

Τ.Ε.Ι. ΜΕΣΟΛΟΓΓΙΟΥ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ: ΣΤΕΛΕΧΗ ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΩΣΕΩΝ
ΚΑΙ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΝ

Π Τ Υ Χ Ι Α Κ Η Ε Ρ Γ Α Σ Ι Α

ΠΑΡΑΓΩΓΑ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ
ΠΡΟΪΟΝΤΑ

Τ.Ε.Ι. ΜΕΣΟΛΟΓΓΙΟΥ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ
Αριθ. Εισαγωγής 965

ΣΠΟΥΔΑΣΤΡΙΑ
ΒΕΚΤΟ ΣΗΠΕΡΟΥ
Α.Μ. 8801

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ:
ΝΙΚΟΛΑΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Η πραγματοποίηση της παρούσας εργασίας στηρίχθηκε στη βοήθεια προσώπων, τα οποία νιώθω την ανάγκη να ευχαριστήσω.

Οφείλω θερμές ευχαριστίες στον καθηγητή Δ. Ντόβα που υπήρξε ο υπεύθυνος για την επίβλεψη της πτυχιακής μου εργασίας.

Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένεια και τους φίλους μου για την στήριξη που μου έδειξαν κατά τη διάρκεια της εκτέλεσης αυτής της πτυχιακής.

Αθήνα 1/3/2007
Βεκτέση Γεωργία

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

| | |
|----------------|--------|
| ΕΙΣΑΓΩΓΗ | σελ. 1 |
|----------------|--------|

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ

| | |
|---|---|
| 1.1. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ..... | 3 |
| 1.2. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ | |
| 1.2.1. Έννοια..... | 3 |
| 1.2.2. Χρήση..... | 4 |
| 1.2.3. Θέση..... | 5 |
| 1.3. ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ..... | 5 |
| 1.4. ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΕΦΑΡΜΟΓΗ..... | 6 |
| 1.5. ΕΙΔΗ..... | 7 |

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ

| | |
|---|----|
| 2.1. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ..... | 8 |
| 2.2. ΕΝΝΟΙΑ..... | 9 |
| 2.3. ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ | |
| 2.3.1. Υποκείμενη αξία..... | 10 |
| 2.3.2. Τιμή..... | 11 |
| 2.3.3. Ημερομηνία λήξης..... | 11 |
| 2.4. ΧΡΗΣΗ | |
| 2.4.1. Χρήση των Σ.Μ.Ε. ως μέσο αντιστάθμισης κινδύνου..... | 13 |
| 2.4.2. Χρήση των Σ.Μ.Ε. ως μέσο αύξησης της απόδοσης..... | 15 |
| 2.5. ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΑ..... | 16 |
| 2.5.1. Παράδειγμα θέσης αγοράς Σ.Μ.Ε. στο δείκτη FTSE/ASE-20 (long on FTSE/ASE 20 futures)..... | 17 |
| 2.5.2. Παράδειγμα θέσης πώλησης Σ.Μ.Ε. στο δείκτη FTSE/ASE-20 (short on FTSE/ASE-20 futures)..... | 17 |

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ

| | |
|--|----|
| 3.1. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ..... | 19 |
| 3.2. ΕΝΝΟΙΑ..... | 21 |
| 3.3. ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ..... | 22 |
| 3.4. ΔΙΑΚΡΙΣΕΙΣ | |
| 3.4.1. Διάκριση κατ' είδος, κλάση και σειρά..... | 23 |
| 3.4.2. Διάκριση κατά τύπο..... | 24 |
| 3.5. ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗ ΧΡΗΣΗ..... | 24 |
| 3.6. ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ..... | 26 |

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΣΥΜΦΩΝΙΕΣ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ

| | |
|--|----|
| 4.1. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ..... | 29 |
| 4.2. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΣΥΜΦΩΝΙΩΝ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ | |
| 4.2.1. Έννοια..... | 30 |
| 4.2.2. Χρήστες..... | 30 |

| | | |
|--------|---|----|
| 4.2.3. | Τιμολόγηση..... | 31 |
| 4.2.4. | Πώς γίνονται οι πληρωμές..... | 31 |
| 4.3. | ΤΑ ΚΥΡΙΟΤΕΡΑ ΕΙΔΗ ΣΥΜΦΩΝΙΩΝ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ | |
| 4.3.1. | Ανταλλαγές Επιτοκίου (Interest Rate Swaps)..... | 32 |
| 4.3.2. | Ανταλλαγές νομισμάτων (Currency Swaps)..... | 33 |
| 4.3.3. | Basis Swaps..... | 35 |
| 4.3.4. | Ανταλλαγές Απαιτήσεων (Asset Swaps)..... | 35 |
| 4.4. | ΣΥΝΘΕΤΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΣΥΜΦΩΝΙΩΝ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ | |
| 4.4.1. | Amortising Swaps..... | 36 |
| 4.4.2. | Forward Swaps..... | 36 |
| 4.4.3. | Ανταλλαγές Μηδενικού Τοκομεριδίου..... | 37 |
| 4.4.4. | Callable Swaps..... | 37 |
| 4.4.5. | Multi-legged Swaps..... | 37 |
| 4.4.6. | Index Swaps..... | 38 |
| 4.4.7. | Cocktail Swaps..... | 38 |
| 4.4.8. | Ανταλλαγές συναλλάγματος..... | 38 |
| 4.4.9. | Options σε Swaps..... | 39 |

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Ο ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ ΣΥΜΦΩΝΙΩΝ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ

| | | |
|--------|------------------------------------|----|
| 5.1. | ΜΟΡΦΕΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ | |
| 5.1.1. | Κίνδυνος πίστωσης..... | 40 |
| 5.1.2. | Κίνδυνος θέσης..... | 42 |
| 5.2. | ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ | 43 |

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΟΡΓΑΝΩΜΕΝΕΣ ΑΓΟΡΕΣ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ

| | | |
|--------|--|----|
| 6.1. | ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ | 45 |
| 6.2. | ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΟΡΓΑΝΩΜΕΝΩΝ ΑΓΟΡΩΝ | |
| 6.2.1. | Ιδιότητες..... | 45 |
| 6.2.2. | Διαφορές με τις μη οργανωμένες αγορές..... | 46 |
| 6.3. | ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΑΘΗΝΩΝ | |
| 6.3.1. | Σκοπός του Χ.Π.Α..... | 48 |
| 6.3.2. | Έργο της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π..... | 49 |
| 6.3.3. | Λειτουργία του Χ.Π.Α..... | 50 |
| 6.3.4. | Αντικείμενο του Χ.Π.Α..... | 50 |
| 6.3.5. | Διαδικασίες..... | 50 |
| 6.3.6. | Μέλη του Χ.Π.Α..... | 51 |
| 6.3.7. | Μέλη της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π..... | 51 |

| | |
|-----------------------|----|
| ΕΠΙΛΟΓΟΣ | 53 |
|-----------------------|----|

| | |
|---------------------------|----|
| ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ | 55 |
|---------------------------|----|

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το θέμα της πτυχιακής μου εργασίας είναι «Τα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα», τα οποία δίνουν τη δυνατότητα στους συναλλασσομένους, να διαχειρίζονται αποτελεσματικά τις θέσεις τους στις αγορές όπου γίνεται η διαπραγμάτευση των υποκείμενων μέσων.

Σκοπός της εργασίας μου είναι η παρουσίαση των παράγωγων προϊόντων από την αρχή της δημιουργίας τους, καθώς και η αναγκαία χρησιμότητά τους στην ελληνική αγορά.

Βασική μέριμνα του ανθρώπου από την αρχή της ιστορίας του είναι η διασφάλιση εκείνων των αγαθών που του επιτρέπουν την ομαλή διαβίωση του διαχρονικά.

Η συνεχής προσπάθεια, ώθησε τους ανθρώπους στην καλλιέργεια φυτών που παρείχαν αποθηκεύσιμη τροφή ικανή να διατηρηθεί δια μέσω του χρόνου, ώστε να συμβάλλει στην ασφαλή διαβίωση ακόμη και σε περιόδους όπου η καλλιέργεια δεν ήταν εφικτή για διάφορους εξωγενείς παράγοντες ή σε περιόδους που οι αποδόσεις ήταν πενιχρές. Η παραγωγή αγροτικών ή μη αγαθών που μπορούσαν να διατηρηθούν στο χρόνο, δημιούργησε δυνατότητες συναλλαγών και εμπορικές σχέσεις μεταξύ ομάδων και λαών, είτε με την ανταλλαγή προϊόντων, είτε προσφέροντας χρήματα ως μέσο πληρωμής.

Με την πάροδο των ετών αναπτύχθηκαν εμπορικά κέντρα σε διάφορα σημεία της γης, για τη συγκέντρωση και αγοροπωλησία των εμπορευμάτων με άμεση παράδοση. Οι συμφωνίες για παράδοση του εμπορεύματος σε αψώτερο χρόνο σε συγκεκριμένη τιμή προέκυψαν αργότερα ως αναγκαιότητα να εξασφαλιστούν όχι μόνο αυτά καθ' αυτά τα αγαθά, αλλά και να κλειδωθεί η τιμή τους. Έτσι δημιουργήθηκαν οι πρώτες οργανωμένες

αγορές συμβολαίων που έμελλε να πρωταγωνιστήσουν στην ανάπτυξη των παραγώγων στη συνέχεια.

Η εργασία αποτελείται από έξι κεφάλαια, από τα οποία στο πρώτο αναφέρω γενικά για τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα, την έννοια και τα χαρακτηριστικά τους. Στη συνέχεια στα επόμενα τρία κεφάλαια αναλύω τις τρεις βασικές κατηγορίες τους, δηλαδή τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, τα δικαιώματα προαίρεσης και τις συμφωνίες ανταλλαγής, ξεκινώντας από την ιστορική εξέλιξή τους, την έννοια, τα χαρακτηριστικά και κάποια παραδείγματα. Στο πέμπτο κεφάλαιο παρουσιάζω τους κινδύνους στην αγορά των συμφωνιών ανταλλαγής.

Τέλος η εργασία ολοκληρώνεται με το έκτο κεφάλαιο όπου κάνω μία αναφορά στις οργανωμένες αγορές παραγώγων και στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών.

Η μέθοδος που χρησιμοποίησα είναι βιβλιογραφική έρευνα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ

1.1. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ

Τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα έκαναν την πρώτη τους εμφάνιση στον Πειραιά, τον 6^ο αιώνα Π.Χ. Οι απότομες διακυμάνσεις των τιμών των διαπραγματευόμενων εμπορευμάτων και αγαθών οδήγησαν σταδιακά τους εμπόρους και τους αγρότες εκείνης της εποχής στη χρήση των πρώτων προθεσμιακών αγοραπωλησιών.

Αργότερα, το 12^ο αιώνα, καταγράφονται συναλλαγές αυτού του είδους, ενώ το 17^ο αιώνα, τόσο στο Άμστερνταμ όσο και στην Οζάκα, επανέρχεται στο προσκήνιο η χρήση τους, σε στοιχειώδη μορφή.

Επίσημη εμφάνιση με τη σημερινή τους δομή, γίνεται τη δεκαετία του 1970 στις δυτικές χρηματαγορές. Από τότε και έως σήμερα, ως αποτέλεσμα της απελευθέρωσης των συναλλαγματικών ισοτιμιών, της προόδου της τεχνολογίας, της ολοένα αυξανόμενης παγκοσμιοποίησης της οικονομίας, τα παράγωγα προϊόντα γνώρισαν μεγάλη διάδοση και επιτυχία και άρχισαν πλέον, να απευθύνονται στο πλατύ επενδυτικό κοινό.

1.2. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ

1.2.1 Έννοια

Με τον όρο παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα εννοούμε τα προϊόντα, τα οποία προκύπτουν από άλλα χρηματοοικονομικά προϊόντα. Αποτελούν, δηλαδή, περιουσιακά

στοιχεία που είναι συνδεδεμένα με διάφορα πρωτογενή χρηματοοικονομικά στοιχεία όπως μετοχές, ομόλογα, επιτόκια, δείκτες, εμπορεύματα, ισοτιμίες νομισμάτων κ.α. - γνωστά και ως «υποκείμενοι τίτλοι» - και η τιμή τους είναι συνάρτηση της τιμής αυτών των στοιχείων. Για το λόγω αυτό, ονομάζονται και εξαρτώμενες απαιτήσεις. Οι δύο βασικοί παράγοντες που επηρεάζουν την τιμή τους είναι α) η τρέχουσα τιμή του «αγαθού» που αντιπροσωπεύουν και β) η διάρκεια ισχύος τους.

1.2.2. Χρήση

Τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα παρέχουν στους επενδυτές τη δυνατότητα αποτελεσματικότερης αντιμετώπισης των επιτοκιακών αλλά και συναλλαγματικών κινδύνων, καθώς και εκείνων των κινδύνων που πηγάζουν από τις μεταβολές των τιμών των πρώτων υλών. Χρησιμοποιούνται για τη μεταφορά αυτών των κινδύνων από έναν επενδυτή που δεν επιθυμεί να αναλάβει το σχετικό ρίσκο, σε έναν άλλον, ο οποίος είναι περισσότερο διατεθειμένος να το πράξει. Ο σημαντικότερος λόγος για τη μεγάλη άνθηση που έχουν γνωρίσει παγκοσμίως, είναι ότι παρέχουν εναλλακτικούς τρόπους αντιμετώπισης των κινδύνων που απορρέουν από απρόβλεπτες μεταβολές των τιμών, επιτρέποντας στους χρήστες τους ευρύτητα επιλογών, γεγονός που τα έχει καθιερώσει διεθνώς ως τα μοναδικά χρηματοοικονομικά εργαλεία που συνδυάζουν την κάλυψη και την ευελιξία με το μέγιστο δυνατό όφελος.

