
Κόστος συναλλαγών	Μηδενικό κόστος (Ειδικοί Διαπραγματευτές B) και 0,90 Ευρώ (άλλα Μέλη)
Παροχές πληροφοριών	Tenfore EU3<month>.a Reuters 0#EURUSD

Πηγή: Αγορά Παραγώγων Χρηματιστηρίου Αθηνών 2004

3.7. Δικαιώματα Προαίρεσης (Options)

Με το συμβόλαιο Δικαιώματος Προαίρεσης (option) ο κάτοχός του αποκτά το δικαίωμα, αλλά όχι και την υποχρέωση να παραδώσει ή να απαιτήσει την παράδοση ενός καθορισμένου αγαθού ή προϊόντος σε μία προκαθορισμένη τιμή εντός μιας προκαθορισμένης χρονικής περιόδου. Η χρήση αυτού του δικαιώματος, ή όχι, είναι στην απόλυτη κρίση του κατόχου του δικαιώματος προαίρεσης. Τα Δικαιώματα διακρίνονται σε Ευρωπαϊκού τύπου τα οποία μπορούν να εξασκηθούν μόνο στην ημερομηνία λήξης και σε Αμερικάνικου τύπου τα οποία μπορούν να εξασκηθούν οποιαδήποτε χρονική στιγμή πριν από την ημερομηνία λήξης. Τα Δικαιώματα επί Δεικτών στην Αγορά Παραγώγων είναι Ευρωπαϊκού τύπου.

Με το δικαίωμα αγοράς (call option) στην ΑΠ ο αγοραστής του δικαιώματος (long call) αποκτά το δικαίωμα ν' αγοράσει την υποκείμενη αξία στην ημερομηνία λήξης του Δικαιώματος σε προκαθορισμένη τιμή που ονομάζεται τιμή εξάσκησης (strike price). Για την απόκτηση του δικαιώματος ο αγοραστής καταβάλλει ποσό το οποίο καλείται τίμημα του Δικαιώματος (premium) στον πωλητή του δικαιώματος (short call). Με την εξάσκηση του δικαιώματος από τον αγοραστή, ο πωλητής του δικαιώματος αγοράς είναι υποχρεωμένος να πουλήσει την υποκείμενη αξία στον αγοραστή.

Με το δικαίωμα πώλησης (put option) στην ΑΠ ο αγοραστής του δικαιώματος (long put) αποκτά το δικαίωμα να πουλήσει την υποκείμενη αξία στην ημερομηνία λήξης του Δικαιώματος στην προκαθορισμένη τιμή εξάσκησης (strike price). Για την απόκτηση του δικαιώματος ο αγοραστής καταβάλλει το τίμημα του Δικαιώματος (premium) στον πωλητή του δικαιώματος (short put). Με την εξάσκηση του δικαιώματος από τον αγοραστή του δικαιώματος πώλησης, ο πωλητής του δικαιώματος πώλησης είναι υποχρεωμένος να αγοράσει την υποκείμενη αξία από τον αγοραστή.

Ο πίνακας που ακολουθεί αναλύει τα χαρακτηριστικά των δικαιωμάτων αγοράς και πώλησης για τον αγοραστή και τον πωλητή των δικαιωμάτων:

Πίνακας 3.6. Χαρακτηριστικά δικαιωμάτων

	Αγοραστής δικαιώματος	Πωλητής δικαιώματος
Δικαίωμα αγοράς	<p>Αποκτά το δικαίωμα αγοράς της υποκείμενης αξίας στην ημερομηνία λήξης με τιμή την τιμή εξάσκησης. Καταβάλλει στον πωλητή του δικαιώματος premium για την απόκτηση του δικαιώματος. Προσδοκά άνοδο της τιμής της υποκείμενης αξίας μεγαλύτερη από το premium για να αποκομίσει κέρδη. Η θέση του δίνει δυνατότητα απεριόριστων κερδών και περιορισμένων ζημιών (η μέγιστη ζημία ισούται με το τίμημα του δικαιώματος)</p> <p>Σε περίπτωση αντιστροφής των προσδοκιών μπορεί να κλείσει την θέση του, οποιαδήποτε ημέρα πριν την ημερομηνία λήξης, λαμβάνοντας αντίθετη θέση (πώλησης) σε δικαίωμα αγοράς της ίδιας ημερομηνίας λήξης και ίδιας τιμής εξάσκησης.</p>	<p>Παραχωρεί το δικαίωμα αγοράς της υποκείμενης αξίας στην ημερομηνία λήξης με τιμή την τιμή εξάσκησης. Εισπράττει από τον αγοραστή του δικαιώματος premium για την παραχώρηση του δικαιώματος. Προσδοκά πτώση της τιμής της υποκείμενης αξίας ή άνοδο μικρότερη από το premium για να αποκομίσει κέρδη. Η θέση του δίνει δυνατότητα περιορισμένων κερδών (το μέγιστο κέρδος ισούται με το τίμημα του δικαιώματος) και απεριόριστης ζημίας. Σε περίπτωση αντιστροφής των προσδοκιών μπορεί να κλείσει την θέση του, οποιαδήποτε ημέρα πριν την ημερομηνία λήξης, λαμβάνοντας αντίθετη θέση (αγοράς) σε δικαίωμα αγοράς της ίδιας ημερομηνίας λήξης και ίδιας τιμής εξάσκησης.</p>
Δικαίωμα πώλησης	<p>Αποκτά το δικαίωμα πώλησης της υποκείμενης αξίας στην ημερομηνία λήξης με τιμή την τιμή εξάσκησης. Καταβάλλει στον πωλητή του δικαιώματος premium για την απόκτηση του δικαιώματος. Προσδοκά πτώση της τιμής της υποκείμενης αξίας μεγαλύτερη από το premium για να αποκομίσει κέρδη. Η θέση του δίνει δυνατότητα απεριόριστων κερδών και περιορισμένων ζημιών (η μέγιστη ζημία ισούται με το τίμημα του δικαιώματος)</p> <p>Σε περίπτωση αντιστροφής των προσδοκιών μπορεί να κλείσει την θέση του οποιαδήποτε ημέρα πριν την ημερομηνία λήξης λαμβάνοντας αντίθετη θέση (πώλησης) σε δικαίωμα πώλησης της ίδιας ημερομηνίας λήξης και ίδιας τιμής εξάσκησης.</p>	<p>Παραχωρεί το δικαίωμα αγοράς της υποκείμενης αξίας στην ημερομηνία λήξης με τιμή την τιμή εξάσκησης. Εισπράττει από τον αγοραστή του δικαιώματος premium για την παραχώρηση του δικαιώματος. Προσδοκά άνοδο της τιμής της υποκείμενης αξίας ή πτώση μικρότερη από το premium για να αποκομίσει κέρδη. Η θέση του δίνει δυνατότητα περιορισμένων κερδών (το μέγιστο κέρδος ισούται με το τίμημα του δικαιώματος) και απεριόριστης ζημίας. Σε περίπτωση αντιστροφής των προσδοκιών μπορεί να κλείσει την θέση του, οποιαδήποτε ημέρα πριν την ημερομηνία λήξης, λαμβάνοντας αντίθετη θέση (αγοράς) σε δικαίωμα πώλησης της ίδιας ημερομηνίας λήξης και ίδιας τιμής εξάσκησης.</p>

Πηγή: Αγορά Παραγώγων Χρηματιστηρίου Αθηνών 2004

Οι πωλητές σε Δικαιώματα επί Δεικτών και Μετοχών, μπορεί οποιαδήποτε στιγμή να υποστούν ανάθεση βάσει του τυχαίου αλγόριθμου της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π, εφόσον υπάρξει άσκηση από αγοραστές και η τιμή των συμβολαίων τους ευρίσκεται εντός της ισοδύναμης χρηματικής τους αξίας (in the money). Οι πωλητές των συμβολαίων δικαιωμάτων αγοράς θα πρέπει να παραδώσουν τον ανάλογο αριθμό μετοχών, ενώ οι

πωλητές των συμβολαίων δικαιωμάτων πώλησης θα πρέπει να έχουν διαθέσιμο κεφάλαιο ίσο με την τιμή άσκησης του συμβολαίου επί το μέγεθος του συμβολαίου. Αντίστοιχα τα παραπάνω ισχύουν και για τους αγοραστές δικαιωμάτων αγοράς και πώλησης.

Κατά τη λήξη ή άσκηση δικαιωμάτων προαίρεσης επί παραγώγων ο αγοραστής δικαιώματος προαίρεσης οφείλει να καταβάλει στον πωλητή το τίμημα του δικαιώματος. Κατά την διαδικασία εκκαθάρισης γεννώνται για την ΕΤΕΣΕΠ οι αντίστοιχες υποχρεώσεις και δικαιώματα:

Σε περίπτωση χρηματικού διακανονισμού

- Εάν η τιμή διακανονισμού της υποκείμενης αξίας είναι μεγαλύτερη από την τιμή άσκησης του δικαιώματος προαίρεσης, ο πωλητής δικαιώματος κλήσης (call) οφείλει στον αγοραστή του ίδιου δικαιώματος το ποσό της διαφοράς τους.
- Εάν η τιμή άσκησης του δικαιώματος προαίρεσης είναι μεγαλύτερη από την τελευταία τιμή διακανονισμού της υποκείμενης αξίας, ο πωλητής δικαιώματος επίδοσης (put) οφείλει στον αγοραστή το ποσό της διαφοράς τους.

Σε περίπτωση φυσικού διακανονισμού με υποχρέωση παράδοσης των υποκείμενων αξιών

- Ο πωλητής δικαιώματος κλήσης οφείλει να πωλήσει τις υποκείμενες αξίες στον αγοραστή του ίδιου δικαιώματος σε τιμή ίση με την τιμή άσκησης του δικαιώματος προαίρεσης.
- Ο πωλητής δικαιώματος επίδοσης οφείλει να αγοράσει τις υποκείμενες αξίες από τον αγοραστή του ίδιου δικαιώματος σε τιμή ίση με την τιμή άσκησης του δικαιώματος προαίρεσης.

3.8. Δικαιώματα Προαίρεσης επί του δείκτη FTSE/ASE-20

Χαρακτηριστικά συμβολαίου

Είδος Συμβολαίου: Τυποποιημένα συμβόλαια δικαιωμάτων όπου η εκκαθάριση γίνεται με ρευστά διαθέσιμα.

Υποκείμενο Στοιχείο: Το υποκείμενο στοιχείο είναι ο δείκτης FTSE/ASE-20.

Μέγεθος συμβολαίου: Ο πολλαπλασιαστής είναι 5 EUR.

Τιμή Δικαιώματος (ασφάλιστρο): Οι τιμές αγοράς και πώλησης αναφέρονται σε μονάδες του δείκτη. Είναι πληρωτέες στο σύνολο τους την ημέρα που ακολουθεί την ημέρα συναλλαγής.

Αγορές: Απλή αγορά (Single market): Συναλλαγές σε πολλαπλάσια του ενός (1) Συμβολαίου, και αγορά πακέτων (Block market): Συναλλαγές σε πολλαπλάσια των εκατό (100) Συμβολαίων.

Μήνες Λήξης: Κάθε χρονική στιγμή διαπραγματεύονται σειρές δικαιωμάτων σε έξι (6) διαφορετικούς μήνες λήξης: Οι 3 πιο κοντινοί μήνες από τον μηνιαίο κύκλο και οι 3 πιο κοντινοί μήνες από τον τριμηνιαίο κύκλο Μαρτίου, Ιουνίου, Σεπτεμβρίου και Δεκεμβρίου που δεν περιλαμβάνονται στους παραπάνω.

Τιμές Άσκησης: Για κάθε νέο μήνα λήξης, αρχικά εισάγονται σειρές με έντεκα (11) διαφορετικές τιμές άσκησης, ως εξής: Μια τιμή άσκησης στην τρέχουσα τιμή (at-the-money), 5 τιμές άσκησης κάτω από την τρέχουσα τιμή και 5 τιμές άσκησης πάνω από την τρέχουσα τιμή.

Νέες Τιμές Άσκησης: Νέες τιμές άσκησης εισάγονται όταν η αξία του υποκείμενου δείκτη (FTSE/ASE-20), την προηγούμενη ημέρα συναλλαγής, κλείσει επάνω ή κάτω από τη δεύτερη υψηλότερη ή χαμηλότερη καταχωρημένη τιμή άσκησης αντίστοιχα, αρκεί να απομένουν τουλάχιστον 5 ημέρες μέχρι τη λήξη. Κατ' εξαίρεση είναι δυνατή η εισαγωγή νέων τιμών άσκησης όταν αυτό κρίνεται αναγκαίο (ενδεικτικά όταν συντρέχουν ανάγκες μετακύλισης θέσης σε μεταγενέστερη λήξη). Για το μήνα ρευστότητας (μήνας κοντινότερης λήξης για την οποία απομένουν τουλάχιστο 5 ημέρες) εισάγονται επιπλέον τιμές άσκησης: μία τιμή πάνω και μία τιμή κάτω από την τρέχουσα τιμή άσκησης, αντίστοιχα. Το διάστημα μεταξύ αυτών των τιμών και της τρέχουσας τιμής άσκησης είναι 25 μονάδες.

Τρόπος Άσκησης: Ευρωπαϊκός τρόπος.

Ημέρα Λήξης και Τελική Ημέρα Συναλλαγής: Τα συμβόλαια λήγουν την τρίτη Παρασκευή του μήνα λήξης, την ώρα που εκάστοτε κλείνει η υποκείμενη αγορά. Εάν αυτή δεν είναι ημέρα συναλλαγής, η ημέρα λήξης είναι η προηγούμενη ημέρα συναλλαγής. Η τελευταία ημέρα συναλλαγής είναι η ημέρα λήξης του μήνα λήξης.

Ημέρα Εκκαθάρισης: Τα ασφάλιστρα των δικαιωμάτων στο δείκτη εκκαθαρίζονται την πρώτη εργάσιμη ημέρα μετά την ημέρα συναλλαγής (T+1).

Η ημέρα τελικής εκκαθάρισης των δικαιωμάτων, είναι η πρώτη εργάσιμη ημέρα μετά την ημέρα λήξης (T+1).

Ώρες Συναλλαγής: 10:45 με 16:15.

Μέθοδος Παράδοσης: Εκκαθάριση με ρευστά διαθέσιμα βασισμένη στη τελική τιμή εκκαθάρισης.

Τελική Τιμή Εκκαθάρισης: Η τιμή κλεισίματος του υποκείμενου δείκτη κατά την ημέρα λήξης όπως προσδιορίζεται εκάστοτε από το ΧΑ.

Ελάχιστος αριθμός συμβολαίων: 5 συμβόλαια ανά δήλωση βούλησης αγοράς και βούλησης πώλησης.

Εξάσκηση κατά την Ημέρα Λήξης: Δικαιώματα στον δείκτη, με θετική καθαρή αξία (δικαιώματα in-the-money), εξασκούνται αυτόματα κατά την ημέρα λήξης μέσω της εκκαθάρισης με ρευστά διαθέσιμα την ημέρα της τελικής εκκαθάρισης.

Ο αγοραστής δικαιώματος εισπράττει ενώ ο πωλητής του δικαιώματος πληρώνει την θετική τελική καθαρή αξία, όπου:

Τελική καθαρή αξία δικαιώματος αγοράς = $(S - X) \times M$,

Τελική καθαρή αξία δικαιώματος πώλησης = $(X - S) \times M$,

S είναι η τελική τιμή εκκαθάρισης (με δύο δεκαδικά ψηφία), X είναι η τιμή εξάσκησης του δικαιώματος στο δείκτη και M ο πολλαπλασιαστής.

Όρια Θέσης: Η Αγορά Παραγώγων του ΧΑ έχει θεσπίσει όρια ανοικτής θέσης ανά μέλος εκκαθάρισης.

Διαπραγμάτευση και Εκκαθάριση: Δικαιώματα στον δείκτη διαπραγματεύονται κανονικά μέσω του ηλεκτρονικού συστήματος συναλλαγών, ΟΑΣΗΣ. Οι προσφορές και οι συναλλαγές είναι ανώνυμες για όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά. Όλες οι συναλλαγές συνταιριάζονται στο βιβλίο εντολών σύμφωνα με τα κριτήρια τιμής και χρόνου. Οι συναλλαγές που είναι αποδεκτές για εκκαθάριση εκκαθαρίζονται μέσω του συστήματος ΟΑΣΗΣ.

Ενέχυρο και Περιθώριο Ασφάλισης: Οι απαιτήσεις ενέχυρου των λογαριασμών εκκαθάρισης υπολογίζονται χρησιμοποιώντας το σύστημα περιθωρίου ασφάλισης του ΟΑΣΗΣ, RIVA.

Κωδικοποίηση: Τα δικαιώματα στον δείκτη FTASE-20 υποδηλώνονται και με κωδικό που περιλαμβάνει κατά σειρά το υποκείμενο προϊόν (FTASE), τον χαρακτήρα E που σημαίνει ότι είναι Δικαίωμα Ευρωπαϊκού τύπου, το τελευταίο ψηφίο του έτους, το γράμμα που αντιστοιχεί στον μήνα λήξης ανάλογα αν είναι Δικαίωμα αγοράς (A – L) ή Δικαίωμα πώλησης (M – X) και η τιμή εξάσκησης. Έτσι ο κωδικός FTASEE4D1200 υποδηλώνει Δικαίωμα Προαίρεσης αγοράς στο δείκτη FTSE/ASE-20, Ευρωπαϊκού τύπου με λήξη τον Απρίλιο του 2004 και τιμή εξάσκησης τις 1200 μονάδες.

Συνοπτικά τα χαρακτηριστικά του προϊόντος αναφέρονται στον πίνακα που ακολουθεί:

Πίνακας 3.7. Χαρακτηριστικά δικαιωμάτων Προαίρεσης στον δείκτη FTSE/ASE 20

Προϊόν	Δικαιώματα Προαίρεσης αγοράς και πώλησης στον δείκτη FTSE/ASE 20.
Διακανονισμός	Χρηματικός Διακανονισμός.
Τρόπος Εξάσκησης	Ευρωπαϊκός.
Μονάδα Διαπραγμάτευσης	Απλή Αγορά: 1. Αγορά Πακέτων: 100.
Μέγεθος Συμβολαίου	5 Ευρώ, Πολλαπλασιαστής.
Τιμή Δικαιώματος	Μονάδες Δείκτη.
Τιμές Εξάσκησης	Τουλάχιστο 11 τιμές.
Ελάχιστο Μέγεθος Μεταβολής Τιμής	Ανάλογα με την τιμή του δικαιώματος.
Όρια Τιμών	Δεν υπάρχουν.
Ώρες Συναλλαγής	10:45πμ με 4:15μμ.
Περιθώριο Ασφάλισης	Μόνο για θέσεις πώλησης.
Σύστημα Περιθωρίων Ασφάλισης	RIVA (Risk Valuation) ανά τελικό επενδυτή.
Όρια Θέσης	Δεν υπάρχουν.
Τελευταία ημέρα συναλλαγών	Η 3η Παρασκευή του μήνα λήξης.
Ημέρα εκκαθάρισης	Πρώτη εργάσιμη μετά την τελευταία ημέρα συναλλαγών.
Κανόνες Εισαγωγής στο Σύστημα Διαπραγμάτευσης	Οι 3 πιο κοντινοί μήνες από το μηνιαίο κύκλο και οι 3 κοντινότεροι από τον τριμηνιαίο κύκλο Μαρ.- Ιουν.- Σεπτ.- Δεκ. Η νέα σειρά εισάγεται την πρώτη εργάσιμη μετά την τελευταία ημέρα συναλλαγών της σειράς που έληξε.
Κόστος συναλλαγών	Ανάλογα με την ποσότητα των συμβολαίων (Ειδικοί Διαπραγματευτές B) και 0,60-1,20 Ευρώ (άλλα Μέλη).
Παροχείς Πληροφοριών	Reuters ATF*.AT+F3 Bridge/Telerate gr;FTS/AV in Analytics Bloomberg FTASE <index> OMON <GO> Euroamerican FTSEa <F4>

Πηγή: Αγορά Παραγώγων Χρηματιστηρίου Αθηνών 2004

3.9. Δικαιώματα Προαίρεσης επί του δείκτη FTSE/ASE Mid 40

Χαρακτηριστικά συμβολαίου

Είδος Συμβολαίου: Τυποποιημένα συμβόλαια δικαιωμάτων όπου η εκκαθάριση γίνεται με ρευστά διαθέσιμα.

Υποκείμενο Στοιχείο: Το υποκείμενο στοιχείο είναι ο δείκτης FTSE/ASE Mid-40.

Μέγεθος συμβολαίου: Ο πολλαπλασιαστής είναι 25 EUR.

Τιμή Δικαιώματος (ασφάλιστρο): Οι τιμές αγοράς και πώλησης αναφέρονται σε μονάδες του δείκτη. Είναι πληρωτέες στο σύνολο τους την ημέρα που ακολουθεί την ημέρα συναλλαγής.

Αγορές: Απλή αγορά (Single market): Συναλλαγές σε πολλαπλάσια του ενός (1) Συμβολαίου και αγορά πακέτων (Block market): Συναλλαγές σε πολλαπλάσια των εκατό (100) Συμβολαίων.

Μήνες Λήξης: Κάθε χρονική στιγμή διαπραγματεύονται σειρές δικαιωμάτων σε έξι (6) διαφορετικούς μήνες λήξης: Οι 3 πιο κοντινοί μήνες από τον μηνιαίο κύκλο και οι 3 πιο κοντινοί μήνες από τον τριμηνιαίο κύκλο Μαρτίου, Ιουνίου, Σεπτεμβρίου και Δεκεμβρίου που δεν περιλαμβάνονται στους παραπάνω.

Τιμές Άσκησης: Για κάθε νέο μήνα λήξης, αρχικά εισάγονται σειρές με έντεκα (11) διαφορετικές τιμές άσκησης, ως εξής: Μια τιμή άσκησης στην τρέχουσα τιμή, 5 τιμές άσκησης κάτω από την τρέχουσα τιμή και 5 τιμές άσκησης πάνω από την τρέχουσα τιμή.

Νέες Τιμές Άσκησης: Νέες τιμές άσκησης εισάγονται όταν η αξία του υποκείμενου δείκτη (FTSE/ASE-20) την προηγούμενη ημέρα συναλλαγής κλείσει επάνω ή κάτω από τη δεύτερη υψηλότερη ή χαμηλότερη καταχωρημένη τιμή άσκησης αντίστοιχα, αρκεί να απομένουν τουλάχιστον 5 ημέρες μέχρι τη λήξη. Κατ' εξαίρεση είναι δυνατή η εισαγωγή νέων τιμών άσκησης όταν αυτό κρίνεται αναγκαίο (ενδεικτικά όταν συντρέχουν ανάγκες μετακύλισης θέσης σε μεταγενέστερη λήξη). Για το μήνα ρευστότητας (μήνας κοντινότερης λήξης για την οποία απομένουν τουλάχιστον 5 ημέρες) εισάγονται επιπλέον τιμές άσκησης: μία τιμή πάνω και μία τιμή κάτω από την τρέχουσα τιμή άσκησης, αντίστοιχα. Το διάστημα μεταξύ αυτών των τιμών και της τρέχουσας τιμής άσκησης είναι 5 μονάδες.

Τρόπος Άσκησης: Ευρωπαϊκός τρόπος.

Ημέρα Λήξης και Τελική Ημέρα Συναλλαγής: Τα συμβόλαια λήγουν την τρίτη Παρασκευή του μήνα λήξης, την ώρα που εκάστοτε κλείνει η υποκείμενη αγορά. Εάν

αυτή δεν είναι ημέρα συναλλαγής, η ημέρα λήξης είναι η προηγούμενη ημέρα συναλλαγής. Η τελευταία ημέρα συναλλαγής είναι η ημέρα λήξης του μήνα λήξης.

Ημέρα Εκκαθάρισης: Τα ασφάλιστρα των δικαιωμάτων στο δείκτη εκκαθαρίζονται την πρώτη εργάσιμη ημέρα μετά την ημέρα συναλλαγής (T+1). Η ημέρα τελικής εκκαθάρισης των δικαιωμάτων είναι η πρώτη εργάσιμη ημέρα μετά την ημέρα λήξης (T+1).

Ωρες Συναλλαγής: 10:45 με 16:15.

Μέθοδος Παράδοσης: Εκκαθάριση με ρευστά διαθέσιμα βασισμένη στη τελική τιμή εκκαθάρισης.

