

**ΣΥΖΗΤΗΣΗ  
ΤΡΑΠΕΖΗΣ**

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ:  
Χ. Α. Παπαδημητρίου



## ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ

Η ΙΔΡΥΣΗ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ της αγοράς παραγώγων προϊόντων στο Χρηματιστήριο Αθηνών αποτελεί σημαντικό στοιχείο προόδου και εκσυγχρονισμού της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Μια αγορά που δημιουργεί πρόσθετες δυνατότητες διαχείρισης του κινδύνου, προσφέρει βελτιωμένη ασφάλεια στους συμμετέχοντες, ταυτοχρόνως με τη διεύρυνση των δυνατότήτων για τους επενδυτές.

ΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΠΟΥ ΠΡΟΒΛΕΦΘΗΚΕ με το Νόμο 2533/1997 επέτρεψε τη δημιουργία παραγώγων προϊόντων. Στην προοπτική ανάπτυξης της ειδίκευμένης αυτής αγοράς, συμπληρώνονται λειτουργικά τα εργαλεία χρηματοδότησης που διαθέτει η ελληνική οικονομία. Διευκολύνει, επομένως, την ταχύτερη ανάδειξη των ικανοτήτων των επιχειρήσεων, των χρηματοοικονομικών οργανισμών, των θεσμικών επενδυτών και, σε τελευταία ανάλυση, της ίδιας της οικονομίας. Υποστηρίζει, τέλος, τις προοπτικές ταχύρρυθμης ανάπτυξης σε περιβάλλον μακροοικονομικής και νομιμοτητικής σταθερότητας.

ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΑΘΗΝΩΝ (ΧΠΑ) εποπτεύεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Το μετοχικό κεφάλαιο του ΧΠΑ ανήκει στο Χρηματιστήριο Αθηνών, σε τράπεζες, σε εταιρείες-μέλη του ΧΠΑ, στο Κεντρικό Αποθετήριο Αθηνών, σε θεσμικούς επενδυτές και στο Ταχυδρομικό Ταμευτήριο.

ΤΑ ΠΑΡΑΓΟΓΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ έγιναν γνωστά στο ευρύτερο επενδυτικό κοινό λόγω των σημαντικών ζημιών που προκάλεσαν σε μεγάλους πιστωτικούς οργανισμούς. Ωτόσο, η σταδιακή ανάπτυξη της ελληνικής αγοράς παραγώγων και η ενίσχυση της εκπαίδευσης των ενεργών παραγόντων της στα ειδικά τεχνικά χαρακτηριστικά της, οφείλει να επιτρέψει τη φιλόδοξη αλλά προσεκτική αξιοποίησή της.

Η ΚΑΤΟΧΥΡΩΣΗ ΤΩΝ ΠΡΩΤΩΝ ΒΗΜΑΤΩΝ της νέας αυτής αγοράς, δείχνει την επιτυχή μέριμνα των αρχών που είχαν την ευθύνη για τη διοίκησή της. Ταυτοχρόνως, είναι εμφανές ότι οι συμμετέχοντες, κατά πρώτο λόγο τα τραπεζικά ιδρύματα και οι χρηματιστηριακοί παράγοντες, αναπτύσσουν σταδιακά τις θέσεις τους. Είναι όμως χαρακτηριστικό ότι διασφαλίσθηκαν συνθήκες ρευστότητας όπως δείχνει ο πολλαπλασιασμός των συμβολαίων. Στην επόμενη φάση αναμένεται να επιβεβαιωθεί η καλύτερη οργάνωση των μελών του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών (ΧΠΑ), η δυναμικότερη είσοδος των θεσμικών επενδυτικών οργανισμών, παράλληλα με την εισαγωγή νέων προϊόντων. Ο νέος δείκτης εταιρειών μεσαίας κεφαλαιοποίησης (Ftse-Midcap), τα συμβόλαια μελλοντικής εκ-



πλήρωσης, το δεκαετές ομόλογο, το συμβόλαιο επί βραχυπρόθεσμου επιτοκίου και, τέλος, τα συμβόλαια futures και options θα προσδώσουν στο ΧΠΑ τις διαστάσεις που απαιτεί η καθιέρωσή του ως μιας οιμαντικής περιφερειακής αγοράς.

ΣΤΗ ΣΥΖΗΤΗΣΗ στρογγυλής τραπέζης, που διοργάνωσε το «Δελτίο της ΕΕΤ», καταγράφονται τα συμπεράσματα που προκύπτουν από τα πρώτα βήματα του ΧΠΑ και εξετάζονται οι κατευθύνσεις τις οποίες οφείλει να ακολουθήσει η αγορά των παραγώγων για τη μεγέθυνοί της και την καθιέρωσή της σε περιφερειακό επίπεδο.

**ΣΤΗ ΣΥΖΗΤΗΣΗ  
ΠΟΥ ΔΙΟΡΓΑΝΩΘΗΚΕ  
ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΝΩΣΗ  
ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ  
ΤΡΑΠΕΖΩΝ  
ΣΥΜΜΕΤΕΙΧΑΝ  
ΟΙ ΕΞΗΣ:**

Ο κ. ΝΙΚΟΛΑΟΣ ΤΕΣΣΑΡΟΜΑΤΗΣ που είναι Διευθυντής Διαχείρισης Κεφαλαίων της Αγροτικής Τράπεζας της Ελλάδος και υπήρξε επικεφαλής ερευνών και ανάπτυξης προϊόντων της Gartmore Investment Management ενώ παλαιότερα έχει διδάξει ως Lecturer στο Warwick Business School.

Ο κ. ΜΑΝΩΛΗΣ ΞΑΝΘΑΚΗΣ που είναι Καθηγητής Οικονομικών στο Πανεπιστήμιο Αθηνών και έχει χρηματίσει Πρόεδρος του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Ο κ. ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ ΑΛΕΞΑΚΗΣ που είναι επίκουρος καθηγητής στο Πανεπιστήμιο Αθηνών, Πρόεδρος και Διευθύνων Σύμβουλος του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών.

Ο κ. ΓΙΩΡΓΟΣ ΠΑΠΟΥΤΣΗΣ, που είναι Διευθυντής Διαχείρισης Διαθεσίμων (Treasurer) της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος και προηγουμένως Treasurer της Εθνικής Κτηματικής Τράπεζας της Ελλάδος, σπουδασε στη George Washington University.

Ο κ. ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΣ ΠΑΠΑΔΗΜΗΤΡΙΟΥ, που συντόνισε τη συζήτηση, είναι δημοσιογράφος και αναλυτής.

#### Χ.Α. ΠΑΠΑΔΗΜΗΤΡΙΟΥ:

Να ξεκινήσουμε προσπαθώντας να καταγράψουμε μια γενική εικόνα της αγοράς παραγώγων. Ο ρόλος της και η συμβολή της στη γενικότερη ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς στην Ελλάδα. Ο κ. Αλεξάκης, που εκ θέσεως έχει την ευθύνη της εγκατάστασης και λειτουργίας της έχει το λόγο.

#### ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ ΑΛΕΞΑΚΗΣ:



Η οργανωμένη αγορά των χρηματιστηριακών παράγωγων προϊόντων χαρακτηρίζεται από την προσφορά τυποποιημένων προϊόντων, κανόνων, θεομικού πλαισίου και, πάνω απ' όλα, προσφέρει κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου. Καλύπτει δηλαδή τον κίνδυνο αθέτησης, επειδή υπάρχουν πάντα δύο αντισυμβαλλόμενοι στην αγορά και, αν ο ένας εκ των δύο αθετήσει, έρχεται το ίδιο το Χρηματιστήριο, εν προκειμένω η εταιρεία εκκαθάρισης και καλύπτει την υποχρέωση του αντισυμβαλλομένου. Έχουμε επομένως μια οργανωμένη αγορά με χαρακτηριστικά που την ξεχωρίζουν από την αγορά εκτός κύκλου.

Η αγορά τοις μετρητοίς από την άλλη πλευρά, στη βάση της ρευστότητας που παρέχει, διαμορφώνει μια τιμή για το υποκείμενο αγαθό. Τι προσφέρουν τώρα τα παράγωγα; Τη συγκρότηση μιας ακόμα χρηματιστηριακής αγοράς για τους ιδιώτες επενδυτές, τις επιχειρίσεις και τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα, που τους επιτρέπει να αποκτήσουν μια πληροφορία για τις μελλοντικές εκτιμήσεις της αγοράς. Η πληροφορία αυτή είναι χρήσιμη στους συντελεστές της αγοράς προκειμένου ν' αντισταθμίσουν τον κίνδυνο των επενδυτικών τους αποφάσεων και να επιτύχουν υψηλότερες αποδόσεις.

