

Η ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης

ΑΓΓΕΛΟΥ Δ. ΚΡΥΣΤΑΛΛΙΑ

**Πτυχίο Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων Πανεπιστημίου
Πειραιώς**

**Υποβληθείσα για το Μεταπτυχιακό Δίπλωμα στη Διοίκηση
Επιχειρήσεων – Διοίκηση Ολικής Ποιότητας (ΔΟΠ)**

Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων

2005

Η ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης

Αγγέλου Δ. Κρυσταλλία

Σημαντικοί όροι

Χρηματιστηριακά παράγωγα, Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης, Χρηματιστήριο Αθηνών, Επενδυτικοί κίνδυνοι, Περιθώρια Ασφάλισης, Αποτίμηση, Τράπεζα Διακανονισμού, Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών, Ειδικοί Διαπραγματευτές, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Κερδοσκόποι, Θεσμικοί επενδυτές

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η Αγορά Παραγώγων ξεκίνησε τη λειτουργία της το 1999. Πρόκειται για μια σύγχρονη ηλεκτρονική αγορά στην οποία διαπραγματεύονται Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης και Δικαιώματα Προαίρεσης σε δείκτες και επί μετοχών, προϊόντα γερο επί μετοχών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών, Συμβάσεις Επαναγοράς και Σ.Μ.Ε. στη συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD.

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

Αντικειμενικός σκοπός της εργασίας αυτής είναι η παρουσίαση των παραγώγων προϊόντων, με ιδιαίτερη αναφορά στα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης, και η αποτύπωση της θέσης τους στην Ελληνική Χρηματιστηριακή αγορά.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

	Σελίδα
ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ	I
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ	II
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ	III
ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ	IV
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο : ΕΙΣΑΓΩΓΗ	
1.1. Αντικειμενικός σκοπός	1
1.2. Μεθοδολογία	2
1.3. Χρησιμότητα	2
1.4. Διάρθρωση της εργασίας	4
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο : ΤΑ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ	
2.1. Η Ιστορία των παραγώγων προϊόντων	6
2.2. Ορισμός Παραγώγων και κύρια χαρακτηριστικά τους	10
2.2.1. Προθεσμιακά Συμβόλαια (Forwards)	13
2.2.2. Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Futures)	15
2.2.3. Δικαιώματα Προαίρεσης (Options)	18
2.2.4. Συμφωνίες Ανταλλαγής (Swaps)	20
2.3. Σκοπός των συναλλαγών με παράγωγα	21
2.4. Απόδοση παραγώγων	25
2.5. Επενδυτικοί κίνδυνοι	26
2.6. Πλεονεκτήματα Παραγώγων	28

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο : ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ

3.1. Γενικά	30
3.2. Χαρακτηριστικά της αγοράς των Σ.Μ.Ε.	31
3.3. Βασικές θέσεις στα Σ.Μ.Ε.	34
3.4. Χρήση των Σ.Μ.Ε.	36
3.5. Θεωρητική τιμή των Σ.Μ.Ε.	38

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο : ΤΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΣΤΟΝ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΩΡΟ

4.1. Γενικά	41
4.2. Σ.Μ.Ε. που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών	43
4.2.1. Σ.Μ.Ε. στο δείκτη FTSE/ASE 20	44
4.2.2. Σ.Μ.Ε. στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40	48
4.2.3. Σ.Μ.Ε. σε 10ετές ομόλογο του Ελληνικού Δημοσίου	53
4.2.4. Σ.Μ.Ε. επί μετοχών	55
4.2.5. Σ.Μ.Ε. στην συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD	58
4.3. Πλεονεκτήματα των Σ.Μ.Ε. για τους επενδυτές	60
4.4. Αποτίμηση των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης	61
4.5. Περιθώρια Ασφάλισης	62
4.6. Εκκαθάριση των Σ.Μ.Ε.	64

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο : ΑΓΟΡΑ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ

5.1. Η Αγορά Παραγώγων	67
5.1.1. Διοίκηση της Αγοράς Παραγώγων	71
5.2. Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων	72
5.3. Συναλλαγές στο Χρηματιστήριο Αθηνών	80
5.4. Ο Ημερήσιος Διακανονισμός	84

5.5. Εποπτεία του Χ.Α. και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.	84
5.6. Προμήθειες των μελών του Χρηματιστηρίου Αθηνών	86
5.7. Προϊόντα της Αγοράς Παραγώγων	87

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6^ο : ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

6.1. Επίλογος	93
6.2. Προοπτικές της Αγοράς Παραγώγων στην Ελλάδα	102
6.3. Κατευθύνσεις για περαιτέρω έρευνα	114

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	115
---------------------	-----

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι: Λεξιλόγιο Παραγώγων

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να εκφράσω τις ευχαριστίες μου στους γονείς μου, Δημήτριο και Μαρία, για την σημαντική στήριξη και κατανόηση που προσέφεραν σε όλη την προσπάθειά μου, καθώς και στον αδερφό μου Θανάση για την αμέριστη συμπαράστασή του.

Θερμές ευχαριστίες εκφράζονται και στον επιβλέποντα καθηγητή κ. Γεώργιο Αρτίκη που, με σωστές πάντα κατευθύνσεις και ακριβείς υποδείξεις, με βοήθησε στην ολοκλήρωση αυτής της εργασίας.

Τους ευχαριστώ θερμά

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑΣ

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

	Σελίδα
Χαρακτηριστικά Σ.Μ.Ε. στο δείκτη FTSE / ASE-20	47
Χαρακτηριστικά Σ.Μ.Ε. στο δείκτη FTSE / ASE Mid 40	51
Χαρακτηριστικά Σ.Μ.Ε. σε 10ετές ομόλογο του Ελληνικού Δημοσίου	54
Χαρακτηριστικά Σ.Μ.Ε. επί μετοχών	57
Χαρακτηριστικά Σ.Μ.Ε. επί συναλλαγματικών ισοτιμιών	59
Εξέλιξη της Αγοράς Παραγώγων	103
Μερίδιο Αγοράς Σ.Μ.Ε. στο δείκτη FTSE/ASE-20	106
Μερίδιο Αγοράς Σ.Μ.Ε. στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40	107
Μερίδιο Αγοράς Σ.Μ.Ε. σε μετοχές	109
Μέσος Ημερήσιος Αριθμός Συμβολαίων	110

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

	Σελίδα
Είδη Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης	30
Θέση Αγοράς Σ.Μ.Ε.	34
Θέση Πώλησης Σ.Μ.Ε.	35
Εξέλιξη των Μελών Διαπραγμάτευσης της Αγοράς Παραγώγων	104
Εξέλιξη του όγκου συναλλαγών	104
Μερίδιο Αγοράς Σ.Μ.Ε. στο δείκτη FTSE/ASE 20	107
Μερίδιο Αγοράς Σ.Μ.Ε. στο δείκτη FTSE/ASE Mid40	108
Εξέλιξη αριθμού συμβολαίων στο δείκτη FTSE/ASE 20	112
Εξέλιξη αριθμού συμβολαίων στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40	112
Εξέλιξη αριθμού συμβολαίων Σ.Μ.Ε. επί μετοχών	113