Τελική Τιμή Εκκαθάρισης: Η τιμή κλεισίματος του υποκείμενου δείκτη κατά την ημέρα λήξης όπως προσδιορίζεται εκάστοτε από το ΧΑ.

Εξάσκηση κατά την Ημέρα Λήξης: Δικαιώματα στον δείκτη, με θετική καθαρή αξία (δικαιώματα in-the-money), εξασκούνται αυτόματα κατά την ημέρα λήξης μέσω της εκκαθάρισης με ρευστά διαθέσιμα την ημέρα της τελικής εκκαθάρισης.

Ο αγοραστής δικαιώματος εισπράττει ενώ ο πωλητής του δικαιώματος πληρώνει την θετική τελική καθαρή αξία. Όλα τα άλλα δικαιώματα στον δείκτη λήγουν χωρίς αξία κατά την ημέρα λήξης.

Όρια Θέσης: Η Αγορά Παραγώγων του ΧΑ έχει θεσπίσει όρια ανοικτής θέσης ανά μέλος εκκαθάρισης.

Διαπραγμάτευση και Εκκαθάριση: Δικαιώματα στον δείκτη διαπραγματεύονται κανονικά μέσω του ηλεκτρονικού συστήματος συναλλαγών, ΟΑΣΗΣ. Οι προσφορές και οι συναλλαγές είναι ανώνυμες για όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά. Όλες οι συναλλαγές συνταιριάζονται στο βιβλίο εντολών σύμφωνα με τα κριτήρια τιμής και χρόνου. Οι συναλλαγές που είναι αποδεκτές για εκκαθάριση εκκαθαρίζονται μέσω του συστήματος ΟΑΣΗΣ.

Ενέχυρο και Περιθώριο Ασφάλισης: Οι απαιτήσεις ενέχυρου των λογαριασμών εκκαθάρισης υπολογίζονται χρησιμοποιώντας το σύστημα περιθωρίου ασφάλισης του ΟΑΣΗΣ, RIVA. Όταν υπολογίζεται το απαιτούμενο περιθώριο ασφάλισης ενός λογαριασμού εκκαθάρισης, οι θέσεις σε δικαιώματα στον δείκτη και οι θέσεις σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης στον δείκτη αντισταθμίζονται.

Η πώληση δικαιωμάτων στον δείκτη, σε λογαριασμό επενδυτή που δεν έχει προηγούμενη θέση, αυξάνει το απαιτούμενο περιθώριο ασφάλισης. Η πώληση δικαιωμάτων στον δείκτη, σε λογαριασμό επενδυτή που έχει καταχωρημένη αγορά αντίστοιχου αριθμού δικαιωμάτων στον δείκτη τα οποία αποσκοπούσαν να

αντισταθμίσουν θέσεις σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης στο δείκτη, αυξάνει το απαιτούμενο περιθώριο ασφάλισης. Η αγορά δικαιωμάτων στον δείκτη σε λογαριασμό επενδυτή δεν αυξάνει το απαιτούμενο περιθώριο ασφάλισης.

Οι αλλαγές στα περιθώρια ασφάλισης είναι αναδρομικές για όλες τις ανοικτές θέσεις. Η ΕΤΕΣΕΠ έχει το δικαίωμα να αυξήσει ή να μειώσει το απαιτούμενο περιθώριο ασφάλειας για προκαταβολή, όπως και όποτε αυτή θεωρήσει απαραίτητο.

Κωδικοποίηση: Τα δικαιώματα στον δείκτη FTSE Mid-40 υποδηλώνονται και με κωδικό που περιλαμβάνει κατά σειρά το υποκείμενο προϊόν (FT40M), τον χαρακτήρα E που σημαίνει ότι είναι Δικαίωμα Ευρωπαϊκού τύπου, το τελευταίο ψηφίο του έτους, το γράμμα που αντιστοιχεί στον μήνα λήξης ανάλογα αν είναι Δικαίωμα αγοράς (από Ιαν. A έως Δεκ. L) ή Δικαίωμα πώλησης (από Ιαν. M έως Δεκ. X) και η τιμή εξάσκησης. Έτσι ο κωδικός FT40MED1400 υποδηλώνει Δικαίωμα Προαίρεσης αγοράς στο δείκτη FTSE ASE-20, Ευρωπαϊκού τύπου με λήξη τον Απρίλιο του 2004 και τιμή εξάσκησης τις 1400 μονάδες.

Συνοπτικά τα χαρακτηριστικά του προϊόντος αναφέρονται στον πίνακα που ακολουθεί:

Πίνακας 3.8. Χαρακτηριστικά δικαιωμάτων Προαίρεσης στον δείκτη FTSE/ASE Mid 40

Προϊόν	Δικαιώματα Προαίρεσης αγοράς και πώλησης στο δείκτη FTSE/ASE MID 40.
Διακανονισμός	Χρηματικός Διακανονισμός.
Τρόπος Εξάσκησης	Ευρωπαϊκός.
Μονάδα Διαπραγμάτευσης	Απλή Αγορά: 1. Αγορά Πακέτων: 100.
Πολλαπλασιαστής	10 Ευρώ για Σειρές πριν τον Απρίλιο 2003 και 25 Ευρώ για Σειρές από Απρίλιο 2003.
Τιμή Δικαιώματος	Μονάδες Δείκτη.
Τιμές Εξάσκησης	Τουλάχιστο 11 τιμές.
Ελάχιστο Μέγεθος Μεταβολής Τιμής	Ανάλογα με την τιμή του δικαιώματος.
Όρια Τιμών	Δεν υπάρχουν.
Ωρες Συναλλαγής	10:45πμ με 4:15μμ.
Περιθώριο Ασφάλισης	Μόνο για θέσεις πώλησης.
Σύστημα Περιθωρίων Ασφάλισης	RIVA (Risk Valuation) ανά τελικό επενδυτή.
Όρια Θέσης	Δεν υπάρχουν.
Τελευταία ημέρα συναλλαγών	Η 3η Παρασκευή του μήνα λήξης.

Ημέρα εκκαθάρισης	1 ^η εργάσιμη μετά την τελευταία ημέρα συναλλαγών.	
Κανόνες Εισαγωγής στο Σύστημα Διαπραγμάτευσης	Οι 3 πιο κοντινοί μήνες από το μηνιαίο κύκλο και οι 3 κοντινότεροι από τον τριμηνιαίο κύκλο Μαρ-Ιουν-Σεπτ-Δεκ. Η νέα σειρά εισάγεται την πρώτη εργάσιμη μετά την τελευταία ημέρα συναλλαγών της σειράς που έληξε.	
Κόστος συναλλαγών	Ανάλογα με τα quotes (Ειδικοί Διαπραγματευτές Β) 0.00-0.50 Ευρώ (άλλα Μέλη).	
Παροχές Πληροφοριών	Reuters	ATF40*.AT+F
	Bridge/Telerate	gr;FTM/AV in Analytics
	Bloomberg	FTSEM <index> OMON <GO>
	Euroamerican	FTSEMa <F4>

Πηγή: Αγορά Παραγώγων Χρηματιστηρίου Αθηνών 2004

3.10. Δικαιώματα προαίρεσης επί μετοχών.

Χαρακτηριστικά συμβολαίου

Είδος Συμβολαίου: Τυποποιημένα συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης (options) όπου η εκκαθάριση γίνεται με φυσική παράδοση του υποκείμενου τίτλου.

Υποκείμενο Στοιχείο: Το υποκείμενο στοιχείο είναι μετοχές εισηγμένες στην Κύρια Αγορά του ΧΑ οι οποίες πληρούν ορισμένα κριτήρια ρευστότητας και διασποράς, όπως εκάστοτε ορίζονται από την Αγορά Παραγώγων του ΧΑ και την ΕΤΕΣΕΠ. Οι μετοχές που αποτελούν υποκείμενο στοιχείο για συμβόλαια Δικαιωμάτων Προαίρεσης είναι οι: Εθνική Τράπεζα Της Ελλάδος (ΚΟ), Alpha Τράπεζα Α.Ε. (ΚΟ), Οργανισμός Τηλεπικοινωνιών της Ελλάδος (ΚΟ) και Ιντρακόμ Α.Ε. (ΚΟ).

Μέγεθος συμβολαίου: Το μέγεθος του συμβολαίου είναι 100 μετοχές.

Τιμή Δικαιώματος: Οι τιμές αγοράς και πώλησης του συμβολαίου αναφέρονται σε ευρώ ανά μετοχή. Είναι πληρωτέες στο σύνολο τους την ημέρα που ακολουθεί την ημέρα συναλλαγής.

Ελάχιστο Μέγεθος Μεταβολής Τιμής (Tick): 0,01 ευρώ.

Αγορές: Απλή αγορά (Single market): Συναλλαγές σε πολλαπλάσια του ενός (1) Συμβολαίου και αγορά πακέτων (Block market): Συναλλαγές σε πολλαπλάσια των εκατό (100) Συμβολαίων.

Μήνες Λήξης: Οι 3 πιο κοντινοί μήνες από τον τριμηνιαίο κύκλο Μαρτίου, Ιουνίου, Σεπτεμβρίου και Δεκεμβρίου.

Τιμές Άσκησης: Για κάθε νέο μήνα λήξης, αρχικά εισάγονται σειρές με εννέα (9) διαφορετικές τιμές άσκησης, ως εξής: Μια τιμή άσκησης στην τρέχουσα τιμή, 4 τιμές άσκησης κάτω από την τρέχουσα τιμή και 4 τιμές άσκησης πάνω από την τρέχουσα τιμή.

Νέες Τιμές Άσκησης: Νέες τιμές άσκησης εισάγονται όταν η αξία της υποκείμενης μετοχής, την προηγούμενη ημέρα συναλλαγής, κλείσει επάνω ή κάτω από τη δεύτερη υψηλότερη ή χαμηλότερη καταχωρημένη τιμή άσκησης αντίστοιχα, αρκεί να απομένουν τουλάχιστον 5 ημέρες μέχρι τη λήξη του δικαιώματος. Κατ' εξαίρεση είναι δυνατή η εισαγωγή νέων τιμών άσκησης όταν αυτό κρίνεται αναγκαίο (ενδεικτικά όταν συντρέχουν ανάγκες μετακύλισης θέσης σε μεταγενέστερη λήξη).

Τρόπος Άσκησης: Αμερικάνικος τρόπος. Η άσκηση και η ανάκληση της άσκησης του δικαιώματος μπορεί να γίνει μέσω του ηλεκτρονικού συστήματος εκκαθάρισης (DCW) από την έναρξη της συνεδρίασης μέχρι και τριάντα (30) λεπτά μετά την λήξη της, από τον αγοραστή του δικαιώματος. Η επιλογή του αντισυμβαλλόμενου που δέχεται την άσκηση καθορίζεται από το σύστημα εκκαθάρισης με τυχαίο τρόπο.

Ώρες Συναλλαγής: 10:45 με 16:15.

Ημέρα Λήξης και Τελική Ημέρα Συναλλαγής: Τα συμβόλαια λήγουν την τρίτη Παρασκευή του μήνα λήξης, δύο ώρες πριν το κλείσιμο της υποκείμενης αγοράς. Εάν αυτή δεν είναι ημέρα συναλλαγής, η ημέρα λήξης πρέπει να είναι η προηγούμενη ημέρα συναλλαγής. Η τελική ημέρα συναλλαγής είναι η ημέρα λήξης του μήνα λήξης.

Ημέρα Εκκαθάρισης: Τα ασφάλιστρα των δικαιωμάτων σε μετοχές εκκαθαρίζονται την πρώτη εργάσιμη ημέρα που ακολουθεί την ημέρα συναλλαγής (T+1). Η ημέρα τελικής εκκαθάρισης των δικαιωμάτων είναι η 3^η εργάσιμη ημέρα που ακολουθεί την ημέρα λήξης (T+3).

Τελική Τιμή Εκκαθάρισης: Η τιμή κλεισίματος της υποκείμενης μετοχής κατά την ημέρα λήξης όπως προσδιορίζεται εκάστοτε από το ΧΑ.

Μέθοδος Παράδοσης:

- Για ένα συμβόλαιο δικαιώματος αγοράς: μεταφορά των αντίστοιχων μετοχών από τη μερίδα του πωλητή στη μερίδα του αγοραστή του συμβολαίου έναντι πληρωμής του πληρωτέου ποσού.
- Για ένα συμβόλαιο δικαιώματος πώλησης: μεταφορά των αντίστοιχων μετοχών από τη μερίδα του αγοραστή στη μερίδα του πωλητή του συμβολαίου έναντι πληρωμής του πληρωτέου ποσού.

Άσκηση κατά την Ημέρα Λήξης: Δικαιώματα σε μετοχές με θετική καθαρή αξία (δικαιώματα in-the-money) ασκούνται αυτόματα κατά την ημέρα λήξης μέσω της εκκαθάρισης με φυσική παράδοση την ημέρα της τελικής εκκαθάρισης. Η άσκηση δεν πραγματοποιείται μόνο σε περίπτωση όπου υπάρχει αίτηση για το αντίθετο, από το εκκαθαριστικό μέλος του κατόχου του δικαιώματος. Όλα τα άλλα δικαιώματα σε μετοχές λήγουν χωρίς αξία κατά την ημέρα λήξης.

Όρια Θέσης: Υπάρχει όριο ανοικτών θέσεων για το σύνολο της αγοράς. Ο αριθμός μετοχών που αντιστοιχεί στο σύνολο των ανοικτών θέσεων αγοράς ή πώλησης (net long ή net short) των σειρών του κοντινότερου μήνα των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και των δικαιωμάτων προαίρεσης, για καθεμία από τις υποκείμενες μετοχές, δεν θα πρέπει να ξεπεράσει ποτέ το 10% του συνολικού αριθμού των εισηγμένων μετοχών της αντίστοιχης εκδότριας εταιρίας.

Διαπραγμάτευση και Εκκαθάριση: Τα Δικαιώματα σε μετοχές, διαπραγματεύονται κανονικά μέσω του ηλεκτρονικού συστήματος διαπραγμάτευσης ΟΑΣΗΣ. Οι προσφορές και οι συναλλαγές είναι ανώνυμες για όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά. Όλες οι συναλλαγές συνταιριάζονται στο βιβλίο εντολών σύμφωνα με τα κριτήρια τιμής και χρόνου. Οι συναλλαγές που είναι αποδεκτές για εκκαθάριση εκκαθαρίζονται μέσω του συστήματος ΟΑΣΗΣ. Οι υποχρεώσεις εκκαθάρισης των λογαριασμών εκκαθάρισης που απορρέουν από τις συναλλαγές, αποστέλλονται στα μέλη και στους ειδικούς διαπραγματευτές, μετά το κλείσιμο των συναλλαγών (ημέρα T+0).

Ενέχυρο και Περιθώριο Ασφάλειας: Όταν υπολογίζεται το απαιτούμενο περιθώριο ασφάλισης ενός λογαριασμού εκκαθάρισης, οι θέσεις σε δικαιώματα σε μια μετοχή και οι θέσεις σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης στην ίδια μετοχή αντισταθμίζονται. Η πώληση δικαιωμάτων σε μετοχές, σε λογαριασμό επενδυτή που δεν έχει προηγούμενη θέση, αυξάνει το απαιτούμενο περιθώριο ασφάλισης.

Κωδικοποίηση: Τα δικαιώματα επί μετοχών υποδηλώνονται και με κωδικό που περιλαμβάνει κατά σειρά το υποκείμενο προϊόν (ETE), τον χαρακτήρα A που σημαίνει ότι είναι Δικαίωμα Αμερικάνικου τύπου, το τελευταίο ψηφίο του έτους, το γράμμα που αντιστοιχεί στον μήνα λήξης ανάλογα αν είναι Δικαίωμα αγοράς (A – L) ή Δικαίωμα πώλησης (M – X) και η τιμή εξάσκησης. Έτσι ο κωδικός ETEA4M1942 υποδηλώνει Δικαίωμα Προαίρεσης αγοράς στην μετοχή της Εθνικής Τράπεζας, Αμερικάνικου τύπου με λήξη τον Ιανουάριο του 2004 και τιμή εξάσκησης τα 19,42 ευρώ ανά μετοχή.

Συνοπτικά τα χαρακτηριστικά του προϊόντος αναφέρονται στον πίνακα που ακολουθεί:

Πίνακας 3.9. Χαρακτηριστικά δικαιωμάτων Προαίρεσης σε μετοχές

Προϊόν	Δικαιώματα Προαίρεσης αγοράς και πώλησης σε μετοχές ΑΛΦΑ, ΟΤΕ, ΕΤΕ, ΙΝΤΚΑ.
Υποκείμενοι Τίτλοι	Φυσική Παράδοση μετοχών στην εξάσκηση.
Διακανονισμός	Αμερικάνικος.
Τρόπος Εξάσκησης	Απλή Αγορά: 1.
Μονάδα Διαπραγμάτευσης	Αγορά Πακέτων: 100.
Μέγεθος Συμβολαίου	100 Μετοχές.
Τιμή Δικαιώματος	Euro / Μετοχή.
Τιμές Εξάσκησης	Τουλάχιστον 9 τιμές.
Ελάχιστο Μέγεθος Μεταβολής Τιμής	Ανάλογα με την τιμή του δικαιώματος.
Όρια Τιμών	Δεν υπάρχουν.
Ωρες Συναλλαγής	10:45πμ με 4:15μμ.
Περιθώριο Ασφάλισης	Μόνο για θέσεις πώλησης.
Σύστημα Περιθωρίων Ασφ.	RIVA (Risk Valuation) ανά τελικό επενδυτή.
Όρια Θέσης	Όρια θέσης για το σύνολο της αγοράς ανά μετοχή.
Τελευταία ημέρα συναλλαγών	Η 3η Παρασκευή του μήνα λήξης.
Ημέρα εκκαθάρισης	Τρίτη εργάσιμη μετά την τελευταία ημέρα συναλλαγών.
Κανόνες Εισαγωγής στο Σύστημα Διαπραγμάτευσης	Οι 3 πιο κοντινοί μήνες από τον τριμηνιαίο κύκλο Μαρ.- Ιουν.- Σεπτ.- Δεκ.. Η νέα σειρά εισάγεται την πρώτη εργάσιμη μετά την τελευταία ημέρα συναλλαγών της σειράς που έληξε.
Κόστος συναλλαγών	Ανάλογα με τα quotes (Ειδικοί Διαπραγματευτές Β) 0,60 Ευρώ (άλλα Μέλη).
Παροχείς Πληροφοριών	Reuters #ΟΤΕ*.ΑΤ,0#ΝΒΓ*.ΑΤ,0#ΙΝΡ*.ΑΤ,0#ΑCΒ*.ΑΤ

Πηγή: Αγορά Παραγώγων Χρηματιστηρίου Αθηνών 2004

3.11. Προϊόντα Repos επί μετοχών

Είναι συμβάσεις δανεισμού μετοχών με αντισυμβαλλόμενους τους επενδυτές και την ΕΤΕΣΕΠ. Στην Αγορά Παραγώγων διαπραγματεύονται σήμερα δύο προϊόντα REPOS επί μετοχών:

- Οι συμβάσεις πώλησης με σύμφωνο επαναγοράς (Stock Repos) όπου οι επενδυτές παραδίδουν μετοχές στην ΕΤΕΣΕΠ και
- οι συμβάσεις αγοράς με σύμφωνο επαναπώλησης (Reverse Stock Repos) όπου οι επενδυτές λαμβάνουν μετοχές στην ΕΤΕΣΕΠ.

Με το προϊόν Stock Repos η ΕΤΕΣΕΠ δημιουργεί μία δεξαμενή μετοχών και με το προϊόν Reverse Stock Repos δανείζει άλλους επενδυτές για εκπλήρωση υποχρεώσεών τους (πχ. κάλυψη ανοιχτών πωλήσεων, παράδοση μετοχών). Τα δικαιώματα που απορρέουν από εταιρικές πράξεις των μετοχών που δανείστηκαν αποδίδονται στον δανειστή επενδυτή. Ο δανειστής επενδυτής μπορεί να χρησιμοποιήσει τις μετοχές που δάνεισε στην ΕΤΕΣΕΠ ως περιθώριο ασφάλισης (margin) για τις ανοικτές θέσεις του σε άλλα παράγωγα προϊόντα.

Σύμβαση πώλησης μετοχών με σύμφωνο επαναγοράς (Stock Repo)

- Είναι μια σύμβαση δανεισμού μετοχών μεταξύ του επενδυτή (δανειστής - πωλητής) και της ΕΤΕΣΕΠ (δανειζόμενος - αγοραστής). Οι δανειστές παραδίδουν μετοχές στην ΕΤΕΣΕΠ με αντάλλαγμα την συμμετοχή τους σε πιθανά κέρδη από τους τόκους που θα εισπράττει η ΕΤΕΣΕΠ από τον περαιτέρω δανεισμό των μετοχών. Οι επενδυτές μπορούν να ζητήσουν τις μετοχές τους όποια χρονική στιγμή θελήσει κατά την διάρκεια των ωρών διαπραγμάτευσης του προϊόντος.

Χαρακτηριστικά προϊόντος

Τύπος Συμβολαίου: Σύμβαση πώλησης μετοχών προς την ΕΤΕΣΕΠ με σύμφωνο επαναγοράς. Η ΕΤΕΣΕΠ έχει το δικαίωμα επαναπώλησης των μετοχών. Ο πωλητής έχει το δικαίωμα επαναγοράς των μετοχών.

Υποκείμενη Αξία: Οι μετοχές που καθορίζονται από την Αγορά Παραγώγων. Σήμερα είναι ενταγμένες στα repos 80 μετοχές.

Μέγεθος Συμβολαίου: Το μέγεθος του συμβολαίου είναι 100 μετοχές.

Ημερήσια Τιμή Συναλλαγών: Η ημερήσια τιμή συναλλαγών αντιπροσωπεύει το συσσωρευμένο έσοδο μέχρι και την προηγούμενη ημέρα, σε ευρώλεπτά ανά μετοχή, που έχει προκύψει από τις αντίστοιχες συμβάσεις αγοράς με σύμφωνο

επαναπώλησης, ανεξαρτήτου σειράς, συν 100 ευρώλεπτά, και υπολογίζεται με βάση τον «Αλγόριθμο Ποσοστών Διάθεσης και Επιτοκίων».

Κατώτατο Όριο Μεταβολής Τιμής: 0,01 ευρώλεπτά.

Σειρές: Διαπραγματεύεται πάντοτε μία σειρά με τελευταία ημέρα διαπραγμάτευσης την τελευταία εργάσιμη ημέρα κάθε ημερολογιακού έτους. Ημέρα λήξης της σειράς είναι η τελευταία εργάσιμη ημέρα του Ιουνίου του επόμενου ημερολογιακού έτους. Εφόσον, σύμφωνα με τους κανόνες αναπροσαρμογής λόγω εταιρικής πράξης, η ΕΤΕΣΕΠ προβεί σε αναπροσαρμογή των δικαιωμάτων και υποχρεώσεων, παύει η διαπραγμάτευση της υφισταμένης σειράς και εισάγεται νέα σειρά από την ημέρα της εταιρικής πράξης. Οι παλιές σειρές συνεχίζουν να εκκαθαρίζονται κανονικά.

Μετακύλιση Θέσεων - Ανανέωση: Οι συμβάσεις πώλησης μετοχών με σύμφωνο επαναγοράς δύναται να ανανεώνονται πριν το χρόνο λήξης τους με νέες ομοίου περιεχομένου συμβάσεις σε νέες σειρές, κατόπιν δήλωσης του πωλητή στο Μέλος της ΕΤΕΣΕΠ που διαχειρίζεται τον κωδικό εκκαθάρισης για λογαριασμό αυτού. Για την ανανέωση της σύμβασης η ΕΤΕΣΕΠ προβαίνει, σύμφωνα με την παραπάνω δήλωση, σε αυθημερόν πράξεις άσκησης του δικαιώματος επαναγοράς και κατάρτισης νέας σύμβασης στη νέα σειρά, για λογαριασμό του πωλητή, στην ημερήσια τιμή συναλλαγής της ημέρας της ανανέωσης.

Ώρες Συναλλαγών: 10:45 με 16:15.

Συναλλαγές: Οι σειρές διαπραγματεύονται μέσω του ηλεκτρονικού συστήματος διαπραγμάτευσης ΟΑΣΗΣ. Οι εντολές και οι συναλλαγές είναι ανώνυμες για όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά.