Μπορούν λοιπόν να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο για υποκείμενα αγαθά που κατέχουν (μετοχές, συνάλλαγμα, δάνεια και επιτόκια), να επιδιώξουν περαιτέρω αύξησην των αποδόσεών τους, όχι μόνον με σκοπό την αντιστάθμιση κινδύνου, αλλά και στο πλαίσιο της λήξης μιας κερδοσκοπικής θέσης. Εποι, τα παράγωγα προϊόντα βοηθούν στον προσδιορισμό της οωστής τιμής για το υποκείμενο αγαθό, διότι υπάρχει μια λογική σχέση ανάμεσα στην τιμή του παράγωγου προϊόντος και στην τιμή του υποκείμενου αγαθού. Αποκτάται επομένως η δυνατότητα οωστής διαχείρισης χαρτοφυλακίου και διεύρυνσης των επενδυτικών επιλογών. Άλλα και από μακροοικονομική άποψη η λειτουργία μιας αγοράς ικανής να προσδιορίζει μακροχρόνια τη οωστή τιμή, βοηθά στην αποτελεσματική κατανομή των πόρων μέσα σε μια οικονομία.

#### Χ.Α. ΠΑΠΑΔΗΜΗΤΡΙΟΥ:

Έχουμε λοιπόν μια αγορά ικανή να προσδιορίζει τη σωστή τιμή. Ποια είναι τα βασικά σημεία της εξέλιξης που μας έφερε μέχρι τη σημερινή αγορά παραγώγων και ποια συμπεράσματα μπορούμε να καταγράψουμε από τη μέχρι σήμερα εμπειρία, ιδιαίτερα τη διεθνή, από τη λειτουργία των παραγώγων;



## XΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΝ

ΓΙΩΡΓΟΣ  
ΠΑΠΟΥΤΣΗΣ:



Την περασμένη δεκαετία είχαμε μια κλειστή αγορά, υπό τον έλεγχο της Τράπεζας της Ελλάδος. Επενδυτές, πολίτες και εταιρείες που ήθελαν να καλύψουν κίνδυνο, πρωτίστως νομιματικό, μπορούσαν να πάρουν από τις αρχές ειδικά πιστοποιητικά για να κάνουν τέτοιες κινήσεις.

Με τη σταδιακή απελευθέρωση κεφαλαίων επιτρέπεται πλέον η κίνηση κεφαλαίων, επενδυτές, εταιρείες εισαγωγών/εξαγωγών, αμοιβαία κεφάλαια, κ.ά. έχουν τη δυνατότητα να συμμετάσχουν σε άλλες αγορές.

Με τον εκουγχρονισμό του νέου, απελευθερωμένου, πλαισίου, φθάνουμε στη δημιουργία της οργανωμένης αγοράς παραγώγων. Μια αγορά περιοσότερο αποτελεοματική, στην οποία επιτυγχάνεται η συμμετοχή νέων, πέραν των κλασικών, συμμετεχόντων και εισάγονται νέα προϊόντα, πέραν εκείνων που αφορούσαν τις αγορές συναλλάγματος. Τα νέα αυτά προϊόντα διαπραγματεύονται σε οργανωμένη πλέον αγορά, με θεομοθετημένους κανόνες και προς το παρόν καλύπτουν τον δείκτη FTSE 20, αλλά σύντομα θα καλύπτουν το προϊόν αγορά χρήματος (ATHIBOR), οιολόγων, όπως και άλλους δείκτες (small cap) και συμβόλαια δικαιωμάτων δεικτών..

### Χ.Α. ΠΑΠΑΔΗΜΗΤΡΙΟΥ:

Το επενδυτικό κοινό έχει αποκτήσει μια καλύτερη εμπειρία χειρισμού των τιμών σε ένα βραχυπρόθεσμο ορίζοντα εξέλιξης. Η γνώση όμως για τον τρόπο λειτουργίας των μελλοντικών τιμών και, γενικότερα, των παραγώγων προϊόντων, είναι ακόμη περιορισμένη. Υπάρχει, για παράδειγμα, ο φόβος για προϊόντα τα οποία εξαρτώνται από εξελίξεις τις οποίες δύσκολα και με επιφύλαξη μπορούμε να προβλέψουμε. Πώς συνδέουν οι αγορές το σήμερα με το άμεσο μέλλον; Είναι τα παράγωγα το προϊόν εκείνο που μας επιτρέπει να προβλέψουμε το μέλλον;

ΜΑΝΩΛΗΣ  
ΞΑΝΘΑΚΗΣ:



Αυτή ακριβώς είναι η κεντρική ιδέα. Να υπενθυμίσω κατ' αρχήν ότι η ιδέα των παραγώγων ξεκίνησε στην αγορά εμπορευμάτων. Οι παραγωγοί και οι αγοραστές πρώτων υλών, δημητριακών, μεταλλευμάτων, οι οποίοι ήσαν μεταποιητές, ήθελαν να έχουν μια σχετική εξασφάλιση για την τιμή των προϊόντων τους και των πρώτων υλών, σε μια μελλοντική περίοδο 3-6-9 μηνών, ώστε να διασφαλίζονται, για παράδειγμα, από απότομες μεταβολές που οφείλονται σε καιρικές συνθήκες. Δημιουργήθηκε λοιπόν η ευχέρεια κλειδώματος των μελλοντικών τιμών στις οποίες μπορούσαν να προσδοκούν είτε ως πωλητές, είτε ως αγοραστές.

Η ανάγκη αυτή δημιουργήσει κατ' αρχήν μορφές μελλοντικών συναλλαγών. Κυρίως στο Σικάγο όπου ήταν το κέντρο της διακίνησης αγροτικών προϊόντων των μέσων αμερικανικών πολιτειών, αφού εκεί ήσαν οι σιτοβολώνες του κόσμου. Εκεί ξεκίνησαν τα λεγόμενα συμβόλαια forward, τα οποία μπορούσαν να εξασφαλίσουν τους συναλλασσομένους από την αβεβαιότητα η οποία υπήρχε για το χρόνο μπροστά τους.

Μετά τον πόλεμο και ιδίως στα τέλη της δεκαετίας του '60 αρχές της δεκαετίας

του '70 και μάλιστα, λένε οι χρηματιστές του Σικάγου με την παρέμβαση του Milton Friedman, η προσέγγιση αυτή επεκτάθηκε στα Χρηματιστήρια Αξιών (μετοχές και ομόλογα), πάντα με την ίδια λογική: της εξασφάλισης από τον κίνδυνο στο επόμενο διάστημα.

Ξεκίνησε λοιπόν, στα μέσα της δεκαετίας του '70, το πρώτο Χρηματιστήριο Αξιών σε Παράγωγα του Σικάγου, που χρειάστηκε βεβαίως να αντιμετωπίσει τα προβλήματα της παιδικής πλικίας. Η λειτουργία του σταμάτησε με παρέμβαση της Securities Exchange Commission και επαναλειτούργησε μετά το 1982. Το 1987 υπέρχε στην Ευρώπη μόνο το Χρηματιστήριο του Λονδίνου σε Παράγωγα. Μέχρι πέρσι, που ξεκινήσαμε εμείς, τελευταίοι από όλες τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, με προτελευταίους τους Πορτογάλους.

Αρα λοιπόν η βασική ανάγκη που οποία καλύπτεται, είναι ότι εξασφαλίζω μια πρόβλεψη αρκετά κοντά σε αυτό που θα είναι η τιμή του προϊόντος που με ενδιαφέρει, για χρονικό διάστημα που φθάνει συνήθως μέχρι τον έναν χρόνο από σήμερα.

**Χ.Α. ΠΑΠΑΔΗΜΗΤΡΙΟΥ:**

Κύριε Αλεξάκη, γιατί προτιμήσαμε το δείκτη FTSE-ASE-20 και όχι το γενικό δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών;

ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ  
ΑΛΕΞΑΚΗΣ:

Γιατί προκειμένου να χρησιμοποιηθεί ένας δείκτης ως υποκείμενο αγαθό για τη δημιουργία ενός παραγώγου, πρέπει να είναι πολύ αξιόπιστος. Να υπόκειται σε αυτοπρούς κανόνες κατάρτισης, να γίνει με όλες τις διεθνείς προδιαγραφές, να παρακολουθείται και να αναθεωρείται όταν πρέπει, σε μόνιμη βάση. Η εμπειρία έδειξε άλλωστε ότι ο δείκτης αυτός βρίσκεται σε υψηλή συσχέτιση με το γενικό δείκτη, με εξαίρεση μόνον την τελευταία περίοδο.

ΝΙΚΟΛΑΟΣ  
ΤΕΣΣΑΡΟΜΑΤΗΣ:



Κατά την επιλογή του δείκτη πρέπει να λαμβάνεται υπόψη το θέμα της ρευστότητας των μετοχών που τον απαρτίζουν και η δυνατότητα που δίνεται για arbitrage γιατί μόνον έτοι η τιμή που διαμορφώνεται για το συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης, είναι όσο το δυνατόν πιο κοντά στη θεωρητική τιμή.

ΜΑΝΩΛΗΣ  
ΞΑΝΘΑΚΗΣ:

Να προσθέω το εξής: η κερδοσκοπία είναι βεβαίως ένα παράγωγο φαινόμενο στις αγορές. Δεν αφορά μόνον τα παράγωγα, αλλά όλες τις αγορές. Δηλαδή έρχεται μια αγορά να καλύψει μια ανάγκη, είτε είναι στην αγορά μετρητοίς, είτε είναι στα παράγωγα και ακολούθως βεβαίως μέσα από την αύξηση της ρευστότητας, δημιουργείται η ανάγκη είτε του arbitrage, είτε κάποιων άλλων κερδοσκοπικών κινήσεων, οι οποίες συντελούν για να έχεις μια αποτελεσματική τιμή.



## ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΝ

Η κερδοσκοπία είναι φαινόμενο σύμφυτο στις αγορές, και παράγεται όμως εκ των υστέρων. Διότι η μεγάλη ρευστότητα κάνει τους "παίκτες" ή επενδυτές, να φάγουν να βρουν ακόμα και οριακές θέσεις, οριακά σημεία από τα οποία θα μπορούσαν ν' αντλήσουν κέρδον.

ΝΙΚΟΛΑΟΣ  
ΤΕΣΣΑΡΟΜΑΤΗΣ:

Θα μπορούσε κάποιος να πει ότι η κερδοσκοπία ουσιαστικά σημαίνει ότι πληρώνεται ο κερδοσκόπος διότι δημιουργεί ρευστότητα για την καλή λειτουργία της αγοράς...

...και την εξομαλύνει.

ΜΑΝΩΛΗΣ  
ΞΑΝΘΑΚΗΣ:

ΝΙΚΟΛΑΟΣ

### ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΣ

Χ.Α. ΠΑΠΑΔΗΜΗΤΡΙΟΥ:

Από το σημείο αυτό μπορούμε να πάμε στο δεύτερο κύκλο της συζήτησής μας.

Ο ρόλος των παραγώγων στη διαχείριση χαρτοφυλακίου άρα και τη διαχείριση του κινδύνου. Θα εξετάσουμε την αλυσίδων επίδρασή του στην χρηματοοικονομική των επιχειρήσεων, στις αποφάσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων, που είναι και οι μεγάλοι παράγοντες αυτής της αγοράς και βεβαίως του επενδυτών, μικρού ή μεγάλου.

Να ξεκινήσω με τα συμβόλαια μελλοντικής εκ-

ΤΕΣΣΑΡΟΜΑΤΗΣ:

πλήρωσης, η επιτυχία των οποίων βασίζεται στο ότι σε σχέση με την τρέχουσα αγορά έχουν δύο χαρακτηριστικά βασικά, τα οποία νομίζω εξηγούν γιατί είναι τόσο πετυχημένα.

Πρώτον, το κόστος συναλλαγής σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης είναι ένα πολύ μικρό ποσοστό, σε σχέση με το κόστος συναλλαγής στην τρέχουσα αγορά, στο spot market και δεύτερον ότι έχουν πολύ μεγαλύτερη ρευστότητα. Δηλαδή αν θέλουμε ν' αγοράσουμε ή να πουλήσουμε ένα πακέτο μετοχών είναι ευκολότερο να το κάνουμε μέσω των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και της αγοράς παραγώγων, παρά στην τρέχουσα αγορά.

Υπάρχουν πολλοί τρόποι χρήσης των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης. Ενας είναι η αντιστάθμιση κινδύνων. Αν, για παράδειγμα, πιστεύουμε ότι η αγορά δεν έχει καλές προοπτικές και θέλουμε να μειώσουμε τη θέση μας, μειώνοντας και τον κίνδυνο, υπάρχουν δύο δυνατότητες. Η μια είναι να κάνουμε συναλλαγή στην τρέχουσα αγορά στην οποία πουλάμε μέρος του χαρτοφυλακίου μας με ό,τι συνεπάγεται για το κόστος της συναλλαγής. Η δεύτερη είναι να πουλήσουμε ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης κι έτοι να μειώσουμε ή και να εκμπονείσουμε τον κίνδυνο αυτής. Δηλαδή αν πουλήσουμε αξία ίση με το χαρτοφυλάκιό μας, ουσιαστικά δεν έχουμε καθόλου τον κίνδυνο της αγοράς. Ενας τρόπος είναι αυτός.

Ο δεύτερος τρόπος χρησιμοποιείται από τα αμοιβαία κεφάλαια και τα ταμεία για την καλύτερη διαχείριση των κεφαλαιακών ροών. Παράδειγμα, εάν ένα

ταμείο γνωρίζει ότι σε 3 μήνες θα εισφεύσει ένα ποσό από εισφορές των ασφαλισμένων και θέλει να το τοποθετήσει αμέσως στη χρηματιστηριακή αγορά και όχι σε κατάθεση, θα αγοράσει ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης 3 μηνών. Βεβαίως υπάρχει δυνατότητα arbitrage όταν υπάρχει διαφορά μεταξύ της τρέχουσας αξίας στο Χρηματιστήριο και της θεωρητικής αριθμής και μπορούμε να επωφεληθούμε από αυτήν τη διαφορά δημιουργώντας ρευστότητα και βέβαια κέρδος γι' αυτόν ο οποίος κάνει τη συναλλαγή.

Η άλλη κατεύθυνση αφορά τη δημιουργία συνθετικών κεφαλαίων δείκτου, πολύ διαδεδομένα στις ξένες κεφαλαιαγορές, το 30% περίπου των θεομηκών επενδυτών του ποσού που διαχειρίζονται οι θεομηκοί επενδυτές στην Αμερική, λιγότερο στην Ευρωπαϊκή, είναι σε κεφάλαια δεικτών. Μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης για να δημιουργήσουμε συνθετικά κεφάλαια δεικτών. Πολύ απλά, καταθέτουμε τα χρήματα που έχουμε στην τράπεζα και αγοράζουμε ένα ίσο ποσό συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης. Τα δύο μαζί μας δίνουν την αγορά του spot.

#### X.A. ΠΑΠΑΔΗΜΗΤΡΙΟΥ:

Κύριε Παπουτσόν, από την εμπειρία που έχετε στην καθημερινή διαχείριση, κρίνετε ότι έχουν αυξηθεί οι δυνατότητες της αγοράς; Έχει σημειωθεί βελτίωση στη λειτουργία της; Γίνεται η

χρήση που θα περίμενε κανείς από τα μεγάλα χαρτοφυλάκια; Να σημειώσω για παράδειγμα μια δυνατότητα που δεν αξιοποιείται μέχρι στιγμής. Αν κάποιος θέλει και πιστεύει στην κίνηση μιας εταιρείας συγκεκριμένης,

ΓΙΩΡΓΟΣ  
ΠΑΠΟΥΤΣΗΣ

μπορεί να αγοράσει το cash και να πουλήσει το παράγωγο του δείκτη. Αν πιστεύει δηλαδί ότι δεν θέλει το γενικό κίνδυνο της αγοράς, γιατί έχει ανέβει πολύ, αλλά πιστεύει ότι μια άλλη μετοχή έχει δυνατότητες ανόδου, μπορεί να καλύψει εν μέρει αυτό τον κίνδυνο.

Γενικότερα, υπάρχουν μεγάλες ποικιλίες στρατηγικών, τις οποίες ακόμα δεν έχουν δει ότι μπορεί να χρησιμοποιήσουν οι επενδυτές ή οι συμμετέχοντες. Και νομίζω ότι, σιγά-σιγά βέβαια, θ' αρχίσουν να μπαίνουν σε αυτήν την αγορά.

Οταν η αγορά θα φθάσει στους ρυθμούς και στον όγκο που της αναλογούν θα είναι πολύ πιο αξιοποίησιμη από την αγορά spot. Για δύο κυρίως λόγους: πρώτον τα περιθώρια μεταξύ δύο τιμών θα είναι πολύ κοντά για τους γενικούς δείκτες, άρα θα μπορούν οι πωλητές και οι αγοραστές να βρεθούν πάρα πολύ κοντά. Να σημειώσουμε ότι οι προμήθειες, σε σχέση με την αγορά cash, είναι πολύ μικρές.

Επιπλέον, δεν υπάρχει ο κίνδυνος διακανονισμού, δεν υπάρχει ο κίνδυνος αντισυμβαλλομένου όπως σωστά αναφέρθηκε και μπορεί πολύ εύκολα κάποιος να κάνει μεγάλες κινήσεις ή μεγαλύτερες κινήσεις.



## XΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΝ

Η αγορά κινείται προς την κατεύθυνση αυτή. Με την εισαγωγή και του νέου συμβολαίου παραγώγων, που είναι τα ομόλογα καθώς και του επόμενου συμβολαίου, που θα είναι το mid cap, η αγορά εφοδιάζεται με νέα όπλα και μπορεί να κινηθεί πιο παραγωγικά.

Δεν πρέπει να ξεχνούμε ότι έχουμε μια αγορά η οποία έχει ζωντανέψει δύο μηνών. Θα ήταν μεγάλη έκπληξη εάν βλέπαμε την αγορά παραγώγων να έχει φτάσει στο σημείο που θα είναι άξια του ονόματός της. Προφανώς θα πάρει κάποιο χρόνο. Υπήρχαν κάποια τεχνικά προβλήματα: δεν έχει τελειώσει το θέμα των άϋλων τίτλων, ούτε της αποτελεσματικής τεχνικής υποστήριξης, που εξαρτάται από το σύστημα διαπραγμάτευσης, το ΟΑΣΗΣ.