Χρήση των παράγωγων χρηματοοικονομικών προϊόντων κάνουν συνήθως οι εισαγωγικές και εξαγωγικές εταιρείες, οι παραγωγικές επιχειρήσεις, οι τράπεζες, τα αμοιβαία κεφάλαια, οι επενδυτικές και ασφαλιστικές εταιρείες, τα ασφαλιστικά ταμεία, οι δημόσιες επιχειρήσεις και οργανισμοί, καθώς και οι επενδυτές που αναζητούν τρόπους αντιμετώπισης

των συναλλαγματικών κινδύνων και των διακυμάνσεων των επιτοκίων. Χρησιμοποιούνται φυσικά και από μια άλλη κατηγορία επενδυτών, τους κερδοσκόπους, οι οποίοι δεν αποσκοπούν στην κάλυψη κάποιου πραγματικού κινδύνου, αλλά στην πραγματοποίηση άμεσου κέρδους. Ο ρόλος των κερδοσκόπων στην αγορά των παραγώγων είναι σημαντικός, διότι η συμμετοχή τους σε αυτή διευρύνει τη ρευστότητα, που είναι στοιχείο απαραίτητο για τη σωστή λειτουργία της.

1.2.3. Θέση

Μία θέση περιγράφει τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις που συνδέονται με τις συναλλαγές που έχουν ήδη γίνει και η οποία μπορεί να είναι:

- Θέση αγοράς (long position), που αναφέρεται σε μία αγορά που δεν έχει ακόμα κλείσει (δηλαδή δεν έχει ακόμα ισοσταθμισθεί από μία αντίστροφη συναλλαγή).
- Θέση πώλησης (short position), που αντίστοιχα, αναφέρεται σε μία πώληση που δεν έχει ακόμα κλείσει.

Οι μη κλεισμένες θέσεις ονομάζονται ανοικτές (open) θέσεις.

1.3 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ

Ορισμένα από τα πλεονεκτήματα των παραγώγων είναι:

- Η δυνατότητα εκμετάλλευσης των ανοδικών, στατικών ή καθοδικών τάσεων της αγοράς.
- Η ευελιξία, που συντελεί στην δημιουργία κατάλληλων στρατηγικών, καθώς και η απλοποίηση των συναλλαγών.

- Ο εμπλουτισμός των αγορών με μεγάλη ποικιλία προϊόντων, που πολλαπλασιάζει τις επιλογές των επενδυτών.
- Η δημιουργία ρευστότητας.
- Η διευκόλυνση της διακίνησης μεγάλων κεφαλαίων, χωρίς να επηρεάζεται σημαντικά η τιμή των προϊόντων.
- Η αντιστάθμιση και κατανομή του κινδύνου, που προέρχεται από τη διακύμανση των τιμών.

Ο επενδυτής είναι σκόπιμο να συνυπολογίζει και παραμέτρους που αφορούν στα ειδικότερα χαρακτηριστικά των προϊόντων με τα οποία σκοπεύει να ασχοληθεί, όπως η αναμενόμενη απόδοση, η μέγιστη ζημία καθώς και η επενδυτική τακτική που ταιριάζει στην επένδυσή του.

1.4 ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΕΦΑΡΜΟΓΗ

Η λειτουργία και η διάδοση των παράγωγων χρηματοοικονομικών προϊόντων δεν ήταν πάντοτε εφικτή. Με τη ραγδαία ανάπτυξη της πληροφορικής και την πρόοδο των τηλεπικοινωνιών, έγινε δυνατή η ανταλλαγή των κινδύνων που προαναφέρθηκαν, και μάλιστα μεταξύ μερών, τα οποία στο παρελθόν θα ήταν σχεδόν αδύνατο να έλθουν σε επαφή.

Από το Μάιο του 1993 επετράπη η χρήση αυτών των παραγώγων και στην ελληνική αγορά και δόθηκε επίσης η δυνατότητα, σε όσους το επιθυμούν, να συμμετάσχουν και στις διεθνείς αγορές παραγώγων. Επιπρόσθετα, με την ίδρυση του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών το 1998, διευκολύνθηκε και επεκτάθηκε η χρήση αυτών των προϊόντων και άλλων, νέων, που προήλθαν από αυτά.

1.5 ΕΙΔΗ

Δεν μπορεί να δοθεί σαφής απάντηση στο ερώτημα για το πόσα ακριβώς είδη τέτοιων προϊόντων υπάρχουν, δεδομένου ότι οι ανάγκες κάλυψης των διαφόρων κινδύνων δημιουργούν συνεχώς νέες παραλλαγές και συνδυασμούς στα υπάρχοντα είδη. Ως τα σημαντικότερα όμως από αυτά, δηλαδή εκείνα τα οποία αποτελούν τη βάση για τη δημιουργία άλλων, πιο σύνθετων, θεωρούνται:

- Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης και οι Προθεσμιακές Συναλλαγές (Futures και Forwards),
- Τα Χρηματοοικονομικά Δικαιώματα (Options) και
- Οι Συμφωνίες Ανταλλαγής (Swaps).

Υπάρχουν και άλλα παράγωγα προϊόντα, με μικρότερη όμως διάδοση, όπως τα Δικαιώματα που περιορίζουν το εύρος του κινδύνου και ονομάζονται Οροφές (Caps), Επίπεδα (Floors) και Κολλάρα (Collars), Δικαιώματα επί Χρηματοοικονομικών Ανταλλαγών (Swaptions) και Δικαιώματα επί Προθεσμιακών Συμβολαίων (Options on Futures)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ

2.1. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ

Η ιστορία των Σ.Μ.Ε. ανάγεται στα μέσα του 19^{ου} αιώνα. Τα προβλήματα που δημιουργούσε τότε η διακίνηση, φύλαξη και διανομή των δημητριακών στο Σικάγο και τα οποία οφείλονταν στην εποχικότητα αυτών των αγαθών, ήρθε να λύσει η δημιουργία του Chicago Board of Trade (CBOT) το 1848. Αρχικός του στόχος του ήταν ο προσδιορισμός των ποσοτήτων και ποιοτήτων των δημητριακών. Λίγο αργότερα, δημιουργήθηκε το πρώτο προθεσμιακό συμβόλαιο forward, γνωστό και ως «to arrive contract» (συμφωνία πληρωμής κατά την άφιξη). Αυτό το εργαλείο έγινε γρήγορα αντικείμενο κερδοσκοπίας, την οποία ρύθμισε το 1920 η ίδρυση του πρώτου οργανισμού εκκαθαρίσεως.

Για περισσότερο από έναν αιώνα, υποκείμενοι τίτλοι στις προθεσμιακές συναλλαγές ήταν μόνο αγαθά και εμπορεύματα. Όμως, με την απελευθέρωση της διακύμανσης των ισοτιμιών των διαφόρων νομισμάτων, δημιουργήθηκε η ανάγκη για το πρώτο χρηματοοικονομικό προθεσμιακό συμβόλαιο, το οποίο δημιουργήθηκε από το CBOT το 1975. Το 1983 εμφανίστηκαν τα πρώτα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε δείκτες. Ένας από τους πρώτους δείκτες που χρησιμοποιήθηκαν, υπήρξε ο Standard & Poor's 100

(S&P 100).

2.2. ENNOΙΑ

Τα Προθεσμιακά Συμβόλαια αποτελούν δεσμευτικές συμφωνίες μεταξύ δύο συμβαλλομένων, εκ των οποίων ο ένας υπόσχεται να αγοράσει και ο άλλος να πουλήσει συγκεκριμένη ποσότητα ενός τυποποιημένου αγαθού, σε συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία, σε συμφωνημένη τιμή μονάδας.

Τα futures και τα forwards είναι προϊόντα ίδιας φιλοσοφίας, υπάρχουν όμως μεταξύ τους ορισμένες διαφορές, που φαίνονται στον παρακάτω πίνακα. Στα forwards, η διενέργεια των συναλλαγών γίνεται εξωχρηματιστηριακά, και η ανάληψη του πιστωτικού κινδύνου γίνεται από τους αντισυμβαλλόμενους, λόγω της έλλειψης εκκαθαριστικού οίκου. Ακόμη τα forwards, προσφέρουν υψηλότερα επίπεδα ευελιξίας σε σχέση με τα futures, λόγω ότι το είδος του συμβολαίου είναι εξατομικευμένο και όχι τυποποιημένο όπως στα futures.

| | FUTURES | FORWORDS |
|------------------------------|---------------------------|--------------------|
| Είδος συμβολαίου | Τυποποιημένο | Εξατομικευμένο |
| Εκπλήρωση | 2 - 5% | 100% |
| Διενέργεια συναλλαγών | Χρηματιστήριο Παραγώγων | Εξωχρηματιστηριακά |
| Πιστωτικός κίνδυνος | ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π | Αντισυμβαλλόμενοι |
| Ρευστότητα | Υψηλή | Χαμηλή |
| Ελάχιστες καταθέσεις | Τυποποιημένες | Κατά περίπτωση |
| Χρηματορροές | Καθημερινός διακανονισμός | Κατά την παράδοση |

Παρ' όλες τις διαφορές τους, για λόγους απλούστευσης και ευκολίας, στη συνέχεια θα αναφερόμαστε και στα δύο ως Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Σ.Μ.Ε.).

2.3. ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ

Τα βασικά χαρακτηριστικά των Σ.Μ.Ε. είναι η υποκείμενη αξία του, η τιμή του και η ημερομηνία λήξης του. Παρακάτω, θα αναφερθούμε στα βασικά αυτά χαρακτηριστικά, όπως αυτά διαπραγματεύονται στη χώρα μας και συγκεκριμένα, στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών (Χ.Π.Α.).

2.3.1. Υποκείμενη αξία

Στο κεφάλαιο 1 περί παραγώγων, ορίσαμε ως υποκείμενη αξία τον τίτλο (ή το προϊόν) από το οποίο αντλεί την αξία του το παράγωγο προϊόν. Όσον αφορά τα Σ.Μ.Ε. του Χ.Π.Α., τρεις είναι οι κύριες υποκείμενες αξίες των συμβολαίων:

- ο δείκτης FTSE/ ASE-20,
- ο δείκτης FTSE/ ASE Mid 40 και
- τα δεκαετή ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου.

Για παράδειγμα, η κατοχή ενός Σ.Μ.Ε. στο δείκτη FTSE/ ASE-20 αναλογεί στην κατοχή του χαρτοφυλακίου μετοχών αυτού του δείκτη, με την κάθε μία μετοχή να συμμετέχει στο χαρτοφυλάκιο σε ποσοστό ίσο με το βάρος της κεφαλαιοποίησής της στο συγκεκριμένο δείκτη.

2.3.2. Τιμή

Η προκαθορισμένη τιμή στην οποία θα γίνει η αγορά ή η πώληση ενός Σ.Μ.Ε. λέγεται τιμή παράδοσης. Η τιμή ενός Σ.Μ.Ε. ορίζεται ως η τιμή παράδοσης που θα κάνει το Σ.Μ.Ε. να έχει μηδενικό κόστος στην έναρξη της διαπραγματεύσεώς του.

Η τιμή του συμβολαίου εκφράζεται πάντα σε μονάδες του εκάστοτε δείκτη, ενώ η χρηματική του αξία υπολογίζεται με τον πολλαπλασιασμό της τιμής του συμβολαίου επί τον πολλαπλασιαστή του κάθε δείκτη. Έτσι, για ένα Σ.Μ.Ε. που έχει ως υποκείμενη αξία το δείκτη FTSE/ASE-20, ο πολλαπλασιαστής είναι 5,00€ ανά μονάδα, ενώ για ένα Σ.Μ.Ε. στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40, ο πολλαπλασιαστής είναι 10,00€ ανά μονάδα.

Για παράδειγμα, έστω ότι ένα Σ.Μ.Ε. διαπραγματεύτηκε στις 2.000 μονάδες του FTSE/ASE-20. Στη συγκεκριμένη περίπτωση, η χρηματική αξία του συμβολαίου θα είναι: $2.000 \text{ μονάδες} * 5,00 \text{ €} = 10.000,00 \text{ €}$.

2.3.3. Ημερομηνία λήξης

Ημερομηνία λήξης, παράδοσης ή τελικής εκκαθάρισης είναι η ημερομηνία κατά την οποία λήγει μία σειρά του Σ.Μ.Ε., δηλαδή η μελλοντική χρονική στιγμή, κατά την οποία εκπληρώνονται οι όροι της συμφωνίας.

Τα Σ.Μ.Ε. στους προαναφερθέντες δείκτες έχουν συγκεκριμένη ημερομηνία λήξης.

Αυτή είναι η 3η Παρασκευή του μήνα. Ανά πάσα στιγμή, υπάρχουν προς διαπραγμάτευση στο Χ.Π.Α. έξι σειρές Σ.Μ.Ε. με διαφορετική ημερομηνία λήξης. Αυτές οι ημερομηνίες είναι: Οι τρεις κοντινοί μήνες, οι τρεις επόμενοι μήνες από την τριμηνία Μαρτίου, Ιουνίου, Σεπτεμβρίου και Δεκεμβρίου, και η διάρκεια ενός έτους (που είναι και η μεγαλύτερη).

Ο επενδυτής, δηλαδή, επιλέγοντας την αγορά ή την πώληση μίας σειράς Σ.Μ.Ε., επιλέγει αυτόματα και την ημερομηνία παράδοσης που της αντιστοιχεί. Οι διαφορετικές λήξεις των Σ.Μ.Ε., τον βοηθούν να επιλέξει το χρονικό ορίζοντα που ταιριάζει καλύτερα στις επενδυτικές του ανάγκες.