Αγοραστής: Μοναδικός αγοραστής είναι η ΕΤΕΣΕΠ.

Εντολές Αγοράς: Η ΕΤΕΣΕΠ εισάγει εντολές αγοράς στην ημερήσια τιμή συναλλαγών για αριθμό συμβολαίων που καθορίζεται από τον «Αλγόριθμο Ποσοστών Διάθεσης και Επιτοκίων». Η ΕΤΕΣΕΠ δύναται να μεταβάλλει την ποσότητα των συμβολαίων (αυξητικά ή μειωτικά) λαμβάνοντας υπόψη τα ενδοημερήσια δεδομένα εξασκήσεων και συναλλαγών στα προϊόντα Stock Repos και Stock Reverse Repos.

Εντολές Πώλησης: Τα Μέλη της Αγοράς Παραγώγων του ΧΑ εισάγουν εντολές πώλησης στην ημερήσια τιμή συναλλαγών που καθορίζεται από τον "Αλγόριθμο Ποσοστών Διάθεσης και Επιτοκίων" για αριθμό συμβολαίων που συνολικά δε μπορεί να υπερβαίνει τη μέγιστη ποσότητα του ανεκτέλεστου μέρους της εντολής αγοράς της ΕΤΕΣΕΠ.

Όρια Θέσεως: Η ανοιχτή θέση της ΕΤΕΣΕΠ ανά μετοχή δεν μπορεί να υπερβαίνει κατά πάντα χρόνο το 5% του συνολικού αριθμού των εισηγμένων μετοχών της συγκεκριμένης εκδότριας εταιρίας. Η ανοιχτή θέση ανά πωλητή ανά μετοχή δεν μπορεί να υπερβεί ποτέ το 10% της αντίστοιχης μέγιστης ανοιχτής θέσης της ΕΤΕΣΕΠ.

Σύστημα Εκκαθάρισης: Οι συναλλαγές που είναι αποδεκτές για εκκαθάριση εκκαθαρίζονται μέσω του συστήματος ΟΑΣΗΣ. Οι υποχρεώσεις εκκαθάρισης των λογαριασμών εκκαθάρισης που απορρέουν από τις συναλλαγές, αποστέλλονται στα μέλη, μετά το κλείσιμο των συναλλαγών (ημέρα T+0).

Μέθοδος Εκκαθάρισης: Φυσική παράδοση. Η παράδοση των μετοχών από τον πωλητή στην ΕΤΕΣΕΠ και αντίστροφα γίνεται με ηλεκτρονική μεταφορά της υποκείμενης μετοχής σύμφωνα με τον Κανονισμό του ΣΑΤ του ΚΑΑ.

Ημέρα Παράδοσης των Μετοχών στην ΕΤΕΣΕΠ: Η ημέρα της συναλλαγής (T+0).

Άσκηση Δικαιώματος Επαναγοράς ή Επαναπώλησης: Η ΕΤΕΣΕΠ ή ο πωλητής μπορούν να ασκήσουν τα δικαιώματα επαναπώλησης ή επαναγοράς αντίστοιχα, οποιαδήποτε εργάσιμη ημέρα μέσω του συστήματος διαπραγμάτευσης. Η άσκηση του δικαιώματος επαναγοράς από τον πωλητή δε μπορεί να υπερβαίνει ανά ημέρα το 0,03% του συνολικού αριθμού των εισηγμένων μετοχών της εκδότριας. Η άσκηση και η ανάκληση της άσκησης του σχετικού δικαιώματος μπορεί να γίνει από την έναρξη της συνεδρίασης μέχρι και δύο (2) ώρες πριν την λήξη της. Η ΕΤΕΣΕΠ ασκεί υποχρεωτικά το δικαίωμα επαναπώλησης την τελευταία εργάσιμη ημέρα του Ιουνίου για τις σειρές του προηγούμενου έτους.

Ημέρα Παράδοσης των Μετοχών στον Πωλητή: Αν η ΕΤΕΣΕΠ ασκήσει το δικαίωμα επαναπώλησης, οι μετοχές θεωρούνται ληφθείσες την ημέρα άσκησης (T+0) εφόσον ο πωλητής είναι ενήμερος ως προς τις υποχρεώσεις του την επόμενη εργάσιμη (T+1). Αν ο πωλητής ασκήσει το δικαίωμα επαναγοράς, οι μετοχές θεωρούνται ληφθείσες την τέταρτη εργάσιμη μετά την ημέρα άσκησης (T+4) εφόσον ο πωλητής είναι ενήμερος για τις υποχρεώσεις του την πέμπτη εργάσιμη μετά την ημέρα άσκησης (T+5).

Ημερήσιο Έσοδο του Πωλητή: Το έσοδο του πωλητή ανά μετοχή υπολογίζεται με βάση το συνολικό έσοδο της ΕΤΕΣΕΠ ανά ημέρα που προκύπτει από τις συμβάσεις αγοράς με σύμφωνο επαναπώλησης της ίδιας μετοχής, ανεξαρτήτου σειράς. Εμφανίζεται στην ημερήσια τιμή συναλλαγών.

Εκκαθάριση του Εσόδου: Η εκκαθάριση του εσόδου του πωλητή γίνεται την επομένη της τελευταίας εργάσιμης ημέρας κάθε ημερολογιακού μήνα. Η τελική εκκαθάριση του εσόδου γίνεται την επομένη εργάσιμη της ημέρας άσκησης του δικαιώματος επαναγοράς ή επαναπώλησης.

Περιθώριο Ασφάλισης: Όλες οι ανοιχτές θέσεις σε συμβάσεις πώλησης μετοχών με σύμφωνο επαναγοράς αποτιμώνται καθημερινά σε ποσοστό επί της τιμής κλεισίματος της αντίστοιχης μετοχής στην υποκείμενη αγορά, που ορίζεται από το ΔΣ της ΕΤΕΣΕΠ ανά μετοχή. Η συνολική αξία τους συμψηφίζεται με τις απαιτήσεις περιθωρίου ασφάλισης που προκύπτουν από τυχόν θέσεις του επενδυτή σε άλλα παράγωγα προϊόντα. Οι απαιτήσεις περιθωρίου ασφάλισης επί των λογαριασμών εκκαθάρισης υπολογίζονται χρησιμοποιώντας το σύστημα περιθωρίου ασφάλισης του ΟΑΣΗΣ, RIVA.

Εισαγωγή / Εξαγωγή νέων μετοχών: Στην περίπτωση εισαγωγής νέων μετοχών στους δείκτες το ΧΑ και η ΕΤΕΣΕΠ έχουν το δικαίωμα να εισάγουν μια Σύμβαση Πώλησης Μετοχών με Σύμφωνο Επαναγοράς στη νέα μετοχή. Στην περίπτωση εξαγωγής μετοχής από τους δείκτες για οποιοδήποτε λόγο το ΧΑ και η ΕΤΕΣΕΠ έχουν το δικαίωμα να σταματήσουν την διαπραγμάτευση των Συμβάσεων Πώλησης Μετοχών με Σύμφωνο Επαναγοράς.

Υπολογισμός εσόδου για τον επενδυτή: Η ΕΤΕΣΕΠ αποδίδει τα έσοδα που της έχει αποφέρει ο δανεισμός των τίτλων στο τέλος κάθε μήνα, για όλες τις μετοχές που έχει δανεισθεί και βρίσκονται στη δεξαμενή της. Καθημερινά πριν την έναρξη της διαπραγμάτευσης, η ΕΤΕΣΕΠ καθορίζει την Ημερήσια Τιμή στην οποία θα αγοράζει (δανείζεται) τη μετοχή. Η τιμή αυτή είναι διαφορετική για κάθε μετοχή και προκύπτει από το σύνολο των μη διανεμηθέντων εσόδων, μέχρι την ημέρα εκείνη, διαιρούμενη με τον αριθμό των μετοχών που έχει δανεισθεί, συν 100 Ευρωλεπτά.

Συνοπτικά τα χαρακτηριστικά του προϊόντος αναφέρονται στον πίνακα που ακολουθεί:

Πίνακας 3.10. Χαρακτηριστικά Stock Repos

Προϊόν	Σύμβαση Πώλησης Μετοχών με Σύμφωνο Επαναγοράς (Stock Repos).
Διακανονισμός	Φυσική Παράδοση.
Μονάδα Διαπραγμάτευσης	Απλή Αγορά: 1. Αγορά Πακέτων: 100.
Μέγεθος Συμβολαίου	100 μετοχές.

Τιμή Συναλλαγών	Συσσωρευμένο έσοδο δανειστή μέχρι την προηγούμενη ημέρα σε ευρώλεπτά / μετοχή συν 100 ευρώλεπτά.
Ελάχ. Μέγεθος Μεταβολής Τιμής	0,01 ευρώλεπτά / μετοχή.
Όρια Τιμών	Δεν υπάρχουν.
Ώρες Συναλλαγής	10:45πμ με 4:15μμ.
Περιθώριο Ασφάλισης	Πιστωτικό για θέσεις σε άλλα παράγωγα προϊόντα.
Σύστημα Περιθωρίων Ασφάλισης	RIVA (Risk Valuation) ανά τελικό επενδυτή.
Αγοραστής	Μόνο η ΕΤΕΣΕΠ.
Πωλητές	Όλοι οι επενδυτές.
Όρια Θέσης	Το 5% επί του αριθμού των εισηγμένων για την ΕΤΕΣΕΠ και το 10% της μέγιστης θέσης της ΕΤΕΣΕΠ ανά επενδυτή.
Ημέρα υποχρεωτικής εξάσκησης	Η τελευταία εργάσιμη του Ιουνίου για τις σειρές του προηγούμενου έτους.
Ημερήσιο όριο εξάσκησης	0.03% του συνολικού αριθμού εισηγμένων
Φυσική Παράδοση	Την ημέρα T+5 για εξάσκηση δικαιώματος επαναγοράς από επενδυτή και την ημέρα T+1 για εξάσκηση του δικαιώματος επαναπώλησης από την ΕΤΕΣΕΠ.
Κανόνες Εισαγωγής στο Σύστημα Διαπραγμάτευσης	Διαπραγματεύεται πάντα μία σειρά ανά υποκείμενο με τελευταία ημέρα διαπραγμάτευσης την τελευταία εργάσιμη κάθε ημερολογιακού έτους. Η νέα σειρά εισάγεται την πρώτη εργάσιμη κάθε νέου έτους.
Κόστος συναλλαγών	2% του μηνιαίου εσόδου του δανειστή.
Παροχείς Πληροφοριών	Reuters LEND.AT+F3 Euroamerican <symbol> SL02a

Πηγή: Αγορά Παραγώγων Χρηματιστηρίου Αθηνών 2004

3.12. Σύμβαση Αγοράς Μετοχών με Σύμφωνο Επαναπώλησης (Stock Reverse Repos)

Είναι μια σύμβαση δανεισμού μετοχών μεταξύ του επενδυτή (δανειζόμενος - αγοραστής) και της ΕΤΕΣΕΠ (δανειστής - πωλητής). Οι δανειζόμενοι παραλαμβάνουν μετοχές από την ΕΤΕΣΕΠ με αντάλλαγμα την καταβολή τόκων ημερήσια, για το χρονικό διάστημα που έχουν στην κατοχή τους τις μετοχές. Τα έσοδα από όλες τις συμβάσεις αυτού του είδους εισπράττονται από την ΕΤΕΣΕΠ και μέρος αυτών αποδίδονται στους ιδιοκτήτες των μετοχών. Η ΕΤΕΣΕΠ παρακρατά ως αμοιβή το 2% των διανεμομένων εσόδων.

Χαρακτηριστικά προϊόντος

Τύπος Συμβολαίου: Σύμβαση αγοράς μετοχών από την ΕΤΕΣΕΠ με Σύμφωνο Επαναπώλησης. Η ΕΤΕΣΕΠ έχει το δικαίωμα επαναγοράς των μετοχών. Ο αγοραστής έχει το δικαίωμα επαναπώλησης των μετοχών.

Υποκείμενη Αξία: Οι μετοχές που καθορίζονται από την Αγορά Παραγώγων. Σήμερα είναι ενταγμένες στα Stock Reverse repos 80 μετοχές.

Μέγεθος Συμβολαίου: Το μέγεθος του συμβολαίου είναι 100 μετοχές.

Τιμές Συναλλαγής: Οι τιμές συναλλαγής είναι υπό μορφή επί τοις εκατό ετησίων επιτοκίων.

Κατώτατο Όριο Μεταβολής Τιμής: 0,01%.

Σειρές: Διαπραγματεύεται πάντοτε μία σειρά με τελευταία ημέρα διαπραγμάτευσης και ημέρα λήξης αυτής την τελευταία εργάσιμη ημέρα κάθε ημερολογιακού έτους. Εφόσον, σύμφωνα με τους κανόνες αναπροσαρμογής λόγω εταιρικής πράξης, όπως αυτοί επισυνάπτονται στο Παράρτημα Β, η ΕΤΕΣΕΠ προβεί σε αναπροσαρμογή των δικαιωμάτων και υποχρεώσεων, παύει η διαπραγμάτευση της υφισταμένης σειράς και εισάγεται νέα σειρά από την ημέρα της εταιρικής πράξης. Οι παλιές σειρές συνεχίζουν να εκκαθαρίζονται κανονικά.

Μετακύλιση Θέσεων - Ανανέωση: Για τη μετακύλιση θέσης στις συμβάσεις αγοράς με σύμφωνο επαναπώλησης (Stock Borrowing) και μόνο εφόσον υπολείπονται λιγότερο από 10 εργάσιμες ημέρες μέχρι τη συμπλήρωση εξαμήνου από την ημέρα κατάρτισης της αρχικής σύμβασης ακολουθείται η εξής διαδικασία:

- i. Το Μέλος Εκκαθάρισης Παραγώγων, πελάτης του οποίου επιθυμεί μετακύλιση θέσης, ενημερώνει γραπτώς την ΕΤΕΣΕΠ για τα στοιχεία της θέσης.
- ii. Το Μέλος Διαπραγμάτευσης Παραγώγων, εισάγει στο σύστημα εντολές εξάσκησης των συμβολαίων που απαρτίζουν την μετακυλούμενη θέση. Η ΕΤΕΣΕΠ εισάγει πράξη βάσει της οποίας ο επενδυτής αγοράζει από την ΕΤΕΣΕΠ ισόποσα και ομοειδή συμβόλαια και μέχρις αυτών που το Μέλος εντέλει την εξάσκηση τους, σε τιμή ίση με την χαμηλότερη τιμή εντολής της ΕΤΕΣΕΠ για την ίδια σειρά κατά την ίδια ημέρα. Η πράξη αυτή δεν επηρεάζει τις εντολές πώλησης που έχει εισάγει η ΕΤΕΣΕΠ στο σύστημα διαπραγμάτευσης. Σε περίπτωση που δεν υπήρξε καμία εντολή της ΕΤΕΣΕΠ για την ίδια σειρά κατά την ίδια ημέρα, λόγω χαμηλής διαθεσιμότητας

μετοχών, η ΕΤΕΣΕΠ εισάγει τη πράξη σε τιμή ίση με το εκάστοτε οριζόμενο δικαιπρακτικό επιτόκιο.

Ώρες Συναλλαγών: 10:45 με 16:15.

Συναλλαγές: Οι σειρές διαπραγματεύονται μέσω του ηλεκτρονικού συστήματος διαπραγμάτευσης ΟΑΣΗΣ. Οι εντολές και οι συναλλαγές είναι ανώνυμες για όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά.

Αγοραστής: Επενδυτής με κωδικό διαπραγμάτευσης και εκκαθάρισης σε παράγωγα.

Πωλητής: Μοναδικός πωλητής είναι η ΕΤΕΣΕΠ.

Εντολές Πώλησης: Η ΕΤΕΣΕΠ εισάγει εντολές πώλησης σε τιμές και για αριθμό συμβολαίων που καθορίζονται από τον "Αλγόριθμο Ποσοστών Διάθεσης και Επιτοκίων». Η ΕΤΕΣΕΠ δύναται να μεταβάλλει την ποσότητα των συμβολαίων (αυξητικά ή μειωτικά) λαμβάνοντας υπόψη τα ενδοημερήσια δεδομένα εξασκήσεων και συναλλαγών στα προϊόντα Stock Repos και Stock Reverse Repos.

Εντολές Αγοράς: Τα Μέλη της Αγοράς Παραγώγων του ΧΑ εισάγουν εντολές αγοράς στην εκάστοτε τιμή συναλλαγών που καθορίζεται από τον "Αλγόριθμο Ποσοστών Διάθεσης και Επιτοκίων» για αριθμό συμβολαίων που συνολικά δε μπορεί να υπερβαίνει τη μέγιστη ποσότητα του ανεκτέλεστου μέρους της εντολής πώλησης της ΕΤΕΣΕΠ.

Όρια Θέσεως: Η ανοιχτή θέση της ΕΤΕΣΕΠ ανά μετοχή δεν μπορεί να υπερβεί ποτέ το 5% του συνολικού αριθμού των εισηγμένων μετοχών της αντίστοιχης εκδότριας εταιρίας.

Σύστημα Εκκαθάρισης: Οι συναλλαγές που είναι αποδεκτές για εκκαθάριση εκκαθαρίζονται μέσω του συστήματος ΟΑΣΗΣ. Οι υποχρεώσεις εκκαθάρισης των λογαριασμών εκκαθάρισης που απορρέουν από τις συναλλαγές, αποστέλλονται στα μέλη, μετά το κλείσιμο των συναλλαγών (ημέρα T+0).

Μέθοδος Εκκαθάρισης: Φυσική παράδοση. Η παράδοση των μετοχών από την ΕΤΕΣΕΠ στον αγοραστή γίνεται με ηλεκτρονική μεταφορά της υποκείμενης μετοχής από τη μερίδα της ΕΤΕΣΕΠ στη μερίδα του αγοραστή σύμφωνα με τον Κανονισμό του ΣΑΤ του ΚΑΑ.

Ημέρα Παράδοσης των Μετοχών στον Αγοραστή: Το αργότερο, η επομένη εργάσιμη της ημέρας συναλλαγής (T+1).

Άσκηση Δικαιώματος Επαναπώλησης ή Επαναγοράς: Ο αγοραστής ή η ΕΤΕΣΕΠ μπορούν να ασκήσουν τα δικαιώματα επαναπώλησης ή επαναγοράς αντίστοιχα, οποιαδήποτε εργάσιμη ημέρα μέσω του συστήματος διαπραγμάτευσης. Η άσκηση

του σχετικού δικαιώματος μπορεί να γίνει από την έναρξη της συνεδρίασης μέχρι και μισή ώρα μετά την λήξη της. Ανάκληση της άσκησης επιτρέπεται μέχρι και μισή ώρα μετά την λήξη της συνεδρίασης. Η ΕΤΕΣΕΠ ασκεί υποχρεωτικά το δικαίωμα επαναγοράς την τελευταία εργάσιμη ημέρα πριν τη συμπλήρωση εξαμήνου από την ημέρα κατάρτισης της σύμβασης. Η άσκηση του δικαιώματος επαναγοράς από την ΕΤΕΣΕΠ λόγω αντιστοίχων ασκήσεων επαναγοράς από τους αρχικούς πωλητές μετοχών στο προϊόν Stock Repos γίνεται με βάση τον χρόνο σύναψης της σύμβασης ξεκινώντας από την παλαιότερη.

Ημέρα Παράδοσης των Μετοχών στην ΕΤΕΣΕΠ: Αν ο αγοραστής ασκήσει το δικαίωμα επαναπώλησης, οι μετοχές θεωρούνται ληφθείσες την ημέρα άσκησης (T+0). Αν η ΕΤΕΣΕΠ ασκήσει το δικαίωμα επαναγοράς, οι μετοχές θεωρούνται ληφθείσες την τέταρτη εργάσιμη μετά την ημέρα άσκησης (T+4).

Εκκαθάριση του Ημερήσιου Τιμήματος: Η εκκαθάριση ημερήσιου τιμήματος γίνεται σε καθημερινή βάση. Το πρωί κάθε ημέρας συναλλαγών πληρώνεται από τον αγοραστή το κόστος για όλες τις ημερολογιακές ημέρες που έχουν μεσολαβήσει από την προηγούμενη ημέρα συναλλαγών.

Περιθώριο Ασφάλισης: Όλες οι ανοιχτές θέσεις σε συμβάσεις αγοράς μετοχών με σύμφωνο επαναπώλησης αποτιμούνται καθημερινά σε ποσοστό επί της τιμής κλεισίματος της αντίστοιχης μετοχής στην υποκείμενη αγορά, που ορίζεται από το ΔΣ της ΕΤΕΣΕΠ, ανά μετοχή. Η συνολική αξία τους συμψηφίζεται με τις απαιτήσεις περιθωρίου ασφάλισης που προκύπτουν από τυχόν θέσεις του επενδυτή σε άλλα παράγωγα προϊόντα. Οι απαιτήσεις περιθωρίου ασφάλισης επί των λογαριασμών εκκαθάρισης υπολογίζονται χρησιμοποιώντας το σύστημα περιθωρίου ασφάλισης του ΟΑΣΗΣ, RIVA.

Εισαγωγή / Εξαγωγή νέων μετοχών: Στην περίπτωση εισαγωγής νέων μετοχών στους δείκτες η Αγορά Παραγώγων του ΧΑ και η ΕΤΕΣΕΠ έχουν το δικαίωμα να εισάγουν μια Σύμβαση Αγοράς Μετοχών με Σύμφωνο Επαναπώλησης στη νέα μετοχή. Στην περίπτωση εξαγωγής μετοχής από τους δείκτες για οποιοδήποτε λόγο η Αγορά Παραγώγων του ΧΑ και η ΕΤΕΣΕΠ έχουν το δικαίωμα να σταματήσουν την διαπραγματεύση των Συμβάσεων Αγοράς Μετοχών με Σύμφωνο Επαναπώλησης.

Συνοπτικά τα χαρακτηριστικά του προϊόντος αναφέρονται στον πίνακα που ακολουθεί:

3.13. Σύμβαση Επαναγοράς (Repurchase Agreement - RA)

Είναι μια σύμβαση δανεισμού μετοχών μεταξύ του επενδυτή (δανειστής - πωλητής) και ενός Ειδικού Διαπραγματευτή (δανειζόμενος - αγοραστής). Οι δανειστές παραδίδουν μετοχές που βρίσκονται σε καθεστώς ειδικής διαπραγμάτευσης στον Ειδικό Διαπραγματευτή με αντάλλαγμα κέρδος από τόκους που θα τους αποδώσει ο δανειζόμενος. Οι μετοχές αυτές παραμένουν φυσικά στο Λογαριασμό Αξιών της μερίδας του μετόχου. Το μέγεθος του συμβολαίου για το προϊόν RA είναι 100 μετοχές, και εκπροσωπεί τον αριθμό που πωλεί ο πωλητής (μέτοχος) και αγοράζει ο αγοραστής (Ειδικός Διαπραγματευτής μετοχών). Η μέγιστη διάρκεια του συμβολαίου είναι 6 μήνες από την ημέρα κατάρτισης της συναλλαγής (ημέρα συναλλαγής).

Χαρακτηριστικά Προϊόντος

Τύπος Συμβολαίου: Σύμβαση πώλησης μετοχών με δικαίωμα των συμβαλλομένων Επαναγοράς ή Επαναπώλησης.

Υποκείμενη Αξία: Μετοχές εταιρειών που έχουν εισαχθεί στο Χ.Α.

Μέγεθος Συμβολαίου: Το μέγεθος του συμβολαίου είναι 100 μετοχές.

Τιμές Συναλλαγής: Οι τιμές συναλλαγής είναι υπό μορφή % ετησίων επιτοκίων.

Κατώτατο Όριο Μεταβολής Τιμής: 0,01%

Ημέρες Λήξης: Οι συμβάσεις, εάν δεν ασκηθεί το δικαίωμα επαναπώλησης ή επαναγοράς, λήγουν καθημερινά και ανανεώνονται αυτόματα.

Ωρες Συναλλαγών: 10:45 με 16:15. Εάν για οποιοδήποτε λόγο παύσει η διαπραγμάτευση της υποκείμενης μετοχής, αναστέλλεται και η διαπραγμάτευση του παραγώγου.

Συναλλαγές: Οι σειρές διαπραγματεύονται μέσω του ηλεκτρονικού συστήματος διαπραγμάτευσης ΟΑΣΗΣ.