Είναι ένα πακέτο τριών θεμάτων, μαζί με τα παράγωγα, που πρέπει να προχωρήσουν παράλληλα ώστε να αναπτυχθούν και να ανθίσουν μαζί. Με αυτή την έννοια, σε πολύ σύντομο χρονικό διάστημα, νομίζω ότι θα δούμε να συγκλίνουν και να δώσουν πολύ μεγαλύτερη δυνατότητα ανάπτυξης και στην αγορά μετρητοίς και στην αγορά των παραγώγων.

Εκείνο το οποίο όλοι μας βλέπουμε και το εποιημάνατε κι εσείς κ. Παπαδημητρίου στην αρχή, είναι το εξής: έχοντας μια νέα αγορά, έχουμε αφ' ενός κάποιους έμπειρους σ' αυτήν, που είναι ας πούμε οι θεομικοί επενδυτές, Ελληνες και ξένοι. Από την άλλη, έχουμε κάποιους άπειρους, όχι μόνο στα παράγωγα, αλλά ακόμη και στην αγορά μετρητοίς.

Δηλαδή έχουμε κάποιους επενδυτές οι οποίοι μέσα στον ενάμιση τελευταίο χρόνο σε ένα μέγεθος της τάξεως του 1 εκατομμυρίου ιδιωτών Ελλήνων, για πρώτη φορά εναοχολίθηκε με το Χρηματιστήριο. Κι έτσι οι μεν θεομικοί σε αυτή την αγορά παραγώγων δεν μπαίνουν γιατί δεν έχουν ρευστότητα και δεν τους ενδιαφέρει οποιαδήποτε αγορά δεν έχει ρευστότητα, ενώ οι ιδιώτες δεν μπαίνουν διότι δεν γνωρίζουν. Ο ένας περιμένει τον άλλον. Γι' αυτό και είναι αξιέπαινη η προσπάθεια του Χρηματιστηρίου Παραγώγων να εκπαιδεύσει και να προωθήσει με τους κατάλληλους τρόπους το προϊόν.

Επομένως, τα παράγωγα προϊόντα μπορούν να χρησιμοποιηθούν είτε από μόνα τους, ανεξάρτητα, είτε σε συνδυασμό με υποκείμενους τίτλους. Και να προοξύουμε ένα βασικότατο χαρακτηριστικό της αγοράς...

### ΠΑΝΑΓΙΩΓΗΣ ΑΛΕΞΑΚΗΣ:

Να κάνεις αντιστάθμιση του κινδύνου, με την έννοια της πολύ χρήσιμης κερδοσκοπίας.

#### Χ.Α. ΠΑΠΑΔΗΜΗΤΡΙΟΥ:

Οταν λέτε υποκείμενους τίτλους;

Γι' αυτό το λέμε παράγωγο. Στηρίζεται σε υποκείμενο, είτε είναι εμπόρευμα, είτε είναι αξία, είτε οτιδήποτε.

**ΠΙΑΝΑΓΙΩΤΗΣ  
ΑΛΕΞΑΚΗΣ:**

**ΜΑΝΟΛΗΣ  
ΞΑΝΘΑΚΗΣ**

**ΠΙΑΝΑΓΙΩΤΗΣ  
ΑΛΕΞΑΚΗΣ**

Τι σημαίνει όμως αυτό: αγοράζω, γιατί πιστεύω ότι οι τιμές θ' ανέλθουν ή πουλάω γιατί πιστεύω οι τιμές ότι θα κατέλθουν. Κι εδώ είναι το μεγάλο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα και το βασικό χαρακτηριστικό της αγοράς των παραγώγων. Μπορεί να έχει θετικό αποτέλεσμα για τον επενδυτή είτε στην άνοδο, είτε στην πτώση.

Προηγουμένως αναφερθήκατε στην “χαρά ή λύπη” όταν τοποθετούμεθα στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Στο ΧΠΑ κι όταν πέφτει ο γενικός δείκτης του ΧΑΑ κι όταν πέφτουν οι τιμές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης, πραγματοποιούνται κέρδη, έχουμε θετικό αποτέλεσμα, αν πουλήσει αντί ν' αγοράσει συμβόλαια ο επενδυτής.

Αρα η αγορά των παραγώγων έχει τη μοναδικότητα να οσυ δίνει θετικό αποτέλεσμα, είτε στην άνοδο είτε στην πτώση. Γιατί στην άνοδο αγοράζεις συμβόλαια, αν έχεις προβλέψει σωστά, και στην πτώση πουλάς. Ενα δεύτερο βασικό θέμα είναι το μεγάλο πλεονέκτημα της μόχλευσης που διαθέτει αυτός που ενεργοποιείται στο ΧΠΑ. Ετοι, μια αγορά ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης, με ονομαστική αξία έστω 6 εκατομμυρίων δραχμών, με το δείκτη του FTSE-ASE-20 στις 3.000 μονάδες επί 2.000 δραχμές, ο επενδυτής δεν θα καταβάλει τα 6 εκατομμύρια, αλλά θα καταθέσει το περιθώριο ασφαλείας που τώρα είναι 20% και ούτοιμα θα μειωθεί. Καταθέτει επομένως 1.200.000 δρχ. για προϊόντα αξίας 6 εκατ. δραχμών. Έχει λοιπόν κανείς τη δυνατότητα, εφόσον διαθέτει και τα 6 εκατομμύρια, να μην επενδύσει σε μετοχές ιοστιμης αξίας αλλά σε τίτλους αξίας μέχρι και 30 εκατ. αν θέλει να εξαντλήσει όλες τις δυνατότητες. Βεβαίως θα πρέπει πάντα να έχουμε υπόψη μας ότι κι εδώ η αγορά έχει κίνδυνο. Αν δηλαδή αγοράσεις γιατί πιστεύεις ότι οι τιμές θα ανέλθουν και αυτές τιμές κατέλθουν, θα χάσεις, θα έχεις αρνητικό αποτέλεσμα. Αρα η μόχλευση (leverage) είναι ένα δεύτερο βασικό χαρακτηριστικό, πέρα από τη γεγονός ότι και στην άνοδο και στην πτώση μπορείς να κερδίσεις αν προβλέψεις σωστά.

Ενα άλλο χαρακτηριστικό είναι η άμεση διαπραγμάτευση, η γρήγορη και ευέλικτη. Αγοράζεις ή πουλάς ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης. Παίρνεις δηλαδή μια απόφαση για μια τιμή. Αν πας στο Χρηματιστήριο Αξιών ν' αγοράσεις προϊόντα αξίας 30-60 ή 100 εκατομμυρίων δραχμών, θα πρέπει να κάνεις μια επιλογή ενός χαρτοφυλακίου, με πολλές μετοχές. Τέλος, το κόστος του ΧΠΑ είναι απαράμιλλα χαμηλότερο εκείνου του ΧΑΑ και ταυτοχρόνως προφέρει ευέλικτη και άνετη, εύχρονη αν θέλετε, διαδικασία.



## XΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΝ

### Χ.Α. ΠΑΠΑΔΗΜΗΤΡΙΟΥ:

Πώς μπορεί καλύτερα να χρησιμοποιηθούν τα προϊόντα του ΧΠΑ στη διαχείριση χαρτοφυλακίου; Ήδη ο κ.Παπουτσής έκανε μια πολύ ωραία τοποθέτηση πάνω στις δυνατότητες που έρχονται. Κύριε Ξανθάκη, θέλετε να ξεκινήσετε με την εμπειρία που αποκομίσαμε σε αυτό το μικρό χρονικό διάστημα;

### ΜΑΝΟΛΗΣ ΞΑΝΘΑΚΗΣ:

### ΟΙ ΠΡΩΤΕΣ ΕΜΠΕΙΡΙΕΣ

Χρειάστηκε, όπως γνωρίζετε, να γίνει μια καμπάνια ενημέρωσης για να αμβλυνθούν οι φόβοι. Ολου του περιβάλλοντος: της πολιτικής πηγεοίας, της εποπτικής αρχής, κλπ, σχετικά με τους κινδύνους που περιέχουν τα παράγωγα.

Κάποια στιγμή τα πράγματα κατέστησαν οαφή και τότε μπόρεσε να προχωρήσει και ν' αξιοποιηθεί η πρωτοβουλία που είχε το Χρηματιστήριο για την οργάνωση της αγοράς. Άλλωστε, έτοι κι αλλιώς, τα παράγωγα θα γίνονταν κάποια στιγμή και βεβαίως θα ήσαν εκτός αγοράς. Η επιλογή ήταν σχετικά απλή: ί θα τα αφίναμε να γιγαντώθουν over the counter, χωρίς οργανωμένη εποπτεία και παρακολούθηση, είτε θα τα ενσωματώναμε σε μια οργανωμένη αγορά. Ακόμα και στη συζήτηση που έγινε στη Βουλή, οι αντιδράσεις ήσαν ισχυρές όπως και οι αμφιβολίες για την αναγκαιότητα της αγοράς.