2.4. ΧΡΗΣΗ

2.4.1. Χρήση των Σ.Μ.Ε. ως μέσο αντιστάθμισης κινδύνου

Ως γνωστόν, οι κλασσικές στρατηγικές αγοράς και πώλησης τίτλων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) παρέχουν στον επενδυτή δυνατότητες αποκομιδής κέρδους. Τα Σ.Μ.Ε. στους δείκτες FTSE/ ASE-20 και FTSE/ ASE Mid 40 όμως, βελτιώνουν αισθητά αυτά τα περιθώρια εκμετάλλευσης από τυχόν μεταβολές των τιμών των μετοχών.

Επιλέγοντας ένα συμβόλαιο σε δείκτη, ο επενδυτής απλοποιεί κατά πολύ το χρονοβόρο και ψυχοφθόρο διαδικαστικό κομμάτι που συνεπάγεται συνήθως μία επένδυση σε μετοχές. Χρησιμοποιεί ένα μόνο προϊόν, το Σ.Μ.Ε., κι έτσι, αφενός, δεν ασχολείται με τη διαρκή παρακολούθηση των αυξομειώσεων των πολλών και διαφόρων τίτλων που ενδέχεται

να συνιστούν το χαρτοφυλάκιό του, ενώ, αφετέρου, δεν υποχρεούται να παίρνει δύσκολες και πολλές φορές αλληπάλληλες αποφάσεις σχετικά με πωλήσεις και αγορές. Με τον τρόπο αυτό επιτυγχάνει τη μείωση του ρίσκου που συνοδεύει την κάθε επένδυση. Συνεπώς, όταν ένας επενδυτής διαθέτει κάποιο χαρτοφυλάκιο μετοχών και προσδοκά μια πιθανή κάθοδο των τιμών, καταφεύγει στην πώληση Σ.Μ.Ε. στο δείκτη, περιορίζοντας το βαθμό έκθεσής του στον κίνδυνο και μετακυλίωντάς τον στον αγοραστή του συμβολαίου, που πιθανώς και προφανώς αναμένει μία ανοδική τάση της αγοράς ή έχει διαφορετικό επενδυτικό ορίζοντα.

Ο επενδυτής επιλέγει, κάθε φορά, τόσο το δείκτη για τα Σ.Μ.Ε. στα οποία θα επενδύσει, όσο και τον αριθμό των συμβολαίων που θα αγοράσει ή θα πουλήσει. Αυτές οι επιλογές εξαρτώνται από το είδος των μετοχών που περιλαμβάνει το χαρτοφυλάκιό του. Για παράδειγμα, εάν η αγορά κινείται καθοδικά και ο επενδυτής πουλάει Σ.Μ.Ε., τότε χάνει μεν από τις μετοχές του, κερδίζει όμως από τη συναλλαγή του στο παράγωγο προϊόν. Αποτέλεσμα της διαδικασίας αυτής είναι να μην εγκλωβίζεται στις χαμηλότερες καινούργιες τιμές.

Τα Σ.Μ.Ε. στους δείκτες δίνουν στον επενδυτή τη δυνατότητα ανοικτής θέσης πώλησης από τη φύση τους, σε αντίθεση με τους τίτλους που διαπραγματεύονται στο Χ.Α.Α., όπου οι κανονισμοί επιτρέπουν πρώτα την αγορά μετοχών και μετά την πώλησή τους. Στην αγορά των παραγώγων, ο επενδυτής δεν είναι υποχρεωμένος να έχει αγοράσει τα συμβόλαια που αποφασίζει να πουλήσει. Ακριβώς επειδή τα Σ.Μ.Ε. είναι συμβόλαια επί διαφόρων τιμών, ο πωλητής αποσκοπεί στην πραγματοποίηση κέρδους από τη σωστή του πρόβλεψη σχετικά με την πτώση των τιμών, ούτως ώστε, αν αγοράσει αργότερα, σε χαμηλότερη τιμή, το Σ.Μ.Ε. που πούλησε, να πραγματοποιήσει κέρδος από τη διαφορά μεταξύ της τιμής πώλησης και της τιμής αγοράς.

Οι Διαπραγματευτές Τύπου Β, εισάγοντας διαρκώς τιμές αγοράς και πώλησης, βοηθούν στην αύξηση της ρευστότητας στην αγορά των Σ.Μ.Ε. Αυτή η διαδικασία, σε συνάρτηση με το γεγονός ότι, καθ' όλη τη διάρκεια λειτουργίας της αγοράς είναι δυνατό να πραγματοποιηθούν πράξεις αγοράς και πώλησης, προσφέρει στους επενδυτές περαιτέρω δυνατότητες για κέρδη «μέσα στην ημέρα» (day trading). Ανά πάσα στιγμή δε, έστω και μετά την παρέλευση λίγων δευτερολέπτων, είναι δυνατή η αντιστροφή της οποιασδήποτε πράξης.

Συμπερασματικά λοιπόν, ας αναφέρουμε τα βασικά πλεονεκτήματα που παρέχουν τα Σ.Μ.Ε. ως εργαλείο για την αντιστάθμιση του κινδύνου των επενδυτικών επιλογών:

- ✓ Η εγγυημένη ρευστότητα στην πώληση και την αγορά των Σ.Μ.Ε.
- ✓ Η ύπαρξη μίας μόνο κίνησης πώλησης/αγοράς για τα Σ.Μ.Ε., σε αντιδιαστολή με την αντίστοιχη ρευστοποίηση και επανατοποθέτηση σε μετοχές, όπου ο επενδυτής διατρέχει σημαντικό κίνδυνο ταυτόχρονης εκτέλεσης.
- ✓ Η ουσιαστική μείωση του κόστους προμηθειών για τα Σ.Μ.Ε., έναντι του ανάλογου κόστους για πράξεις με μετοχές.
- ✓ Η δυνατότητα χρησιμοποίησης του χαρτοφυλακίου του επενδυτή ως ενέχυρο για τη θέση του στα παράγωγα.
- ✓ Η αποφυγή ασκήσεως άμεσης πίεσης στις μετοχές, μια που οι διαδικασίες αγοραπωλησίας Σ.Μ.Ε. δεν απαιτούν ρευστοποίηση των χαρτοφυλακίων.
- ✓ Η σταθερότητα που χαρακτηρίζει τις μετοχές μειωμένης ρευστότητας, καθώς λόγω του γεγονότος ότι, στα Σ.Μ.Ε. η αγορά μπορεί να απορροφήσει εντολές

μέχρι και 50 συμβολαίων χωρίς να διαταραχθούν οι τιμές προσφοράς και ζήτησης, ο επενδυτής δε διατρέχει τον κίνδυνο να ρευστοποιήσει σε χειρότερη τιμή από την τρέχουσα.

Από τα παραπάνω είναι εμφανές ότι, το σημαντικότερο πλεονέκτημα της αγοράς των Σ.Μ.Ε. είναι η δυνατότητα που αυτά προσφέρουν για αντιστάθμιση του επενδυτικού κινδύνου, μειώνοντας ακολούθως και την πίεση στην υποκείμενη αγορά από πιθανή ρευστοποίηση μετοχών.

2.4.2. Χρήση των Σ.Μ.Ε. ως μέσο αύξησης της απόδοσης

Υπάρχουν παρόλα αυτά και επενδυτές που επιδιώκουν την αύξηση της έκθεσής τους στην αγορά. Αυτοί, είτε είναι κάτοχοι μετοχών είτε όχι, μπορούν να εμφανιστούν στην αγορά των Σ.Μ.Ε. ως αγοραστές. Στην περίπτωση αυτή, οι αγοραστές μοχλεύουν τη θέση τους, με βάση τις προσδοκίες τους για άνοδο των τιμών, επιζητώντας έτσι αυξημένες αποδόσεις. Βέβαια, αν οι προβλέψεις τους δεν επαληθευτούν, αυξάνονται και οι κίνδυνοι που διατρέχουν από την επένδυσή τους.

Πάντως, η επενδυτική τακτική που εφαρμόζουν οι αγοραστές των Σ.Μ.Ε. παρουσιάζει, και αυτή με τη σειρά της, ορισμένα πλεονεκτήματα έναντι των αποτελεσμάτων της τακτικής της αγοράς μετοχών:

- Το αρχικό κεφάλαιο για την αγορά των Σ.Μ.Ε. δε χρειάζεται να είναι υψηλό, αφού το τυχόν υπάρχον χαρτοφυλάκιο μετοχών δύναται να χρησιμοποιηθεί ως ενέχυρο. Στη δε περίπτωση που ο επενδυτής δε διαθέτει τέτοιο χαρτοφυλάκιο, απαιτείται ένα ποσοστό της τάξης του 20% της αξίας

της εκάστοτε θέσης ως ενέχυρο.

- Τα κόστη προμηθειών είναι πολύ χαμηλότερα από τα αντίστοιχα της αγοράς μετοχών.
- Με μία κίνηση, ο επενδυτής αποκτά θέση σε όλες τις μετοχές του δείκτη, μειώνοντας αισθητά τον ειδικό κίνδυνο της επένδυσής του και συμμετέχοντας παράλληλα σε μία πιθανή ανοδική τάση της αγοράς.
- Η ρευστότητα που χαρακτηρίζει γενικά την αγορά των Σ.Μ.Ε., είναι πιθανό να μην αντιστοιχεί στις συγκεκριμένες μετοχές που, ενδεχομένως, ενδιαφέρουν τον επενδυτή.

2.5. ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΑ

Οι βασικές θέσεις σε Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης είναι:

1. Η αγορά Σ.Μ.Ε. (Long Futures). Είναι η θέση του συμβαλλομένου που υποχρεούται να αγοράσει το υποκείμενο προϊόν στη συμφωνημένη τιμή και ημερομηνία.
2. Η πώληση Σ.Μ.Ε. (Short Futures). Είναι η θέση του συμβαλλομένου που υποχρεούται να πουλήσει το υποκείμενο προϊόν στη συμφωνημένη τιμή και ημερομηνία.

Παρακάτω, θα παραθέσουμε απλουστευμένα παραδείγματα τέτοιων θέσεων σε χρηματιστηριακούς δείκτες.

2.5.1. Παράδειγμα θέσης αγοράς Σ.Μ.Ε. στο δείκτη FTSE/ASE-20 (long on FTSE/ASE-20 futures)

Στο παράδειγμα αυτό, ο διαχειριστής του χαρτοφυλακίου αναμένει εισροή κεφαλαίων στο μέλλον και ταυτόχρονα προβλέπει ανοδική πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς, στην οποία και θέλει να συμμετάσχει. Αντιδρά λοιπόν, αγοράζοντας 20 Σ.Μ.Ε. πάνω στο δείκτη αυτό, στη σημερινή τιμή του συμβολαίου των 2.010 μονάδων. Το πλήρες αντίτιμο του διακανονισμού αυτής της συναλλαγής δεν καταβάλλεται με την εκπλήρωση του συμβολαίου. Ένα μέρος του καταβάλλεται στην αρχή, ένα δεύτερο μέρος καταβάλλεται με ημερήσιο διακανονισμό και το υπόλοιπο με το κλείσιμο της θέσης.

Στην περίπτωση που ο δείκτης FTSE/ ASE-20 ανεβεί στις 2.180 μονάδες μέχρι αυτή την ημερομηνία, ο συναλλασσόμενος κερδίζει ένα καθαρό ποσό 170 μονάδων (2.180 - 2.010), το οποίο αντιστοιχεί σε 7.000,00 € (20 Σ.Μ.Ε. * 70 μονάδες * 5,00 €). Αυτό το κέρδος πρέπει να πληρωθεί από τον άλλο αντισυμβαλλόμενο που πούλησε το συμβόλαιο στην τιμή των 2.010 μονάδων.

2.5.2. Παράδειγμα θέσης πώλησης Σ.Μ.Ε. στο δείκτη FTSE/ASE-20 (short on FTSE/ASE-20 futures)

Ο πωλητής αναμένει ότι οι τιμές των μετοχών θα μειωθούν στις επόμενες εβδομάδες. Αντιδρά, πουλώντας 10 Σ.Μ.Ε. πάνω στο δείκτη στη σημερινή τιμή του συμβολαίου των 2.010 μονάδων. Το πλήρες αντίτιμο του διακανονισμού της συναλλαγής δεν καταβάλλεται

με την εκπλήρωση του συμβολαίου. Ένα μέρος καταβάλλεται στην αρχή και το υπόλοιπο με ημερήσιο διακανονισμό.

Στην περίπτωση που ο δείκτης FTSE/ ASE-20 πέσει στις 1.950 μονάδες μέχρι τη συμφωνημένη ημερομηνία, ο συμβαλλόμενος κερδίζει ένα καθαρό ποσό 60 μονάδων (2.010 - 1.950), που αντιστοιχεί σε 3.000,00 € (10 Σ.Μ.Ε. * 60 μονάδες * 5,00 €).