Σειρές: Διαπραγματεύεται πάντοτε μία σειρά με τελευταία ημέρα διαπραγμάτευσης την τελευταία εργάσιμη ημέρα κάθε ημερολογιακού έτους.

Σύστημα Εκκαθάρισης: Οι συναλλαγές που είναι αποδεκτές για εκκαθάριση εκκαθαρίζονται μέσω του συστήματος ΟΑΣΗΣ. Οι υποχρεώσεις εκκαθάρισης των λογαριασμών εκκαθάρισης που απορρέουν από τις συναλλαγές, γνωστοποιούνται ηλεκτρονικά στα Μέλη μετά το κλείσιμο των συναλλαγών (ημέρα T+0).

Μέθοδος Εκκαθάρισης: Φυσική παράδοση. Η παράδοση των υποκείμενων μετοχών από τον πωλητή στον αγοραστή γίνεται με ηλεκτρονική μεταφορά τους από τη μερίδα του πωλητή στη μερίδα του αγοραστή σύμφωνα με τις κείμενες διατάξεις.

Ημέρα Παράδοσης των Μετοχών στον Αγοραστή: Το αργότερο, η επομένη εργάσιμη της ημέρας συναλλαγής (T+1).

Άσκηση Δικαιώματος Επαναπώλησης ή Επαναγοράς: Ο αγοραστής ή ο πωλητής ή η ΕΤΕΣΕΠ μπορούν να ασκήσουν τα δικαιώματα επαναπώλησης ή επαναγοράς αντίστοιχα, οποιαδήποτε εργάσιμη ημέρα μέσω του συστήματος διαπραγμάτευσης. Η άσκηση του σχετικού δικαιώματος μπορεί να γίνει από την έναρξη της συνεδρίασης εντός των ωρών συναλλαγών.

Ημέρα Παράδοσης των Μετοχών από άσκηση δικαιώματος: Αν ο αγοραστής ασκήσει το δικαίωμα επαναπώλησης, η κυριότητα των μετοχών μεταβιβάζεται την ίδια ημέρα (T+0), ενώ οι μετοχές μεταβιβάζονται στη μερίδα του πωλητή την επόμενη εργάσιμη ημέρα (T+1), πριν την έναρξη της συνεδρίασης. Αν ο πωλητής ασκήσει το δικαίωμα επαναγοράς, η κυριότητα των μετοχών μεταβιβάζεται τέσσερις εργάσιμες ημέρες μετά την ημέρα άσκησης (T+4), ενώ οι μετοχές μεταβιβάζονται στη μερίδα του πωλητή την πέμπτη εργάσιμη ημέρα μετά την ημέρα άσκησης (T+5), πριν την έναρξη της συνεδρίασης.

Εκκαθάριση του Ημερήσιου Τιμήματος: Η εκκαθάριση ημερήσιου τιμήματος γίνεται σε καθημερινή βάση. Το πρωί κάθε ημέρας συναλλαγών πληρώνεται από τον αγοραστή το κόστος για όλες τις ημερολογιακές ημέρες που έχουν μεσολαβήσει από την προηγούμενη ημέρα συναλλαγών.

Περιθώριο Ασφάλισης: Όλες οι ανοιχτές θέσεις σε συμβάσεις αγοράς μετοχών με σύμφωνο επαναπώλησης υπόκεινται σε περιθώρια ασφάλισης. Το περιθώριο ασφάλισης υπολογίζεται ως ποσοστό της επίσημης τιμής κλεισίματος της υποκείμενης μετοχής. Οι απαιτήσεις περιθωρίου ασφάλισης επί των λογαριασμών εκκαθάρισης υπολογίζονται χρησιμοποιώντας το σύστημα περιθωρίου ασφάλισης του ΟΑΣΗΣ, RIVA.

Συνοπτικά τα χαρακτηριστικά του προϊόντος αναφέρονται στον πίνακα που ακολουθεί:

Πίνακας 3.12. Χαρακτηριστικά Σύμβασης Επαναγοράς

Προϊόν	Σύμβαση Επαναγοράς.
Διακανονισμός	Φυσική Παράδοση.
Μονάδα Διαπραγμάτευσης	Απλή Αγορά: 1. Αγορά Πακέτων: 100.
Μέγεθος Συμβολαίου	100 μετοχές.
Τιμή Συναλλαγών	Ετήσιο επιτόκιο (%).

Ελάχιστο Μέγεθος Μεταβολής Τιμής	0,01%.
Όρια Τιμών	Δεν υπάρχουν.
Ώρες Συναλλαγής	10:45πμ με 4:15μμ.
Σύστημα Περιθωρίων Ασφάλισης	RIVA (Risk Valuation) ανά τελικό επενδυτή.
Αγοραστές	Ειδικοί Διαπραγματευτές.
Πωλητές	Όλοι οι επενδυτές.
Όρια Θέσης	Δεν υπάρχουν.
Ημέρα υποχρεωτικής εξάσκησης	6 μήνες μετά την ημερομηνία συναλλαγής.
Φυσική Παράδοση	Το αργότερο, η επομένη εργάσιμη της ημέρας συναλλαγής (T+1).
Κανόνες Εισαγωγής στο Σύστημα Διαπραγμάτευσης	Διαπραγματεύεται πάντα μία σειρά με τελευταία ημέρα διαπραγμάτευσης την τελευταία εργάσιμη κάθε ημερολογιακού έτους. Η νέα σειρά εισάγεται την πρώτη εργάσιμη κάθε νέου έτους.
Κόστος συναλλαγών	Τόκους που αποδίδει ο δανειζόμενος.

Πηγή: Αγορά Παραγώγων Χρηματιστηρίου Αθηνών 2004

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4. Η ΘΕΣΗ ΚΑΙ Η ΠΡΟΟΠΤΙΚΗ ΤΗΣ

ΑΓΟΡΑΣ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

4.1. Εισαγωγή

Στα πλαίσια της εξέτασης της θέσης αλλά και ης προοπτικής της Αγοράς Παραγώγων του ΧΑ, διεξήχθη έρευνα με σκοπό να διερευνηθεί:

- Η προοπτική της αγοράς παραγώγων, και επιπλέον,
- κατά πόσο έχει γίνει κατανοητός ο ρόλος της στους πάσης φύσεως επενδυτές.

Έγινε προσπάθεια ν' αντληθούν:

- Συμπεράσματα ως προς τη θεώρηση που έχουν οι εταιρίες και οι ιδιώτες επενδυτές για την Αγορά Παραγώγων του ΧΑ και κατά πόσο μπορούν να εκμεταλλευτούν τα οφέλη και τα εργαλεία διασφάλισης κινδύνου που τους διατίθενται.
- Στοιχεία από τα οποία θα ήταν δυνατόν να καταδειχθεί εάν η πορεία εξέλιξης της Αγοράς Παραγώγων στην Ελλάδα ακολουθεί παράλληλη διαδρομή με εκείνη που εμφανίζεται στο εξωτερικό.

Στόχος ήταν να εκτιμηθεί εάν στο άμεσο μέλλον έχουμε και στην Ελλάδα βήματα εξέλιξης στην αντιστάθμιση κινδύνου παρόμοια με εκείνα που έχουν καταγραφεί στις προηγμένες χώρες της Ευρώπης της Αμερικής και της Ασίας. Ακόμη έγινε προσπάθεια να καταγραφούν οι παράγοντες, που επηρεάζουν τις αποφάσεις και τις προτεραιότητες των επενδυτών στον τομέα της διασφάλισης των επενδύσεων καθώς και ο τρόπος που ο παράγων «ανθρώπινο δυναμικό» επηρεάζει την λήψη των αποφάσεων αυτών.

Ως πηγές άντλησης των απαραίτητων στοιχείων χρησιμοποιήθηκαν σχετική με το θέμα βιβλιογραφία, δημοσιευμένα στοιχεία του Χρηματιστηρίου Αθηνών και της Αγοράς Παραγώγων, δημοσιεύματα και αναφορές και, τέλος, ερωτηματολόγιο για την άντληση πρωτογενών στοιχείων. Το ερωτηματολόγιο απευθύνθηκε στις Τράπεζες και στις Χρηματιστηριακές εταιρίες που λειτουργούν στην Ελλάδα και είναι μέλη της Αγοράς Παραγώγων του Χρηματιστηρίου Αθηνών και συμπεριλήφθηκαν θέματα με σκοπό την διερεύνηση των:

- Κριτηρίων επένδυσης των επενδυτών στην αγορά των παραγώγων προϊόντων.
- Κριτηρίων απόσυρσης του ενδιαφέροντός τους από την αγορά.

- Γνώσεων και εμπειριών που απέκτησαν ή θέλουν ν' αποκτήσουν.
- Τυχόν εμποδίων κατά την δραστηριοποίησή τους και τρόπων αντιμετώπισης των εμποδίων αυτών.
- Νέων προϊόντων που θα μπορούσαν να εισαχθούν στην αγορά.

Το ερωτηματολόγιο που τέθηκε υπόψη των αρμοδίων στελεχών των διαφόρων εταιρειών για συμπλήρωση καθώς και για παράθεση των απόψεών τους παρατίθεται στο Παράρτημα ΙΙ. Το ερωτηματολόγιο εστάλη ηλεκτρονικά (με e-mail) σε όλες τις εταιρίες μέλη της Αγοράς Παραγωγών και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. Λόγω του ελαχίστου αριθμού απαντήσεων εστάλη εκ νέου ηλεκτρονικά. Με την νέα αποστολή δεν σημειώθηκε καμία πρόοδος. Για τον λόγο αυτόν επιδιώχθηκαν συναντήσεις με τους αρμόδιους των εταιριών και λήφθηκαν απαντήσεις με το σύστημα της προσωπικής συνέντευξης. Ακόμα λήφθηκαν απαντήσεις με συνέντευξη μέσω τηλεφώνου. Μερικές εταιρίες θεώρησαν ότι τα ζητούμενα στοιχεία είναι εμπιστευτικά και δεν θέλησαν να δώσουν καμία απάντηση. Τελικά το ερωτηματολόγιο το συμπλήρωσαν 12 εταιρίες σε σύνολο 69, αλλά και αυτές ζήτησαν να κρατηθούν τα στοιχεία απόλυτα εμπιστευτικά.

Το δείγμα μπορεί να θεωρηθεί αξιόπιστο καθόσον οι απαντήσεις των αντιπροσωπεύουν το 17,4% του συνόλου των εταιριών Μελών της Αγοράς Παραγωγών στην Ελλάδα.

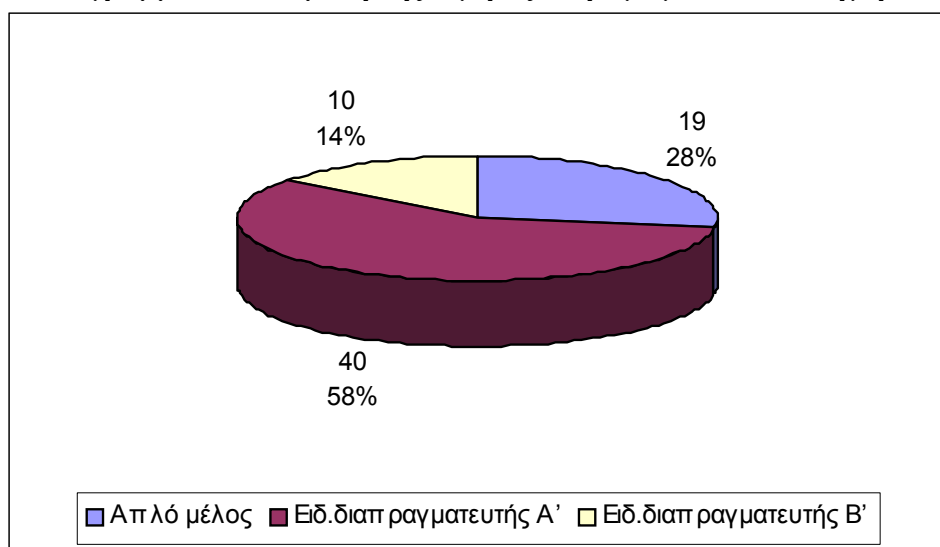
4.2. Εξέταση αποτελεσμάτων και εξαγωγή συμπερασμάτων

Τ' αποτελέσματα που προέκυψαν από την έρευνα περιγράφονται αναλυτικά παρακάτω και είναι τα ακόλουθα:

Πίνακας 4.1. Μέλη της Αγοράς Παραγωγών (2004)	
Απλό μέλος	19
Ειδικός Διαπραγματευτής Α'	40
Ειδικός Διαπραγματευτής Β'	10

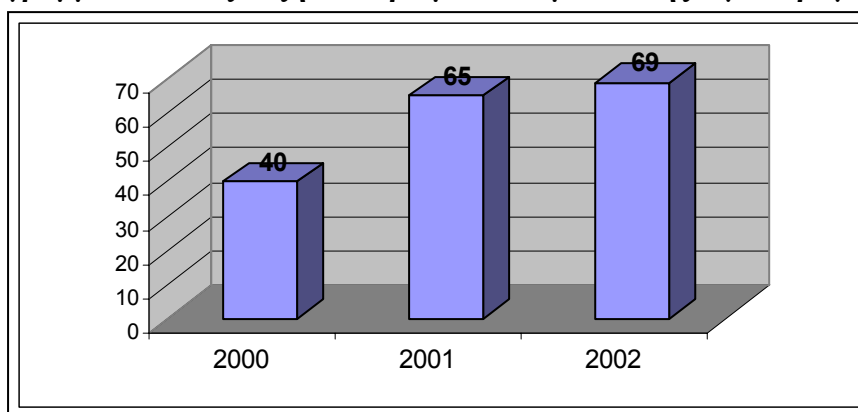
Πηγή: Αγορά Παραγωγών ΧΑ 2004

Διάγραμμα 4.1. Τα μέλη της Αγοράς Παραγώγων ανά κατηγορία



Πηγή: Μ. Τσίγκρης, Έρευνα Διπλωματικής 2004

Διάγραμμα 4.2. Η εξέλιξη του αριθμού των μελών της Αγ. Παραγώγων



Πηγή: Μ. Τσίγκρης, Έρευνα Διπλωματικής 2004

Το μεγαλύτερο ποσοστό (86%) των εμπλεκόμενων εταιριών στην Αγορά Παραγώγων έχουν αναλάβει καθήκοντα Ειδικού Διαπραγματευτή. Επίσης καθήκοντα Ειδικού διαπραγματευτή Β' έχουν αναλάβει 10 εταιρίες (ποσοστό 28%). Από αυτά συμπεραίνεται ότι:

- Οι εταιρίες έχουν την διάθεση αλλά και την δυνατότητα να στηρίξουν την αγορά,
- πιστεύουν ότι η αγορά έχει δυναμική ανάπτυξης, και
- προσδοκούν την αποκόμιση σημαντικών κερδών.

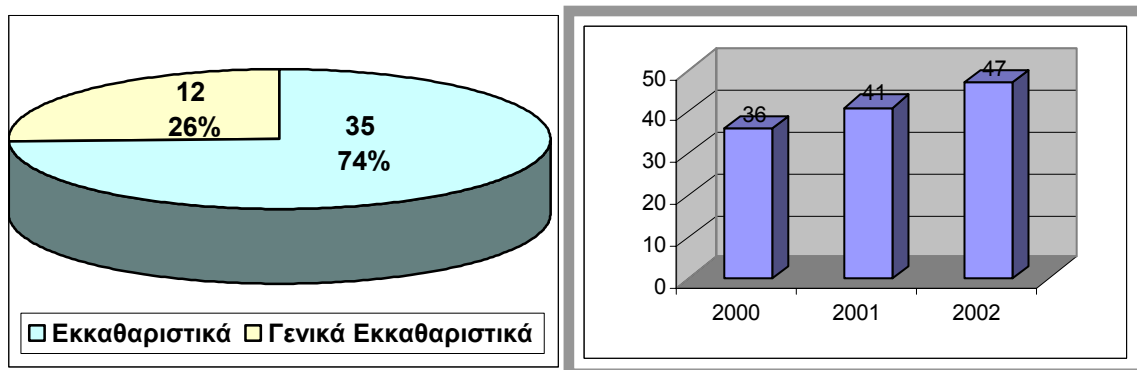
Ο ρυθμός αύξησης των εταιριών μελών δείχνει ότι λίγες πλέον εταιρίες βρίσκονται εκτός αγοράς. Σημειώνεται ότι δύο εταιρίες έχουν αποχωρήσει λόγω αδυναμίας κάλυψης του κόστους που συνεπάγεται η παραμονή τους στην Αγορά. Η τάση είναι

να παραμείνει ο αριθμός αυτός των μελών και με πιθανότητα μείωσης εάν τα έσοδα από τα συμβόλαια δεν καλύψουν, μεσοπρόθεσμα, το κόστος.

Πίνακας 4.2. Μέλη ΕΤΕΣΕΠ (2002)	
Μη εκκαθαριστικά	0
Εκκαθαριστικά	35
Γενικά εκκαθαριστικά	12

Πηγή: Αγορά Παραγώγων ΧΑ 2004

Διάγραμμα 4.3. Τα μέλη της ΕΤΕΣΕΠ και η εξέλιξη τους (2002)



Πηγή: Αγορά Παραγώγων ΧΑ 2004

Πηγή: Αγορά Παραγώγων ΧΑ 2004

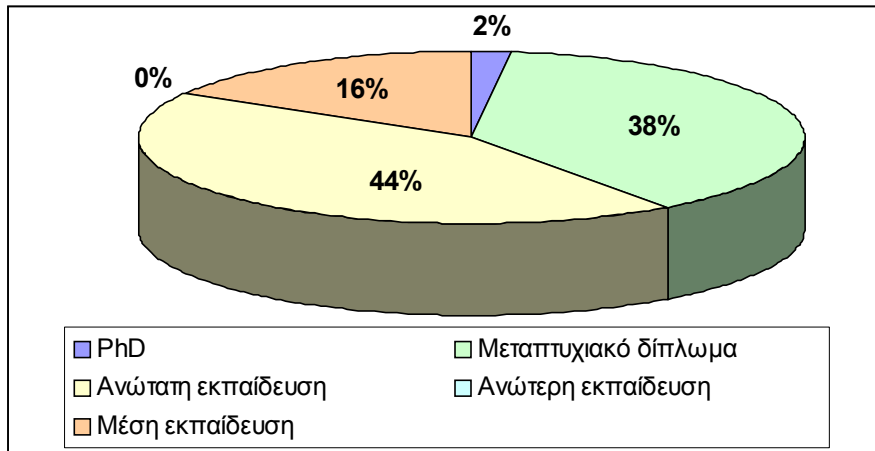
Από τις 69 εταιρίες μέλη της Αγοράς Παραγώγων 47 (ποσοστό 68%) είναι και μέλη της ΕΤΕΣΕΠ με τάση αύξησης τους ώστε τελικά όλες οι εταιρίες μέλη της Αγοράς Παραγώγων να είναι και μέλη της ΕΤΕΣΕΠ.

Τα στοιχεία ενισχύουν τα συμπεράσματα που αναφέρθηκαν προηγουμένως ως προς την σοβαρότητα με την οποία αντιμετωπίζουν την Αγορά Παραγώγων και τις προσδοκίες που έχουν από αυτήν.

Πίνακας 4.3. Επίπεδο εκπαίδευσης απασχολούμενων με την Αγορά Παραγώγων (2004)	
Διδακτορικό (PhD)	1
Μεταπτυχιακό δίπλωμα (Msc)	21
Ανώτατη εκπαίδευση	24
Ανώτερη εκπαίδευση	0
Μέση εκπαίδευση	9

Πηγή: Μ. Τσίγκρης, Έρευνα Διπλωματικής 2004

Διάγραμμα 4.4.
Επίπεδο εκπαίδευσης απασχολούμενων στην ΑΠ (2004)



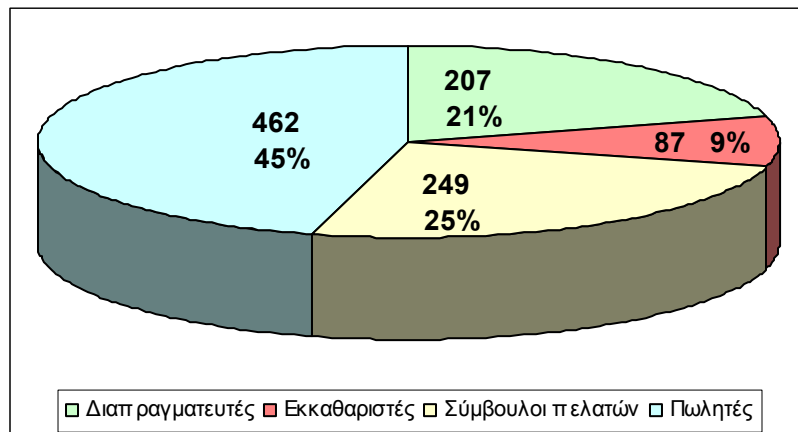
Πηγή: Μ. Τσίγκρης, Έρευνα Διπλωματικής 2004

Το επίπεδο εκπαίδευσης των απασχολούμενων στην Αγορά Παραγωγών μπορεί να χαρακτηριστεί υψηλό. Παρατηρείται ότι υπάρχει έλλειψη στελεχών με διδακτορικό στα Παράγωγα, ενώ είναι μεγάλο το ποσοστό των εργαζόμενων με μεταπτυχιακό δίπλωμα (38%) το οποίο προσεγγίζει το ποσοστό αυτών που κατέχουν πτυχίο Πανεπιστημιακής εκπαίδευσης (44%). Επιπλέον το ποσοστό αυτών που έχουν απολυτήριο Μέσης εκπαίδευσης είναι μικρό (16%) και δικαιολογείται με την έννοια ότι οι εταιρίες προσπάθησαν να καλύψουν το νέο αντικείμενο και με ήδη εργαζόμενους στην εταιρία.

Πίνακας 4.4. Απασχολούμενοι στην αγορά παραγωγών κατά δραστηριότητα (2004)		
Διαπραγματευτές	207	21%
Εκκαθαριστές	87	9%
Σύμβουλοι Πελατών για παράγωγα προϊόντα	249	25%
Πωλητές παραγωγών και μετοχών	462	45%
Σύνολο	1005	100%

Πηγή: Αγορά Παραγωγών ΧΑ 2004

Διάγραμμα 4.5. Απασχολούμενοι στην Αγορά Παραγώγων κατά δραστηριότητα (2004)



Πηγή: Αγορά Παραγώγων ΧΑ 2004

Η κατανομή των εργαζομένων στα παράγωγα όπως απεικονίζεται στον παραπάνω πίνακα δείχνει ότι:

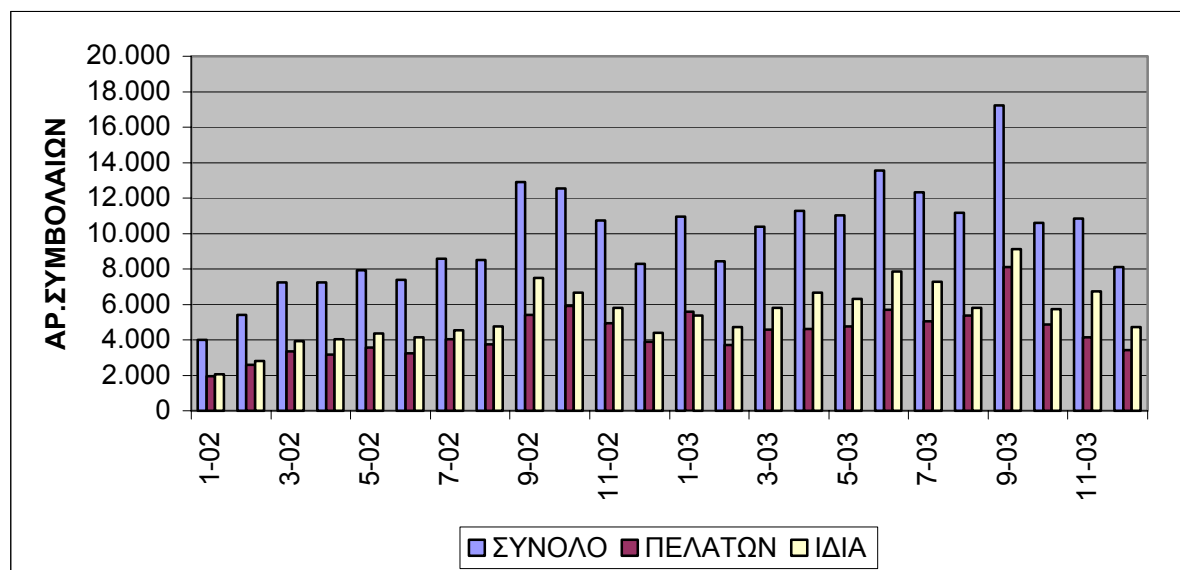
- Αρκετός αριθμός εργαζομένων (294 – 46%) έχει παρακολουθήσει επιτυχώς τα σεμινάρια της Αγοράς Παραγώγων του ΧΑ και έχει πιστοποιηθεί από αυτήν ως «διαπραγματευτές» και ως «εκκαθαριστές». Με δεδομένο τον βαθμό δυσκολίας των σεμιναρίων, θεωρείται ότι στην αγορά αρκετοί εργαζόμενοι έχουν σημαντικό υπόβαθρο και εξειδίκευση.
- Από τον αριθμό των εκκαθαριστών προκύπτει ότι κατά μέσο όρο η κάθε εταιρία μέλος της ΕΤΕΣΕΠ έχει δύο εκκαθαριστές.
- Οι εταιρίες μέλη της ΑΠ δίνουν μεγάλη σημασία στην προσέλκυση πελατείας και απασχολούν ένα μεγάλο μέρος του προσωπικού τους στον τομέα αυτόν. Από την έρευνα προέκυψε ότι όλοι σχεδόν οι απασχολούμενοι σαν σύμβουλοι πελατών και πωλητές καλύπτουν και την αγορά μετοχών και την αγορά Παραγώγων του ΧΑ.