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

Α.Π.	Αγορά Παραγώγων
Ε.Κ.	Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.	Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων
Η.Δ.Τ.	Ημερήσιο Δελτίο Τιμών
Κ.Α.Α.	Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών
ΝΕ.Χ.Α.	Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά
Ν.Π.Δ.Δ.	Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου
Ο.Α.Σ.Η.Σ.	Ολοκληρωμένο Αυτοματοποιημένο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών
Σ.Μ.Ε.	Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης
Χ.Α.	Χρηματιστήριο Αθηνών
Χ.Κ.Θ.	Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης
A.D.E.X.	Athens Derivatives Exchange
FTSE /ASE -20	Δείκτης Financial Times Υψηλής Κεφαλαιοποίησης Χρηματιστηρίου Αθηνών
FTSE /ASE –Mid40	Δείκτης Financial Times Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης Χρηματιστηρίου Αθηνών
E.T.D.	Exchange Traded Derivatives – ενδοχρηματιστηριακή αγορά παραγώγων
O.T.C.	Over The Counter – εξωχρηματιστηριακή αγορά παραγώγων
R.A.	Repurchase Agreement – Σύμβαση Επαναγοράς
R.I.V.A.	Risk Valuation – Σύστημα Υπολογισμού Περιθωρίων Ασφάλισης
Margin Account	Λογαριασμός περιθωρίου ασφάλισης

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1. Αντικειμενικός σκοπός

Ο αντικειμενικός σκοπός αυτής της εργασίας είναι η αποτύπωση της αγοράς παραγώγων στην Ελλάδα, των προϊόντων διαπραγμάτευσης και της θέσης τους στην Χρηματιστηριακή Αγορά, με ιδιαίτερη αναφορά στα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης, καθώς και οι προοπτικές ανάπτυξής τους.

Η επιλογή του θέματος αυτού έγινε διότι η αγορά των παραγώγων προϊόντων αναδύεται σήμερα ως μια από τις μεγαλύτερες προκλήσεις της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Δημιουργήθηκαν και χρησιμοποιούνται ως τρόπος προστασίας επιχειρήσεων και επενδυτών από τις απότομες διακυμάνσεις των τιμών στις αγορές συναλλάγματος, επιτοκίων, μετάλλων και πρώτων υλών, ενώ καλύπτουν ευρύ φάσμα συμφωνιών και συναλλαγών.

Από το Μάιο του 1993 επετράπη η χρήση των παραγώγων στην ελληνική αγορά ενώ με την ίδρυση του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών (στο οποίο αναφερόμαστε αναλυτικότερα στο κεφάλαιο 5) το 1998, διευκολύνθηκε και επεκτάθηκε η χρήση τους. Η εργασία έχει ως σκοπό να παρουσιάσει:

- Τα παράγωγα προϊόντα γενικά και τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης ως μέσο διασφάλισης κινδύνου και κερδοσκοπίας
- την δομή της Αγοράς Παραγώγων (ΑΠ) του Χρηματιστηρίου Αθηνών

1.2. Μεθοδολογία

Η συγγραφή της παρούσας εργασίας βασίζεται κυρίως σε ελληνική και αγγλική βιβλιογραφία. Σημαντικές όμως πηγές πληροφοριών αποτελούν:

§ Ο οικονομικός τύπος και τα μέσα μαζικής ενημέρωσης, γενικότερα.

Οι οικονομικές εφημερίδες και περιοδικά, η τηλεόραση και το ραδιόφωνο παρέχουν σημαντικά στοιχεία για την πορεία του Χρηματιστηρίου Αθηνών, καθώς και επιχειρηματικά νέα. Η πληροφόρηση που παρέχετε συνήθως είναι έγκυρη και έγκαιρη.

§ Ο ηλεκτρονικός τύπος.

Η τεχνολογία και η πληροφορική αποτελούν σημαντική κινητήρια δύναμη στην εξέλιξη των χρηματιστηριακών αγορών. Μέσω του διαδικτύου (Internet) δίνεται η δυνατότητα στους επενδυτές και μη να πάρουν πολλές πληροφορίες.

§ Το Χρηματιστήριο Αθηνών και τα μέλη της αγοράς παραγώγων και

§ Οι Χρηματιστηριακές εταιρείες.

1.3. Χρησιμότητα

Τα τελευταία 20 χρόνια η εξέλιξη των παραγώγων ήταν ραγδαία σε διεθνές επίπεδο. Το γεγονός αυτό συνδέεται άμεσα με δύο σημαντικά οφέλη:

- Χρησιμοποιούνται για τη διαχείριση και την μετακύλιση του κινδύνου
- Η διαπραγμάτευσή τους αποδίδει στο κοινό προβλέψιμες τιμές που παρέχουν πληροφόρηση στη αγορά για την πραγματική αξία ορισμένων επενδυτικών στοιχείων και για τη μελλοντική κατεύθυνση της οικονομίας.

Τα παράγωγα βοηθούν τις επιχειρήσεις να αναλάβουν έργα, τα οποία θα ήταν ακατόρθωτα χωρίς προηγμένες τεχνικές διαχείρισης κινδύνου. Για παράδειγμα, μια βιομηχανία τροφίμων που επιδιώκει επένδυση, ίσως την εγκαταλείψει αν δεν μπορέσει να διαχειριστεί τους χρηματοοικονομικούς κινδύνους που συνδέονται με αυτήν.

Επίσης, τα παράγωγα είναι χαρακτηριστικά για την παροχή πληροφοριών στην κοινωνία ως σύνολο. Η ύπαρξη τους εντείνει το ενδιαφέρον και την οικονομική δραστηριότητα.

Τα τελευταία στοιχεία δείχνουν ότι η ανάπτυξη των παραγώγων προϊόντων και οι σχετικές καινοτομίες, προέρχονται από τις σημαντικές και ουσιαστικές επιχειρηματικές ανάγκες. Τα παράγωγα αποτελούν τμήμα της ολοκληρωμένης επιχειρηματικής επιτυχίας σε έναν κόσμο όπου ο έλεγχος του κόστους έχει πρωταρχική σημασία.

Χρήση των παραγώγων προϊόντων κάνουν συνήθως οι εισαγωγικές και εξαγωγικές εταιρείες, οι τράπεζες, οι επενδυτικές και ασφαλιστικές εταιρείες, οι δημόσιες υπηρεσίες και οργανισμοί, καθώς και οι επενδυτές που αναζητούν τρόπους αντιμετώπισης των συναλλαγματικών κινδύνων και των διακυμάνσεων των επιτοκίων. Χρησιμοποιούνται όμως και από μια άλλη κατηγορία επενδυτών, τους κερδοσκόπους, οι οποίοι επιδιώκουν την πραγματοποίηση άμεσου κέρδους.