Αυτό το κέρδος πρέπει να πληρωθεί από τον αντισυμβαλλόμενο που αγόρασε το συμβόλαιο στην τιμή των 2.010 μονάδων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ

3.1. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ

Παρόλο που πρώιμες μορφές συναλλαγών σε παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα απαντούμε ήδη στην αρχαία Ελλάδα, τα προϊόντα αυτά επανεμφανίζονται σε μορφή παρόμοια με τη σύγχρονη, άτυπα βέβαια, πολλούς αιώνες αργότερα. Η πρώτη εμφάνιση συναλλαγής σε Δικαιώματα ανάγεται στο 17^ο αιώνα. Πρόκειται για τη γνωστή «τρέλλα της τουλίπας», κατά την οποία, οι Ολλανδοί καλλιεργητές τουλίπας έκλειναν συμφωνίες με προκαταβολές, με σκοπό να αγοράσουν ή να πουλήσουν σε μελλοντική ημερομηνία συγκεκριμένους τύπους τουλίπας, προκειμένου να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο που διέτρεχαν σε περίπτωση φτώχης συγκομιδής. Δευτερογενώς όμως, δημιουργήθηκε μία παράλληλη αγορά, πέρα από αυτές τις συμφωνίες, όπου οι συναλλασσόμενοι διαπραγματεύονταν με βάση τις διακυμάνσεις της τιμής της τουλίπας. Αυτό είχε ως άμεσο αποτέλεσμα την εκτίναξη των τιμών των βολβών στα ύψη και την εγκατάλειψη των επενδυτών σε μία αγορά ανεξέλεγκτης κερδοσκοπίας. Οι αλληπάλληλες αθετήσεις των υποσχέσεων που αναλαμβάνονταν και η παντελής αδυναμία εκπλήρωσης των χρηματικών οφειλών, δεν άργησε αλυσιδωτά, να οδηγήσει σε κατάρρευση την ολλανδική οικονομία και την κυβέρνησή της.

Εξωχρηματιστηριακά, καταγράφονται και άλλες συναλλαγές με Δικαιώματα Προαίρεσης, τόσο στη Μεγάλη Βρετανία, το 18ο αιώνα, όσο και στις Ηνωμένες Πολιτείες,

το 19^ο αιώνα. Όμως αυτές οι συναλλαγές δε διαδόθηκαν ιδιαίτερα, λόγω του άτυπου χαρακτήρα τους, που δημιουργούσε ανασφάλεια από άποψη φερεγγυότητας και ρευστότητας.

Όπως έχουμε προαναφέρει, στο σχετικό κεφάλαιο των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης, από το 1970 έχει ήδη ξεκινήσει ο «χρυσός αιώνας» των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων, με δομικά και λειτουργικά χαρακτηριστικά παρόμοια με των σημερινών τέτοιων προϊόντων που διαπραγματεύονται στα χρηματιστήρια παγκοσμίως, αλλά, πολλές φορές, και πέρα από αυτά. Για μία ακόμα φορά, πρωτοστάτης στην τυποποίηση των αρχικών συμβολαίων δικαιωμάτων με τίτλους σε μετοχές ήταν η χρηματαγορά του Σικάγο, με τη δημιουργία του Χρηματιστηρίου Δικαιωμάτων του (Chicago Board Options Exchange). Δε θα αργήσουν να κάνουν την εμφάνισή τους τόσο τα συμβόλαια δικαιωμάτων σε συνάλλαγμα, στη Φιλαδέλφεια, το 1982, όσο και τα συμβόλαια δικαιωμάτων σε χρηματιστηριακό δείκτη, πάλι στο Σικάγο, το 1983 (με τη χρησιμοποίηση του δείκτη Standard & Poor's 100).

Η επέκταση της διάδοσης τέτοιων παράγωγων προϊόντων ήταν και είναι θεαματική. Υποκείμενες αξίες εκτός από τις μετοχές, τους χρηματιστηριακούς δείκτες, τις ισοτιμίες και τα αγαθά, είναι και τα προθεσμιακά συμβόλαια, τα εμπορεύματα και πολλά άλλα, στα οποία προστίθενται ολοένα και περισσότερα. Οι μεγάλες διεθνείς χρηματαγορές της Μεγάλης Βρετανίας, της Βόρειας και της Λατινικής Αμερικής, της Άπω Ανατολής και της Ωκεανίας, ανταγωνίζονται στη δημιουργία ολοένα και πιο πρωτοποριακών συμβολαίων Δικαιωμάτων Προαίρεσης.

3.2. ΕΝΝΟΙΑ

Το Χρηματοοικονομικό Δικαίωμα, ή Δικαίωμα Προαίρεσης (Option) είναι μία σύμβαση που επιτρέπει στον κάτοχό του να αγοράσει ή να πουλήσει συγκεκριμένη ποσότητα ενός αγαθού σε προκαθορισμένη μελλοντική χρονική στιγμή, σε προσυμφωνημένη τιμή. Το αγαθό στο οποίο αναφέρεται στο Δικαίωμα ονομάζεται, όπως έχουμε ήδη αναφέρει, υποκείμενη αξία ή πρωτογενές αγαθό, και μπορεί να είναι ένα νόμισμα, μία μετοχή ή δείκτης μετοχών, ένα ομόλογο, ένα μέταλλο ή κάποιο άλλο εμπόρευμα.

Ανάλογα με την υποκείμενη αξία στην οποία αναφέρονται τα Χρηματοοικονομικά Δικαιώματα, αυτά διακρίνονται σε δικαιώματα συναλλάγματος, επιτοκίου, μετοχών, δείκτη μετοχών και ομολόγων.

Το βασικό σημείο διάκρισης μεταξύ των Χρηματοοικονομικών Δικαιωμάτων και των υπολοίπων παράγωγων προϊόντων (κυρίως των Σ.Μ.Ε. και των Swaps) είναι το γεγονός ότι τα Δικαιώματα δεν εμπεριέχουν στους όρους τους υποχρέωση υλοποίησης εκ μέρους του κατόχου τους. Δηλαδή, ο χρήστης του option, διατηρεί το δικαίωμα αγοράς ή πώλησης της υποκείμενης αξίας, χωρίς να αναλαμβάνει και την αντίστοιχη υποχρέωση να το αγοράσει ή να το πουλήσει, σε μελλοντική ημερομηνία και προκαθορισμένη τιμή.

3.3. ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ

Η τυποποίηση των παράγωγων προϊόντων και των δικαιωμάτων που τα συνοδεύουν επιτρέπουν τον προσδιορισμό σαφών χαρακτηριστικών, που εξάλλου, αποτελούν και χρηματιστηριακούς κανόνες.

- Ο υποκείμενος τίτλος (π.χ. δείκτης FTSE/ASE-20, κάποια μετοχή κ.λ.π.).
- Το μέγεθος του συμβολαίου (π.χ. το κάθε συμβόλαιο με υποκείμενο τίτλο τη μετοχή A, αντιστοιχεί με 100 μετοχές A).
- Η τιμή άσκησης (strike price ή exercise price). Η τιμή άσκησης μπορεί να είναι ίση ή διαφορετική από το χρηματικό ισοδύναμο της αξίας στην οποία αναφέρεται.
- Η πιθανότητα άσκησης. Ο πωλητής του δικαιώματος παρέχει στον αγοραστή τη διακριτική ευχέρεια να ασκήσει ή όχι το δικαίωμά του.
- Η ημερομηνία λήξης (η χρονική περίοδος μέχρι την οποία, ή κατά την οποία, ο κάτοχος ενός δικαιώματος μπορεί να το εξασκήσει).

Η τυποποίηση των Δικαιωμάτων Προαίρεσης είναι απαραίτητη για τη διαφανή και ομαλή λειτουργία των συναλλαγών στην αγορά. Τα ίδια πλεονεκτήματα που συνοδεύουν τα χρηματοοικονομικά παράγωγα στα οποία προαναφερθήκαμε, χαρακτηρίζουν και αυτή την κατηγορία προϊόντων.

Η αξία ενός Δικαιώματος Προαίρεσης δεν αποτελεί μονοσήμαντη έννοια. Ειδικότερα, όταν ένα δικαίωμα υλοποιηθεί στην κανονική ημερομηνία λήξης του, τότε η αξία του είναι ταυτόσημη με την εσωτερική του αξία (intrinsic value). Όταν όμως, απομένει

κάποιος χρόνος ως αυτή την ημερομηνία εκπνοής του συμβολαίου, τότε η τιμή του (premium) περιλαμβάνει και τη λεγόμενη υπεραξία (time value). Η υπεραξία αυτή, εκφράζει και την «πιθανότητα εξάσκησης» του δικαιώματος γενικότερα. Σχετικά με την τιμή του Δικαιώματος Προαίρεσης, κρίνουμε σκόπιμο να αναφέρουμε πως, μπορεί να προκύψει αφενός, ως αποτέλεσμα του συνδυασμού των ιδιοτήτων του υποκείμενου προϊόντος και αφετέρου, των συγκεκριμένων όρων του εκάστοτε δικαιώματος.

3.4. ΔΙΑΚΡΙΣΕΙΣ

3.4.1. Διάκριση κατ' Είδος, Κλάση και Σειρά

Η υποκείμενη αξία, η θέση του επενδυτή, η τιμή εξάσκησης του συμβολαίου και η ημερομηνία λήξης του δικαιώματος, αποτελούν τους παράγοντες που κατεξοχήν συμβάλλουν στον διαχωρισμό των δικαιωμάτων, με βάση το είδος, την κλάση και τη σειρά τους.

- Κατ' είδος (type), τα Δικαιώματα Προαίρεσης διακρίνονται σε δύο κατηγορίες: σε Δικαιώματα Αγοράς (call options) και σε Δικαιώματα Πώλησης (put options), που καθορίζουν και τη θέση του επενδυτή στην αγορά δικαιωμάτων (long call, short call, long put, short put). Με τον όρο Δικαίωμα Αγοράς χαρακτηρίζουμε το δικαίωμα του δανειζομένου, το οποίο εξασκείται με στόχο την προφύλαξη από την άνοδο της αγοράς. Αντίστοιχα, ως Δικαίωμα Πώλησης ορίζουμε το δικαίωμα του δανειστή, δηλαδή, αυτό που προστατεύει τον επενδυτή από μία πιθανή πτώση της αγοράς.

- Τα δικαιώματα του ίδιου είδους που σχετίζονται με την ίδια υποκείμενη αξία αποτελούν δικαιώματα ίδιας κλάσης.
- Τα δικαιώματα που ανήκουν στην ίδια κλάση, έχουν την ίδια τιμή εξάσκησης και εκπνέουν κατά την ίδια ημερομηνία λήξης απαρτίζουν μία σειρά δικαιωμάτων.

3.4.2. Διάκριση κατά Τύπο

Η ημερομηνία λήξης της σύμβασης στην οποία βασίζεται το Δικαίωμα Προαίρεσης αποτελεί και την κύρια παράμετρο της ακόλουθης διάκρισης. Έτσι, προκύπτουν τρεις κατηγορίες:

- Τα δικαιώματα Ευρωπαϊκού Τύπου, τα οποία εξασκούνται μόνο στην ημερομηνία άσκησης.
- Τα δικαιώματα Αμερικάνικου Τύπου, τα οποία μπορούν να εξασκηθούν οποιαδήποτε χρονική στιγμή που προηγείται της ημερομηνίας λήξης, ή και σε αυτήν.
- Τα Εξωτικά δικαιώματα, στα οποία συναντάμε συνδυασμούς ημερομηνιών και τιμών εξάσκησης.

3.5. ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗ ΧΡΗΣΗ

Η χρήση Δικαιωμάτων Προαίρεσης σε μετοχές και χρηματιστηριακούς δείκτες παρουσιάζει ορισμένα ενδιαφέροντα χαρακτηριστικά στοιχεία, όσον αφορά στους

επενδυτές:

- Οι επενδυτές έχουν την ευκαιρία να κερδίσουν, εκμεταλλευόμενοι την τάση της αγοράς, ακόμα και όταν οι τιμές μένουν σταθερές ή πέφτουν. Αυτό συμβαίνει και επειδή οι προβλέψεις για δείκτες είναι συνήθως ευκολότερες από τις προβλέψεις για μεμονωμένους τίτλους. Πάντως, σημαντικό ρόλο στην επίτευξη του στόχου αυτού παίζει και η επιλογή της κατάλληλης στρατηγικής στην εκάστοτε χρονική στιγμή.
- Με τη σύναψη μίας σύμβασης δικαιώματος σε δείκτη, ο κίνδυνος απώλειας του αρχικού κεφαλαίου μειώνεται δραστικά. Οι θέσεις που λαμβάνει ο επενδυτής οδηγούν σε ρευστοποίηση με λιγότερους περιορισμούς, άρα συντελούν στην πιο εύκολη πραγματοποίηση κέρδους, ανεξαρτήτως χρονικής στιγμής. Εννοείται πως ο αγοραστής δικαιώματος θα το ασκήσει, μόνο αν μπορεί να κερδίσει από αυτή του την ενέργεια.
- Οι συναλλαγές σε Δικαιώματα Προαίρεσης ευνοούν την επιδίωξη βραχυπρόθεσμων και μεσοπρόθεσμων στόχων, όπως ακριβώς συμβαίνει και με την απόκτηση χαρτοφυλακίου μετοχών ή δεικτών. Όμως, στην περίπτωση των δικαιωμάτων, απαιτείται πολύ μικρότερη δέσμευση σε αρχικό επενδυόμενο κεφάλαιο.
- Παρόλο που μικρές μεταβολές στην τιμή μίας μετοχής ή ενός δείκτη μπορούν να προκαλέσουν μεγάλες αλλαγές στην αξία των δικαιωμάτων, η φύση αυτών των συμβάσεων εμπεριέχει πρόσθετους μηχανισμούς αντίστασης στις ανεξέλεγκτες διακυμάνσεις. Ο αγοραστής δικαιώματος, με τη μόχλευση, εκμεταλλεύεται προς όφελός του τις «κατάλληλες» (ευνοϊκές προς την τοποθέτησή του) τάσεις της αγοράς, ενώ σε περίπτωση «δυσμενών» τάσεων, οι ζημιές παραμένουν στο εξ αρχής περιορισμένο τίμημα του δικαιώματος, το οποίο και προκαταβάλλεται.