Σχέση συναλλαγών πελατών και συναλλαγών για ίδιο λογαριασμό

Από τα σχεδιαγράμματα που παρατίθενται παρατηρείται ότι η σχέση συμβολαίων για λογαριασμό πελατών προς τα συμβόλαια για ίδιο λογαριασμό μεταβάλλεται από το είδος του προϊόντος (future – option) και από το υποκείμενο προϊόν (δείκτης – μετοχή). Επιπλέον η αναλογία τους εξαρτάται και από την χρονική συγκυρία των συμβολαίων.

Συγκεκριμένα:

Διάγραμμα 4.6. Σχέση συναλλαγών πελατών – για ίδιο λογαριασμό στα FTSE/ASE 20 INDEX FUTURES 2002 - 2003



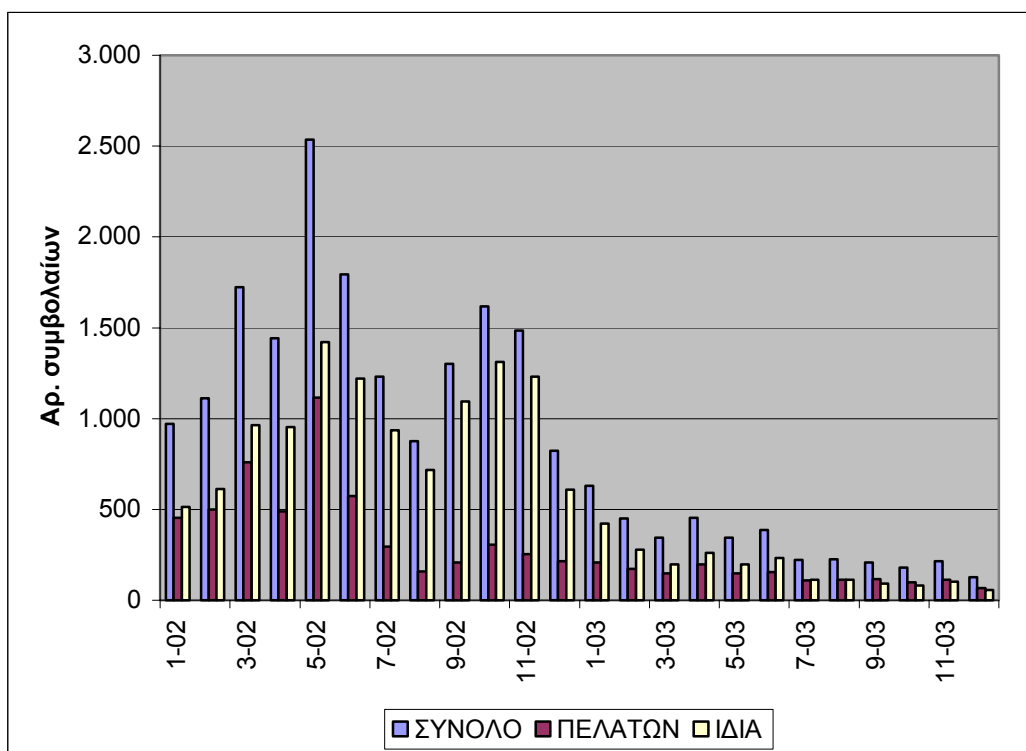
Πηγή: Μ. Τσίγκρης, Έρευνα Διπλωματικής 2004

ΣΜΕ FTSE/ASE-20

Μεγαλύτερος όγκος συμβολαίων υπήρξε τον Σεπτέμβριο 2003, μήνας κατά τον οποίο ο υποκείμενος δείκτης (FTSE/ASE-20) παρουσίασε σημαντική πτώση από τις 1130 μονάδες στις 1000 μονάδες. Τα συμβόλαια που έγιναν ήταν 8.091 για λογαριασμό πελατών και 9.123 για ίδιο λογαριασμό (σύνολο 17.214 συμβόλαια). Τα επόμενα μέγιστα συνέβησαν κατά σειρά τους μήνες Σεπτέμβριο 2002, Οκτώβριο 2002 και Ιούλιο 2003 κατά τους οποίους διενεργήθηκαν συνολικά 12.897, 12.549 και 12.318 συμβόλαια αντίστοιχα εκ των οποίων 5.417, 5.898 και 5.050 ήταν για λογαριασμό πελατών και 7.480, 6.651 και 7.268 για ίδιο λογαριασμό αντίστοιχα. Κατά τον μήνα Σεπτέμβριο 2002 υπήρξε μεγάλη πτώση του υποκείμενου δείκτη από τις 1085 στις 895 μονάδες, κατά τον μήνα Οκτώβριο 2002 ο δείκτης κινήθηκε μεταξύ των 925 και των 870 μονάδων, ενώ τον Ιούλιο 2003 παρουσίασε σημαντική αύξηση από τις 925 έως τις 1095 μονάδες. Τα συμβόλαια για ίδιο λογαριασμό υπερτερούν ελαφρά των συμβολαίων για λογαριασμό πελατών με μέσο ποσοστό κατά την διετία 2002 – 2003 55% προς 45% αντίστοιχα.

Από τα παραπάνω συμπεραίνεται ότι μεγάλοι όγκοι σημειώνονται όταν υπάρχει έντονη προσδοκία ότι η αγορά θα κινηθεί βίαια προς κάποια κατεύθυνση, ανοδικά ή πτωτικά.

Διάγραμμα 4.7. Σχέση συναλλαγών πελατών – για ίδιο λογαριασμό στα FTSE/ASE Mid 40 INDEX FUTURES 2002 - 2003

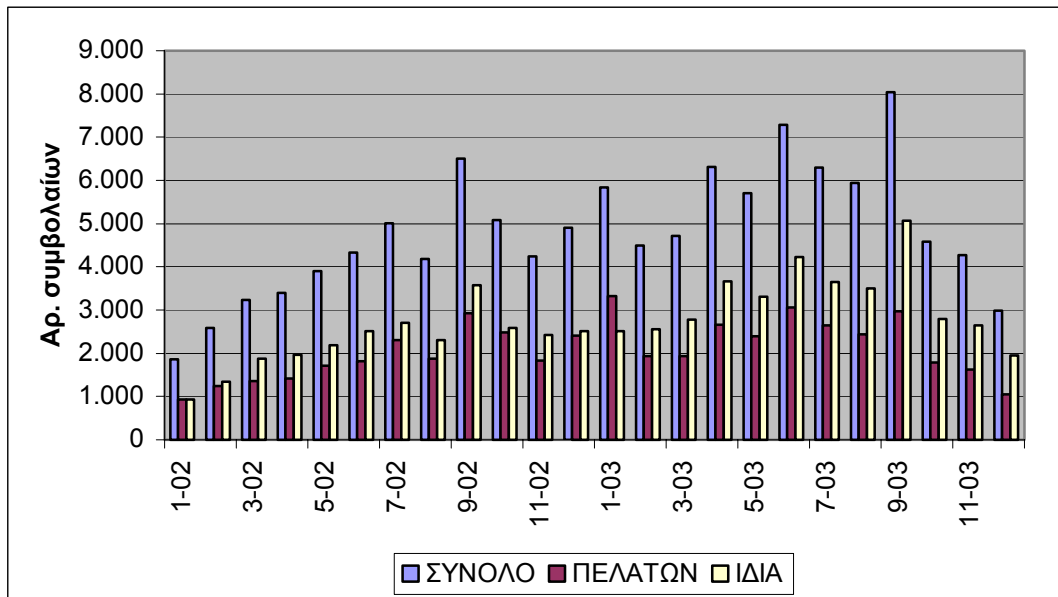


Πηγή: Μ. Τσίγκρης, Έρευνα Διπλωματικής 2004

ΣΜΕ FTSE/ASE Mid 40

Μεγαλύτερος όγκος συμβολαίων παρουσιάστηκε τον Μάιο 2002, μήνα κατά τον οποίο ο υποκείμενος δείκτης (FTSE/ASE Mid 40) παρουσίασε σημαντική μεταβλητότητα από τις 2.480 στις 2.720 μονάδες για να κλείσει τελικά στις 2.600 μονάδες. Έκτοτε οι συναλλαγές υπόκεινται σε μία διαρκή πτώση, ώστε κατά το Β' εξάμηνο 2003 ο μέσος όρος του συνόλου των συμβολαίων να είναι 196 με ελάχιστο τα 126 συμβόλαια που σημειώθηκαν τον Δεκέμβριο 2003. Επειδή τα συμβόλαια στο προϊόν αυτό είναι πάρα πολύ λίγα, δεν μπορεί να εξαχθεί ασφαλές στατιστικό συμπέρασμα ως προς την σχέση των ιδίων συναλλαγών με τις συναλλαγές πελατών.

Διάγραμμα 4.8. Σχέση συναλλαγών πελατών – για ίδιο λογαριασμό στα FTSE/ASE 20 INDEX OPTIONS 2002 - 2003

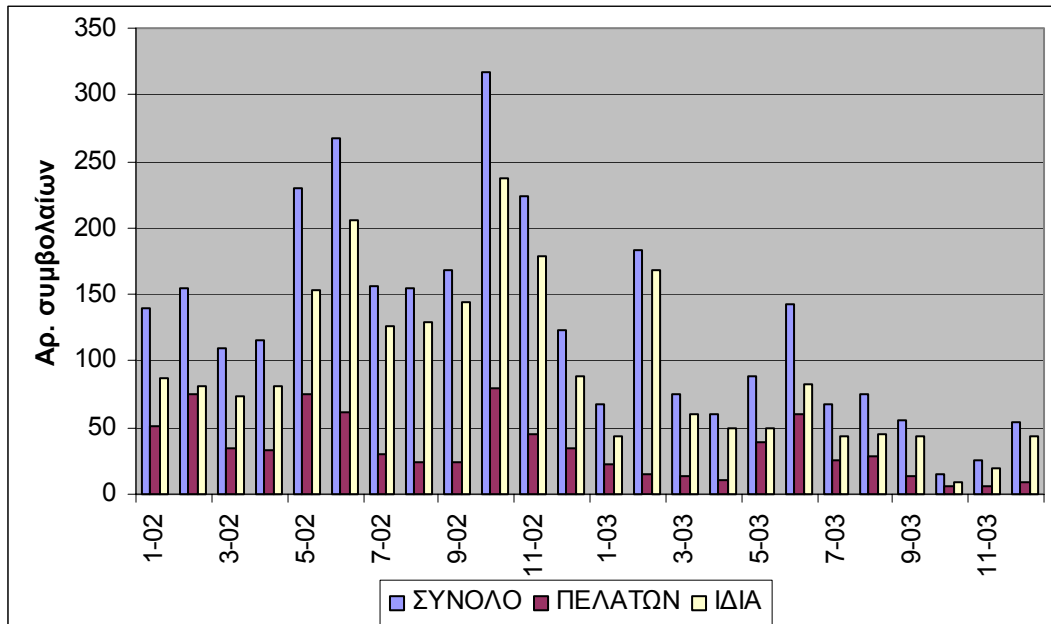


Πηγή: Μ. Τσίγκρης, Έρευνα Διπλωματικής 2004

ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΣΤΟΝ ΔΕΙΚΤΗ FTSE/ASE-20

Όπως και στα ΣΜΕ ο μεγαλύτερος όγκος συμβολαίων υπεγράφη τον Σεπτέμβριο 2003, μήνα κατά τον οποίο ο υποκείμενος δείκτης (FTSE/ASE-20) παρουσίασε σημαντική πτώση από τις 1130 μονάδες στις 1000 μονάδες. Τα συμβόλαια που έγιναν ήταν 2.974 για λογαριασμό πελατών και 5.063 για ίδιο λογαριασμό (σύνολο 8.037 συμβόλαια). Τα ποσοστά που αντιπροσωπεύουν τα συμβόλαια σε σχέση με τον συνολικό αριθμό του μήνα είναι αντίστοιχα 37% και 63%. Τα επόμενα μέγιστα συνέβησαν κατά σειρά τους μήνες Ιούνιο 2003 και Σεπτέμβριο 2002 κατά τους οποίους διενεργήθηκαν συνολικά 7.291 και 6.500 συμβόλαια αντίστοιχα εκ των οποίων 3.062 (ποσοστό 42%) και 2.925 (ποσοστό 45%) ήταν για λογαριασμό πελατών και 4.229 (ποσοστό 58%) και 3.575 (ποσοστό 55%) για ίδιο λογαριασμό αντίστοιχα. Κατά τον μήνα Ιούνιο 2003 υπήρξε μεγάλη άνοδος του υποκείμενου δείκτη από τις 855 στις 975 μονάδες, ενώ τον αμέσως προηγούμενο μήνα είχε προηγηθεί πτώση από τις 900 στις 845 μονάδες και ελάχιστο στις 820 μονάδες. Τον μήνα Σεπτέμβριο 2002, όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, υπήρξε μεγάλη πτώση του υποκείμενου δείκτη από τις 1085 στις 895 μονάδες. Τα συμβόλαια για ίδιο λογαριασμό υπερτερούν των συμβολαίων για λογαριασμό πελατών με μέσο ποσοστό κατά την διετία 2002 – 2003, 56,67% προς 43,33% αντίστοιχα.

Διάγραμμα 4.9. Σχέση συναλλαγών πελατών – για ίδιο λογαριασμό στα FTSE/ASE Mid 40 INDEX OPTIONS 2002 - 2003

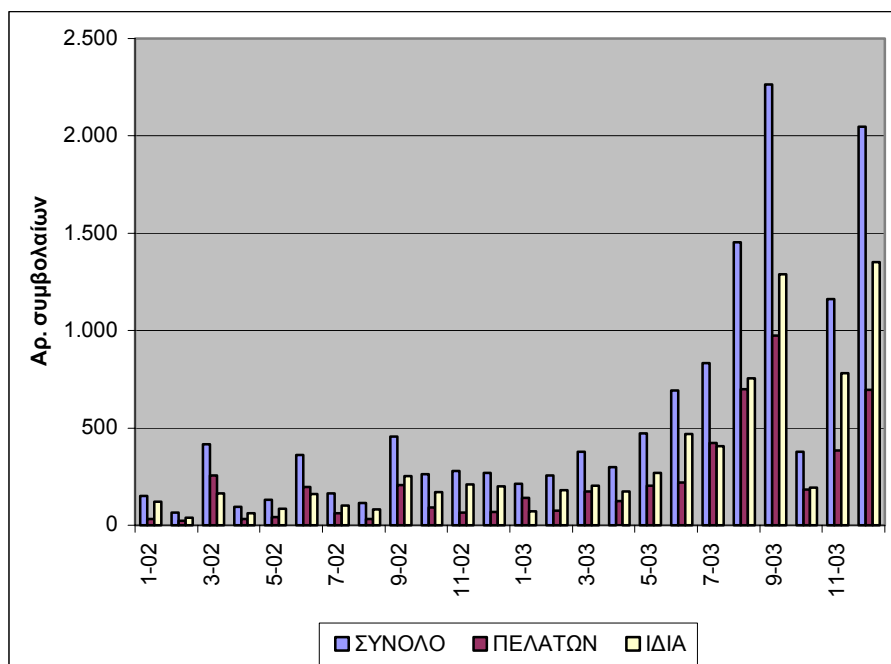


Πηγή: Μ. Τσίγκρης, Έρευνα Διπλωματικής 2004

ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΣΤΟΝ ΔΕΙΚΤΗ FTSE/ASE Mid 40

Ο αριθμός των συμβολαίων στο προϊόν αυτό είναι πολύ μικρός με μέγιστο τα 317 συμβόλαια συνολικά, 79 για λογαριασμό πελατών και 238 για ίδιο λογαριασμό, που διενεργήθηκαν τον Οκτώβριο 2002. Τα ποσοστά που αντιπροσωπεύουν τα συμβόλαια σε σχέση με τον συνολικό αριθμό του μήνα είναι αντίστοιχα 25% και 75%. Ο συνολικός αριθμός των συμβολαίων είναι πολύ μικρός, μόλις 25 συμβόλαια κατά μέσο όρο τους τελευταίους 6 μήνες. Το προϊόν φαίνεται να εγκαταλείπεται από τους επενδυτές. Η μετέπειτα ανάλυση θα πρέπει να επικεντρωθεί στα αίτια απόρριψης του προϊόντος από τους επενδυτές.

Διάγραμμα 4.10. Σχέση συναλλαγών πελατών – για ίδιο λογαριασμό στο ΟΤΕ STOCK FUTURE 2002 - 2003

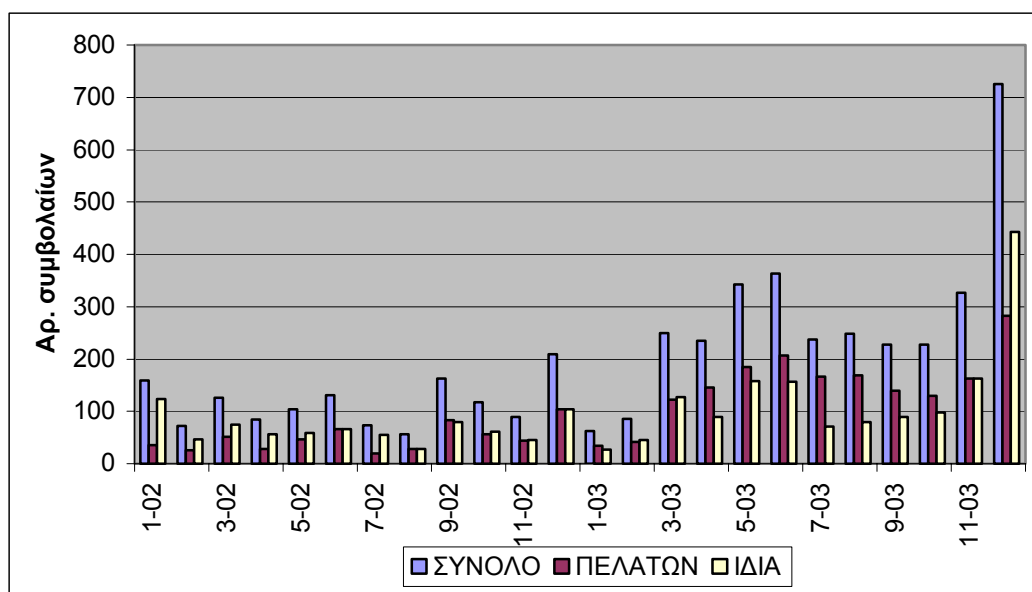


Πηγή: Μ. Τσίγκρης, Έρευνα Διπλωματικής 2004

ΣΜΕ επί της μετοχής του ΟΤΕ

Το προϊόν αυτό μετά από 18 μήνες άπνοιας, παρουσίασε μία αξιοσημείωτη δραστηριότητα από τον Αύγουστο 2003 έως και τον Δεκέμβριο 2003, με εξαίρεση τον Νοέμβριο 2003. Ο μεγαλύτερος όγκος συμβολαίων παρουσιάστηκε τον Σεπτέμβριο 2003, και τον Δεκέμβριο 2003 κατά τους οποίους διενεργήθηκαν συνολικά 2.263 και 2.047 συμβόλαια αντίστοιχα εκ των οποίων 973 (ποσοστό 43%) και 696 (ποσοστό 34%) ήταν για λογαριασμό πελατών και 1.290 (ποσοστό 57%) και 1.351 (ποσοστό 66%) για ίδιο λογαριασμό αντίστοιχα. Επειδή το δείγμα με αξιόλογο όγκο είναι πολύ μικρό θα αναμείνουμε την μετέπειτα πορεία του ώστε να βγουν ασφαλή συμπεράσματα.

Διάγραμμα 4.11. Σχέση συναλλαγών πελατών – για ίδιο λογαριασμό στο ΕΘΝΙΚΗ STOCK FUTURE 2002 - 2003



Πηγή: Μ. Τσίγκρης, Έρευνα Διπλωματικής 2004

ΣΜΕ επί της μετοχής της Εθνικής Τράπεζας

Το προϊόν αυτό από την δημιουργία του μέχρι και σήμερα έχει υπερβεί τα 300 συμβόλαια μηνιαία μόνο τρεις φορές, και τα 400 μόνο μία – τον Δεκέμβριο 2003 όπου και διενεργήθηκαν 725 συμβόλαια, 283 για λογαριασμό πελατών και 442 για ίδιο λογαριασμό. Το δείγμα δεν είναι αξιόλογο και δεν μπορούν να βγουν ασφαλή συμπεράσματα.