Από την άλλη ήταν φανερό ότι δεν μπορούμε να διεκδικήσουμε διεθνή κεφάλαια, χωρίς ουσιώδη πλεκτρονικό ούτημα, αποϋλοποίηση και παράγωγα. Ως εκ τούτου έπρεπε οπωδόποτε να γίνει.

Για το πρόβλημα της ρευστότητας θεωρώ ότι είναι εντελώς βραχυχρόνιο. Το παράγωγο, ως προϊόν πολύ γρήγορα θα πλαισιωθεί και από άλλα προϊόντα. Η αγορά αυτή, σε αντίθεση με την “τοις μετρητοίς” και πολύ περισσότερο από αυτήν, είναι σε θέση να δημιουργήσει ποικιλία προϊόντων.

Ο καθένας από τους παίκτες, επενδυτές και διαμεσολαβητές, μπορεί να φανταστεί ουνδυασμούς προϊόντων. Μπορεί ακόμη να είναι δύσκαμπτη η διαδικασία για να προταθούν αυτοί οι ουνδυασμοί, αλλά πολύ γρήγορα, όσο θα βαθαίνει και θα πλαταίνει η αγορά, θα είναι δυνατόν να προταθεί στο ΧΠΑ ένα προϊόν και να εισαχθεί γρήγορα. Εξίσου γρήγορα θα κρίνεται η επιτυχία του και, μέσω των διαδικασιών του financial engineering είτε θα μπαίνει στο “ντουλάπι” για να βγει, ίσως, αργότερα ί θα δίνει τη θέση του σε κάποιο άλλο.

Αυτά μπορούν να γίνουν πολύ γρήγορα. Εκείνο που χρειάζεται, όχι μόνο στο ΧΠΑ αλλά και στο ΧΑΑ, είναι η συνεχής ενημέρωση και συνεχής παρακολούθηση των διεθνών εξελίξεων. Οι αγορές έχουν μια φοβερή δυναμική. Προϊόντα που πριν 2 χρόνια δεν υπήρχαν, τώρα είναι μεγάλες επιτυχίες,

### Χ.Α. ΠΑΠΑΔΗΜΗΤΡΙΟΥ:

Κύριε Παπουτσή, πώς κρίνετε εσείς τη μέχρι τώρα λειτουργία. Πού βρίσκεται το ΧΠΑ; Πόσο έχουν κατανοθεί οι δυνατότητές του;

Για να μπορέσουμε να διευρύνουμε την πελατεία της τράπεζας, αυτό που έπρεπε να κάνουμε πρώτα από όλα είναι να ενημερώσουμε το προσωπικό το οποίο θα εξυπηρετεί την πελατεία. Το private banking ή asset management, τμήματα στα οποία θα πίγαινε

**ΓΙΩΡΓΟΣ  
ΠΑΠΟΥΤΣΗΣ:**

η αρμοδιότητα της νέας αγοράς έπρεπε να συντονιστούν με τους διαπραγματευτές και να συνδυάσουν την επιμόρφωσή τους. Ένα σημείο που χρίζει μεγάλης προσοχής είναι η ικανότητα του στελέχους να αντιληφθεί ότι πελάτης έχει γνώση τόσο του προϊόντος όσο και του πιθανού αποτελέσματος που μπορεί να προκύψει από τοποθετίσεις σε παράγωγα προϊόντα. Να μη ξεχνούμε ότι διεθνώς, ακόμα κι όταν ελληνικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα συναλλάσσονται με αντίστοιχα του εξωτερικού στα συμβόλαια που υπογράφονται από τις δύο πλευρές πάντα υπάρχει η υποσημείωση που λέει “είστε σε θέση να καταλάβετε τι ακριβώς κάνετε, αν δεν είστε χρηματοπιστωτικό Ιδρυμα θα πρέπει να υπογράψετε συγκεκριμένα χαρτιά”, κλπ. Υπάρχει αυτή η ευαισθησία ίσως επειδή υπάρχει το κακό προηγούμενο ότι θέσεις μέσω παραγώγων είναι η αιτία για τις μεγάλες αποκλίσεις από τους στόχους ή για πτωχεύσεις πολλών επενδυτών.

Το πρόβλημα που αντιμετωπίσαμε εμείς ήταν να καταλάβουν οι πελάτες μας ότι τοποθετώντας χρήματα στο ΧΠΑ διακινδυνεύουν το κεφάλαιό τους. Επρεπε να είναι τελείως αντιληπτές οι συνέπειες της μόχλευσης. Εάν ο επαγγελματίας τους έδειχνε να καταλάβουν ότι ένα ποσοστό από τα διαθέσιμα κεφάλαιά τους μπορεί να πάει σε παράγωγα προϊόντα και το υπόλοιπο να μείνει σε άλλου είδους επενδύσεις, τότε είχε κάνει οωστή παρουσίαση.

Αυτό ισχύει και για τους θεομικούς επενδυτές. Χρειάστηκε να καταλάβουν ότι η τοποθέτησή τους στο ΧΠΑ, τους έλυνε το πρόβλημα της ρευστότητας στην άλλη αγορά. Αν αυτό είχε συμβεί ενωρίτερα, δεν θα είχαμε τα προβλήματα που διαπιστώθηκαν προ διετίας με τις εκροές στην αγορά της δραχμής. Αυτό τώρα έχει γίνει πλέον αντιληπτό.

**Χ.Α. ΠΑΠΑΔΗΜΗΤΡΙΟΥ:**

Κύριε Τεσσαρομάτη, εσείς έχετε ένα φρέσκο μάτι ως προς την ελληνική εμπειρία αφού ήρθατε στην Ελλάδα σχετικά πρόσφατα. Πώς κρίνετε την εμπειρία και λειτουργία του ΧΠΑ, λαμβάνοντας βεβαίως υπόψη ότι περάσαμε μια περίοδο με μεγάλες και αφρίβιλες διακυμάνσεις, γεγονός που δυσκόλευε τη δυνατότητα κατανόησης των ιδιαιτερων χαρακτηριστικών του ΧΠΑ;

Νομίζω ότι είμαστε στο ξεκίνημα. Ακόμη, η εξαιρετική πορεία του ΧΑΑ δεν βοήθησε την ανάπτυξη του ΧΠΑ που βοηθά κυ-

**ΝΙΚΟΛΑΟΣ  
ΤΕΣΣΑΡΟΜΑΤΗΣ:**

ρίως εκείνους που θέλουν να διαχειριστούν κινδύνους. Οταν υπάρχουν ευκαιρίες για αποδόσεις χωρίς κινδύνους – αν κι αυτό είναι κάτι το οποίο είναι προς συζήτηση – το ξεκίνημα – δύο μίνες είναι λίγοι – είναι δυσκολότερο.

Δύσκολο ήταν και στις άλλες αγορές. Στο Χρηματιστήριο του Σικάγου, για παράδειγμα, πήρε τουλάχιστον ένα χρόνο και η διοίκηση του είχε αρκετές δυσκολίες τότε να βρει ανθρώπους για το market making, αλλά και επενδυτές κι όμως οπίμερα γνωρίζει τεράστια επιτυχία. Ωτόσο, το μέλλον των παραγώγων είναι



λαμπρό και θα φανεί αυτό αρκετά γρήγορα.

**Χ.Α. ΠΑΠΑΔΗΜΗΤΡΙΟΥ:**

Κύριε Αλεξάκη, πώς κρίνετε ότι απέδωσε, μέχρι στιγμής, η προσπάθεια που έχετε καταβάλει;

ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ  
ΑΛΕΞΑΚΗΣ:

Να σημειώσω ότι χρειάστηκε, και έγινε, πολλά προετοιμασία πριν ξεκινήσει η αγορά. Και ακόμη ότι τα

παράγωγα αναπτύσσονται σε ώριμες αγορές, ώριμες όχι μόνο ως προς τη διακύμανση του δείκτη, αλλά και ως προς τις διαδικασίες θεομικού πλαισίου και συστημάτων. Κάτι που δεν υπήρχε στην έκταση που θέλαμε. Δώσαμε λοιπόν μεγάλη έμφαση στην οργάνωση, στην εκπαίδευση και γνώση του προϊόντος. Το ΧΠΑ εκπαίδευσε εκπαιδευτές στο εξωτερικό, εκπόνησε εγχειρίδια κι έχει εκπαιδεύσει πάνω από 2.500 άτομα μέχρι τώρα στους 8 μήνες της λειτουργίας του στα παράγωγα προϊόντα, είτε σε βραχύχρονα σεμινάρια τα οποία προσφέρονται δωρεάν στην Αθήνα, στη Θεσσαλονίκη και σε όλη την Ελλάδα, για να γνωρίσει ο κόσμος το προϊόν και πώς μπορεί να το χρησιμοποιήσει, είτε για να οργανώσει την αγορά, η οποία ήθελε traders δηλαδή ανθρώπους που θα κάνουν τη διεξαγωγή και εκκαθαριστές, όπου έχουμε αυτή τη στιγμή μια διαδικασία που κάνουμε 4 σεμινάρια και βγάζουμε πιστοποιημένα στελέχη, μετά από εξετάσεις. Προβήκαμε και σε άλλες δραστηριότητες προώθησης, παρουσιάσεις σε θεομικούς επενδυτές, επιχειρηματικούς συνδέσμους, απευθείας επαφές, παρουσιάσεις του πρώτου προϊόντος.