Ο ρόλος των κερδοσκόπων στην αγορά παραγώγων είναι σημαντικός, διότι η συμμετοχή τους σε αυτή διευρύνει τη ρευστότητα, που είναι απαραίτητο στοιχείο για τη σωστή λειτουργία της.

1.4. Διάρθρωση της εργασίας

Στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα παράγωγα προϊόντα, όπως λειτουργούν σήμερα στην χρηματιστηριακή αγορά, τα χαρακτηριστικά τους, ο σκοπός των συναλλαγών με παράγωγα και η σημασία τους.

Αναλύονται ξεχωριστά τα είδη των παραγώγων: τα προθεσμιακά συμβόλαια, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (στα οποία αναφερόμαστε αναλυτικά στα επόμενα κεφάλαια), τα δικαιώματα προαίρεσης και τις συμφωνίες ανταλλαγής.

Στο τρίτο κεφάλαιο γίνεται η εισαγωγή στα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης γενικά. Παρουσιάζονται τα είδη των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης, οι βασικές θέσεις τους και η χρήση αυτών ενώ στο τέλος αναπτύσσεται η θεωρητική τιμή τους.

Στο τέταρτο κεφάλαιο γίνεται η εισαγωγή στα χαρακτηριστικά και την λειτουργία των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης στο ελληνικό χώρο. Η παρουσίαση αρχίζει με τα συμβόλαια που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών και αναλύονται τα πλεονεκτήματα για τους επενδυτές. Στη συνέχεια αναφερόμαστε στην αποτίμηση και τα περιθώρια ασφάλισης των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης, ενώ το κεφάλαιο τελειώνει με την διαδικασία εκκαθάρισής τους.

Στο πέμπτο κεφάλαιο παρουσιάζεται αναλυτικά η αγορά των παραγώγων, η δομή και η οργάνωση της. Επίσης, αναλύεται και η Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων, οι συναλλαγές, οι εξασφαλίσεις και η εκκαθάριση αυτών.

Αναφερόμαστε επίσης στην εποπτεία του Χρηματιστηρίου Αθηνών και της Εταιρείας Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων ενώ το κεφάλαιο ολοκληρώνεται με μια αναφορά των προϊόντων στην Αγορά Παραγώγων.

Στο τελευταίο κεφάλαιο καταγράφονται τα συμπεράσματα της εργασίας, εξετάζεται η εξέλιξη της αγοράς των παραγώγων και δίνονται οι απαραίτητες κατευθύνσεις για περαιτέρω έρευνα.

Στο Παράρτημα Ι παρουσιάζεται το λεξιλόγιο των παραγώγων προκειμένου οι αναγνώστες να διευκολυνθούν στην πλήρη κατανόηση των σχετικών όρων.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

Τα Παράγωγα Προϊόντα

2.1. Η ιστορία των παραγώγων προϊόντων

Η δημιουργία, η λειτουργία και η εφαρμογή των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων βασίζεται στην ύπαρξη κάποιων άλλων, ήδη υφιστάμενων, χρηματοοικονομικών προϊόντων ή υποκείμενων τίτλων, όπως μετοχές, ομόλογα, συνάλλαγμα, δάνεια, επιτόκια, εμπορεύματα κλπ.

Η αξία των παραγώγων προϊόντων υφίσταται, επειδή έχουν αξία οι υποκείμενοι τίτλοι και η μεταβολή της αξίας τους έχει άμεση σχέση και ακολουθεί τη μεταβολή της αξίας των υποκείμενων τίτλων (Αγγελόπουλος, 2001, σελ. 30).

Οι ρίζες των παραγώγων φτάνουν στα αρχαία χρόνια. Πρωτοεμφανίστηκαν το 3.500 π.Χ. όταν οι Φοίνικες εμπορεύονταν προϊόντα και οι συμφωνίες τους βασιζόταν στην αγοραπωλησία μελλοντικών ημερομηνιών. Πολύ περισσότερο στην αρχαία Ελλάδα γύρω στο 330 π.Χ. ο φιλόσοφος Θαλής χρησιμοποιώντας τη γνώση της αστρολογίας προέβλεψε μια ανθηρή συγκομιδή ελιάς για την επόμενη άνοιξη.

Προκαταβάλλοντας ένα μικρό ποσό, από το χειμώνα έκλεισε συμφωνίες για τη χρήση ελαιολιβιών την άνοιξη. Η πρόβλεψή του ήταν σωστή και την εποχή της άνοιξης η συγκομιδή ήταν τεράστια με αποτέλεσμα η ζήτηση για τα ελαιολιβία να φτάσει στο αποκορύφωμα δίνοντας στο Θαλή τη δυνατότητα να ενοικιάσει τα ελαιολιβία σε πολύ μεγαλύτερες τιμές από αυτές που ο ίδιος τα είχε κλείσει.

Το 17^ο αιώνα τα παράγωγα ξαναεμφανίζονται στην Ολλανδία κατά την εποχή της τρέλας της τουλίπας. Οι παραγωγοί και οι αγοραστές κλείνανε συμφωνίες με προκαταβολές με σκοπό να αγοράσουν και να πουλήσουν σε μελλοντική ημερομηνία συγκεκριμένους τύπους τουλίπας προκειμένου να αντισταθμίσουν τον κίνδυνό τους στην περίπτωση που συγκομιδή ήταν φτωχή (Βελέντζας, 2001, σελ.209).

Οι αγοραστές τουλιπών αγόραζαν δικαιώματα αγοράς (call options) ενώ οι παραγωγοί αγόραζαν δικαιώματα πώλησης (put options). Η τρέλα της τουλίπας όμως δεν σταμάτησε στις συμφωνίες απλά αλλά δημιουργήθηκε μια δευτερογενή αγορά και οι κερδοσκόποι βρήκαν την ευκαιρία να κάνουν συναλλαγές βασιζόμενοι σε διακυμάνσεις των τιμών των συμβολαίων της τουλίπας.

Οι τιμές των βολβών των τουλιπών πετάχτηκαν στα ύψη με αποτέλεσμα το επενδυτικό κοινό να μετακινηθεί σε μια αγορά κερδοσκοπίας. Το αποτέλεσμα ήταν η Ολλανδική οικονομία να καταρρεύσει, διότι πολλά αντισυμβαλλόμενα μέρη αθέτησαν τις υποσχέσεις τους. Στο επενδυτικό κοινό της Ευρώπης έμεινε μια άσχημη εικόνα από τα παράγωγα.

Μετά από πενήντα χρόνια τα παράγωγα εμφανίζονται στην Αγγλία. Το 1711 η εταιρεία της Νότιας Θάλασσας απέκτησε το μονοπώλιο στο εμπόριο με αντάλλαγμα να ξεπληρώσει οφειλές του κράτους προς τρίτους.