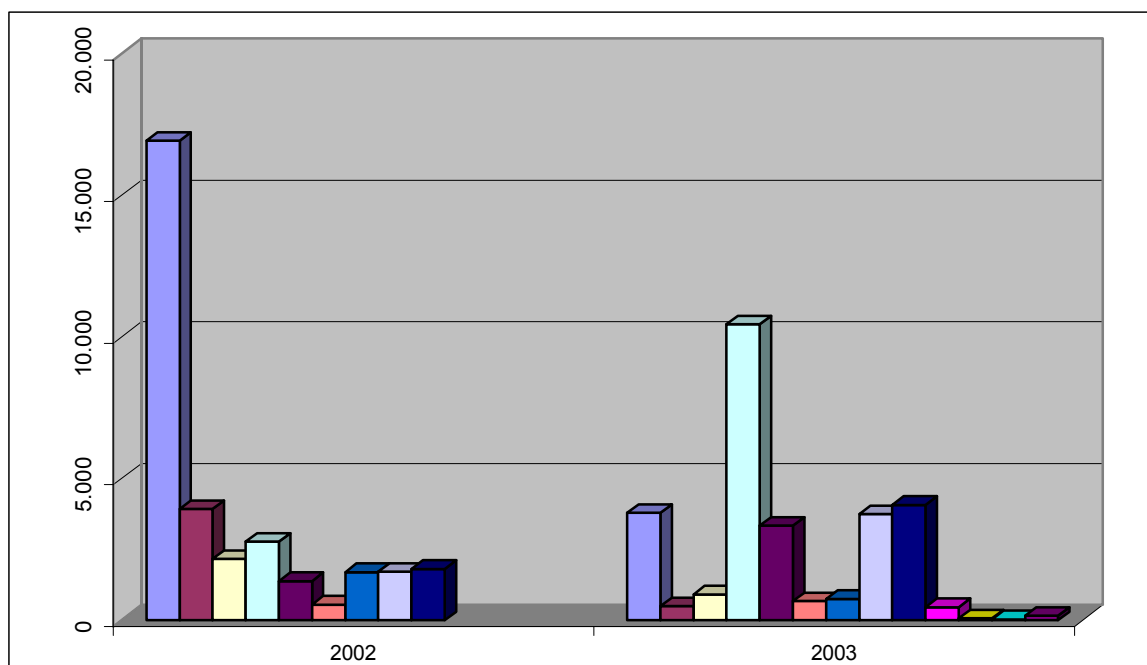
Πίνακας 4.5. Αριθμός συμβολαίων ανά προϊόν 2002 - 2003

ΠΡΟΪΟΝ	2002		2003	
	ΣΥΝΟΛΟ	ΜΗΝΙΑΙΑ	ΣΥΝΟΛΟ	ΜΗΝΙΑΙΑ
ΣΜΕ FTSE/ASE-20	100.833	8.403	135.925	11.327
ΣΜΕ FTSE/ASE Mid 40	16.913	1.409	3.783	315
ΣΜΕ EUR/USD*			3.925	491
Δικαιώματα FTSE\ASE-20	49.228	4.102	66.455	5.538
Δικαιώματα FTSE\ASE Mid 40	2.157	180	910	76
ΟΤΕ STOCK FUTURE	2.764	230	10.443	870
ΕΘΝΙΚΗ STOCK FUTURE	1.385	115	3.329	277
3Ε STOCK FUTURE	549	46	675	56
PANAFON STOCK FUTURE	1.702	142	754	63

ALPHA BANK STOCK FUTURE	1.709	142	3.736	311
INTRACOM STOCK FUTURE	1.808	151	4.066	339
OTE STOCK OPTIONS*			453	45
ΕΘΝΙΚΗ STOCK OPTIONS*			67	7
ALPHA BANK STOCK OPTIONS*			31	3
INTRACOM STOCK OPTIONS*			156	14
* Εισήχθησαν εντός του 2003				

Πηγή: Αγορά Παραγώγων ΧΑ 2004

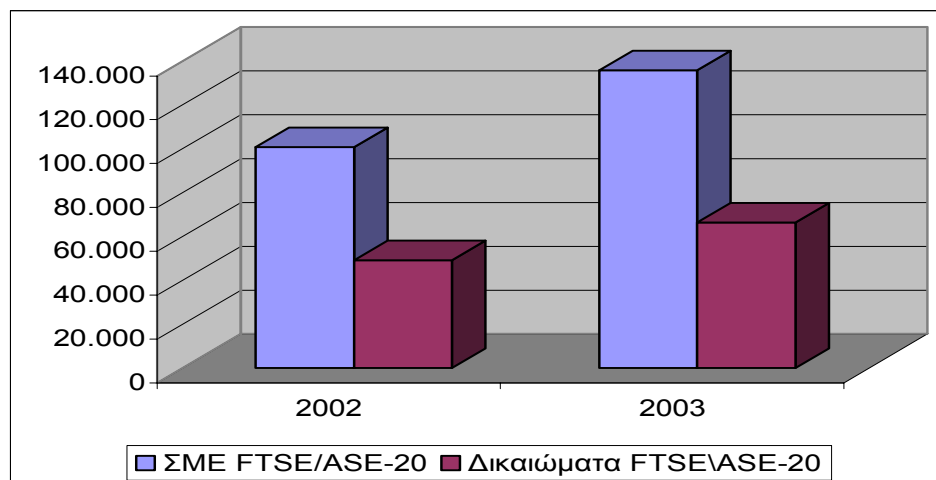
Διάγραμμα 4.12. Ετήσιος όγκος συναλλαγών στα προϊόντα εκτός FTSE/ASE-20 για τα έτη 2002 - 2003



Πηγή: Αγορά Παραγώγων ΧΑ 2004

■ ΣΜΕ FTSE/ASE Mid 40	■ ΣΜΕ EUR/USD
■ Δικαιώματα FTSE/ASE Mid 40	■ OTE STOCK FUTURE
■ ΕΘΝΙΚΗ STOCK FUTURE	■ 3E STOCK FUTURE
■ ΠΑΝΑΦΟΝ STOCK FUTURE	■ ALPHA BANK STOCK FUTURE
■ INTRACOM STOCK FUTURE	■ OTE STOCK OPTIONS*
■ ΕΘΝΙΚΗ STOCK OPTIONS*	■ ALPHA BANK STOCK OPTIONS*
■ INTRACOM STOCK OPTIONS*	

Διάγραμμα 4.13. Ετήσιος όγκος συναλλαγών στα προϊόντα του δείκτη FTSE/ASE-20 για τα έτη 2002 - 2003



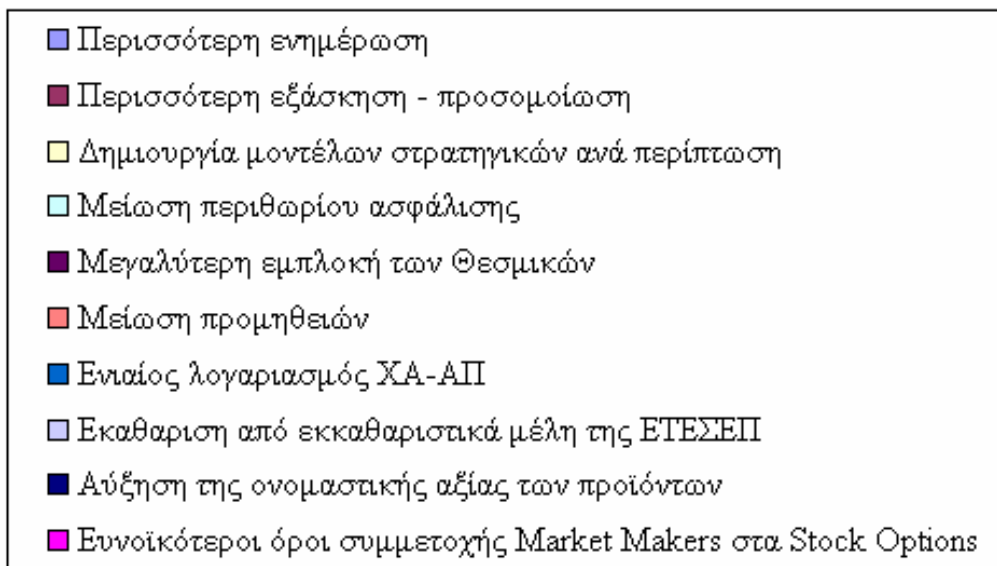
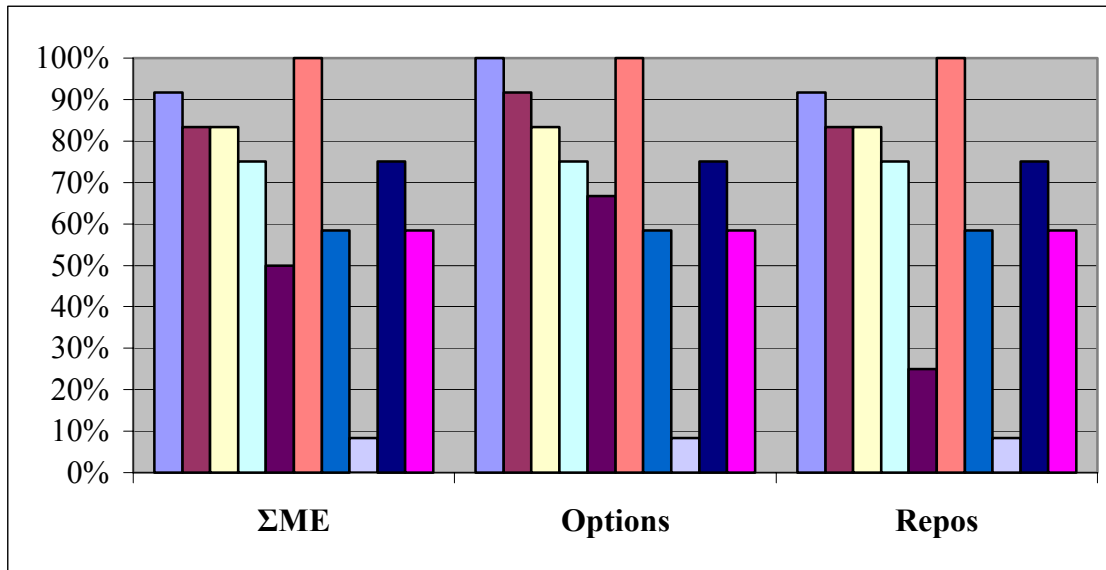
Πηγή: Αγορά Παραγώγων ΧΑ 2004

Από τους παραπάνω πίνακες διαπιστώνεται ότι τα μόνα προϊόντα που εμφανίζουν αξιοπρεπή όγκο συναλλαγών είναι αυτά στον δείκτη FTSE/ASE – 20. Από αυτά τα ΣΜΕ παρουσιάζουν σημαντική ρευστότητα, ενώ τα Δικαιώματα παρουσιάζουν και αυτά ρευστότητα αλλά όχι ιδιαίτερα ικανοποιητική.

Πίνακας 4.6. Παράγοντες αύξησης της συναλλακτικής δραστηριότητας στα ΣΜΕ, Δικαιώματα και Repos

Παράγοντες	ΣΜΕ	Δικαιώματα	Repos
Περισσότερη ενημέρωση	11	12	11
Περισσότερη εξάσκηση – προσομοίωση	10	11	10
Δημιουργία μοντέλων στρατηγικών ανά περίπτωση	10	10	10
Μείωση περιθωρίου ασφάλισης	9	9	9
Μεγαλύτερη εμπλοκή των Θεσμικών	6	8	3
Μείωση προμηθειών	12	12	12
Ενιαίος λογαριασμός ΧΑ – ΑΠ	7	7	7
Εκκαθάριση από εκκαθαριστικά μέλη της ΕΤΕΣΕΠ	1	1	1
Αύξηση της ονομαστικής αξίας των προϊόντων	9	9	9
Ευνοϊκότεροι όροι συμμετοχής Market Makers στα Stock Options	7	7	7

Διάγραμμα 4.14. Παράγοντες αύξησης της συναλλακτικής δραστηριότητας στα ΣΜΕ, Options και Repos



Πηγή: Μ. Τσίγκρης, Έρευνα Διπλωματικής 2004

Κατά την άποψη των στελεχών της αγοράς οι παράγοντες που θα συντελούσαν στην αύξηση της συναλλακτικής δραστηριότητας στα παράγωγα είναι κατά σειρά σπουδαιότητας:

Μείωση των προμηθειών

Η Αγορά Παραγώγων του ΧΑ είναι κατά πολύ ακριβότερη από τα υπόλοιπα Ευρωπαϊκά χρηματιστήρια, ιδίως τα EUREX και LIFFE. Σε συνδυασμό με την μειωμένη ρευστότητα τα κέρδη για το μεγαλύτερο ποσοστό των επενδυτών είναι πολύ μικρά, και έτσι λειτουργεί αποτρεπτικά στην επένδυση κεφαλαίων.

Ενημέρωση

Τα παράγωγα θεωρούνται σύνθετο προϊόν, ιδιαίτερα αν χρησιμοποιηθούν και τα σύνθετα εργαλεία που προσφέρονται από την φύση του προϊόντος, τις στρατηγικές. Η ενημέρωση που παρέχει η Αγορά Παραγώγων είναι κατά γενική ομολογία αξιόλογη και προσφέρει σημαντική βοήθεια στους επενδυτές. Απευθύνεται κατά κανόνα σε επενδυτές που διαθέτουν αρκετό χρόνο και έχουν εμπειρία στην spot αγορά μετοχών του ΧΑ. Οι εταιρίες δεν αναλαμβάνουν οι ίδιες να διοργανώσουν σεμινάρια (πλην μιας). Τελικά φαίνεται ότι λίγοι επενδυτές γνωρίζουν σε σχετικά ικανοποιητικό επίπεδο τα Παράγωγα προϊόντα, και ακόμα λιγότεροι είναι αυτοί που έχουν προχωρήσει στην εφαρμογή διαφόρων σύνθετων στρατηγικών. Η ενημέρωση θα πρέπει να είναι διαθέσιμη στο ευρύ κοινό και να περιέχει στοιχεία προσομοίωσης και πρόβλεψης του πραγματικού περιβάλλοντος.

Οι τρόποι εκπαίδευσης που θα μπορούσαν να ακολουθηθούν είναι:

(Α) Εξ αποστάσεως εκπαίδευση μέσω διαδικτύου. Ο καλύτερος τρόπος θα ήταν να αναπτυχθεί εφαρμογή στην οποία οι χρήστες που θα έχουν πρόσβαση θα μπορούν να επεξεργαστούν σενάρια επένδυσης με διάφορες στρατηγικές. Για να αποδώσει αυτός ο τρόπος εκπαίδευσης θα πρέπει να διατίθενται αναλυτικές επεξηγήσεις σε κάθε βήμα και βέβαια πληθώρα παραδειγμάτων που να καλύπτουν το σύνολο της ύλης.

(Β) Συμπληρωματικά ή και ανεξάρτητα με τον (Α) τρόπο θα πρέπει να εκπαιδεύονται οι υποψήφιοι επενδυτές σε αίθουσα διδασκαλίας στα σεμινάρια που γίνονται και σήμερα από το ΧΑ.

Αύξηση ονομαστικής αξίας των προϊόντων

Με την ενέργεια αυτή, την αύξηση δηλαδή του πολλαπλασιαστή, θα αυξανόταν η απόδοση της επένδυσης. Μπορεί να θεωρηθεί σαν έμμεση μείωση των προμηθειών, εάν οι προμήθειες παραμείνουν σταθερές. Αυτό όμως συνεπάγεται και αύξηση του κινδύνου καθώς εάν η πρόβλεψη είναι σωστή τα κέρδη θα είναι μεγαλύτερα, ενώ αν είναι λανθασμένη θα είναι μεγαλύτερες οι ζημιές. Οι πρόσφατες κινήσεις της Αγοράς Παραγώγων για αύξηση του πολλαπλασιαστή δεν φαίνεται ν' απέδωσαν ιδιαίτερα.

Μείωση περιθωρίου ασφάλισης

Η Αγορά Παραγώγων έχει ήδη κάνει βήματα προς την κατεύθυνση αυτή, μειώνοντάς το στο 10%. Η περαιτέρω μείωσή του μπορεί να βοηθήσει την αγορά, θα πρέπει όμως

να γίνεται με μικρά βήματα και με πολύ προσοχή για την αποφυγή δυσάρεστων καταστάσεων.

Ενιαίος λογαριασμός ΧΑ – Αγοράς Παραγώγων

Το μέτρο αυτό ουσιαστικά συμβάλει έμμεσα στην μείωση του περιθωρίου ασφάλισης. Φαίνεται ότι δεν εμπεριέχει κινδύνους και ότι θα αποβεί σε όφελος των επενδυτών αφού θα μπορούν να χρησιμοποιούν τα ήδη επενδεδυμένα κεφάλαιά τους στην spot αγορά ως περιθώριο ασφάλισης.

Μεγαλύτερη εμπλοκή των Θεσμικών επενδυτών

Ο ρόλος των Θεσμικών επενδυτών είναι γνωστό ότι είναι σταθεροποιητικός και οι αποφάσεις τους καθορίζουν εν πολλοίς την τάση της αγοράς. Θα πρέπει να δοθούν ιδιαίτερα κίνητρα προς την κατεύθυνση αυτή, ώστε να αυξηθεί η ρευστότητα στο μεγαλύτερο μέρος των προϊόντων και όχι μόνο σε αυτά του FTSE/ASE – 20.

Ευνοϊκότεροι όροι συμμετοχής Market Makers στα Stock Options

Όπως και στο προηγούμενο η Αγορά Παραγώγων θα πρέπει να δώσει κίνητρα για την μεγαλύτερη συμμετοχή των Market Makers στα προϊόντα με μικρές συναλλαγές ώστε να φθάσουν τον επιθυμητό όγκο ημερήσια και η αγορά να αποκτήσει το απαιτούμενο βάθος.

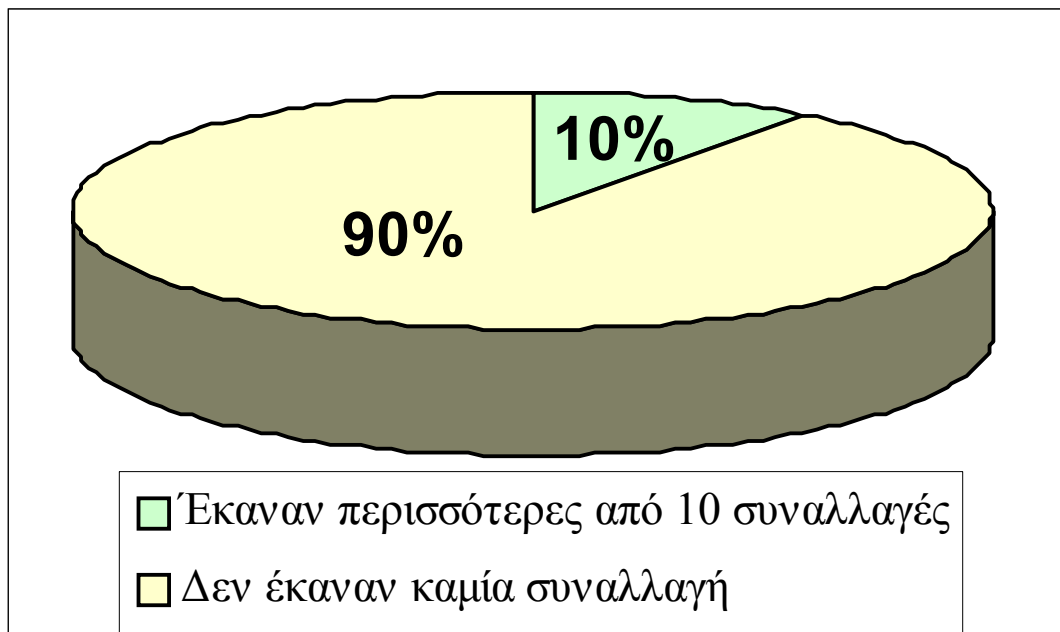
Εκκαθάριση από εκκαθαριστικά μέλη της ΕΤΕΣΕΠ

Με την εφαρμογή του μέτρου αυτού ουσιαστικά καταργείται ο Κεντρικός Αντισυμβαλλόμενος, η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.. Αυτό σημαίνει ότι οι προμήθειες θα μειωθούν, αλλά επίσης μία τέτοια απόφαση εμπεριέχει σημαντικούς κινδύνους. Η άποψη αυτή έρχεται την στιγμή που η Διοίκηση του ΧΑ θεωρεί ως απόλυτα επιτυχημένο τον θεσμό του κεντρικού αντισυμβαλλόμενου και σχεδιάζει να τον επεκτείνει και στην αγορά των μετοχών. Η άποψη αυτή δεν είχε απήχηση στους υπόλοιπους ερωτηθέντες.

Πίνακας 4.7. Συναλλαγές πελατών σας που έχουν ενδιαφερθεί να επενδύσουν σε παράγωγα από το 1999 έως και το 2004	
Έκαναν από 1 – 10 συναλλαγές	0
Έκαναν περισσότερες από 10 συναλλαγές	10
Δεν έκαναν καμία συναλλαγή	90

Πηγή: Μ. Τσίγκρης, Έρευνα Διπλωματικής 2004

Διάγραμμα 4.15. Εκδήλωση ενδιαφέροντος επενδυτών 1999 - 2004



Πηγή: Μ. Τσίγκρης, Έρευνα Διπλωματικής 2004

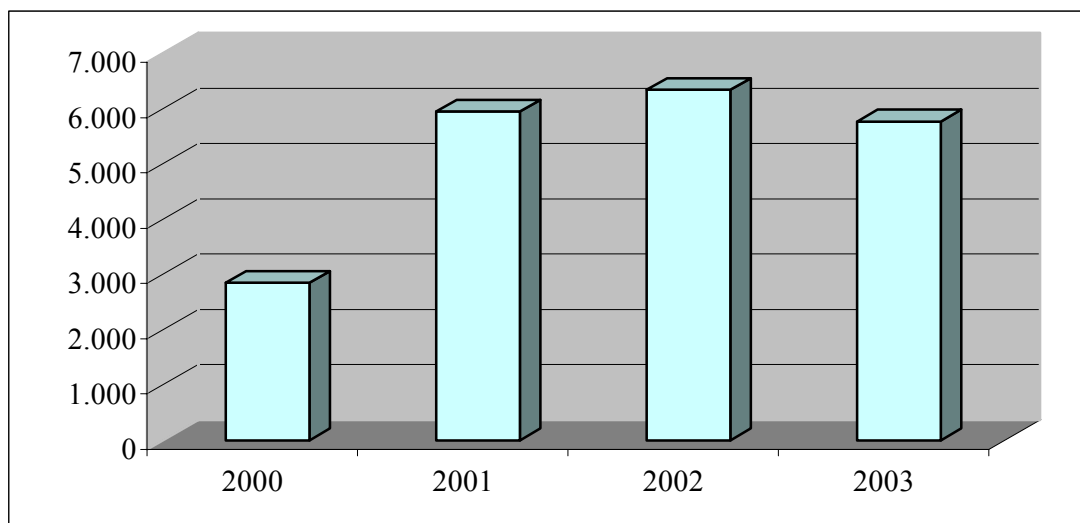
Τα στοιχεία δείχνουν ότι ενώ υπάρχει ενδιαφέρον για τα παράγωγα, εντούτοις οι επενδυτές διστάζουν να επενδύσουν σε αυτά κυρίως γιατί θεωρούν ότι είναι πολύ σύνθετα και νιώθουν ότι είναι άγνωστα σε αυτούς. Για τους λόγους αυτούς θεωρούν ότι δεν θα κάνουν σωστή τοποθέτηση των χρημάτων τους και οι πιθανότητες να ζημιωθούν είναι μεγάλες.

Πίνακας 4.8. Πελάτες σας που επενδύουν στην αγορά παραγώγων του Χ.Α. 2000 - 2003	
Πόσοι από αυτούς επενδύουν από το 2003	100%
Πόσοι από αυτούς επενδύουν από το 2002	95%
Πόσοι από αυτούς επενδύουν από το 2001	10%
Πόσοι από αυτούς επενδύουν από το 2000	0%
Πόσοι από αυτούς επενδύουν πριν από το 2000	0%

Πηγή: Μ. Τσίγκρης, Έρευνα Διπλωματικής 2004

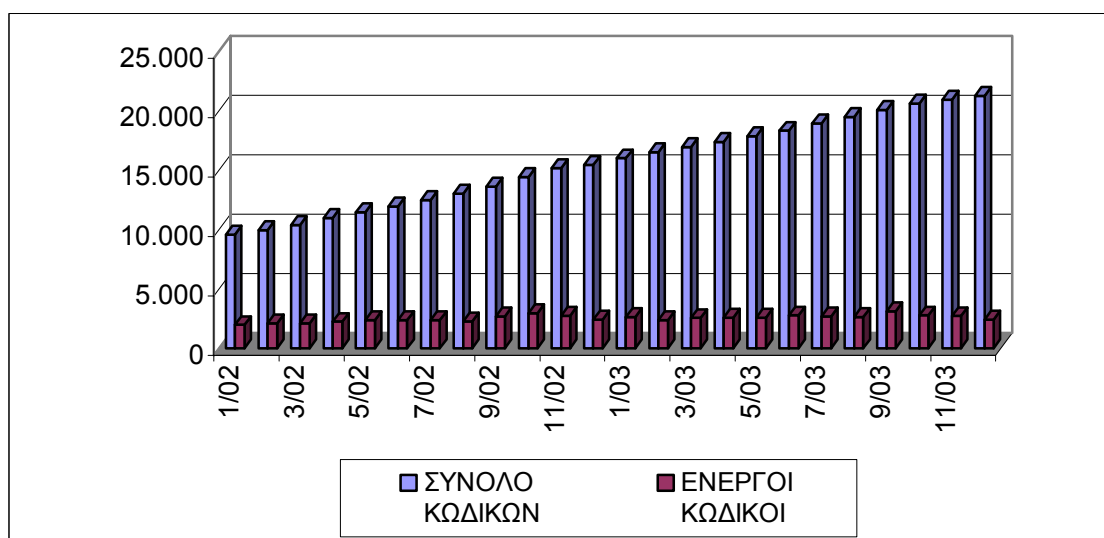
Διάγραμμα 4.16.

Νέοι κωδικοί επενδυτών στην Αγορά Παραγώγων κατά τα έτη 2000 - 2003



Πηγή: Αγορά Παραγώγων ΧΑ 2004

Διάγραμμα 4.17. Ενεργοί κωδικοί προς σύνολο κωδικών 2002 - 2003



Πηγή: Αγορά Παραγώγων ΧΑ 2004

Οι επενδυτές που δραστηριοποιούνται σήμερα στην αγορά ανήκουν κατά κανόνα στην κατηγορία των νέων επενδυτών, και συγκεκριμένα σε αυτούς που δραστηριοποιήθηκαν για πρώτη φορά το 2002 και το 2003. Όλες οι εταιρίες απάντησαν ότι ελάχιστοι είναι οι επενδυτές που δραστηριοποιούνται περισσότερα από δύο χρόνια στην αγορά.