-Όταν οι τιμές πέφτουν, η χρήση μίας σύμβασης δικαιώματος προσφέρει την εναλλακτική του «κλειδώματος» των κερδών, χωρίς ανάλογη ρευστοποίηση της θέσης του επενδυτή. Αυτό, προφανώς, δεν μπορεί να συμβεί σε ένα παραδοσιακό χαρτοφυλάκιο τίτλων.

- Τέλος, και στην περίπτωση μεγάλων και αποτελεσματικά δομημένων επενδυτικών χαρτοφυλακίων σε μετοχές ή ομόλογα, τα Δικαιώματα Προαίρεσης αποτελούν το μέσο για ευέλικτη διαφοροποίηση του κινδύνου, χωρίς να γίνεται υποχρεωτική η αντίστοιχη αναδιάρθρωση του χαρτοφυλακίου. Ανάλογα λοιπόν με την εκτίμηση που έχει για την ευρύτερη αγορά, ο επενδυτής έχει τη δυνατότητα να επιλέξει μεταξύ ορισμένων εναλλακτικών στρατηγικών αντιστάθμισης του κινδύνου, συμμετέχοντας σε συναλλαγές στην προθεσμιακή αγορά. Ο μηχανισμός αυτός μπορεί να οδηγήσει στην επιθυμητή αύξηση ή μείωση του κινδύνου της εκάστοτε επένδυσής του.

3.6. ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ

Το παρακάτω παράδειγμα αναφέρεται σε επενδυτή με κερδοσκοπική συμπεριφορά. Το σημαντικότερο σημείο αναφοράς στη συμπεριφορά του κερδοσκόπου επενδυτή είναι ότι συνήθως δεν κατέχει το αντίτιμο της υποκείμενης αξίας της οποίας διαπραγματεύεται τα παράγωγα, ενώ αναλαμβάνει τον κίνδυνο από δυσμενή μεταβολή σε αυτόν τον τίτλο.

Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι κάποιος επενδυτής διαθέτει προς επένδυση το ποσό των 60.000,00 € και ότι προβλέπει πως η μετοχή A (η οποία έστω ότι διαπραγματεύεται σήμερα στο χρηματιστήριο αξιών στα 40,00 €), θα σημειώσει άνοδο κατά

τους προσεχείς μήνες. Ο επενδυτής, καλείται να επιλέξει τη στρατηγική που θα ακολουθήσει, δηλαδή αν είναι διατεθειμένος να λάβει θέση στην αγορά παραγώγων, αντί να επενδύσει απευθείας στην υποκείμενη αγορά (να αγοράσει δηλαδή κάποιο αριθμό μετοχών A). Τα στοιχεία που λαμβάνει υπόψη του, προκειμένου να αποφασίσει, είναι τα εξής:

- Τιμή υποκείμενου τίτλου (μετοχής A): 40,00 €
- Τίμημα δικαιώματος αγοράς της A με τιμή εξάσκησης τα 45,00€:
Έστω 3,00 €
- Μέγεθος συμβολαίου: 100 μετοχές

Στρατηγική A:

Αγορά 200 δικαιωμάτων αγοράς της μετοχής A, με τιμή εξάσκησης τα 45,00 €. Σαν αποτέλεσμα, αποκτά το δικαίωμα αγοράς 20.000 μετοχών A με κόστος 60.000 € (200 συμβόλαια * 100 μετοχές * 3,00 €).

Μετά από ένα μήνα, αν όντως η μετοχή A έχει ανεβεί στα 45,00€ ο επενδυτής θα έχει πραγματοποιήσει κέρδος 40.000,00 € που αναλύεται σε: 20.000 μετοχές * 2,00 € (δηλαδή 45,00 € - 40,00 € - 3,00 €).

Στρατηγική B:

Εναλλακτικά, ο επενδυτής στρέφεται στην υποκείμενη αγορά και με τα 60.000,00 € που έχει στη διάθεσή του, αγοράζει 1.500 μετοχές A στα 40,00€. Μετά από ένα μήνα, αν

όντως η μετοχή Α έχει ανεβεί στα 45,00 € ο επενδυτής θα έχει πραγματοποιήσει κέρδος 7.500,00 € που αναλύεται σε 1.500 μετοχές * 5,00€.

Το αποτέλεσμα στην αγορά παραγώγων μας δείχνει τη μόχλευση, η οποία επιτυγχάνεται επενδύοντας τα 60.000,00 €, σε σχέση με ισόποση επένδυση στην υποκείμενη αγορά.

Σε αντίθετη περίπτωση, δηλαδή πτώση της τιμής της μετοχής Α, θα είχε προκύψει αντίστοιχα μοχλευμένο αποτέλεσμα με αρνητικές συνέπειες μεγαλύτερες από εκείνες της επένδυσης στην υποκείμενη αγορά. Επειδή όμως η εξάσκηση του δικαιώματος είναι προαιρετική, στην ουσία, οι ζημιές θα περιορίζονταν στο ύψος του προκαταβληθέντος πριμ (η διαφορά μεταξύ της ονοματικής και αγοραστικής αξίας ενός συμβολαίου).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΣΥΜΦΩΝΙΕΣ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ

4.1. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ

Οι Συμφωνίες Ανταλλαγής αναπτύχθηκαν με σκοπό να παρακαμφθούν τα προβλήματα που δημιουργούσαν τα πολύπλοκα δικαιολογητικά που ήταν απαραίτητα για χρηματοδότηση από το εξωτερικό και τα δικαιώματα ανταπαίτησης. Οι Συμφωνίες Ανταλλαγής, παράλληλα βέβαια και με τη φιλευθεροποίηση των αγορών γενικότερα, άνοιξαν τις ευρωπαϊκές στις παγκόσμιες κεφαλαιακές ροές. Εννοιολογικά λοιπόν, τα πρώτα swaps μπορούν να θεωρηθούν ως ένας μηχανισμός εξισορροπητικής κερδοσκοπίας (συναλλαγές που αξιοποιούν τις διαφορές τιμών σε διαφορετικές αγορές για να αποκομίσουν κέρδος) μεταξύ ρυθμιστικών συστημάτων, συναλλαγματικών ελέγχων και λογιστικής.

Παρόλο που μεμονωμένα παραδείγματα παρόμοιων συμφωνιών χρονολογούνται από τα μέσα της δεκαετίας του '70, η αγορά των swaps δημιουργήθηκε ουσιαστικά το 1981. Η τεχνική των Συμφωνιών Ανταλλαγής άρχισε να γίνεται γενικώς αποδεκτή μετά από το ιστορικό συναλλαγματικό swap φράγκου - μάρκου - δολαρίου, που συνήφθη μεταξύ της IBM και της World Bank: το 1981 και σταδιακά, τα swaps εξελίχθηκαν σε ένα μηχανισμό που εξομοιώνει τις αποδόσεις στις διάφορες διαιρεμένες αγορές. Στη σύγχρονή τους μορφή, οι ανταλλαγές θεωρούνται ως συναλλαγές, βάσει των οποίων, δύο μέρη συμφωνούν να ανταλλάξουν προκαθορισμένες σειρές πληρωμών στη διάρκεια του χρόνου.

Ένα σημαντικό πλεονέκτημα των Συμφωνιών Ανταλλαγής προκύπτει από το γεγονός ότι αποτελούν μια εντελώς απελευθερωμένη αγορά η οποία δεν ελέγχεται από κανένα κυβερνητικό οργανισμό και που δεν υπόκειται σε περιοριστικούς κανόνες. Αυτό έχει σαν συνέπεια τη δημιουργία ελκυστικών και λειτουργικών συμβολαίων που σχεδιάζονται με αποκλειστικό γνώμονα τις ανάγκες των εκάστοτε πελατών. Ο μόνος οργανισμός που σχετίζεται με την αγορά των swaps είναι ο ISDA (International Swap Dealers Association), που αποτελείται από τις Τράπεζες που κατέχουν μεγάλο μερίδιο της εν λόγω αγοράς και έχει σαν στόχο κυρίως τη δημιουργία μιας ενιαίας πρακτικής και δευτερευόντως την τυποποίηση των εγγράφων που σχετίζονται με τις συναλλαγές αυτού του είδους.

4.2. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΣΥΜΦΩΝΙΩΝ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ

4.2.1. Έννοια

Οι Συμφωνίες Ανταλλαγής, είναι περισσότερο γνωστές ως swaps. Γεννήθηκαν και αυτές ως ένα εργαλείο με σκοπό την υπερπήδηση χρηματοοικονομικών δυσκολιών και αποτελούν προϊόν της παγκοσμιοποίησης της οικονομίας.

Ως Συμφωνία Ανταλλαγής μπορούμε να ορίσουμε τη συμφωνία μεταξύ δύο μερών, που λέγονται αντισυμβαλλόμενοι, να ανταλλάξουν χρηματοροές, στο ίδιο ή σε διαφορετικό νόμισμα, στο μέλλον. Υπάρχουν πολλά είδη τέτοιων συμφωνιών και ανάλογα με το είδος, η συνήθης διάρκειά τους κυμαίνεται από δύο έως δέκα χρόνια.

4.2.2. Χρήστες

Οι χρήστες των Συμφωνιών Ανταλλαγής είναι κυρίως δανειζόμενοι που επιθυμούν

να επιτύχουν ορθότερη διαχείριση των δανείων τους, αλλά και επενδυτές που επιθυμούν να βελτιώσουν την απόδοση του χαρτοφυλακίου τους. Η κυριότερη από τις χρήσεις των swaps είναι η μετατροπή ενός δανείου με κυμαινόμενο επιτόκιο σε ένα δάνειο σταθερού επιτοκίου ή και το αντίστροφο, επιτρέποντας στους χρήστες να προστατευθούν (ή να επωφεληθούν) από ανόδους ή πτώσεις των επιτοκίων στις διάφορες αγορές.

4.2.3. Τιμολόγηση

Κατ' αρχήν ορίζεται η τιμή του σταθερού επιτοκίου που θα ισχύει για τις περιοδικές πληρωμές και στη συνέχεια ορίζεται το κυμαινόμενο επιτόκιο αναφοράς (π.χ. LIBOR), καθώς και ένα περιθώριο επάνω σε αυτό το επιτόκιο, εκφρασμένο σε ποσοστιαίες μονάδες ή σε εκατοστιαία bp (basis points). Ο καθορισμός αυτών των επιτοκίων έχει να κάνει κυρίως με την πιστοληπτική ικανότητα των αντισυμβαλλομένων μερών σε συνάρτηση με τα εκάστοτε ισχύοντα επιτόκια στις διάφορες αγορές.

4.2.4. Πώς γίνονται οι πληρωμές

Σε όλες τις (σχεδόν πάντα εξάμηνες) περιόδους εκτοκισμού των συμφωνιών γίνεται ο συμψηφισμός των πληρωμών, βάσει των συμφωνημένων επιτοκίων, και η πλευρά που πληρώνει το υψηλότερο επιτόκιο, καταβάλλει στην άλλη τη διαφορά που προκύπτει.

4.3. ΤΑ ΚΥΡΙΟΤΕΡΑ ΕΙΔΗ ΣΥΜΦΩΝΙΩΝ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ

4.3.1. Ανταλλαγές Επιτοκίου (Interest Rate Swaps)

Ένα swap επιτοκίου είναι ένα συμβόλαιο που συνάπτεται μεταξύ δύο συμβαλλόμερων μερών, προκειμένου αυτά να ανταλλάξουν πληρωμές σταθερού επιτοκίου με πληρωμές κυμαινόμενου. Αυτού του είδους οι ανταλλαγές μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως μηχανισμοί για τη μετατροπή ενός ήδη υπάρχοντος βραχυχρόνιου δανείου ή περιουσιακού στοιχείου, μπορεί όμως να είναι και ανεξάρτητες. Επίσης, οι πληρωμές θα γίνουν στο ίδιο πάντα νόμισμα και επί ενός δοθέντος ποσού και ανταλλάσσονται μόνο ποσά που αντιστοιχούν σε πληρωμές επιτοκίων επί του συγκεκριμένου ποσού, ενώ δε γίνεται ανταλλαγή των αρχικών κεφαλαίων. Τα swaps αυτού του είδους λειτουργούν μόνον όταν μπορεί να διενεργηθεί κάποιου είδους εξισορροπητικής κερδοσκοπίας μεταξύ δύο αγορών.

Τα swaps επιτοκίου αναπτύχθηκαν ως ένας τρόπος εκμετάλλευσης των διαφορών μεταξύ της αγοράς ομολόγων και της αγοράς βραχυχρόνιου δανεισμού. Στη μεγάλη πλειοψηφία τέτοιου τύπου «σταθερών/κυμαινόμενων» ανταλλαγών επιτοκίου, το κυμαινόμενο επιτόκιο που χρησιμοποιείται είναι το LIBOR, παρόλο που περιστασιακά χρησιμοποιούνται και άλλα, όπως αυτό του US Commercial Paper ή του Treasury Bill. Η αγορά για ανταλλαγές επιτοκίου αμερικανικού δολαρίου είναι σήμερα η μεγαλύτερη, απέχοντας μάλιστα κατά πολύ από τις υπόλοιπες, άλλων νομισμάτων. Αυτό βέβαια δε σημαίνει ότι δεν υπάρχουν και αξιόλογες αγορές σε άλλα νομίσματα, όπως αυτή του γιεν, της στερλίνας, του ελβετικού φράγκου, του γερμανικού μάρκου (πριν από την έλευση του ευρώ), καθώς επίσης και του αυστραλιανού και καναδικού δολαρίου.