Η μετοχή της εκτοξεύτηκε στα ύψη και η εταιρεία παράλληλα με την κυκλοφορία των μετοχών της, διέθετε στην αγορά και παράγωγα της μετοχής της δίνοντας έτσι το δικαίωμα στους επενδυτές να αγοράσουν ή να πουλήσουν μετοχές της εταιρείας σε προκαθορισμένες τιμές σε μελλοντικές ημερομηνίες.

Όταν η μετοχή έπεσε απότομα, πολλοί κερδοσκόποι δεν μπορούσαν να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους. Το αποτέλεσμα ήταν οι συναλλαγές στα παράγωγα να θεωρηθούν παράνομες.

Στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής μετά τη δημιουργία του New York Stock Exchange, οι επενδυτές είχαν την ανάγκη της ύπαρξης ενός οργανωμένου χρηματιστηρίου παραγώγων. Οι χρηματιστηριακές εταιρείες της Wall Street προκειμένου να αποφύγουν τις δυσάρεστες εκπλήξεις που δημιουργήθηκαν στην Ευρώπη, δημοσίευσαν προτάσεις πάνω στις συναλλαγές παραγώγων για το ευρύ επενδυτικό κοινό.

Στις αρχές του 1900 τα παράγωγα συναλλάσσονταν όχι μέσω ενός οργανωμένου χρηματιστηρίου αλλά μέσω ενός οργανωμένου δικτύου επενδυτών. Ο όγκος των συναλλαγών ήταν μικρός και οι επενδυτές τα χρησιμοποιούσαν κυρίως για κερδοσκοπικούς λόγους.

Την ίδια περίοδο δημιουργήθηκε μια άλλη μόδα στην αγορά παραγώγων τα λεγόμενα bucket shops τα οποία χρεώνανε ένα δολάριο για την αγορά βραχυπρόθεσμων παραγώγων. Εάν η τιμή της μετοχής υποχωρούσε κάτω από ένα ορισμένο επίπεδο το bucket shop κρατούσε τα λεφτά.

Το 1920 όμως η εμπιστοσύνη του κοινού κλονίστηκε, όταν έμαθε πως κάποιοι διαπραγματευτές δωροδοκούνταν με συμμετοχή στα παράγωγα των μετοχών που προωθούσαν. Πολλοί μικροί επενδυτές με τη χειραγώγηση τέτοιων μετοχών έχασαν περιουσίες.

Η πρώτη προσπάθεια για αποκατάσταση της εμπιστοσύνης πάνω στις συναλλαγές παραγώγων έγινε μετά το 1929. Μετά το ιστορικό κραχ του Χρηματιστηρίου, το κογκρέσο στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής αποφάσισε να δημιουργήσει ένα σώμα που να επιβλέπει τη διαφάνεια των συναλλαγών στην αγορά. Έτσι δημιουργήθηκε το SEC (Securities Exchange Commission), η λεγόμενη Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στις Η.Π.Α.

Στις πρώτες συνεδριάσεις της η Επιτροπή δεν επέτρεπε την διεξαγωγή συναλλαγών για τον λόγο ότι δεν μπορούσαν να ξεχωρίσουν ποια παράγωγα ήταν καλά και ποια κακά. Η διστακτικότητα απέναντι στα παράγωγα επαληθευόταν, όταν πολλά συμβόλαια έληγαν χωρίς να ασκηθούν. (Βούλγαρη – Παπαγεωργίου, Αθήνα 2002, σελ. 279-280).

Η αρνητική εικόνα γύρω από τα παράγωγα άλλαξε όταν το 1934 η SEC ζήτησε τη γνώμη του Fuller, ενός διαπραγματευτή εκείνης της εποχής. Οι επεξηγήσεις του βοήθησαν την Επιτροπή να καταλάβει ότι τα παράγωγα δεν ήταν μόνο κερδοσκοπικά προϊόντα αλλά ασφάλειες πάνω στα χαρτοφυλάκια.

Μέχρι τον Απρίλιο του 1973 που δημιουργήθηκε το Χρηματιστήριο στο Σικάγο το CBOE (Chicago Board Options Exchange), υπήρχαν πολλά προβλήματα στις συναλλαγές που έκανε επιτακτική την ανάγκη δημιουργίας ενός οργανωμένου Χρηματιστηρίου Παραγώγων.

Το 1969 εισαχθήκαν συμβόλαια σε 16 μετοχές μόνο για δικαιώματα αγοράς. Η ανάγκη για ένα σώμα που θα εκκαθάριζε τις συναλλαγές έκανε την εμφάνιση του. Έτσι το 1973 δημιουργήθηκε το Options Clearing Corporation προκειμένου να διασφαλίζει την εκκαθάριση των συμβολαίων και να συμβάλλει στην ομαλή λειτουργία της αγοράς. Η καθιέρωση συγκεκριμένης ορολογίας και άλλων κριτηρίων βοήθησε να αναπτυχθούν τα παράγωγα ταχύτατα.

Βλέποντας τα άλλα Χρηματιστήρια την επιτυχία του CBOE, δεν θέλησαν να χάσουν την ευκαιρία της νέας αυτής αγοράς και ξεκίνησαν τις συναλλαγές στα παράγωγα. Το 1983 εμφανίστηκαν και τα παράγωγα πάνω σε δείκτες με πρώτο τον Standard & Poor's 100 και στη συνέχεια εισαχθήκαν παράγωγα πάνω σε ομόλογα, νομίσματα και επιτόκια.

Στην Ελληνική Αγορά, τα παράγωγα γίνανε γνωστά μετά το 1997 με την δημιουργία του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών (Νόμος 2533/97). Το πρώτο παράγωγο που δημιουργήθηκε ήταν το Συμβόλαιο Μελλοντικής εκπλήρωσης (Futures) στον δείκτη FTSE/20 που άρχισε να διαπραγματεύεται στις 27 Αυγούστου 1999 (Μαλινδρέτος, Αθήνα 2000, σελ. 228).

Στις 14 Ιανουαρίου του 2000 έκανε την πρεμιέρα του το Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δεκαετές ομόλογο. Μετά την επιτυχία και των δύο ακολούθησε και το Συμβόλαιο Μελλοντικής εκπλήρωσης στον FTSE/40 στις 28 Ιανουαρίου του 2000.

Το Σεπτέμβριο του 2000 το πρώτο Δικαίωμα Προαίρεσης (Option) έκανε την εμφάνισή του στο δείκτη FTSE/20, ενώ τον Ιούνιο του 2001 ακολούθησε και το Δικαίωμα Προαίρεσης στο Mid 40.

Το Νοέμβριο του 2001 εισάχθηκαν τα Μετοχικά Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στις μετοχές του ΟΤΕ, Εθνικής Τράπεζας Ελλάδος, 3Ε και Panafon (σημερινή Vodafone). Τον Απρίλιο του 2002 ακολούθησαν τα μετοχικά ΣΜΕ στις Alpha Bank και Intracom.