Πίνακας 4.9. Μέσος όρος ενεργών επενδυτών (κωδικών) ανά εξάμηνο 2002 - 2003

	Μέσος όρος εγγεγραμμένων επενδυτών	Μέσος όρος ενεργών επενδυτών	Ποσοστό επί του συνόλου
A' εξάμηνο 2002	10.726	2.198	20,49%
B' εξάμηνο 2002	14.044	2.589	18,44%
A' εξάμηνο 2003	17.188	2.594	15,09%
B' εξάμηνο 2003	20.234	2.741	13,55%

Πηγή: Αγορά Παραγώγων ΧΑ 2004 - Μ. Τσίγκρης 2004

Από τους ανωτέρω πίνακες φαίνεται ότι ενώ οι νέες εγγραφές είναι αρκετές (περίπου 500 ανά μήνα κατά μέσο όρο για τα έτη 2001, 2002 και 2003), οι κωδικοί που πραγματοποιούν συναλλαγές κάθε μήνα είναι περίπου σταθεροί (με ελαφρά αύξηση το τελευταίο εξάμηνο 2003 η οποία οφείλεται στον μήνα Σεπτέμβριο, όπου υπήρξε μεγάλη και εν πολλοίς αναμενόμενη πτώση του Γενικού δείκτη) και με το ποσοστό επί του συνόλου των κωδικών να είναι συνεχώς μειούμενο.

Έτσι τα στοιχεία φαίνεται να επιβεβαιώνουν τις εταιρίες των οποίων η κοινή ρήση είναι ότι: **«οι επενδυτές στην Αγορά Παραγώγων κάνουν πράξεις μέχρι να χάσουν το πρώτο εκατομμύριο (σε δραχμές). Μόλις το χάσουν αποσύρονται»**. Στην αγορά μπαίνουν συνεχώς νέοι επενδυτές αλλά αποσύρονται οι παλαιοί.

Αυτό όμως δείχνει ότι το παιχνίδι είναι άνισο και καταλήγει σχεδόν πάντα σε βάρος των απλών και μη εξειδικευμένων επενδυτών.

4.10. Αριθμός πελατών σας που επενδύουν σε ξένες αγορές παραγώγων 2004

Όλοι ανεξαιρέτως απάντησαν ότι είναι μεν λίγοι, αλλά αυξάνονται με σταθερό ρυθμό.

Πηγή: Μ. Τσίγκρης, Έρευνα Διπλωματικής 2004

Αποκτά η Αγορά Παραγώγων και γενικότερα το ΧΑ ανταγωνιστές;

Η παγκοσμιοποίηση χτυπά και την πόρτα του ΧΑ;

Τα ερωτήματα που τίθενται είναι:

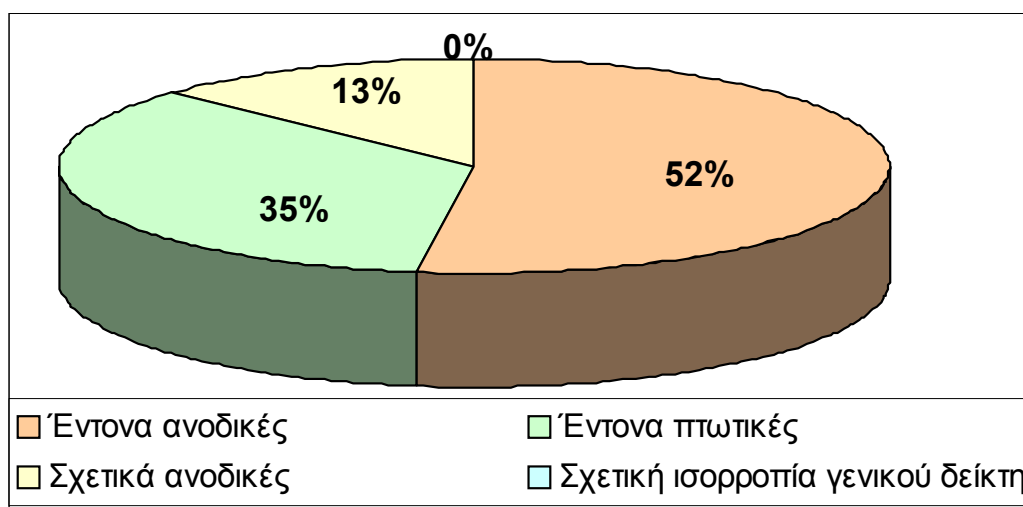
- Γιατί αυτοί οι επενδυτές προτιμούν τις ξένες αγορές παραγώγων; και
- αυτοί που επενδύουν στις ξένες αγορές, επενδύουν και στην Αγορά Παραγώγων του ΧΑ ή αποσύρονται από αυτήν;

Οι απαντήσεις σε αυτά σίγουρα θα αποκαλύψουν (ή θα επιβεβαιώσουν) τα προβλήματα αλλά και το μέλλον της Αγοράς Παραγώγων του ΧΑ.

Πίνακας 4.11. Περίοδοι δραστηριοποίησης των επενδυτών 1999 - 2004	
Έντονα ανοδικές	12
Έντονα πτωτικές	8
Σχετικά ανοδικές	3
Σχετική ισορροπία γενικού δείκτη	0

Πηγή: Μ. Τσίγκρης, Έρευνα Διπλωματικής 2004

Διάγραμμα 4.18. Περίοδοι δραστηριοποίησης των επενδυτών 1999 - 2004



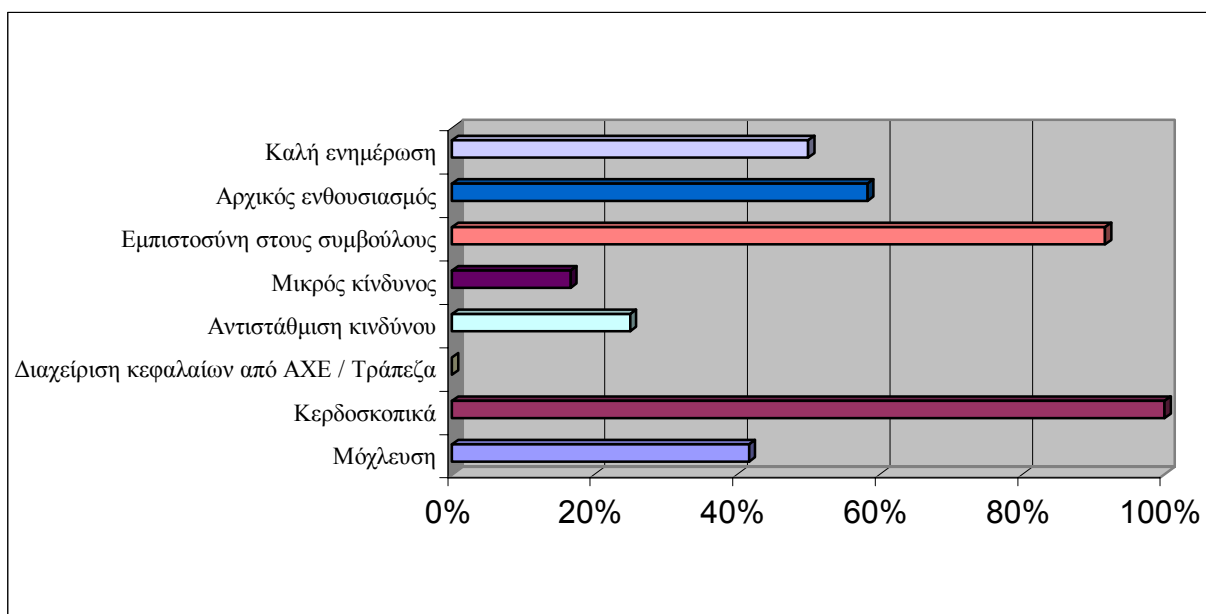
Πηγή: Μ. Τσίγκρης, Έρευνα Διπλωματικής 2004

Από το δείγμα φαίνεται ότι όλοι οι επενδυτές προτιμούν να επενδύουν σε έντονες μεταβολές του δείκτη και ιδιαίτερα στις ανοδικές αντιδράσεις του. Ο λόγος είναι ότι σε αυτές επιτυγχάνονται σημαντικά κέρδη χωρίς ο επενδυτής να είναι υποχρεωμένος να ακολουθήσει σύνθετες στρατηγικές.

Πίνακας 4.12. Λόγοι δραστηριοποίησης των επενδυτών 1999 - 2004		
Μόχλευση	5	41,67%
Κερδοσκοπικά	12	100,00%
Διαχείριση κεφαλαίων από AXE / Τράπεζα	0	0,00%
Αντιστάθμιση κινδύνου	3	25,00%
Μικρός κίνδυνος	2	16,67%
Εμπιστοσύνη στους συμβούλους	11	91,67%
Αρχικός ενθουσιασμός	7	58,33%
Καλή ενημέρωση	6	50,00%

Πηγή: Μ. Τσίγκρης, Έρευνα Διπλωματικής 2004

Διάγραμμα 4.19. Λόγοι δραστηριοποίησης επενδυτών 1999 - 2004



Πηγή: Μ. Τσίγκρης, Έρευνα Διπλωματικής 2004

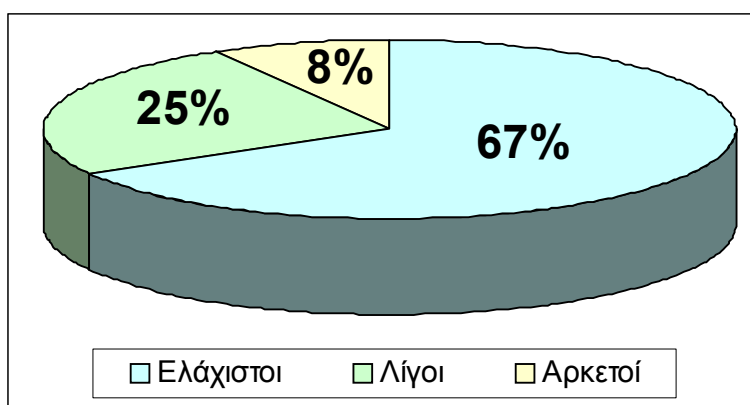
Από τις απαντήσεις προκύπτει ότι:

- Όλοι οι επενδυτές που δραστηριοποιούνται στην Αγορά Παραγώγων, δραστηριοποιούνται (και) για κερδοσκοπικούς λόγους.
- Μόνο το 25% των επενδυτών δραστηριοποιείται στην αγορά για αντιστάθμιση κινδύνου.
- Το 41,67% των επενδυτών χρησιμοποιεί την Αγορά Παραγώγων για μόγλευση.
- Το 50% των επενδυτών θεωρεί ότι έχει καλή ενημέρωση για τα παράγωγα.
- Περισσότεροι από τους μισούς (58%) επηρεάζονται από τον ενθουσιασμό τους, και αυτός είναι που τους παρακινεί για να επενδύσουν στην αγορά.
- Σχεδόν όλοι έχουν εμπιστοσύνη στους συμβούλους των εταιριών όταν πρόκειται να επενδύσουν στην αγορά.
- Ένα μικρό ποσοστό επενδύει σε παράγωγα χαμηλού ρίσκου και
- Καμία εταιρία δεν κάνει διαχείριση των κεφαλαίων των επενδυτών, αλλά προσφέρει μόνο συμβουλευτικές υπηρεσίες. Οι αποφάσεις παίρνονται από τους πελάτες τους.

Πίνακας 4.13. Πελάτες που δραστηριοποιούνται στην αγορά και έχουν παρακολουθήσει σεμινάρια σε παράγωγα 1999 – 2004		
Ελάχιστοι	8	67%
Λίγοι	3	25%
Αρκετοί (Η εταιρία που εξέφρασε αυτή την άποψη διοργανώνει η ίδια σεμινάρια προς τους πελάτες της)	1	8%

Πηγή: Μ. Τσίγκρης, Έρευνα Διπλωματικής 2004

Διάγραμμα 4.20. Ενημέρωση επενδυτών 1999 - 2004

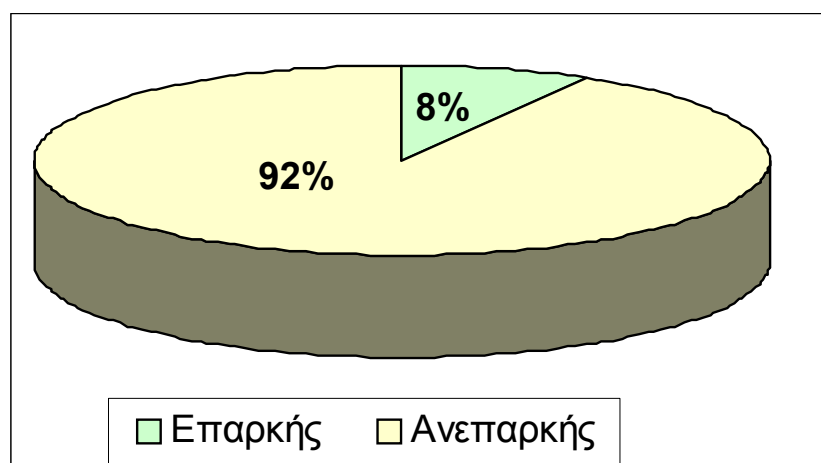


Πηγή: Μ. Τσίγκρης, Έρευνα Διπλωματικής 2004

Πίνακας 4.14. Επάρκεια εκπαίδευσης επενδυτών 1999 - 2004		
Επαρκής	1	8%
Ανεπαρκής	11	92%

Πηγή: Μ. Τσίγκρης, Έρευνα Διπλωματικής 2004

Διάγραμμα 4.21. Επάρκεια εκπαίδευσης επενδυτών 1999 - 2004



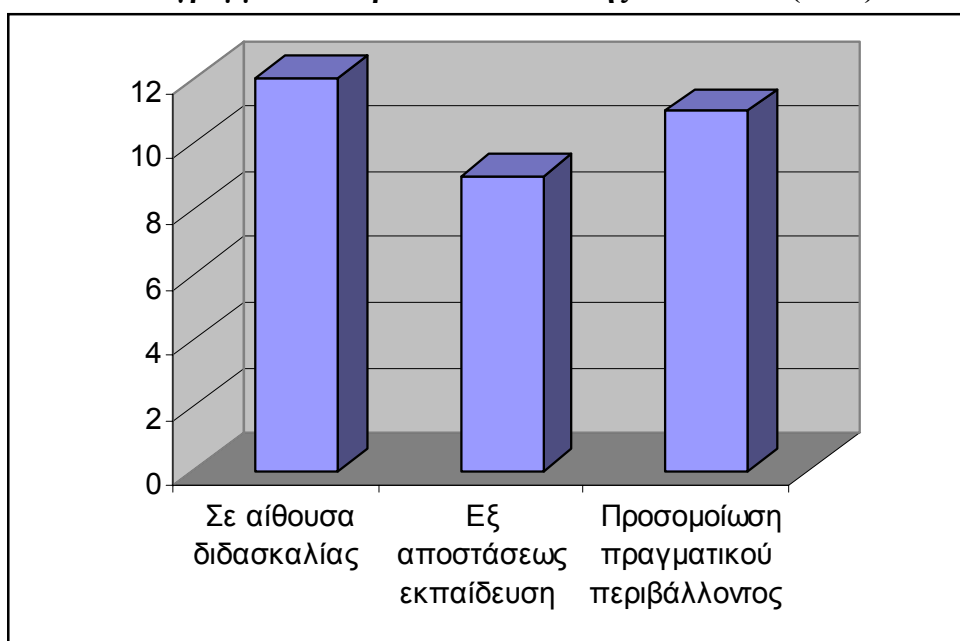
Πηγή: Μ. Τσίγκρης, Έρευνα Διπλωματικής 2004

Μία μόνο από τις ερωτηθείσες εταιρίες διοργάνωσε σεμινάρια ενημέρωσης επενδυτών στα παράγωγα. Αυτή θεωρεί ότι οι πελάτες της στην Αγορά Παραγώγων έχουν ενημερωθεί επαρκώς. Οι υπόλοιπες εταιρίες θεωρούν ότι μόνο ένα πολύ μικρό ποσοστό έχει παρακολουθήσει σεμινάρια. Η πλειονότητα των επενδυτών φαίνεται ότι δραστηριοποιείται στην αγορά με ελάχιστη ενημέρωση.

Πίνακας 4.15. Τρόποι εκπαίδευσης επενδυτών (2004)	
Σε αίθουσα διδασκαλίας	12
Εξ αποστάσεως εκπαίδευση μέσω διαδικτύου	9
Προσομοίωση πραγματικού περιβάλλοντος	11

Πηγή: Μ. Τσίγκρης, Έρευνα Διπλωματικής 2004

Διάγραμμα 4.22. Τρόποι εκπαίδευσης επενδυτών (2004)



Πηγή: Μ. Τσίγκρης, Έρευνα Διπλωματικής 2004

Η εκπαίδευση σε αίθουσα διδασκαλίας θεωρείται ως η πλέον κατάλληλη γιατί οι εκπαιδευόμενοι διαθέτουν αποκλειστικά τον χρόνο τους για τον σκοπό αυτό και προσφέρει ολοκληρωμένη, πολύπλευρη ενημέρωση για την αγορά. Επιπλέον η άμεση επαφή με τον διδάσκοντα και η διατύπωση ερωτήσεων συντελεί στην πληρέστερη κατανόηση των διδασκομένων ενοτήτων. Η εκπαίδευση θα πρέπει να γίνεται σε περισσότερα του ενός στάδια, με διοργάνωση σεμιναρίων αυξανόμενης δυσκολίας.

Με το πέρας των σεμιναρίων ο επενδυτής πραγματικά θα έχει ενστερνιστεί τις γνώσεις και θα μπορεί να αντεπεξέλθει στις δύσκολες συνθήκες της αγοράς.

Η εξ αποστάσεως εκπαίδευση θα μπορούσε να καλύψει τις ανάγκες μεγάλου μέρους επενδυτών αφού θα είναι διαθέσιμη από τον καθένα στον χώρο του. Τα οφέλη της θα ήταν σημαντικά εάν:

- οι επενδυτές μπορούσαν να χρησιμοποιήσουν εύκολα την εφαρμογή,
- οι οθόνες ήταν απλές και κατανοητές,
- τα εξαγόμενα αποτελέσματα ήταν ορθά, και
- η εφαρμογή διέθετε εύχρηστο και εκτενές βοήθημα.

Επιπλέον η εξ αποστάσεως εκπαίδευση θα μπορούσε να λειτουργήσει και επικουρικά με την εκπαίδευση σε αίθουσα διδασκαλίας.

Η προσομοίωση του πραγματικού περιβάλλοντος και η πρακτική εξάσκηση μέσω αυτής των επενδυτών θα πρέπει να είναι απαραίτητη ενότητα διδασκαλίας είτε αυτή γίνεται σε αίθουσα διδασκαλίας, είτε με εξ αποστάσεως εκπαίδευση μέσω διαδικτύου. Μόνο με αυτήν μπορεί να εμπεδωθούν τα σύνθετα προϊόντα, οι στρατηγικές και η φιλοσοφία της αγοράς.

Πίνακας 4.16. Αποτελέσματα της συνολικής επένδυσης των πελατών σας

Ποικίλει. Ανάλογα με τον πελάτη

Πηγή: Μ. Τσίγκρης, Έρευνα Διπλωματικής 2004

Έγινε σαφές από τους ερωτηθέντες ότι οι περισσότεροι από τους επενδυτές στην Αγορά των Παραγώγων απεσύρθησαν έχοντας καταγράψει ζημίες. Υπάρχουν όμως και αυτοί που απεκόμισαν σημαντικά κέρδη. Από αυτούς οι περισσότεροι είναι πολύ καλά ενημερωμένοι και πολύ λιγότεροι απεκόμισαν κέρδη λόγω συγκυρίας.

Πίνακας 4.17. Τρόποι προσέλκυσης νέων επενδυτών

1. Να πεισθεί ότι:

- α. Είναι δίκαιο παιχνίδι.
- β. Μπορεί να το παρακολουθήσει.
- γ. Μπορεί να βγάλει κέρδη.

2. Ενημέρωση – Εκπαίδευση.

3. Παρουσίαση στρατηγικών στα options και σε επενδυτικά προϊόντα χαμηλού κόστους.
4. Παιχνίδι με πολύ μικρές θέσεις.
5. Αύξηση ρευστότητας.
6. Μείωση προμηθειών από το ADEX και την ΕΤΕΣΕΠ ή αλλαγή πολλαπλασιαστή.
7. Νέα προϊόντα χαμηλού ρίσκου και κόστους.
8. Μεγαλύτερη ενεργοποίηση και συμμετοχή των Θεσμικών επενδυτών.

Πηγή: Μ. Τσίγκρης, Έρευνα Διπλωματικής 2004

Οι επενδυτές φαίνεται ότι είναι διστακτικοί στην τοποθέτηση χρημάτων στην Αγορά Παραγώγων. Αυτό οφείλεται στους εξής παράγοντες:

- Η υποκείμενη, spot, αγορά των μετοχών θεωρείται «ρηχή», με δυνατότητα καθοδήγησης των μετοχών σε ανοδική ή καθοδική πορεία, ανάλογα με τις προθέσεις μικρής ομάδας ανθρώπων. Η άποψη αυτή ενισχύεται από τον μεγάλο όγκο συναλλαγών στα προϊόντα του FTSE/ASE – 20 και από τον μικρό όγκο των υπολοίπων προϊόντων, αφού είναι αρκετά δύσκολο να καθοδηγηθούν οι μετοχές αυτού του δείκτη.
- Η έννοια των παραγώγων είναι σχετικά άγνωστη στο ευρύ κοινό και πολύ περισσότερο η φιλοσοφία της επένδυσης. Η αντιμετώπιση της αγοράς παραγώγων σαν πρωτογενή αγορά και ο κερδοσκοπικός κατά κανόνα χαρακτήρας της επένδυσης αποδεικνύουν το μέγεθος της άγνοιας. Είναι λοιπόν πολύ δύσκολο να παρακολουθηθεί η αγορά και τα προϊόντα της.
- Για να επενδυθούν χρήματα θα πρέπει να έχουν πεισθεί οι επενδυτές ότι, με σωστή διαχείριση, υπάρχουν αρκετές πιθανότητες να αποκομίσουν κέρδη. Κατ' αρχάς λοιπόν θα πρέπει να μάθουν να διαχειρίζονται σωστά την επένδυσή τους και να αισθάνονται σίγουροι ότι οι ενέργειές τους είναι σωστές.
- Πρωταρχικό ρόλο για όσα αναφέρθηκαν προηγουμένως έχει η εκπαίδευση και συνεχής ενημέρωση των επενδυτών. Επιπλέον ενημέρωση πρέπει να γίνει και για την αντιστάθμιση κινδύνου που μπορούν να επιτελέσουν τα παράγωγα.
- Χρήσιμο θα ήταν, για να μην διακινδυνεύονται μεγάλα κεφάλαια, οι επενδυτές, στο αρχικό χρονικό διάστημα της δραστηριοποίησής τους, να

επένδυναν λίγα χρήματα. Αυτό όμως είναι προσωπικό θέμα, αλλά σαφώς επηρεάζεται και από τη γνώση του αντικειμένου. Χρειάζεται λοιπόν σωστή «διαπαιδαγώγηση» ώστε να αποκτηθεί η φιλοσοφία του επενδυτή και όχι του κερδοσκόπου.