4.3.2. Ανταλλαγές νομισμάτων (Currency Swaps)

Στις περισσότερες ανταλλαγές, το ένα από τα δύο αντισυμβαλλόμενα μέρη είναι μια τράπεζα και ο λόγος που συμβαίνει αυτό είναι κυρίως η ελαχιστοποίηση του κινδύνου που πηγάζει από την πιθανότητα αθέτησης των όρων του συμβολαίου. Αυτό εξηγεί και το γεγονός ότι το τυπικό currency swap εμπεριέχει μετατροπή του νομίσματος αλλά και του είδους επιτοκίου από σταθερό σε κυμαινόμενο. Κανονικά, τα δάνεια που χορηγούνται από εμπορικές τράπεζες τιμώνται σε βάση κυμαινόμενου επιτοκίου, ενώ οι ίδιες οι τράπεζες έχουν μεγάλη ισχύ, όσον αφορά σε δανεισμό σταθερού επιτοκίου και σε διάφορα νομίσματα, και θέλουν να μετατρέψουν νομίσματα με σταθερό επιτόκιο σε δολάρια (συνήθως), με κυμαινόμενο επιτόκιο. Από, την άλλη μεριά, οι δανειζόμενες επιχειρήσεις έχουν συχνά πρόσβαση σε βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση κυμαινόμενου επιτοκίου, τις περισσότερες φορές όμως, θέλουν να σταθεροποιήσουν το κόστος αυτής της χρηματοδότησης. Έτσι, το συνηθέστερο από τα currency swaps, είναι εκείνο του κυμαινόμενου επιτοκίου δολαρίου, έναντι σταθερού επιτοκίου κάποιου άλλου νομίσματος.

Γενικά, το currency swap είναι ένα συμβόλαιο για την ανταλλαγή πληρωμών που αποτιμώνται σε ένα νόμισμα, με πληρωμές που αποτιμώνται σε ένα άλλο. Η τυπική διάρκεια τέτοιων συμφωνιών είναι από 2 έως 5 χρόνια και λειτουργούν κατά τον ίδιο τρόπο που λειτουργούν και οι ανταλλαγές επιτοκίων, με μόνη διαφορά ότι σε αυτή την περίπτωση ανταλλάσσονται και τα αρχικά κεφάλαια επένδυσης, καθώς και οι πληρωμές των τόκων. Τα currency swaps, όπως θα δούμε και στη συνέχεια, διακρίνονται σε δύο μεγάλες κατηγορίες: σταθερού/σταθερού επιτοκίου και σταθερού/κυμαινόμενου επιτοκίου, χωρίς να παραβλέπουμε και τα currency swaps κυμαινόμενου/κυμαινόμενου επιτοκίου.

Currency swaps σταθερού/σταθερού επιτοκίου

Στα currency swaps αυτού του τύπου, οι πληρωμές σταθερού επιτοκίου σε ένα νόμισμα ανταλλάσσονται με πληρωμές σταθερού επιτοκίου σε ένα άλλο νόμισμα. Συνήθως, υπάρχει μια τελική (που ορισμένες φορές συμβαίνει να είναι αρχική) ανταλλαγή του αρχικού κεφαλαίου επένδυσης και σχεδόν στο σύνολο των περιπτώσεων αυτών των συμφωνιών χρησιμοποιείται η τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία μεταξύ των δύο νομισμάτων, που ισχυρε κατά τη χρονική στιγμή του κλεισίματος της συμφωνίας.

Currency swaps σταθερού/κοιμαινόμενου επιτοκίου

Αυτός ο τύπος της ανταλλαγής είναι στην ουσία συνδυασμός ενός currency swap και ενός interest rate swap. Η δομή της συναλλαγής είναι ταυτόσημη με αυτή του σταθερού/σταθερού currency swap, με μόνη εξαίρεση ότι το ένα ή και τα δύο επιτόκια είναι μεταβαλλόμενα. Όπως συμβαίνει και στα currency swaps, υπάρχει μια τελική ανταλλαγή του αρχικά επενδύμενου κεφαλαίου στην τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία της στιγμής του κλεισίματος της συμφωνίας. Όπως αναφέρθηκε και πιο πάνω, είναι η πιο συχνά απαντώμενη μορφή των currency swaps συνολικά.

Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφερθεί ότι τόσο στα interest rate swaps όσο και στα currency swaps, τα σταθερά επιτόκια ανταλλάσσονται σχεδόν πάντα με LIBOR εξαμήνου. Έτσι, αυτό που μένει να αποφασισθεί στην πραγματικότητα είναι η σταθερή "πλευρά" των συμβολαίων αυτών, δηλαδή το τι ακριβώς προτίθεται να πληρώσει η τράπεζα για εξαμηνιαίο LIBOR ή τι επιθυμεί να εισπράξει για το επιτόκιο αυτό.

4.3.3. Basis Swaps

Ονομάζονται και ανταλλαγές κυμαινόμενου/κυμαινόμενου επιτοκίου και μπορούν να θεωρηθούν ως υποομάδα των swaps επιτοκίου. Στην προκειμένη περίπτωση, πληρωμές κυμαινόμενου επιτοκίου, υπολογιζόμενες επί ενός αρχικού ποσού, ανταλλάσσονται με πληρωμές επίσης κυμαινόμενου επιτοκίου στο ίδιο νόμισμα, υπολογιζόμενες επί ενός άλλου ποσού (π.χ. επιτόκιο LIBOR δολαρίου αντί Commercial Paper δολαρίου, ή ακόμα και LIBOR τριμηνιαίο αντί εξαμηνιαίου). Σε αυτή την περίπτωση δηλαδή, δεν υπάρχει η ίδια βάση (το ίδιο αρχικό κεφάλαιο), όπως ισχύει στις ανταλλαγές επιτοκίων, όπως είδαμε παραπάνω.

4.3.4. Ανταλλαγές Απαιτήσεων (Asset Swaps)

Συνήθως οι Συμφωνίες Ανταλλαγής χρησιμοποιούνται για τη μετατροπή του επιτοκίου ή του νομίσματος των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (liability swaps). Πιο πρόσφατα όμως, οι ίδιες τεχνικές άρχισαν να χρησιμοποιούνται ολοένα και περισσότερο με σκοπό τη μετατροπή των περιουσιακών στοιχείων. Πρόκειται για τα asset swaps (ή σύνθετα χρεόγραφα, όπως επίσης ονομάζονται), τα οποία συνδυάζουν απλά περιουσιακά στοιχεία με μια ανταλλαγή. Για παράδειγμα, μπορεί να συμφωνηθεί ανταλλαγή απαιτήσεων από επενδύσεις. Σημαντικό είναι το γεγονός ότι τα asset swaps και τα liability swaps αποτελούν από μόνα τους κριτήριο κατηγοριοποίησης των συμφωνιών swaps γενικότερα.

Όπως φαίνεται από την προηγηθείσα παρουσίαση των κυριότερων ειδών ανταλλαγής, η κυρίως ανταλλάξιμη παράμετρος των συμβολαίων δεν είναι πάντοτε η ίδια.

Έτσι, παρατηρούμε για παράδειγμα ότι στα interest rate swaps η μεταβλητή παράμετρος είναι το είδος του επιτοκίου, στα basis swaps το αρχικό κεφάλαιο και στα currency swaps το νόμισμα ή/και το επιτόκιο της επένδυσης. Με την προσθήκη και άλλων, περισσότερο δευτερεύουσων παραμέτρων, για παράδειγμα το δικαίωμα, ο χρόνος της συμφωνίας ή και ο αριθμός των συμβαλλομένων, δημιουργήθηκαν και άλλες, πιο σύνθετες μορφές ανταλλαγών, που εξελίχθηκαν σύμφωνα με τους νεωτερισμούς της αγοράς και οι οποίες στοχεύουν στη μεγαλύτερη ευελιξία αλλά και την αποτελεσματικότερη εξυπηρέτηση των εξειδικευμένων αναγκών των σημερινών επενδυτών. Οι πλέον διαδεδομένες από αυτές παρουσιάζονται παρακάτω.

4.4. ΣΥΝΘΕΤΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΣΥΜΦΩΝΙΩΝ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ

4.4.1. Amortising Swaps

Τα amortising swaps είναι δομημένα κατά τέτοιον τρόπο, ώστε οι εκάστοτε πληρωμές που προκύπτουν να υπολογίζονται έχοντας ως σημείο αναφοράς ένα αποσβενόμενο αρχικό κεφάλαιο επένδυσης. Στις περισσότερες περιπτώσεις, ο σκοπός για τον οποίο χρησιμοποιούνται ανταλλαγές αυτού του τύπου είναι η αντιμετώπιση της ροής των πληρωμών απόσβεσης.

4.4.2. Forward Swaps

Οι ανταλλαγές αυτές ενεργοποιούνται σε μια συμφωνημένη στιγμή στο μέλλον, με όρους όμως που έχουν ήδη αποφασισθεί. Το εργαλείο αυτό χρησιμοποιείται ως ένα μέσο

ασφάλισης έναντι τυχόν μελλοντικού επιτοκιακού κόστους και γι αυτό το λόγο, αποτελεί επίσης και μια μορφή περαιτέρω προστασίας από τις μεταβολές των επιτοκίων.

4.4.3. Ανταλλαγές Μηδενικού Τοκομεριδίου

Σε αυτού του είδους την ανταλλαγή, οι σταθερές πληρωμές της μιας πλευράς πληρώνονται μόνο κατά τη λήξη της διάρκειας του συμβολαίου και οι νοητές πληρωμές των τόκων ανατοκίζονται κατά τη διάρκεια του swap, στο συμφωνημένο επιτόκιο.

4.4.4. Callable Swaps

Προσφέρουν την δυνατότητα επιλογής στον εκάστοτε πληρωτή του σταθερού επιτοκίου να ακυρώσει τη συμφωνία, συνήθως σε μια συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία.

4.4.5. Multi-legged Swaps

Λέγονται επίσης και cocktail swaps και ενώνουν έναν αριθμό συμβαλλομένων, των οποίων η θέση υπολογίζεται συνολικά. Στη δομή αυτών των ανταλλαγών εμπεριέχεται ένα πακέτο αμφίπλευρων συμβολαίων, μεταξύ κάθε συμβαλλομένου και μιας ενδιάμεσης μεσολαβητικής τράπεζας και τα οποία ανταλλάσσονται αυτόματα.

4.4.6. Index Swaps

Σε αυτή την περίπτωση, οι υποχρεώσεις που ανταλλάσσονται είναι άμεσα συνδεδεμένες με κάποιους δείκτες, για παράδειγμα χρηματιστηριακούς δείκτες, δείκτες των τιμών καταναλωτή, τιμές των ομολόγων, ακόμα και δείκτες εμπορευμάτων (commodity swaps).

4.4.7. Cocktail Swaps

Πρόκειται για συνδυασμό τριών ειδών ανταλλαγών και συγκεκριμένα της ανταλλαγής επιτοκίων, της ανταλλαγής νομισμάτων και του Cross - Currency Interest Rate Swap. Τα συμβαλλόμενα μέρη είναι τρία, στην ουσία όμως ανέρχονται συνολικά σε τέσσερα, επειδή, λόγω της πολυπλοκότητας που παρουσιάζει αυτή η μορφή, είναι αναγκαίο να ανατεθεί η διεκπεραίωσή της σε κάποια τράπεζα ή σε κάποιον ειδικό οργανισμό.

4.4.8. Ανταλλαγές συναλλάγματος

Αποτελούν μια κατηγορία ανταλλαγών που χρησιμοποιείται σε ευρεία έκταση από τα dealing rooms των κεντρικών και των εμπορικών τραπεζών και είναι ο συνδυασμός δύο αντίστροφων πράξεων αγοράς ή πώλησης ενός νομίσματος έναντι άλλου, με διαφορετική ημερομηνία αξία (valeur). Για παράδειγμα, έχουμε πράξη swap της μορφής αυτής, στην περίπτωση που μια τράπεζα αγοράζει στην άμεση αγορά (spot) ευρώ έναντι δολαρίων και ταυτόχρονα πουλά προθεσμιακά (forward) με valeur π.χ. 180 ημερών ευρώ έναντι δολαρίου.

4.4.9. Options σε Swaps

Στην αγορά των ανταλλαγών υπάρχουν και άλλου τύπου παραλλαγές που έχουν να κάνουν με τη δυνατότητα κάποιων επιλογών (options) επάνω στο συμβόλαιο και ονομάζονται swaptions. Το συνηθέστερο swaption είναι να δίνει στον αγοραστή το δικαίωμα, όχι όμως και την υποχρέωση, να εισέλθει σε μια ανταλλαγή σε κάποια μελλοντική στιγμή, με όρους που αποφασίζονται σήμερα. Υπάρχουν επίσης τα call swaptions, που δίνουν τη δυνατότητα πληρωμών κυμαινόμενου επιτοκίου και εισπράξεων σταθερού, τα put swaptions που δίνουν την αντίστροφη δυνατότητα και τα options ακύρωσης ή options παράτασης του ίδιου του συμβολαίου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

Ο ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ ΣΥΜΦΩΝΙΩΝ

ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ

5.1. ΜΟΡΦΕΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Ο κίνδυνος που εμπεριέχεται σε επενδύσεις τέτοιου είδους διακρίνεται σε κίνδυνο πίστωσης και κίνδυνο θέσης.