2.2. Ορισμός παράγωγων προϊόντων και κύρια χαρακτηριστικά τους

Τα παράγωγα προϊόντα είναι χρηματοοικονομικά εργαλεία των οποίων οι αξίες παράγονται εξ' ολοκλήρου από το υποκείμενο αγαθό πάνω στο οποίο είναι βασισμένα. Το υποκείμενο αγαθό μπορεί να είναι ένα εμπόρευμα, όπως το σιτάρι, πετρέλαιο, μέταλλα κλπ., ή ένας χρηματοοικονομικός τίτλος όπως ένα ομόλογο, μια μετοχή, συνάλλαγμα ή ένας οικονομικός / μετοχικός δείκτης. Τα παράγωγα δημιουργούνται με στόχο να επιτρέψουν τη διαχείριση του περιουσιακού στοιχείου πάνω στο οποίο είναι βασισμένα.

Τα παράγωγα χωρίζονται σε δυο μεγάλες κατηγορίες. Σε αυτά που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο και σε αυτά που προσφέρονται εκτός χρηματιστηρίου.

Τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα (Over The Counter – OTC – Derivatives) είναι διμερείς συμφωνίες οι οποίες διαπραγματεύονται ιδιωτικά και εκτελούνται εκτός οργανωμένων αγορών. Οι αντισυμβαλλόμενοι μπορούν να καταλήξουν σε όρους που ικανοποιούν καλύτερα τις ανάγκες τους και το αμοιβαίο συμφέρον.

Τα OTC παράγωγα μπορούν να εφαρμοστούν σε μεγάλη γκάμα διαφορετικών σκοπών και να προσαρμοστούν στις απαιτήσεις των ενδιαφερομένων μερών. Το γεγονός αυτό περιορίζει την εμπορευσιμότητά τους κατά την διάρκεια της ζωής τους. Συνήθως ολοκληρώνεται με φυσική παράδοση.

Τα χρηματιστηριακά παράγωγα (Exchange Traded Derivatives) τελούν υπό διαπραγμάτευση στο πλαίσιο μιας οργανωμένης αγοράς και έχουν δυο βασικά χαρακτηριστικά:

- Είναι συμβάσεις που καταρτίζονται μεταξύ ενός μέλους και της οργανωμένης αγοράς και κατά συνέπεια ο πιστωτικός κίνδυνος της συναλλαγής αναλαμβάνεται από την αγορά.
- Κάθε προϊόν είναι τυποποιημένο, δηλαδή έχει τα ίδια χαρακτηριστικά. Αυτή η τυποποίηση καθιστά τα προϊόντα ανταλλάξιμα, τους προσδίδει ρευστότητα και δυνατότητα συμψηφισμού και αυξάνει τη διαφάνεια της αγοράς αντίθετα με ότι ισχύει στα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα.

Τα παράγωγα προϊόντα είναι διαφορετικά στη φύση τους από τα υποκείμενά τους. Για παράδειγμα, οι υποκείμενες μετοχές αποτελούν υποχρεώσεις της εκδότριας εταιρείας προς τους εκάστοτε μετόχους της.

Το παράγωγο προϊόν, δικαιώματα επί μετοχών, δεν δημιουργεί δικαίωμα κατά της εταιρείας που τις εκδίδει, αλλά κατά κάποιου άλλου προσώπου ως προς τις μετοχές αυτές (π.χ. να αγοράσει ή να πουλήσει ορισμένο αριθμό μετοχών σε συγκεκριμένη τιμή, εντός συγκεκριμένης προθεσμίας).

Όλα τα παράγωγα μέσα έχουν κάποια κοινά χαρακτηριστικά. Καταρχήν, έχουν μια τιμή, και οι αγοραστές προσπαθούν να αγοράσουν όσο πιο φθηνά μπορούν ενώ οι πωλητές προσπαθούν να πουλήσουν όσο πιο ψηλά μπορούν.

Επίσης, τα παράγωγα συμβόλαια έχουν ένα συγκεκριμένο χρόνο έως τη λήξη. Και τα δυο μέρη πρέπει να τηρήσουν τις υποσχέσεις του συμβολαίου, ή, εάν επιθυμούν, να ασκήσουν τα δικαιώματα που προκύπτουν από το συμβόλαιο στη λήξη. Το συμβόλαιο τερματίζεται αυτόματα στη λήξη.

Με όλα τα συμβόλαια παραγώγων, στην έναρξη δημιουργείται μια διαδικασία ανταλλαγής πληρωμών που θα τεθεί σε εφαρμογή σε κάποια χρονική στιγμή στο μέλλον, κατά τη διάρκεια της ζωής του συμβολαίου.

Σε μερικά συμβόλαια δεν απαιτείται κάποια εκ των προτέρων πληρωμή. Αυτό που απαιτείται συχνά στην έναρξη είναι μια κατάθεση καλής πίστης, που δίνει στο άλλο μέρος της συναλλαγής υψηλότερο επίπεδο βεβαιότητας ότι οι όροι του συμβολαίου θα τηρηθούν.

Με άλλα παράγωγα, ο αγοραστής κάνει μια πληρωμή στον πωλητή όταν για πρώτη φορά εισέρχεται στην σύμβαση. Η πληρωμή αφορά στη κτήση του δικαιώματος να αγοράσει ή να πουλήσει το υποκείμενο μέσο σε μια προκαθορισμένη τιμή κατά τη διάρκεια της ζωής του συμβολαίου (Δημητρόπουλος, Αθήνα 1999, σελ. 44).

Η ρευστότητα, η διαφάνεια και η φερεγγυότητα του μηχανισμού διενέργειας και εκκαθάρισης των συναλλαγών, καθώς και το χαμηλό συναλλακτικό κόστος για προμήθειες και διαχειριστικά έξοδα αποτελούν κοινά χαρακτηριστικά των παραγώγων που διευρύνουν το βάθος των χρηματιστηριακών αγορών και ενεργούν σταθεροποιητικά στη λειτουργία και ανάπτυξή τους.

Επίσης, όλα τα παράγωγα μέσα διευκολύνουν την χρήση της μόχλευσης – τη δυνατότητα ελέγχου μεγάλων χρηματικών ποσών ενός υποκειμένου μέσου με ένα σχετικά μικρό αρχικό κεφάλαιο επένδυσης – μόνο που κάθε συμβαλλόμενος αποφασίζει πόση από τη διαθέσιμη μόχλευση να χρησιμοποιήσει. Η μόχλευση μπορεί να χρησιμοποιηθεί με πολύ επιθετικό ή συντηρητικό τρόπο.

Τέλος, ένα ακόμα κοινό χαρακτηριστικό των παραγώγων είναι ότι αποτελούν ένα παιχνίδι που το άθροισμα των εκβάσεων του για τους συμμετέχοντες είναι μηδέν. Δηλαδή, το κέρδος ενός μέρους από ένα παράγωγο συμβόλαιο ισοσκελίζεται ακριβώς με τη ζημία του άλλου μέρους.