- Η ρευστότητα θεωρείται σημαντικός δείκτης για την ωριμότητα της αγοράς. Ο αριθμός των συμβολαίων που πραγματοποιούνται ημερήσια, εκτός ίσως από τα ΣΜΕ στον δείκτη FTSE/ASE -20, είναι πολύ μικρός για να θεωρηθεί ότι η αγορά έχει την απαιτούμενη ρευστότητα, ώστε να θεωρηθεί ώριμη. Πρέπει λοιπόν να θεσμοθετηθούν μέτρα για την αύξησή της. Μέχρι σήμερα η Αγορά Παραγώγων έχει προχωρήσει σε αρκετά μέτρα. Αυτά όμως δεν της έδωσαν την επιθυμητή ώθηση. Χρειάζεται, με δεδομένο και τον ανταγωνισμό των Ευρωπαϊκών Χρηματιστηρίων Παραγώγων, να ληφθούν ριζοσπαστικά μέτρα.
- Το ύψος των προμηθειών που έχει επιβάλει η Αγορά Παραγώγων και επιβαρύνεται ο επενδυτής, θεωρείται πολλές φορές απαγορευτικό και αποτρεπτικό για την πραγματοποίηση της επένδυσης. Με την μείωσή τους το ΧΑ θα απολέσει έσοδα, πιθανόν όμως αυτά θα αντισταθμιστούν από την αύξηση των συναλλαγών και σίγουρα η αγορά θα κερδίσει σε ρευστότητα.
- Η εισαγωγή νέων προϊόντων χαμηλού κινδύνου και κόστους θα βοηθήσει στην προσέλκυση επενδυτών και επενδύσεων, αλλά και στην αύξηση της ρευστότητας. Τα προϊόντα θα πρέπει να απευθύνονται σε επενδυτές με «αμυντικό» προφίλ, ώστε να επενδυθούν κεφάλαια που βρίσκονται σε λογαριασμούς ταμειωτηρίου, ή κεφάλαια ασφαλιστικών και κοινωφελών ιδρυμάτων.
- Οι Θεσμικοί επενδυτές μπορούν, εάν βοηθηθούν από το ΧΑ να έχουν μεγαλύτερη ενεργή συμμετοχή στην αγορά. Θα πρέπει όμως να τους δοθούν κίνητρα καθόσον είναι και αυτοί κερδοσκοπικοί οργανισμοί.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Η χρησιμότητα των παραγώγων είναι πολύ μεγάλη και δεν θα έπρεπε να χρησιμοποιούνται μόνο για κερδοσκοπικούς λόγους. Οι ιδιότητές τους πρέπει να γίνουν κατανοητές και να αφομοιωθούν, αν είναι δυνατόν, από όλο το επενδυτικό κοινό. Με τη χρήση τους οι επιχειρήσεις αποκτούν ένα ακόμα χρήσιμο εργαλείο για την διασφάλιση των συμφερόντων τους. Η άγνοιά τους προσφέρει πλεονέκτημα στους ανταγωνιστές των επιχειρήσεων που μπορούν να τα χρησιμοποιούν. Η ορθή λελογισμένη χρήση τους προφυλάσσει από κινδύνους, ενώ αντίθετα η αλόγιστη επιφέρει σημαντικούς κινδύνους. Η ενημέρωση και η ορθή φιλοσοφική αντίληψη είναι ακρογωνιαίος λίθος για να υπάρξει ορθή χρήση. Τα αρχαία ρητά «πάν μέτρον άριστον» και «μηδέν άγαν» αποδίδουν αυτή την ορθή κατά την άποψή μας φιλοσοφία.

Οι επενδυτές θα πρέπει να επενδύουν με αίσθημα ασφαλείας και προοπτικής. Το Χρηματιστήριο Αθηνών, θα πρέπει να διασφαλίζει την εκπαίδευση και την πλήρη ενημέρωση των επενδυτών ώστε να καταξιωθεί στην συνείδησή τους ως έγκυρος θεσμός. Περιοδικά, σεμινάρια καθώς και διάφορες πληροφορίες, ενημερωτικές και συμβουλευτικές, θα πρέπει να δημοσιεύονται και να είναι εύκολα διαθέσιμες σε όλους. Ήδη ένα πολύ μεγάλο βήμα έχει γίνει με την ολοκληρωμένη ιστοσελίδα που διαθέτει το Χ.Α. και η ΑΠ στο διαδίκτυο. Επίσης οι επενδυτές θα πρέπει να αποκτήσουν μακροπρόθεσμη επενδυτική συμπεριφορά με επένδυση μέρους των αποταμιεύσεων τους για μεγάλο χρονικό διάστημα και προσεκτικές επιλογές. Αυτό προϋποθέτει την εμπιστοσύνη του επενδυτή προς το ΧΑ. Η ύπαρξη εμπιστοσύνης του επενδυτή στην αγορά συνδέεται και με τους βασικούς συντελεστές της χρηματιστηριακής αγοράς, την οικονομία της χώρας, τη διεθνή οικονομία και την πορεία των διεθνών χρηματιστηριακών αγορών.

Για να αναπτυχθεί το ΧΑ ως περιφερειακή αγορά θα πρέπει οι αποδόσεις, το κόστος και η αξιοπιστία να είναι ανταγωνιστικά με τα υπόλοιπα διεθνή χρηματιστήρια. Για την ανάπτυξή του το ΧΑ, θα πρέπει να θυσιάσει έσοδα μειώνοντας τις προμήθειες, ώστε να καταστούν ανταγωνιστικές.

Το ΧΑ με την αξιόπιστη ενημέρωση, θα πρέπει να κάνει τους επενδυτές κοινωνούς και συμμετόχους της προσπάθειάς του για την ανάπτυξη της χώρας. Εάν η συμμετοχή τους αποφέρει και κέρδη, είναι σίγουρο ότι θα τους κερδίσει προς όφελος των ιδίων, των εταιριών αλλά και της κοινωνίας.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Αγγελόπουλος Π. (2001): Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα (Financial Derivatives). Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης.
- Αλεξιάκης Π. Πρόεδρος Χρηματιστηρίου Αθηνών. Ομιλίες:
 - Η σημασία της Αγοράς των Παραγώγων Χρηματοοικονομικών Προϊόντων (1999).
 - Οι τελευταίες εξελίξεις στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά και η επιστροφή σε μία δυναμική πορεία (2002).
 - Η εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού στην Κεφαλαιαγορά (2003).
 - Evolution and opportunities in the Greek capital market (2001).
- Βισβίκης Η. (2002): Risk management in the shipping industry: Theory and Practice. Παραδόσεις μαθήματος μεταπτυχιακού προγράμματος στη Ναυτιλία του Πανεπιστημίου Πειραιώς.
- Βούλγαρη – Παπαγεωργίου Ε. (1999): Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων. Εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική.
- Θωμαδάκης Στ. και Ξανθάκης Μ.(1990): Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου. Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα.
- Κιόχος Π., Παπανικολάου Γ. και Κιόχος Α. (2001): Χρηματιστήριο Αξιών και Παραγώγων Αθηνών – Διεθνή Χρηματιστήρια. Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης.
- Κότσικας Γ. (1997): Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Εκδόσεις Χρηματιστήρια Αξιών Αθηνών.
- Μαλακός Π και Δεμίρης Χ. (1993): Νέα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα. Εκδόσεις Εθνική Τράπεζα.
- Μαλινδρέτος Π. και Μαλινδρέτου Β. (2000): Χρηματιστήριο. Εκδόσεις Παπαζήση.
- Νιάρχος Ν. (1995): Η Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά, Εξελίξεις και Προοπτικές. Επιμέλεια Γ. Προβόπουλος. Εκδόσεις IOBE.
- Ξανθάκης Μ. (2002): Δομή και Μικροδομή της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς. Εκδόσεις Παπαζήση.
- Παπούλιας Γ. (1998): Παράγωγα (Derivatives). Εκδόσεις Παπούλια.
- Παπούλιας Γ. (1998): Εγχειρίδιο Χρηματιστηριακής Αγοράς Market Making. Εκδόσεις Παπούλια.

- Εκδόσεις Χρηματιστηρίου Αθηνών:
 - Απολογισμοί χρήσης ετών 2000, 2001, 2002.
 - Αποφάσεις Διοικητικού Συμβουλίου Χ.Α. και Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.
 - Διαχείριση παραγώγων διαπραγματευόμενα σε χρηματιστήριο. Εκπαιδευτικό υλικό.
 - Εκκαθάριση συναλλαγών. Εκπαιδευτικό υλικό.
 - Ετήσιο Στατιστικό δελτίο.
 - Η αγορά παραγώγων του Χρηματιστηρίου Αθηνών και τα προϊόντα της. Εκπαιδευτικό υλικό.
 - Ημερήσιο Δελτίο Τιμών ΧΑ.
 - Οδηγός για το Χρηματιστήριο.
 - Προώθηση πωλήσεων παραγώγων προϊόντων. Εκπαιδευτικό υλικό.
 - Συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και Δικαιώματα. Εκπαιδευτικό υλικό.
 - Το νομοθετικό και κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας του ΧΠΑ και της ΕΤΕΣΕΠ. (Ν. 2396/96, 2533/97, 2733/1999, 2789/2000, 2836/2000 κτλ). Εκπαιδευτικό υλικό.
- Briys E., Bellalah M. and others: Options, Futures and Exotic Derivatives, 3rd edition, John Willeys & Johns Ltd, USA, 1999.
- Hull J. Options, Futures and other Derivatives, 4th edition, Black Well Publishers Ltd UK 2000.
- Nuppenau E.-A., Weather Derivatives to Hedge Production Risk and Labour, How Risk and Livelihood Strategies Impact on Decisions of Large Farms, Dep. of Agricultural Policy Research, University of Giessen, Germany, 2001.
- Petsas K. and Porfiris N. (2002): Volatility Analysis and Trading Opportunities in the FTSE/ASE-20 index options of ADEX. Διατριβή στο Χρηματιστήριο Αθηνών.
- Ιστοσελίδες:
 - Χρηματιστηρίου Αθηνών (www.ase.gr).
 - Αγοράς Παραγώγων Χρηματιστηρίου Αθηνών (www.adex.ase.gr).
 - Χρηματιστηρίου Παραγώγων EUREX (www.eurexchange.com).
 - Χρηματιστηρίου Παραγώγων LIFFE (www.liffe.com).

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι

ΘΥΓΑΤΡΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΤΟΥ Χ.Α.

Ο όμιλος επιχειρήσεων του ΧΑ αποτελείται από τις παρακάτω εταιρείες:

1. Αγορά Παραγώγων του ΧΑ

Ιδρύθηκε το 1998, ως ανώνυμη εταιρία με αρχικό μετοχικό κεφάλαιο 3 δις δρχ. (8.804.108,58 €) και ανήκει εξ' ολοκλήρου στην Ε.Χ.Α.Ε. Είναι αρμόδια για την οργάνωση και επίβλεψη της αγοράς παραγώγων και των συναλλαγών επί παραγώγων στην Ελλάδα. Εισάγει και τροποποιεί τυποποιημένα προϊόντα, όπως συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures) και δικαιώματα (options).

2. Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων (Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π.)

Ιδρύθηκε το 1998, είναι ανώνυμη εταιρία με αρχικό μετοχικό κεφάλαιο 8 δις δρχ. (23.477.622,89 €) και το 100% σχεδόν των μετοχών της το κατέχει η ΕΧΑΕ. Είναι αρμόδια για την εκκαθάριση των συναλλαγών που διενεργούνται στην Αγορά Παραγώγων του ΧΑ, την θέσπιση κανόνων για την ομαλή λειτουργία της εκκαθάρισης, εγγυάται την καλή εκτέλεση όλων των συναλλαγών επί παραγώγων προϊόντων και φροντίζει για την τήρηση των υποχρεώσεων όλων των εμπλεκόμενων μερών.

3. Κεντρικό Αποθετήριο Αθηνών (ΚΑΑ)

Ιδρύθηκε το 1991, είναι ανώνυμη εταιρία και περίπου 72% του μετοχικού της κεφαλαίου ανήκει στην ΕΧΑΕ, ενώ το υπόλοιπο ανήκει σε τράπεζες εισηγμένες στο ΧΑ. Είναι αρμόδια για την εκκαθάριση και τον διακανονισμό των συναλλαγών επί των μετοχών που είναι εισηγμένες στο ΧΑ, την καταχώρηση των μεταβιβάσεων, των δεσμεύσεων και των βαρών των αξιών που είναι εισηγμένες στο ΧΑ και την παροχή υπηρεσιών σε θέματα μερισμάτων, τοκομεριδίων, δωρεάν μετοχών καθώς και εκκαθάριση των συναλλαγών σε άυλους τίτλους του δημοσίου.

4. Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης (ΧΚΘ)

Ιδρύθηκε το 1995 από το ΧΑ, το Εμπορικό και Βιομηχανικό Επιμελητήριο, τον Σύνδεσμο Βιομηχανιών Βορείου Ελλάδος και σχεδόν όλα τα μέλη του ΧΑ, με σκοπό:

- Να αποτελέσει περιφερειακή αγορά,

- να προσελκύσει νέες μεσαίου μεγέθους εταιρίες από την Βόρεια Ελλάδα, ώστε να αντλήσουν κεφάλαια μέσω του ΧΑ για την ανάπτυξη και επέκτασή τους στην Ελλάδα και στα Βαλκάνια,
- να προσελκύσει δυναμικές εταιρείες από τα Βαλκάνια, και
- να συμβάλει στην ανάπτυξη των σχέσεων της Ελλάδος με τις Βαλκανικές χώρες.

Είναι αρμόδιο για την εισαγωγή των εντολών αγοράς και πώλησης που προέρχονται από την Βόρειο Ελλάδα στο κεντρικό σύστημα συναλλαγών του ΧΑ, μέσω του μηχανογραφικού συστήματος ΟΑΣΗΣ.

5. Εταιρία Ανάπτυξης Συστημάτων και Υποστήριξης Κεφαλαιαγοράς (ΑΣΥΚ)

Ιδρύθηκε το 1995 με σκοπό την υποστήριξη της κεφαλαιαγοράς σε θέματα πληροφορικής, την ανάπτυξη διάθεση και υποστήριξη λογισμικού και την εκπόνηση μελετών για την κάλυψη των αναγκών των εταιριών του ομίλου των ΕΧΑΕ και των ΑΧΕ καθώς και εταιριών που δραστηριοποιούνται στον χώρο της κεφαλαιαγοράς. Είναι αρμόδιο για την ανάπτυξη πληροφοριακών συστημάτων για την κάλυψη των αναγκών των εταιριών ΧΑ, και ΑΧΕ και υποστήριξη της κεφαλαιαγοράς σε θέματα τεχνολογίας υπολογιστών, πληροφορικής και χρηματοοικονομικών θεμάτων.

6. Κέντρο Επαγγελματικής Κατάρτισης (ΚΕΚ)

Ιδρύθηκε το 1995 και στο μετοχικό του κεφάλαιο συμμετέχουν το ΧΑ (κύριος μέτοχος), ο ΣΜΕΧΑ και η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών. Σκοπός της εταιρίας είναι η παροχή εκπαίδευσης σε χρηματιστηριακά θέματα σε στελέχη της αγοράς και σε αποφοίτους οικονομικών, κυρίως, σπουδών. Στα σεμινάρια που διοργανώνει απονέμει κατ' αποκλειστικότητα στους επιτυχόντες τον τίτλο του Ειδικού Διαπραγματευτή Α' και Β'.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ

ΕΡΩΤΗΜΑΤΟΛΟΓΙΟ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ		
<i>Ανάλυση της κατάστασης στην οποία ευρίσκεται και προοπτικές</i>		
Εταιρία:		
Επώνυμο:		
Όνομα:		
Διεύθυνση :		
Ταχ. Κωδικας:		
Πόλη:		
Τηλέφωνο:		
Fax:		
e-mail:		
1. Τι είδος μέλους της Αγοράς Παραγώγων είστε:		
Απλό μέλος		(Ναι / Όχι)
Ειδικός διαπραγματευτής τύπου Α'		(Ναι / Όχι)
Ειδικός διαπραγματευτής τύπου Β'		(Ναι / Όχι)
2. Τι είδος μέλους της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. είστε:		
Non Clearing		(Ναι / Όχι)
Clearing		(Ναι / Όχι)
General clearing		(Ναι / Όχι)
3. Επίπεδο εκπαίδευσης απασχολουμένων με την αγορά παραγώγων (αρ. απασχολουμένων)		
PhD		
Μεταπτυχιακό δίπλωμα		
Ανώτατη εκπαίδευση		
Ανώτερη εκπαίδευση		
Μέση εκπαίδευση		
4. Συναλλαγές για ίδιο λογαριασμό		
4.1. Ποσοστά ανά είδος παραγώγου (%)		
ΣΜΕ στον δείκτη FTSE/ASE-20		(%)
ΣΜΕ στον δείκτη FTSE/ASE Mid 40		(%)

ΣΜΕ επί μετοχών		(%)
ΣΜΕ στην ισοτιμία EUR/USD		(%)
Δικαιώματα στον δείκτη FTSE\ASE-20		(%)
Δικαιώματα στον δείκτη FTSE\ASE Mid 40		(%)
Δικαιώματα προαίρεσης επί μετοχών		(%)
Δικαιώματα προαίρεσης στην ισοτιμία EUR/USD		(%)
Repo επί μετοχών (Stock Repo)		(%)
Reverse Repo επί μετοχών		(%)
4.2. Αριθμός πράξεων (συμβολαίων) κατά μέσο όρο μηνιαία (%)		
ΣΜΕ στον δείκτη FTSE/ASE-20		
ΣΜΕ στον δείκτη FTSE/ASE Mid 40		
ΣΜΕ επί μετοχών		
ΣΜΕ στην ισοτιμία EUR/USD		
Δικαιώματα στον δείκτη FTSE\ASE-20		
Δικαιώματα στον δείκτη FTSE\ASE Mid 40		
Δικαιώματα προαίρεσης επί μετοχών		
Δικαιώματα προαίρεσης στην ισοτιμία EUR/USD		
Repo επί μετοχών (Stock Repo)		
Reverse Repo επί μετοχών		
Ύψος πράξεων σε απόλυτη χρηματική αξία		(αριθμός)
5. Συναλλαγές για λογαριασμό πελατών		
5.1. Ποσοστά ανά είδος παραγώγου		
ΣΜΕ στον δείκτη FTSE/ASE-20		%
ΣΜΕ στον δείκτη FTSE/ASE Mid 40		%
ΣΜΕ επί μετοχών		%
ΣΜΕ στην ισοτιμία EUR/USD		%
Δικαιώματα στον δείκτη FTSE\ASE-20		%
Δικαιώματα στον δείκτη FTSE\ASE Mid 40		%
Δικαιώματα προαίρεσης επί μετοχών		%
Δικαιώματα προαίρεσης στην ισοτιμία EUR/USD		%
Repo επί μετοχών (Stock Repo)		%
Reverse Repo επί μετοχών		%
5.2. Αριθμός πράξεων (συμβολαίων) κατά μέσο όρο μηνιαία		(αριθμός)

ΣΜΕ στον δείκτη FTSE/ASE-20		(αριθμός)	
ΣΜΕ στον δείκτη FTSE/ASE Mid 40		(αριθμός)	
ΣΜΕ επί μετοχών		(αριθμός)	
ΣΜΕ στην ισοτιμία EUR/USD		(αριθμός)	
Δικαιώματα στον δείκτη FTSE\ASE-20		(αριθμός)	
Δικαιώματα στον δείκτη FTSE\ASE Mid 40		(αριθμός)	
Δικαιώματα προαίρεσης επί μετοχών		(αριθμός)	
Δικαιώματα προαίρεσης στην ισοτιμία EUR/USD		(αριθμός)	
Repo επί μετοχών (Stock Repo)		(αριθμός)	
Reverse Repo επί μετοχών		(αριθμός)	
5.3. Ύψος πράξεων σε απόλυτη χρηματική αξία		(αριθμός)	
ΣΜΕ στον δείκτη FTSE/ASE-20		(αριθμός)	
ΣΜΕ στον δείκτη FTSE/ASE Mid 40		(αριθμός)	
ΣΜΕ επί μετοχών		(αριθμός)	
ΣΜΕ στην ισοτιμία EUR/USD		(αριθμός)	
Δικαιώματα στον δείκτη FTSE\ASE-20		(αριθμός)	
Δικαιώματα στον δείκτη FTSE\ASE Mid 40		(αριθμός)	
Δικαιώματα προαίρεσης επί μετοχών		(αριθμός)	
Δικαιώματα προαίρεσης στην ισοτιμία EUR/USD		(αριθμός)	
Repo επί μετοχών (Stock Repo)		(αριθμός)	
Reverse Repo επί μετοχών		(αριθμός)	
6. Τι κατά την άποψή σας θα συντελούσε στην αύξηση της συναλλακτικής δραστηριότητας στα παράγωγα			
	ΣΜΕ	Options	
		Repo	
Περισσότερη ενημέρωση			(N/O)
Περισσότερη εξάσκηση - προσομοίωση			(N/O)
Δημιουργία μοντέλων στρατηγικών ανά περίπτωση			(N/O)
Μείωση περιθωρίου ασφάλισης			(N/O)
Μείωση της ονομαστικής αξίας των προϊόντων			(N/O)
Μείωση προμηθειών			(N/O)
Ενιαίος λογαριασμός			(N/O)
Εκκαθάριση από το εκκαθαριστικό μέλος της ΕΤΕΣΕΠ			(N/O)
Αύξηση της ονομαστικής αξίας των προϊόντων			(N/O)
Άλλοι λόγοι (αναφέρατε)			
7. Αριθμός πελατών σας που έχουν ενδιαφερθεί να επενδύσουν σε παράγωγα			

Πόσοι από αυτούς έκαναν από 1 – 10 συναλλαγές		(αριθμός)
Πόσοι από αυτούς έκαναν περισσότερες από 10 συναλλαγές		(αριθμός)
Πόσοι από αυτούς δεν έκαναν καμία συναλλαγή		(αριθμός)
8. Αριθμός πελατών σας που επενδύουν στην αγορά παραγώγων του Χ.Α.		
Πόσοι από αυτούς επενδύουν από το 2003		(αριθμός)
Πόσοι από αυτούς επενδύουν από το 2002		(αριθμός)
Πόσοι από αυτούς επενδύουν από το 2000		(αριθμός)
Πόσοι από αυτούς επενδύουν πριν από το 2000		(αριθμός)
9. Αριθμός πελατών σας που επενδύουν σε ξένες αγορές παραγώγων		
Πόσοι από αυτούς επενδύουν από το 2003		(αριθμός)
Πόσοι από αυτούς επενδύουν από το 2002		(αριθμός)
Πόσοι από αυτούς επενδύουν από το 2000		(αριθμός)
Πόσοι από αυτούς επενδύουν πριν από το 2000		(αριθμός)
10. Σε ποιες περιόδους δραστηριοποιήθηκαν περισσότερο οι πελάτες σας		
Έντονα ανοδικές		(Ναι / Όχι)
Έντονα πτωτικές		(Ναι / Όχι)
Σχετικά ανοδικές		(Ναι / Όχι)
Σχετική ισορροπία γενικού δείκτη		(Ναι / Όχι)
11. Ποιοι οι λόγοι δραστηριοποίησης (κατά την άποψη του πελάτη)		
Καλή ενημέρωση		(Ναι / Όχι)
Μικρό ρίσκο		(Ναι / Όχι)
Βεβαιότητα κέρδους		(Ναι / Όχι)
Εμπιστοσύνη στους συμβούλους		(Ναι / Όχι)
Αντιστάθμιση κινδύνου		(Ναι / Όχι)
Κερδοσκοπικά		(Ναι / Όχι)
Διαχείριση κεφαλαίων από την AXE		(Ναι / Όχι)
Μόχλευση		(Ναι / Όχι)
12. Πόσοι από τους πελάτες που δραστηριοποιούνται στην αγορά έχουν παρακολουθήσει σεμινάρια σε παράγωγα.		
13. Αποτελέσματα δραστηριότητας		
Αποδοτικότητα κεφαλαίου % κατά μέσο όρο κατά το 2003		%
Αποδοτικότητα κεφαλαίου % κατά μέσο όρο κατά το 2002		%
Αποδοτικότητα κεφαλαίου % κατά μέσο όρο κατά το 2001		%
Αριθμός στρατηγικών που συνήθως χρησιμοποιείτε		%

14. Είναι επαρκής η εκπαίδευση των πελατών		
Εάν όχι σε ποιους τομείς είναι ανεπαρκής		
15. Με τι τρόπο πρέπει να γίνεται η εκπαίδευση		
Σε αίθουσα διδασκαλίας		(Ναι / Όχι)
Εξ αποστάσεως εκπαίδευση		(Ναι / Όχι)
Προσομοίωση πραγματικού περιβάλλοντος		(Ναι / Όχι)
1. Τρόποι προσέλκυσης νέων επενδυτών (π.χ. Μείωση προμηθειών, αύξηση πολλαπλασιαστή)		
17. Παρατηρήσεις – Προτάσεις		