Διαμορφώσαμε τις προϋποθέσεις για μια σταδιακή εκκίνηση. Τα μέλη μας είχαν τις ελάχιστες προϋποθέσεις, αλλά δεν είχαν αποκτήσει πλήρως τα απαιτούμενα συστήματα, δεν είχαν φτιάξει το πελατολόγιό τους στην έκταση που χρειαζόταν, δεν είχαν φτιάξει τις συμβάσεις με τους πελάτες. Οι θεομικοί επενδυτές γνώριζαν τα παράγωγα, ορισμένοι όμως έπρεπε ν' αφιερώσουν αρκετό διάστημα για να οργανωθούν, να πάρουν όλες τις απαιτούμενες άδειες από τη διοίκηση τους, διότι ο θεομικός επενδυτής θα τοποθετήσει στην αγορά μεγάλα μεγέθη και επομένως πρέπει να προετοιμάσει τις στρατηγικές του.

Υπήρχαν επίσης θέματα όπως αυτό που ανέφερε ο κ. Ξανθάκης, του δανεισμού των τίτλων. Η αγορά μας δεν είχε τη δυνατότητα για δανεισμό τίτλων και για ανοικτές πωλήσεις. Αυτό είναι πάρα πολύ βασικό για τους ειδικούς διαπραγματεύτες οι οποίοι πρέπει να παρέχουν ρευστότητα στην αγορά. Και τι κάναμε; Με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κάναμε τον εκτός κύκλου δανεισμό, μόνο για τους ειδικούς διαπραγματεύτες, ο οποίος ακόμα δεν έχει αποδώσει τα αναμενόμενα διότι κι αυτό είναι μια καινούργια διαδικασία που πρέπει να μπει "στο αίμα" των θεομικών επενδυτών.

Ενα άλλο θέμα είναι ότι, πράγματι, η συγκυρία του ΧΑΑ δεν βοήθησε το ΧΠΑ, λόγω του μοναδικού προσανατολισμού της αγοράς και των δυνατών αποδόσεων. Να σημειώσω ακόμη ότι στην περίοδο αυτή είχαμε έναν πολύ μεγάλο αριθμό εισαγωγής

## ΤΑ ΝΕΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ

νέων εταιρειών, που παρέχει υψηλότατες αποδόσεις. Χωρίς τα παραπάνω, μεγάλο μέρος των κεφαλαίων θα είχαν πάει στο ΧΠΑ.

### Χ.Α. ΠΑΠΑΔΗΜΗΤΡΙΟΥ:

Να δούμε τώρα τις δυνατότητες ανάπτυξης νέων προϊόντων. Κύριε Τεσσαρομάτη θα μπορούσατε να μας πείτε εσείς τώρα τα νέα προϊόντα και, ακόμη, τι θα έπρεπε να περιμένουμε, ανεξαρτήτως των όσων έχουν ήδη ανακοινωθεί. Πώς βλέπετε τους επιθυμητούς ρυθμούς για το αμέσως επόμενο χρονικό διάστημα; Ποια προϊόντα θα ήσαν χρήσιμα;

Οπως σημείωσε ο κ. Ξανθάκης, το financial engineering μπορεί να οδηγήσει σε μια

άνθηση του ελληνικού ΧΠΑ. Ποια περιθώρια επιτυχίας υπάρχουν όμως;

Νομίζω ότι η προσπάθεια αυτή πρέπει να συνεχιστεί με καινούργια προϊόντα πρώτα

### ΝΙΚΟΛΑΟΣ ΤΕΣΣΑΡΟΜΑΤΗΣ:

από όλα πάνω στα επιτόκια, μακροχρόνια και βραχυχρόνια και στο δανεισμό τίτλων. Αυτό, θα διευκολύνει το arbitrage, θα δώσει τη δυνατότητα στους Ελλήνες επενδυτές, θεσμικούς και μη, να δημιουργήσουν χαρτοφυλάκια νέου τύπου, για τα οποία πολλοί λένε ότι θα είναι το μέλλον, τα οποία ουσιαστικά δεν έχουν τον κίνδυνο της αγοράς μέσα τους.

Είναι αυτά που αποκαλούμε market neutral και τα οποία δημιουργούνται με το να έχουμε θετικές και αρνητικές θέσεις πάνω σε μετοχές.

Εξαιρετικά ενδιαφέρον και χρήσιμο για τους επενδυτές θα είναι η δημιουργία δικαιωμάτων πάνω στο δείκτη, με επέκταση στις μετοχές. Υπάρχει βεβαίως το πρόβλημα των ορίων διαπραγμάτευσης. Οταν όμως αυτό αρθεί, θα πρέπει να έχουμε τη δημιουργία δικαιωμάτων σε μετοχές, ξεκινώντας από τις μεγάλες στην αρχή και πηγαίνοντας σε μικρότερες κεφαλαιοποιήσεις αργότερα. Νομίζω ότι αυτά τα προϊόντα θα τα δούμε στη διάρκεια του επόμενου χρόνου οπως δίποτε.

### Χ.Α. ΠΑΠΑΔΗΜΗΤΡΙΟΥ:

Κύριε Παπουτσή, από την εμπειρία σας, ποιες ιδέες πιστεύετε ότι πρέπει να έχουν προτεραιότητα;

### ΓΙΩΡΓΟΣ ΠΑΠΟΥΤΣΗΣ:

Αυτό που νομίζω πως είναι απαραίτητο, είναι η εισαγωγή του συμβολαίου των ομολόγων, δεκαετούς διάρκειας, το οποίο κι αυτό νομίζω ότι θα μπει μέσα σε 1-1,5 μίνα. Και ακολούθως το παράγωγο δικαιωμάτων.

Να αναφέρω, με την ευκαιρία, παραδείγματα σύνθετων προϊόντων, που μπορεί κάποιος να τα εισάγει ως τέτοια να χρησιμοποιήσει υπάρχοντα προϊόντα τα οποία είναι εισογμένα, για να φτιάξει άλλα προϊόντα ή στρατηγικές πάνω σ' αυτά.



Θα μπορούσαν, εφ' όσον η αγορά το επιτρέπει, αμοιβαία κεφάλαια, θεσμικοί επενδυτές ή ασφαλιστικές εταιρείες να χαράξουν πολιτική μακροπρόθεσμη ακολουθώντας συγκεκριμένες μετοχές ή συγκεκριμένους δείκτες, αλλά προστατευμένα αυτά τα προϊόντα από άλλους δείκτες και εξωγενείς παράγοντες.

Αν κάποιος ίθελε να τοποθετηθεί σίμερα στην ελληνική πορεία προς την ONE, μπορούσε πολύ εύκολα να πουλήσει το γερμανικό παράγωγο του δεκαετούς και να αγοράσει το ελληνικό δεκαετές. Συνεπώς θα έπιανε εύκολα τη διαφορά των δύο επιτοκίων μόνο, χωρίς συναλλαγματικό κίνδυνο. Με μια τέτοια στρατηγική μπορεί να αγοράσει το ένα και να πουλήσει το άλλο σε δύο διαφορετικές αγορές και να περιμένει τη σύγκλιση των δύο αποδόσεων. Και αυτό, βεβαίως, κάθε τρίμηνο ή σε τρίμηνη βάση.

Ακόμη, θα μπορούσε κανές, πολύ εύκολα, να τοποθετηθεί στον ελληνικό δείκτη έναντι κάποιου δείκτη στο εξωτερικό ή στον ελληνικό δείκτη έναντι κάποιου άλλου ελληνικού δείκτη. Σας λέω παραδείγματα στα οποία μπορεί κάποιος εύκολα να φτιάξει στρατηγικές χρησιμοποιώντας τα προϊόντα που ήδη υπάρχουν στην αγορά. Με τον τρόπο αυτόν θα γίνουν κατανοτά και στον τυπικό επενδυτή που μπορεί, μέσω ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου, μέσω ενός ασφαλιστικού ουμβολαίου (μιας ασφαλιστικής αν θέλετε πολιτικής).

Εύκολα λοιπόν, και ο μικρός επενδυτής και ο μεσαίος επενδυτής, αλλά και ο συμμετέχων ευθέως στην αγορά, είτε Τράπεζα, είτε Χρηματιστηριακή Εταιρεία είναι, είτε Επενδυτική Εταιρεία είναι να μπορέσει να κάνει τέτοιες στρατηγικές και να χρησιμοποιήσει αυτά τα προϊόντα.

#### Χ.Α. ΠΑΠΑΔΗΜΗΤΡΙΟΥ:

Με ποιους ρυθμούς, όμως, θα αναπτυχθεί η αγορά παραγώγων. Και ακόμη, η δημιουργία πολλών και πιο περίπλοκων προϊόντων δεν μεγαλώνει ταυτοχρόνως και τον κίνδυνο;

#### ΜΑΝΩΛΗΣ ΞΑΝΘΑΚΗΣ:

Θα πρέπει να έχουμε υπόψη μας το εξής: αυτή τη στιγμή, στα παράγωγα, έχουμε ένα κεντρικό σύστημα, το οποίο μπορεί αποτελεσματικά να διακινήσει συναλλαγές και εκκαθάριση. Κι αυτό είναι πολύ σημαντικό.