Τα πιο κοινά χρηματοοικονομικά παράγωγα περιλαμβάνουν τέσσερις βασικές κατηγορίες:

- Τα Προθεσμιακά Συμβόλαια (Forwards)
- Τα Προθεσμιακά Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Futures)
- Τα Δικαιώματα Προαίρεσης (Options) και
- Τις Συμφωνίες Ανταλλαγής (Swaps)

Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και τα δικαιώματα προαίρεσης διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές στα Χρηματιστήρια Παραγώγων. Αντίθετα, τα προθεσμιακά συμβόλαια και οι ανταλλαγές διαπραγματεύονται σε μη οργανωμένες αγορές.

2.2.1. Τα Προθεσμιακά Συμβόλαια (Forwards)

Μια προθεσμιακή συναλλαγή είναι μια συμφωνία μεταξύ δύο μερών για παράδοση συγκεκριμένης ποσότητας του υποκείμενου αγαθού σε συγκεκριμένη χρονική στιγμή και τιμή (McDonald, 2003, σελ. 21).

Ο αντισυμβαλλόμενος που συμφωνεί να αγοράσει το υποκείμενο προϊόν σε προκαθορισμένη τιμή και σε ορισμένη ημερομηνία στο μέλλον λέγεται ότι έχει λάβει θέση αγοράς (Long Position). Αντίθετα, το άλλο μέρος που συμφωνεί να πουλήσει έχει λάβει θέση πώλησης (Short Position).

Η προκαθορισμένη αυτή τιμή ονομάζεται τιμή παράδοσης. Τη χρονική στιγμή που συνάπτεται η προθεσμιακή πράξη η αξία του συμβολαίου είναι μηδέν. Στη συνέχεια όμως το συμβόλαιο μπορεί να έχει θετική ή αρνητική αξία.

Είναι προφανές ότι εάν η τιμή του συμβολαίου ανέλθει τότε η αξία της θέσης αγοράς γίνεται θετική, ενώ η αξία της θέσης πώλησης γίνεται αρνητική.

Αυτό που πρέπει να τονιστεί είναι ότι το συμβόλαιο σε κάθε περίπτωση θα εκτελεστεί και το υποκείμενο πρέπει να παραδοθεί. Επομένως, η ικανότητα κάθε αντισυμβαλλόμενου να καλύπτει τους όρους του συμβολαίου εκτιμάται από τον άλλο αντισυμβαλλόμενο και η εξειδίκευση των όρων του συμβολαίου είναι αποκλειστικά θέμα των δυο μερών.

Αποτέλεσμα των ιδιοτήτων αυτών των προθεσμιακών συμβολαίων είναι η ανάδειξη της πιστοληπτικής ικανότητας των δύο μερών ως το κύριο στοιχείο για το καλό τέλος της συναλλαγής (Αγγελόπουλος, Αθήνα 2005, σελ. 407).

Τα βασικά χαρακτηριστικά των Προθεσμιακών Συμβολαίων είναι:

- Διαπραγματεύονται σε μη οργανωμένες αγορές
- Είναι προσαρμοσμένα στις ανάγκες των συμμετεχόντων στην αγορά
- Έχουν χαμηλή ρευστότητα
- Εκκαθαρίζονται μόνο με τη λήξη τους
- Δεν απαιτούν κατάθεση χρημάτων κατά τη σύναψή τους
- Υπόκεινται στον πιστωτικό κίνδυνο
- Προσδιορισμός μιας συγκεκριμένης ημερομηνίας παράδοσης
- Εκπλήρωση των συμβολαίων στην συμφωνημένη ημερομηνία

Χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα του γεωργού που παράγει το σιτάρι και του εμπόρου που αγοράζει τη σοδειά του γεωργού. Όταν ξεκινάει η σπορά ο γεωργός φοβάται για τυχόν πτώση των τιμών των σιτηρών την εποχή της σοδειάς.

Από την άλλη, ο έμπορος θέλει να προφυλαχτεί από μια ενδεχόμενη άνοδο των τιμών. Η αβεβαιότητα για την κατεύθυνση των τιμών ωθεί τα δυο μέρη να προβούν σε μια συμφωνία στην οποία ο γεωργός υποχρεούται να παραδώσει στον έμπορο σε συγκεκριμένη ημερομηνία, καθορισμένη ποσότητα σιταριού σε προσυμφωνημένη τιμή. Έτσι και τα δυο μέρη εξασφαλίζονται από απρόβλεπτες κινήσεις στην τιμή του σιταριού.

2.2.2. Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Futures)

Ένα συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης είναι μια δεσμευτική συμφωνία μεταξύ δύο μερών να αγοράσουν ή να πουλήσουν τον υποκείμενο τίτλο σε κάποια συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία και σε μια ορισμένη τιμή.

Συγκεκριμένα, ο αγοραστής ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης συμφωνεί να δεχτεί την παράδοση του υποκείμενου τίτλου από τον πωλητή στην ημερομηνία λήξης και στην τιμή που διαπραγματεύτηκε το συμβόλαιο (Λιβάνης, Θεσσαλονίκη 2002, σελ. 21).

Όπως και στα προθεσμιακά συμβόλαια (Forwards) έτσι και στα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (Futures), η θέση του συναλλασσόμενου που αναλαμβάνει να αγοράσει ονομάζεται θέση αγοράς (Long Position) ενώ η θέση αυτού που έχει την υποχρέωση να πουλήσει ονομάζεται θέση πώλησης (Short Position).

Τα μεγαλύτερα Χρηματιστήρια που διαπραγματεύονται συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης είναι το Chicago Board of Trade (C.B.O.T.) και το Chicago Mercantile Exchange (C.M.E.). Σε αυτά και σε άλλα χρηματιστήρια υπάρχει μια μεγάλη ποικιλία από εμπορεύματα και χρηματοπιστωτικά μέσα που αποτελούν το αντικείμενο των συμβολαίων.

Σήμερα στο Χρηματιστήριο Αθηνών διαπραγματεύονται Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο Δείκτη FTSE /ASE 20, στο Δείκτη FTSE /ASE Mid 40 και σε 4 μετοχές (OTE, Εθνικής Τράπεζας, Coca – cola και Vodafone).

Το Χρηματιστήριο Αθηνών είναι υποχρεωμένο για κάθε νέο είδος συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης που εισέρχεται να διευκρινίσει την ακριβή φύση της συμφωνίας μεταξύ αγοραστή και πωλητή.