5.1.1. Κίνδυνος πίστωσης

Μια από τις μορφές κινδύνου πίστωσης που παρουσιάζουν οι ανταλλαγές, είναι εκείνος που πηγάζει από το δυσμενές ενδεχόμενο αθέτησης του συμβολαίου από τη μεριά του ενός από- τα αντισυμβαλλόμενα μέρη και που στα πρώτα χρόνια της εφαρμογής των swaps αποτελούσε ένα μεγάλο ποσοστό του συνολικού κινδύνου που ενείχαν τέτοιου είδους συμφωνίες. Σήμερα, αυτού του τύπου ο πιστωτικός κίνδυνος έχει ελαχιστοποιηθεί, μια που συνήθως, η συμφωνία γίνεται όχι απευθείας μεταξύ των αντισυμβαλλομένων, αλλά με την ύπαρξη κάποιου μεσολαβητή, ρόλο τον οποίο ανέλαβαν να διαδραματίσουν αρχικά οι τράπεζες επενδύσεων και μετέπειτα, ολοένα και περισσότερο, οι εμπορικές τράπεζες. Γίνεται, δηλαδή, ανάληψη αυτής της μορφής πιστωτικού κινδύνου από τη μεριά των μεσολαβητών, που εκτός των άλλων, μπορούν ακόμα και να συνάψουν συμφωνίες με ένα

μόνον από τα αντισυμβαλλόμενα μέρη μέχρι την πραγματική εύρεση του δεύτερου, καταγράφοντας τη μία μεριά του συμβολαίου στα δικά τους βιβλία. Έχει λοιπόν μεγαλύτερο νόημα να δούμε την έκθεση σε κίνδυνο από τη μεριά των μεσολαβητών (δηλαδή, κατά κύριο λόγο, των τραπεζών). Ας δούμε πιο αναλυτικά μια τέτοια περίπτωση έκθεσης σε πιστωτικό κίνδυνο. Αν ο αντισυμβαλλόμενος που πραγματοποιεί τις σταθερές πληρωμές αθετήσει τους όρους του συμβολαίου, ο μεσολαβητής θα πρέπει να καλύψει τη θέση του αντισυμβαλλόμενου. Αν τα επιτόκια έχουν ακολουθήσει πτωτική πορεία από την ημερομηνία της σύναψης του συμβολαίου, τότε υπάρχει ένα "έλλειμμα" μεταξύ των μη πραγματοποιημένων πληρωμών και του τι πραγματικά μπορεί να ανακτηθεί από την τρέχουσα αγορά των swaps. Δηλαδή, ο μεσολαβητής μπορεί να βρει έναν άλλο αντισυμβαλλόμενο που ενδιαφέρεται για παρόμοια επένδυση και ο οποίος να αναλάβει στο εξής τις πληρωμές σταθερού επιτοκίου, υπολογισμένες όμως με ένα άλλο, χαμηλότερο επιτόκιο. Έτσι, ο μεσολαβητής πρέπει να πληρώσει τη διαφορά. Ο κίνδυνος αυτός είναι γνωστός ως κίνδυνος αντικατάστασης, παρουσιάζεται περισσότερο στη μεριά των πληρωμών του σταθερού επιτοκίου και μόνον όταν αυτά κινούνται πτωτικά. Αντίθετα, αν αυτά σημειώσουν άνοδο, ο μεσολαβητής θα βρει αντικαταστάτη του αντισυμβαλλόμενου και μάλιστα θα πραγματοποιήσει και κέρδος, που θα προκύψει από τη θετική πλέον διαφορά των επιτοκίων.

Συνήθως, οι αντισυμβαλλόμενοι σε μια συμφωνία ανταλλαγής δεν αντιμετωπίζουν ίσα ποσοστά πιστωτικού κινδύνου. Έτσι, ένας επιπρόσθετος πιστωτικός κίνδυνος παρουσιάζεται όταν η συχνότητα πληρωμών μεταξύ των δύο πλευρών διαφέρει. Για παράδειγμα, αν ο ένας συμβαλλόμενος πληρώνει σε εξαμηνιαία βάση ενώ εισπράττει σε ετήσια, τότε, για το δεύτερο εξάμηνο κάθε έτους της επένδυσης, υπάρχει μια επιπρόσθετη ανασφάλιστη πιστωτική έκθεση, ίση με την πληρωμή του πρώτου εξαμήνου.

Σε σχέση με τα δάνεια, οι ανταλλαγές προσφέρουν στο σύνολό τους αισθητά μικρότερο βαθμό έκθεσης σε πιστωτικό κίνδυνο. Μερικοί από τους λόγους παρατίθενται παρακάτω:

- Η θέση ενός swap μπορεί να πουληθεί, γεγονός που τους προσδίδει ένα βαθμό ρευστότητας που δεν απαντάται σε πολλά δάνεια.
- Σε περιπτώσεις χρεοκοπίας, τα swaps τυγχάνουν ευμενέστερης αντιμετώπισης απ' ό,τι τα δάνεια.
- Συχνά, οι μακροχρόνιες συμβάσεις swaps (άνω των 10 ετών) περιλαμβάνουν μηχανισμούς αντικατάστασης αντισυμβαλλομένων μερών, σε περίπτωση που η αξιοπιστία τους βάσει καθορισμένων δεικτών πέσει κάτω από ένα ορισμένο, προκαθορισμένο σημείο.

5.1.2. Κίνδυνος θέσης

Ο κίνδυνος θέσης εκφράζεται με το ενδεχόμενο να κινηθούν αντίθετα τα επιτόκια ή οι ισοτιμίες, μετά το κλείσιμο της συμφωνίας. Ο κίνδυνος αυτός δεν είναι αμελητέος, καθώς από το χρονικό σημείο σύναψης της συμφωνίας και έπειτα, τα επιτόκια ούτως ή άλλως θα κινηθούν προς κάποια κατεύθυνση, είτε αυτή είναι ανοδική, είτε καθοδική.

Ας υποθέσουμε και εδώ ότι μέσα από ένα swap, μια επιχείρηση (Α) αναλαμβάνει πληρωμές σταθερού επιτοκίου και ότι η αντισυμβαλλόμενη επιχείρηση (Β) αναλαμβάνει πληρωμές κυμαινόμενου επιτοκίου. Στον πίνακα που ακολουθεί, παρατίθενται οι πιθανές

εκβάσεις από άποψη επιτοκίων και ο αντίκτυπός αυτών των εκβάσεων στις δύο αυτές επιχειρήσεις, από την άποψη πραγματοποίησης κέρδους ή ζημίας.

| ΠΑΗΡΩΜΕΣ | ΤΙΜΕΣ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ | |
|--|-----------------|--------|
| | Πτώση | Άνοδος |
| Σταθερού επιτοκίου (επιχείρηση Α) | ΖΗΜΙΑ | ΚΕΡΔΟΣ |
| Κοινομένου επιτοκίου (επιχείρηση Β) | ΚΕΡΔΟΣ | ΖΗΜΙΑ |

Πίνακας 1

Στην περίπτωση πτώσης των επιτοκίων, η επιχείρηση (Α) θα υποστεί μείωση της αξίας του συμβολαίου της. Για να αναλάβει τη θέση της κάποιος τρίτος, απαιτείται η πληρωμή με μικρότερο σταθερό επιτόκιο και ως αποτέλεσμα, το συμβόλαιό της αξίζει λιγότερο. Αντίθετα, η επιχείρηση (Β) θα πραγματοποιήσει αύξηση της αξία του συμβολαίου της, αφού οι πληρωμές σταθερού επιτοκίου, τις οποίες εισπράττει, θα αξίζουν περισσότερο. Τα αντίστροφα ακριβώς σε σχέση με τα παραπάνω, συμβαίνουν με την πραγματοποίηση του ενδεχομένου της ανόδου των επιτοκίων, όπως φαίνεται και στον Πίνακα 1.

5.2. ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Συχνά, προκειμένου να επιτευχθεί αντιστάθμιση του επιτοκιακού κινδύνου συνάπτονται αντίστροφες συμβάσεις. Στην περίπτωση αυτή, οι δύο ανταλλαγές είναι πανομοιότυπες, εκτός βέβαια από την «κατεύθυνσή» τους που είναι αντίθετη. Παρόλο που έτσι ο κίνδυνος θέσης αντισταθμίζεται αποτελεσματικά, υπάρχει το σοβαρό μειονέκτημα ότι ο πιστωτικός κίνδυνος όχι μόνο παραμένει, αλλά είναι πλέον διπλός.

Υπάρχει σήμερα αυξανόμενη ανησυχία σχετικά με το ρίσκο που αναλαμβάνουν οι αντισυμβαλλόμενοι και οι μεσολαβητές στην αγορά των Συμφωνιών Ανταλλαγής. Το

μέγεθος και η πολυπλοκότητα των παράγωγων χρηματοοικονομικών προϊόντων συνολικά, έχει οδηγήσει στην ανάγκη για συγκεκριμένες ρυθμίσεις. Παρόλο που οι μεσολαβητές προσπαθούν να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο μεμονωμένων συμφωνιών απέναντι σε άλλους κινδύνους, έτσι ώστε να προκύπτει σχετική ουδετερότητα όσον αφορά στο συνολικό κίνδυνο, εν τούτοις είναι δύσκολο να αντισταθμισθεί ο πιστωτικός κίνδυνος, ιδιαίτερα στις χρηματαγορές ως ενιαίο σύνολο. Εξαιτίας της διττής και αμφίδρομης φύσης των ανταλλαγών, ένας μικρός μόνο αριθμός «αθετήσεων» των συμβολαίων μπορεί να οδηγήσει σε μια χιονοστιβάδα παρόμοιων συμβάντων. Τέτοιου είδους φαινόμενα είναι προς το παρόν μάλλον περιορισμένα σε αριθμό, όταν όμως αυτά συμβαίνουν, οι διαδικασίες αντιστροφής τους αποδεικνύονται ιδιαίτερα επίπονες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΟΡΓΑΝΩΜΕΝΕΣ ΑΓΟΡΕΣ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ

6.1. ΙΣΤΟΡΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

Στις ώριμες κεφαλαιαγορές των εξελιγμένων μεταβιομηχανικών οικονομιών, παράλληλα με άλλους θεσμούς, κάνει την εμφάνισή της και η οργανωμένη αγορά παραγωγών. Οι έντονες διακυμάνσεις των τιμών των αγαθών και των προϊόντων, καθώς επίσης και η ραγδαία αύξηση των επιχειρηματικών κινδύνων κατά την τελευταία τριακονταετία, έχει καταστήσει ακόμα πιο απαραίτητη την τυποποίηση των χρηματοοικονομικών προϊόντων που διαπραγματεύονται. Η τυποποίηση αυτή συμβάλλει προς την εξισορρόπηση της αγοράς, με ρυθμιστικές, όσο και αντισταθμιστικές, ως προς τον πιστωτικό και συστηματικό κίνδυνο, συνέπειες στη λειτουργία αυτών των αγορών.

6.2. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΟΡΓΑΝΩΜΕΝΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

6.2.1. Ιδιότητες

Τα παράγωγα προϊόντα που τελούν υπό διαπραγμάτευση στο πλαίσιο μιας οργανωμένης αγοράς χαρακτηρίζονται από δύο σημαντικές ιδιότητες:

- ο Αποτελούν συμβάσεις που καταρτίζονται μεταξύ ενός μέλους και της αγοράς, έτσι ώστε τα συμβόλαια που προκύπτουν από αυτή τη συνεργασία να διαθέτουν την εγγύηση της αγοράς στην οποία διαπραγματεύονται.
- ο Διακρίνονται από σαφή τυποποίηση, γεγονός που προσδίδει στους υποκείμενους τίτλους ίδια χαρακτηριστικά. Ως συνέπεια αυτού, οι συναλλασσόμενοι διαπραγματεύονται επί ίσους όρους, μια που κατέχουν την ίδια πληροφόρηση. Έτσι, τα παράγωγα διακρίνονται από εύκολη συναλλακτικότητα και ανταλλαξιμότητα και προσφέρουν τη δυνατότητα συμψηφισμού.
- ο Παρουσιάζουν χαμηλότερα κόστη συναλλαγών, μια που δεν απαιτείται μεμονωμένη διαπραγμάτευση των όρων του εκάστοτε συμβολαίου κάθε φορά που αυτό ολοκληρώνεται.

6.2.2. Διαφορές με τις μη οργανωμένες αγορές

Παράλληλα με τα Χρηματιστήρια Παραγώγων, σε πολλές αγορές λειτουργούν και μη οργανωμένες αγορές παραγώγων. Προσφέρουν κάποια πλεονεκτήματα, όπως τον καθορισμό των όρων των συμβολαίων, τη διαμόρφωση και τροποποίηση των συμβολαίων σύμφωνα με τις επιθυμίες των επενδυτών (ακόμα και τη δημιουργία δικών τους δεικτών) και τέλος, την εμπιστευτικότητα στις συναλλαγές. Από την άλλη μεριά, οι αγορές αυτές πάσχουν από έλλειψη διαφάνειας στις συναλλακτικές διαδικασίες, την απουσία ελέγχου στους όρους και τις συνθήκες διαπραγμάτευσης, τη μη υπαγωγή τους σε κανονιστικά ή/και προληπτικά

αρμόδια όργανα, και κυρίως, τον αυξημένο πιστωτικό κίνδυνο, μια που δε διαθέτουν οργανισμούς εκκαθάρισης που να εγγυώνται τις πραγματοποιούμενες συναλλαγές. Οι αγορές αυτές δεν υπόκεινται σε ιδιαίτερες ρυθμίσεις και κανονισμούς, αλλά στηρίζονται στην καλή πίστη και την επιχειρηματική εντιμότητα. Οι εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές δεν πραγματοποιούνται σε συγκεκριμένο χώρο, διαθέτουν όμως παγκόσμιο πεδίο αγοράς.