Βριοκόμαστε σε μία φάση που μας ενδιαφέρει να αναπτύξουμε τη ρευστότητα. Που, στην ουσία του, ομιλάνει ότι αφ' ενός έχω τους μεσολαβητές, που θα πείσουν τους πελάτες να προσεγγίσουν την αγορά και αφ' ετέρου κινώ εκπαιδευτικές διαδικασίες ώστε αυτά τα προϊόντα να γίνουν πιο προσιτά σε ανθρώπους που δεν είχαν προηγουμένως επαφή μαζί τους.

Να προσθέσω κάτι ως προς τα προϊόντα με ένα παράδειγμα. Οταν έγινε ο δείκτης FTSE-ASE-20, στην ουσία είχαμε μία αγορά τοις μετρητοίς, με το ενδιαφέρον στραμμένο σε δέκα-δώδεκα μεγάλες εταιρείες, στις οποίες παραδοσιακά τοποθετούντο ξένοι και Ελληνες θεσμικοί. Μέσα από το δείκτη αυτόν, προσπαθήσαμε και καταφέραμε αυτή τη επιλογή των 12 να πάει στις 20 εταιρείες. Με αποτέλεσμα πολλοί θεσμικοί να τοποθετούνται στις 20 αυτές μετοχές με την

υψηλή ρευστότητα που επιθυμούσαμε. Ο δείκτης MidCap θα επεκτείνει ακόμη περισσότερο αυτή την αγορά.

Ενα άλλο θέμα, που γνωρίζω πώς απασχόλησε τη Διοίκηση του ΧΠΑ αφορά την περιοχή. Να μην έχεις μόνο δείκτες που αφορούν την ελληνική αγορά, αλλά μια ευρύτερη περιοχή: Βαλκανία, Κύπρο, Αίγυπτο, ώστε να φτιάξεις προϊόντα που θα αναφέρονται σ' αυτές τις αγορές επιμέρους, αλλά και προϊόντα που θα αφορούν το σύνολο της περιοχής.

Ως προς τους κινδύνους τώρα. Θα πρέπει να διακρίνουμε ανάμεσα στον κίνδυνο του συστήματος, που τον ζήσαμε πολλές φορές στο παρελθόν, όταν δεν είχαμε σωστή εποπτεία ή δεν είχαμε οργανωθεί αρκετά στην αγορά μετρητοίς και μας προέκυψαν ακόμη και οκάνδαλα. Κίνδυνο συστηματικό της αγοράς δεν διατρέχεις, γιατί, όπως τονίσαμε προηγουμένως, υπάρχουν μηχανισμοί μεσολάβησης του αντισυμβαλλόμενου κεντρικού μηχανισμού. Μηχανισμός που κρίνει, σε κάθε στιγμή και συναλλαγή, αν επιθυμεί να πραγματοποιηθεί και να προχωρήσει η συναλλαγή.

Υπάρχει βεβαίως κίνδυνος και θα εξακολουθήσει να υπάρχει για επιμέρους επενδυτές μικρούς ή μεγάλους, οι οποίοι θα μπουν στην αγορά και θα εκτεθούν περισσότερο. Αυτό δεν μπορείς να το αποφύγεις. Είναι ένα θέμα το οποίο ο κάθε ένας διαχειριστής θα το αντιμετωπίσει από μόνος του.

#### Χ.Α. ΠΑΠΑΔΗΜΗΤΡΙΟΥ:

Να έρθουμε τώρα στο θέμα της διεθνοποίησης του ΧΠΑ. Στο χρόνο που έρχεται, ολόκληρη η οικονομία θα πραγματοποιήσει ένα πολύ μεγάλο βήμα διεθνοποίησης.

Έχουμε ήδη ένα μεγάλο ενδιαφέρον για την προοπτική προβιβασμού της αγοράς μας μεταξύ των ώριμων κεφαλαιαγορών. Εξελίξεις που περιμένουμε ότι θα προσελκύσουν πρόσθετα κεφάλαια.

#### ΝΙΚΟΛΑΟΣ ΤΕΣΣΑΡΟΜΑΤΗΣ:

Η διεθνοποίηση αυτή έχει ξεκινήσει βέβαια στα μεγάλα Χρηματιστήρια. Έχουμε οπουδαίες συνεργασίες Χρηματιστηρίων σε ολόκληρη την Ευρώπη και δεν μπορώ να φανταστώ ότι το δικό μας Χρηματιστήριο Παραγώγων δεν θα βρει τη θέση του ανάμεσά τους.

Θα ήταν καλό και ελπίζω να γίνει αρκετά γρήγορα να δοθεί η δυνατότητα όχι μόνο για συναλλαγές σε αιμγώς ελληνικά συμβόλαια, αλλά και συναλλαγών σε συμβόλαια από την Ευρωπαϊκή Ένωση. Με την εισαγωγή μας στο ευρώ, πιστεύω ότι θα υπάρξει μια μετακίνηση Ελλήνων επενδυτών προς την αγορά του κοινού νομίσματος και επομένως χρειάζονται νέες διέξοδοι και στα παράγωγα.

#### Χ.Α. ΠΑΠΑΔΗΜΗΤΡΙΟΥ:

Κύριε Παπουτσόν, πώς βλέπετε εσείς την επιρροή που θα ασκήσει η επερχόμενη διεθνοποίηση και πώς μπορούμε να αξιοποιήσουμε καλύτερα το πλεονέκτημα της ευρύτερης περιοχής;

Να σημειώσω προηγουμένως δύο βασικά θέ-



ΓΙΩΡΓΟΣ  
ΠΑΠΟΥΤΣΗΣ:

ματα που αφορούν την τεχνολογική υποδομή. Βάματα έχουν γίνει ήδη από την ελληνική αγορά, η τεχνική υποδομή υπάρχει, η αποϋλοποίηση των τίτλων θα έχει τελειώσει, το Χρηματιστήριο Παραγώγων δουλεύει πλέον πλεκτρονικά. Ξέρουμε ακόμη πως μέχρι τέλος του έτους τα συστήματα πληρωμών θα βρίσκονται σε ευθεία, μέσω του "ΕΡΜΗΣ-TARGET", του ΔΙΑΣ και του ευρωπαϊκού TARGET. Συνεπώς η τεχνολογική υποδομή είναι έτοιμη. Το πλαίσιο στο οποίο κινείται το δικό μας Χρηματιστήριο είναι εναρμονισμένο, με την ολοκλήρωση του short selling σε τίτλους, της φορολόγησης των παραγώγων, κλπ.

Δύο βασικά θέματα που αφορούν τις επιλογές των Ελλήνων επενδυτών. Εκείνου που χρησιμοποιεί τα ελληνικά οχήματα για να τοποθετείται, τα εγχώρια επενδυτικά προϊόντα. Άλλα και τις δυνατότητες των Ελλήνων επενδυτών να χρησιμοποιούν, αντίστροφα, προϊόντα εξωτερικού. Χρειάζεται, ως προς το σημείο αυτό, περισσότερη πρόοδος από τους Ελληνες συμμετέχοντες ώστε να μπορούν να δεχτούν τον όγκο των ξένων επενδυτών που θα τοποθετούνται στα δικά μας προϊόντα άυλα και υλικά, παράγωγα, είτε στην αγορά τοις μετρητοίς. Άλλα και να μπορούν να ανταγωνιστούν τους εξωτερικούς παράγοντες, διλαδή τις ξένες τράπεζες, τις τράπεζες "αντιπροσωπειών" ή τις τράπεζες διαδικτύου και να μπορούν να ανταποκριθούν στις απαιτήσεις αυτής της αγοράς.

Ως προς τη σύνδεση με άλλες αγορές, η Ελλάδα, ας μην κρυβόμαστε, είναι μια περιφερειακή αγορά η οποία όμως έχει όλες τις προϋποθέσεις να συνεχίσει να υπάρχει, γιατί ο ελληνικός πιστωτικός κίνδυνος ή ο κίνδυνος αγοράς είναι διαφορετικός από τις άλλες. Συνεπώς νομίζω ότι θα υπάρξει σύνδεση με άλλες αγορές, όπως αυτές των Βαλκανίων όπου μπορούμε να βοηθήσουμε στη δημιουργία θεσμικών πλαισίων όπως και λειτουργιών ή κανόνων της αγοράς.

Χ.Α. ΠΑΠΑΔΗΜΗΤΡΙΟΥ:

Μπαίνουμε ωστόσο κατ' ευθείαν σε ένα τρομερό πεδίο ανταγωνισμού. Η μετατροπή του νομίσματός μας σε ευρώ και η δυνατότητα που αποκτούν και οι πλέον απλοί επενδυτές να εισέρχονται με την ίδια ευκολία στο παράγωγο της Φρανκφούρτης ή του Λονδίνου. Γιατί, επομένως, να προτιμήσουν το ελληνικό ΧΠΑ;

Πολύ σωστή η ερώτηση και πραγματικά θίξατε το βασικό θέμα της διεθνοποίησης, της ολοκλήρωσης των αγορών και του ανταγωνισμού που επέρχεται.

ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ  
ΑΛΕΞΑΚΗΣ:

Η στρατηγική για τη διεθνοποίηση στο ΧΠΑ έχει δύο κατευθύνσεις. Η μια εστιάζει στην περιφέρειά μας, όπου θα μπορούσαμε, από τη θέση του πλέον προηγμένου Χρηματιστήριου να αξιοποιήσουμε την ευκαιρία. Να χρησιμοποιήσουμε μετοχές, άλλα προϊόντα και δείκτες προκειμένου να δημιουργήσουμε δείκτες Βαλκανικούς, Μεσογειακούς κ.ά., ώστε να προσφέρουμε ανάλογα παράγωγα προϊόντα.

Εχουν γίνει οι πρώτες επαφές. Με τη Βουλγαρία και με τη Ρουμανία έχουμε ήδη συζητήσει. Και με την Κύπρο. Σύντομα θα υπογραφεί συμφωνία συνεργασίας με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς του Ισραήλ. Και βεβαίως κοιτούμε τις δυνατότητες στην πλευρά της Αιγύπτου και της Τουρκίας.

Οστόσο, οι χώρες αυτές, που είναι εν δυνάμει συνεργάτες μας και μπορούμε να διαδραματίσουμε ένα συντονιστικό ρόλο, έχουν κάποιο δρόμο να διανύσουν. Παραμένει πάντως ένα στρατηγικό πλεονέκτημα και θα το αξιοποιήσουμε.

Στην πλευρά των προηγμένων αγορών τώρα, όπου, πράγματι, υπάρχει αυτός ο ανταγωνισμός με μεγάλα Χρηματιστήρια, μέσα από τη διαδικασία του remote membership, με προηγμένα πλεκτρονικά ουστήματα, μπορούν να έλθουν στην Ελλάδα και να πάρουν ένα κομμάτι της αγοράς.

Η στρατηγική μας στο θέμα αυτό είναι η εξής: κατ' αρχήν θεωρούμε ότι αναπόφευκτα θα πρέπει να προχωρήσουμε σε μία συνεργασία-συμμαχία με κάποιο Χρηματιστήριο ή Χρηματιστήρια. Πρωτίστως όμως πρέπει να οργανωθούμε εμείς ως αγορά. Να εμφανίσουμε τα προϊόντα, να έχουμε την απαιτούμενη ρευστότητα και στη συνέχεια να συνεργαστούμε με κάποια από τα μεγάλα Χρηματιστήρια. Υπάρχουν τρεις-τέσσερις μεγάλοι σχηματισμοί αυτή τη στιγμή στην Ευρώπη.

Το Χρηματιστήριο της Φρανκφούρτης μαζί με το Χρηματιστήριο της Ελβετίας, που έχει αγκαλιάσει αρκετά άλλα Χρηματιστήρια, το EUREX. Υπάρχει ακόμη και το Nordic Exchange, στη Στοκχόλμη, σε συνεργασία με Νορβηγία, Δανία και άλλα Χρηματιστήρια. Υπάρχει το Liffe που ακολουθεί το δικό του δρόμο. Και υπάρχουν τα Χρηματιστήρια της Νότιας Ευρώπης που είναι το Meff της Μαδρίτης, το Matif της Γαλλίας, το Mif του Μιλάνου που κι αυτά οδεύουν σε μια συνεργασία.

Αναπόφευκτα σε κάποια απ' αυτές τις συνεργασίες θα πάμε. Θα εξετάσουμε θέματα όπως το cross margining και το cross membership, δηλαδή τα μέλη μας να είναι μέλη τους και αντιστρόφως, το ίδιο για τα προϊόντα. Ο στόχος είναι να δημιουργήσουμε μια αγορά με όσο γίνεται καλύτερα βασικά προϊόντα ώστε να προχωρήσουμε σε γερές βάσεις. Παρά το γεγονός ότι θα είμαστε πάντα ένα περιφερειακό Χρηματιστήριο, έχουμε ένα συγκριτικό πλεονέκτημα: τα προϊόντα μας και την περιοχή μας.

Να κάνω μια παρατήρηση σχετικά με το τι μπορούμε να κάνουμε για τα Βαλκανιά. Νομίζω, ότι και σ' αυτό πρέπει να βοηθήσει πολύ το XAA. Εάν δεν έχουμε ρευστότητα στην τρέχουσα αγορά και δεν έχουμε εταιρείες από τις Βαλκανικές χώρες να διαπραγματεύονται εδώ, θα είναι πολύ δύσκολο να κάνουμε παράγωγα.

ΝΙΚΟΛΑΟΣ  
ΤΕΣΣΑΡΟΜΑΤΗΣ:



## ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΝ

### Χ.Α. ΠΑΠΑΔΗΜΗΤΡΙΟΥ:

Δέχομαι το επιχείρημα ότι πάντα θα υπάρχει κάτι το ξεχωριστό που θα το ξέρουμε εδώ και το γεγονός αυτό θα το αποδέχεται ο ξένος συνεργάτης μας. Πόσο γρήγορα όμως βλέπουμε να προχωρά η προοπτική της διασύνδεσης με τον ευρύτερο γεωγραφικό και οικονομικό χώρο, που είναι πράγματι παρθένος και στον οποίο μπορούμε να διαδραματίσουμε ένα ρόλο;

Μέχρι τώρα είμαστε ιδιαίτερα αισιόδοξοι για την αγορά παραγώγων. Θα ήθελα να καταθέσω μια νότα ανησυχίας, χωρίς πά-

#### ΜΑΝΟΛΗΣ ΞΑΝΘΑΚΗΣ:

ντως να θέλω να χαρακτηριστώ απαισιόδοξος.

Είναι σαφές και ήδη λέχθηκε ότι είμαστε μια μικρή περιφερειακή αγορά. Είναι επίσης σαφές ότι η ενοποιημένη αγορά προφανώς μειώνει τις δυνατότητές μας. Είναι ακόμη καθαρό ότι έχουμε δυνατότητες για πρωτοβουλίες και αξιοποίηση επιμέρους πλεονεκτημάτων που ίσως δεν έχει το Χρηματιστήριο της Πορτογαλίας. Έχουμε μεγάλους κλάδους, όπως είναι ο τουρισμός, η ποντοπόρα ναυτιλία, που δεν εκφράζονται σήμερα στην αγορά μας. Είναι δυνατόν να αναπτύξουμε μια περιφερειακή διάσταση.

Έχουμε επιπλέον ένα θεομικό πλαίσιο. Τι διαπιστώνουμε όμως; Οτι καλά τα λέμε κι όμως η διείσδυση στον ευρύτερο βαλκανικό χώρο μοιάζει με όνειρο που διαρκεί τα 10 τελευταία χρόνια χωρίς να έχουμε κάνει σημαντικά βήματα. Τα λέω αυτά για να καταλήξω στο εξής: η πενταετής ενασχόλησή μου με την αγορά σε εμπειρική βάση μου έχει δεξιεύσει πως κάθε κίνηση που, όταν την συλλάμψεις για πρώτη φορά ήταν μια πρωτοβουλία που προέτρεχε της εποχής της, ώσπου να φθάσει η ώρα της πραγματικής εφαρμογής της, ήσουν καθυστερημένος. Χαρακτηριστικό παράδειγμα, επιλέξαμε πλεκτρονικό σύστημα ΟΑΣΗΣ το 1995 όταν οι αγορές είχαν 10 με 15 διοεκατομμύρια συναλλαγές την ημέρα και βάλαμε στόχο 300 διοεκατομμύρια συναλλαγές την ημέρα. Οταν ήρθε η ώρα να εγκατασταθεί, ήδη οι συναλλαγές είχαν πάει στο 400 διοεκατομμύρια. Αυτό είναι χαρακτηριστικό για όλα τα θέματα της αγοράς. Πρέπει πλέον να τρέξουμε με ρυθμούς ιλιγγιώδεις για να μπορούμε να ισχυριζόμαστε ότι μπορούμε να φτάσουμε την αγορά.

Εφόσον έχω ένα θεομικό πλαίσιο που με διευκολύνει, πρέπει να αποφασίσω ότι θα αξιοποιήσω αυτές τις ευκαιρίες που καταγράψαμε και να το πράξω γρήγορα. Εάν αυτό δεν συμβεί, επειδή είμαστε το τελευταίο Χρηματιστήριο Παραγώγων που συγκροτήθηκε, οι χρονικοί περιορισμοί μας είναι μεγαλύτεροι από των άλλων.

Ολοι γνωρίζουμε ότι πρέπει να προχωρήσουμε σε συμμαχίες. Στην πραγματικότητα θα έπρεπε να έχουν γίνει ήδη χθες. Η καθυστέρηση κινδυνεύει να μετατραπεί σε απώλειες. Θέματα που βεβαίως τα ξέρει καλύτερα απ' όλους η ίδια η Διοίκηση του ΧΠΑ, η οποία και κάνει ότι μπορεί για να προωθήσει μια τέτοια διαδικασία.