Ειδικά θα πρέπει να καθορίζει:

- Την υποκείμενη αξία ή εμπόρευμα
- Το μέγεθος του συμβολαίου, δηλαδή την ποσότητα της αξίας ή εμπορεύματος που πρέπει να παραδοθεί
- Τον τρόπο καθορισμού της τιμής του συμβολαίου ώστε να είναι εύκολος και να εξυπηρετεί τους συναλλασσόμενους
- Τον τόπο παράδοσης
- Το χρόνο παράδοσης
- Την ημερήσια διακύμανση της τιμής, η οποία συνήθως καθορίζεται από το Χρηματιστήριο
- Τα όρια κάθε θέσης. Είναι ο μέγιστος αριθμός συμβολαίων που μπορεί να αγοράσει ή να πουλήσει κάποιος για κάθε αξία ή εμπόρευμα και για κάθε μήνα παράδοσης.

Τα χρηματοοικονομικά προθεσμιακά συμβόλαια (financial futures) διακρίνονται σε πέντε κατηγορίες:

1. Συναλλάγματος (currency futures). Η τιμή των συμβολαίων εκφράζει το ποσό των δολαρίων που αντιπροσωπεύει η μονάδα του ξένου νομίσματος.
2. Επιτοκίου (interest-rate futures). Αποτελούν μακροπρόθεσμους τίτλους σταθερού επιτοκίου που διαπραγματεύονται με βάση την τιμή τους, που κινείται αντίθετα προς τις μεταβολές των επιτοκίων.

3. Χρηματιστηριακών δεικτών (stock-index futures). Δίνει την δυνατότητα σε κάποιον να αγοράσει ή να πουλήσει τον δείκτη αυτόν σε μια ορισμένη τιμή.
4. Δικαιωμάτων (futures options). Πρόκειται για δικαίωμα αγοράς που διαπραγματεύεται ως ένα προθεσμιακό συμφωνητικό και
5. Δικαιωμάτων σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (options on futures). Συνιστούν μια σύνθεση των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης με τα δικαιώματα με την οποία δίνουν τη δυνατότητα στον επενδυτή ν' αγοράσει ή να πουλήσει ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης σε μια καθορισμένη τιμή σε μελλοντική ημερομηνία (Παπούλιας, Αθήνα 1998, σελ.19).

Τα βασικά χαρακτηριστικά των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης είναι:

- Διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές, στα Χρηματιστήρια Παραγωγών.
- Είναι τυποποιημένα.
- Έχουν υψηλή ρευστότητα.
- Καθημερινός διακανονισμός.
- Ύπαρξη περιθωρίου ασφάλισης.
- Ανάληψη κινδύνου από την Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών.
- Ύπαρξη σειρών με διαφορετικές ημερομηνίες εξάσκησης.
- Οι περισσότερες ανοιχτές θέσεις σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης κλείνουν πριν από τη λήξη τους.

2.2.3. Δικαιώματα Προαίρεσης (Options)

Τα δικαιώματα προαίρεσης είναι συμβάσεις που δίνουν την δυνατότητα στον επενδυτή να αγοράσει ή να πουλήσει ένα συγκεκριμένο προϊόν σε μια προκαθορισμένη τιμή, χωρίς όμως να είναι υποχρεωμένος να κάνει αυτή την αγορά ή την πώληση.

Υπάρχουν δύο κατηγορίες δικαιωμάτων : συμβόλαιο δικαιώματος αγοράς (call options) και συμβόλαιο δικαιώματος πώλησης (put options). Ένα call option δίνει το δικαίωμα στον κάτοχό του να αγοράσει το υποκείμενο αγαθό σε ορισμένη ημερομηνία και σε ορισμένη τιμή. Ένα put option δίνει το δικαίωμα στον κάτοχό του να πουλήσει το υποκείμενο αγαθό σε ορισμένη ημερομηνία και σε ορισμένη τιμή.

Υπάρχουν δύο τύποι δικαιωμάτων:

1. Ευρωπαϊκού τύπου δικαιώματα που μπορούν να ασκηθούν μόνο στην ημερομηνία λήξης τους
2. Αμερικάνικου τύπου δικαιώματα που μπορούν να ασκηθούν οποιαδήποτε στιγμή μέχρι τη λήξη τους.

Τα περισσότερα δικαιώματα προαίρεσης (options) που διαπραγματεύονται στα χρηματιστήρια είναι αμερικανικού τύπου.

Το γεγονός ότι ένα δικαίωμα προαίρεσης, μπορούμε να το αγοράσουμε ή να το πουλήσουμε, αυτομάτως δημιουργεί τέσσερις βασικές θέσεις που ένας επενδυτής μπορεί να πάρει:

- I. Θέση αγοράς δικαιώματος αγοράς (Long Call). Ο επενδυτής έχει το δικαίωμα αγοράς της υποκείμενης αξίας σε μια προκαθορισμένη τιμή κατά το τέλος μιας περιόδου (ευρωπαϊκού τύπου).
- II. Θέση πώλησης δικαιώματος αγοράς (Short Call). Ο επενδυτής ο οποίος βρίσκεται σε αντίθετη θέση από τον αγοραστή δικαιώματος αγοράς, έχει την υποχρέωση και εφόσον του ζητηθεί να παραδώσει την υποκείμενη αξία στην τιμή άσκησης κατά το τέλος της ζωής του συμβολαίου.
- III. Θέση αγοράς δικαιώματος πώλησης (Long Put). Ο επενδυτής αγοράζει το δικαίωμα να πουλήσει την υποκείμενη αξία σε μια προκαθορισμένη τιμή κατά το τέλος μιας περιόδου και πληρώνει ένα τίμημα.
- IV. Θέση πώλησης δικαιώματος πώλησης (Short Put). Ο επενδυτής ο οποίος βρίσκεται σε αντίθετη θέση από τον αγοραστή δικαιώματος πώλησης, έχει την υποχρέωση και εφόσον του ζητηθεί να αγοράσει την υποκείμενη αξία στην τιμή άσκησης στη λήξη της ζωής του συμβολαίου.

Στο Χρηματιστήριο Αθηνών διαπραγματεύονται Δικαιώματα στο Δείκτη FTSE /ASE 20 και Δικαιώματα στο Δείκτη FTSE /ASE Mid 40.

Στο συμβόλαιο του δικαιώματος προαίρεσης ο κάτοχος έχει το δικαίωμα, αλλά όχι την υποχρέωση να αγοράσει ή να πουλήσει. Για να έχει αυτό το δικαίωμα πληρώνει στον αντισυμβαλλόμενο πωλητή του δικαιώματος προαίρεσης ένα ποσό, το λεγόμενο ασφάλιστρο (premium). Η τιμή του ασφάλιστρου που είναι και η τιμή του συμβολαίου, εξαρτάται από την τιμή άσκησης του (strike / exercise price).

Η τιμή άσκησης είναι η προκαθορισμένη τιμή στην οποία ο κάτοχος ενός δικαιώματος αγοράς μπορεί να αγοράσει τον υποκείμενο τίτλο και ο κάτοχος ενός δικαιώματος πώλησης μπορεί να πουλήσει το υποκείμενο αγαθό. Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή άσκησης τόσο μικρότερο το μέγεθος ασφάλιστρου και αντίθετα.