Πιο συγκεκριμένα, η κύρια διαφορά μεταξύ των παραγώγων που διακινούνται εξωχρηματιστηριακά και εκείνων που διακινούνται στο πλαίσιο ενός χρηματιστηρίου παραγώγων, αφορά τόσο στην ασφάλεια των επενδύσεων, όσο και στην εκπλήρωση των υποχρεώσεων των συναλλασσομένων.

Στην οργανωμένη αγορά παραγώγων, τα χρηματοοικονομικά προϊόντα αποτελούν το αντικείμενο επεξεργασίας ενός ενιαίου συστήματος, γεγονός το οποίο μπορεί και διαμορφώνει τις τιμές, σε ευθεία αντιστοίχιση με την προσφορά και τη ζήτησή τους. Εξωχρηματιστηριακά, οι τιμές είναι το αποτέλεσμα διαβουλεύσεων μεταξύ των δύο αντισυμβαλλομένων μερών. Είναι εύλογο ότι, συμμετέχοντας στον καθορισμό των τιμών, οι αντισυμβαλλόμενοι αναλαμβάνουν και τον πιστωτικό κίνδυνο που προκύπτει.

Λόγω της τυποποίησης των χαρακτηριστικών των παραγώγων, στις οργανωμένες χρηματαγορές οι συναλλασσόμενοι απαλλάσσονται από τον πιστωτικό κίνδυνο, γεγονός που τους επιτρέπει να δώσουν βάρος στην επενδυτική τους στρατηγική. Αυτό καθίσταται δυνατό λόγω της παρεμβολής του κεντρικού εκκαθαριστικού οίκου μεταξύ του αγοραστή και του πωλητή του παραγώγου, που εξασφαλίζει την παράδοση και την πληρωμή των προϊόντων και συνεπώς εγγυάται την σύννομη και εμπρόθεσμη εκπλήρωση του συμβολαίου.

Οι συναλλαγές των μη οργανωμένων αγορών αφορούν κυρίως σε χρηματοοικονομικά παράγωγα προϊόντα, των οποίων οι υποκείμενες αξίες είναι κατά κύριο λόγο ομόλογα, επιτόκια και νομίσματα, παρά μετοχές και δείκτες μετοχών. Συνήθως προσφέρονται από εξειδικευμένες τράπεζες επενδύσεων και εταιρείες διαχείρισης χαρτοφυλακίου.

6.3. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

Το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών (Χ.Π.Α.), που ιδρύθηκε το 1998 ως νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου, έχει ως αντικείμενό του τις υπηρεσίες διαπραγμάτευσης και εκκαθάρισης συναλλαγών των παραγώγων προϊόντων που είναι εισηγμένα σε αυτό.

6.3.1. Σκοπός του Χ.Π.Α.

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

Το Χ.Π.Α. αποτέλεσε αρχικά αυτόνομη εταιρεία, που παράλληλα με την Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγώγων (ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.) συνιστούσε τη βάση της οργανωμένης ελληνικής αγοράς χρηματοοικονομικών παραγώγων και ήταν το εποπτικό όργανο της διεξαγωγής των συναλλαγών πολλών τυποποιημένων συμβολαίων.

6.3.2. Έργο της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. είναι νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου, με συμπληρωματικές αρμοδιότητες (επίσημος εκκαθαριστικός οίκος) προς αυτές του Χ.Π.Α. Συμμετέχει ως αντισυμβαλλόμενος σε κάθε συναλλαγή που καταρτίζεται εντός του επίσημου χρηματιστηρίου και εγγυάται την εκτέλεσή της, αναλαμβάνοντας τον πιστωτικό κίνδυνο. Επίσης, εκκαθαρίζει τις συναλλαγές που διενεργούνται σε άλλες αγορές και διασφαλίζει την εκπλήρωση εκ μέρους των συμβαλλομένων των υποχρεώσεων τους. Τόσο η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. όσο και το Χ.Π.Α. υπόκεινται νομικά στον έλεγχο και την εποπτεία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Το 2002, στη Γενική Συνέλευση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) και του Χ.Π.Α., πραγματοποιήθηκε η συγχώνευση των δύο ανωνύμων εταιρειών, υπό την επωνυμία Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. Στόχος της νέας αυτής εταιρείας είναι η οργάνωση, υποστήριξη και παρακολούθηση των συναλλαγών επί κινητών αξιών, παραγώγων προϊόντων και λοιπών χρηματοοικονομικών προϊόντων, η διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς και η προστασία του επενδυτικού κοινού, παράλληλα με άλλες συναφείς δραστηριότητες.

6.3.3. Λειτουργία του Χ.Π.Α.

Η λειτουργία του Χ.Π.Α. προσφέρει στην ελληνική οικονομία διεύρυνση των επιλογών των επενδυτών με νέα χρηματοοικονομικά προϊόντα, παροχή μέσων για επιμερισμό, συγκέντρωση και αντιστάθμιση κινδύνου, μείωση του κόστους συναλλαγών, αύξηση της ρευστότητας στην αγορά, παροχή νέων εργαλείων για την επίλυση συμβατικών προβλημάτων και πληροφόρηση, ενώ παράλληλα καθιστά αποτελεσματικότερη την κατανομή των οικονομικών πόρων.

6.3.4. Αντικείμενο του Χ.Π.Α.

Αντικείμενα Διαπραγμάτευσης στο Χ.Π.Α. αποτελούν τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Futures), τα Δικαιώματα Προαίρεσης (Options) και τα Προϊόντα Δανεισμού Τίτλων (Πώληση Τίτλων με Δικαίωμα Επαναγοράς και Αγορά Τίτλων με Σύμφωνο Επαναπώλησης). Η διαπραγμάτευσή τους γίνεται ηλεκτρονικά, μέσω του συστήματος Ο.Α.Σ.Η.Σ. (Ολοκληρωμένο Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών).

6.3.5. Διαδικασίες

Ο αγοραστής/πωλητής ενός παράγωγου προϊόντος θα πρέπει να επιλέξει ένα Μέλος του Χ.Π.Α και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. ως διαπραγματευτή και εκκαθαριστή (το οποίο μπορεί να μην είναι και το ίδιο) και να ανοίξει ένα λογαριασμό περιθωρίου ασφάλισης σε μια από τις

τράπεζες εκκαθάρισης με τις οποίες έχει υπογράψει σχετική σύμβαση η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. και με την οποία συνεργάζεται το συγκεκριμένο μέλος.

6.3.6. Μέλη του Χ.Π.Α.

Τα Μέλη του Χ.Π.Α. διακρίνονται σε τρεις κατηγορίες:

1. Τα Απλά Μέλη, που είναι οι Εντολοδόχοι ή Παραγγελιοδόχοι, οι οποίοι εισάγουν τις εντολές των πελατών τους στο σύστημα, χωρίς να δικαιούνται τη διενέργεια συναλλαγών για ίδιο λογαριασμό.
2. Τους Ειδικούς Διαπραγματευτές τύπου Α, οι οποίοι επίσης εισάγουν εντολές πελατών, ενώ παράλληλα μπορούν να διαπραγματεύονται για ίδιο λογαριασμό.
3. Τους Ειδικούς Διαπραγματευτές τύπου Β, οι οποίοι, εκτός των παραπάνω αρμοδιοτήτων, υποχρεούνται να διαβιβάζουν σε συνεχή βάση, ταυτόχρονες δηλώσεις αγοράς και πώλησης για τα συγκεκριμένα παράγωγα προϊόντα που έχουν αναλάβει.

6.3.7. Μέλη της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Τα Μέλη της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. διακρίνονται σε:

- Μη Εκκαθαριστικά Μέλη, τα οποία, προκειμένου να εκκαθαρίσουν τις

συναλλαγές που καταρτίζουν, υποχρεούνται να τις αναθέσουν σε κάποιο Γενικό Μέλος.

- Άμεσα Εκκαθαριστικά Μέλη, τα οποία δικαιούνται να εκκαθαρίζουν συναλλαγές που διενεργούν τα ίδια, ως Μέλη του Χ.Π.Α. τόσο για πελάτες τους, όσο και για ίδιο λογαριασμό.
- Γενικά Εκκαθαριστικά Μέλη, τα οποία δικαιούνται να εκκαθαρίζουν συναλλαγές επί όλων των κατηγοριών των παράγωγων προϊόντων που έχουν συναφθεί από οποιοδήποτε Μέλος του Χ.Π.Α. με το οποίο έχει προηγουμένως συμβληθεί.

Τα σημαντικότερα από τα στοιχεία που συνοπολογίζονται ως κριτήρια για την ένταξη εταιρειών ως Μέλη του Χ.Π.Α. ή της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. είναι η διαφάνεια στη διενέργεια των συναλλαγών, το κατώτατο κεφάλαιο που απαιτείται για την κάθε κατηγορία Μέλους, η υποχρέωση ενημέρωσης εκ μέρους των εντολοδόχων, ο ημερήσιος διακανονισμός των ανοιχτών θέσεων, θέματα υπερημερίας μεταξύ των Μελών και των πελατών τους.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Οι αγορές παράγωγων προϊόντων δημιουργήθηκαν σταδιακά και σύμφωνα με τις ανάγκες των συμμετεχόντων στις αγορές μετρητοίς να διαχειριστούν τους εγγενείς κινδύνους που επηρέαζαν την αξία των προϊόντων τους. Αιτίες που δημιουργούν τον κίνδυνο μπορεί να είναι, καιρικά φαινόμενα, γεωλογικές μεταβολές, καθώς και οικονομικές, πολιτικές και κοινωνικές ανακατατάξεις σε τοπικό, εθνικό και παγκόσμιο επίπεδο.

Έτσι με τη δημιουργία της σύναψης συμβολαίου προαπαιτείται η ύπαρξη βεβαιότητας, ότι οι όροι που αφορούν την ποσότητα, ποιότητα, χρόνο, τόπο παράδοσης και τιμή είναι πλήρως αποσαφηνισμένοι και δεν επιτρέπουν αμφισβήτηση. Ο αριθμός των παράγωγων προϊόντων που μπορούν να δημιουργηθούν από ένα συγκεκριμένο προϊόν είναι απεριόριστος. Αυτό εξαρτάται από την ύπαρξη παραγώγων αγορών και από το ενδιαφέρον της προσφοράς και ζήτησης των συναλλασσόμενων.

Τα παράγωγα δηλαδή, λειτουργούν ως μηχανισμοί διοχέτευσης χρηματικών πόρων και διασποράς των κινδύνων. Για το λόγο αυτό θα πρέπει μέσα από τη λειτουργία τους να εξυπηρετούνται τα συμφέροντα όλων των συναλλασσομένων στις αγορές αυτές.

Μεγάλη σημασία για τη βιωσιμότητα του χρηματιστηρίου έχουν οι μηχανισμοί διαχείρισης κινδύνου από τις μεταβολές των τιμών, ενώ ταυτόχρονα πρέπει οι μηχανισμοί αυτοί να μην περιστέλλουν την επιθυμία των ενδιαφερομένων για συναλλαγές.

Ευθύνη για την προστασία των συμφερόντων των συναλλασσομένων καθώς και της

ομαλής και εύρυθμης λειτουργίας των παραγώγων αγορών φέρουν όχι μόνο τα χρηματιστήρια και τα μέλη του, αλλά και η εποπτεία που ασκεί η πολιτεία. Συνεπώς, για την επιτυχία αυτού του θεσμού θα πρέπει όλοι οι εμπλεκόμενοι φορείς και μέλη της αγοράς να καθιερώσουν και να διατηρήσουν ένα περιβάλλον διαφανών και αξιόπιστων συναλλαγών για όλους τους συναλλασσόμενους. Οποιαδήποτε παρέκκλιση από αυτό το αποδεκτό περιβάλλον, θα πρέπει να αποτρέπεται με κίνητρα που επιβάλλονται με αυστηρούς και εποπτικούς ελέγχους. Σε αντίθετη περίπτωση, θα πρέπει να τιμωρούνται σύμφωνα με τους υπάρχοντες κανόνες.

Εάν όλα αυτά προσεχθούν και τείνουν να εφαρμοστούν στο ακέραιό τους, τότε μόνο μπορεί να υπάρξει μια σωστή και αποτελεσματική λειτουργία των παράγωγων και του Χρηματιστηρίου.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Αγορές και Προϊόντα Παραγώγων, Νικόλαος Θ. Μυλωνάς, Εκδόσεις Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα 2005
- Παράγωγα Προϊόντα, Ν. Πορφύρης, Εκδόσεις Π.Ν. Σακκουλάς, Αθήνα 2004
- Χρηματοοικονομική, A. Groppelli, E. Nikbakht, Εκδόσεις Barton's, Ελληνικές Εκδόσεις Κλειδάριθμος, Αθήνα 2004
- Οδηγός Παράγωγων Προϊόντων στην Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά, Ευστράτιος Σ. Λιβάνης, Εκδόσεις Παν. Μακεδονίας Θεσ/νικης, Αθήνα 2002
- Χρήμα – Πίστη – Τράπεζες, Δ. Ζαχαριάδης Σούρας, Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα 2002
- Χρηματοοικονομική Ανάλυση και Διοίκηση Παραγωγής, Γ. Κορρές – Στυλιανός Δρακόπουλος, Εκδόσεις Έλλην, Αθήνα 1999
- Βασικές Έννοιες της Χρηματοοικονομικής διαχείρισης και πολιτικής, G.F. Weston, E.F. Brigham, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα 1986
- Εισαγωγή στη Χρηματοοικονομική Διοικητική, Γ.Κ. Φιλιππάτος – Π.Ι. Αθανασόπουλος, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα 1985