Η κύρια διαφορά των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και των δικαιωμάτων προαίρεσης έγκειται στη δυνατότητα που παρέχουν τα δικαιώματα προαίρεσης στον κάτοχό τους να μην ασκήσει το συμβόλαιό του, χωρίς καμία επίπτωση γι' αυτόν, ενώ ο κάτοχος του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης θα πρέπει να τηρήσει τους όρους του συμβολαίου ή να εγκαταλείψει τη θέση του με αντίθετο συμβόλαιο.

2.2.4. Συμφωνίες Ανταλλαγής (Swaps)

Οι ανταλλαγές είναι συμφωνίες μεταξύ δυο πλευρών που αφορούν την ανταλλαγή αγαθών ή στοιχείων σε μια συγκεκριμένη ημερομηνία, με προκαθορισμένους όρους (Hull, 2003, σελ.111). Συμμετέχοντας στην ανταλλαγή αυτή τα δύο συμβαλλόμενα μέρη έχουν πιο ικανοποιητικούς όρους απ' ότι αν δεν συμμετείχαν.

Οι ανταλλαγές δεν είναι τυποποιημένα προϊόντα και κινούνται κυρίως εκτός οργανωμένων αγορών. Τα τελευταία χρόνια έχουν αναπτυχθεί πολλοί τύποι ανταλλαγών. Τα χαρακτηριστικά κάθε συναλλαγής διαμορφώνονται από τα ενδιαφερόμενα μέρη σύμφωνα με τις ανάγκες τους και την διαπραγματευτική τους δυνατότητα.

Υπάρχουν κάποιες κατηγορίες ανταλλαγών οι οποίες είναι:

- Ανταλλαγές Νομισμάτων (Currency Swaps)
- Ανταλλαγές Επιτοκίων (Interest Rate Swaps)
- Ανταλλαγές Πιστωτικού Κινδύνου (Credit Swaps)
- Ανταλλαγές Αξιών ή Απαιτήσεων (Asset Swaps)
- Ανταλλαγές Υποχρεώσεων (Liability Swaps)
- Ανταλλαγές Προθεσμιακών Συμβολαίων (Forward Swaps)

Οι πιο πολυχρησιμοποιούμενες ανταλλαγές είναι αυτές των νομισμάτων και των επιτοκίων. Στις ανταλλαγές νομισμάτων γίνεται ανταλλαγή κεφαλαίου και τόκων επί αυτού σε ένα νόμισμα, με κεφάλαιο και τόκους σε ένα άλλο νόμισμα. Το ονομαστικό κεφάλαιο προσδιορίζεται και στα δύο νομίσματα και ανταλλάσσεται στην αρχή και στο τέλος της συμφωνίας ανταλλαγής.

Στις ανταλλαγές επιτοκίων δύο εταιρείες ανταλλάσσουν για συγκεκριμένες περιόδους χρηματοροές που προέρχονται από τόκους. Οι τόκοι υπολογίζονται επί του ίδιου ονομαστικού κεφαλαίου αλλά με διαφορετικό επιτόκιο για το καθένα.

Τα πλεονεκτήματα αυτών είναι ότι δημιουργούνται κάτω από τις ανάγκες και απαιτήσεις δύο ή λίγων ενδιαφερόμενων μερών, δεν παρακολουθούνται από κανένα επίσημο εποπτικό σώμα παρέχοντας έτσι ευελιξία και ότι το κόστος συναλλαγών είναι μικρό.

Τα μειονεκτήματα αυτών είναι ότι δεν υπάρχει απαιτούμενη ρευστότητα σε περίπτωση που ένα αντισυμβαλλόμενο μέρος θέλει να τερματίσει την συμφωνία και έχουν υψηλό πιστωτικό κίνδυνο αθέτησης της συμφωνίας από τα αντισυμβαλλόμενα μέρη.

2.3. Σκοπός των συναλλαγών με παράγωγα

Οι εταιρείες σήμερα λειτουργούν σε ένα επικίνδυνο και ευμετάβλητο οικονομικό περιβάλλον. Με την αυξανόμενη οικονομική απελευθέρωση και παγκοσμιοποίηση, η επίδραση της μεταβλητότητας των επιτοκίων, των ισοτιμιών και των δεικτών των χρηματιστηρίων γίνεται προφανής και δραματική.

Η χρήση συνεπώς κάθε χρηματοοικονομικού εργαλείου αποτελεί αναγκαιότητα κυρίως για τη διαχείριση του κινδύνου. Πέρα όμως από τον κίνδυνο, τα παράγωγα προϊόντα έχουν πολλές άλλες αποτελεσματικές και χρήσιμες εφαρμογές για ένα μεγάλο εύρος τελικών χρηστών.

Υπάρχουν λοιπόν τρεις σημαντικοί σκοποί των συναλλαγών με παράγωγα:

- Αντιστάθμιση κινδύνου (hedging)
- Κερδοσκοπία (speculation) και
- Εξισοροποιητική κερδοσκοπία (arbitrage)

Η αντιστάθμιση κινδύνου είναι και ο σημαντικότερος λόγος δημιουργίας των παραγώγων. Δεδομένης της ευκολίας και της ταχύτητας των συναλλαγών παραγώγων, μαζί με τα υπόλοιπα πλεονεκτήματα, τα παράγωγα δίνουν στους διαχειριστές κινδύνου πολύτιμα εργαλεία για την διαχείριση ή την προσαρμογή συγκεκριμένων κινδύνων.

Η αντιστάθμιση με παράγωγα περιλαμβάνει την κατάληψη με το παράγωγο μέσω μιας αντίθετης θέσης με υποκείμενο μέσο το περιουσιακό στοιχείο που αντισταθμίζεται. Εάν ο αντισταθμιστής κατέχει ένα περιουσιακό στοιχείο και ανησυχεί μήπως η τιμή του αυξηθεί μέχρι να πραγματοποιηθεί η αγορά, μια θετική θέση αγοράς (long position) είναι η πιο κατάλληλη. Μια αύξηση της τιμής θα συντελέσει σε υψηλότερο τίμημα για τον αγοραστή, η οποία θα αντισταθμιστεί από το κέρδος από την θέση στο παράγωγο μέσο.

Οι αντισταθμιστές (hedgers) χρησιμοποιούν κατά κύριο λόγο δικαιώματα προαίρεσης και συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης για την εξάλειψη του κινδύνου.

Η απόφαση όμως για την αντιστάθμιση δεν είναι απλή. Η αντιστάθμιση δεν οδηγεί πάντα στην πλήρη εξάλειψη όλων των κινδύνων. Η τιμή ενός παραγώγου μέσου ενδέχεται να μην συμπορεύεται απόλυτα με την τιμή του αγαθού που αντισταθμίζεται.

Για παράδειγμα ας υποθέσουμε ότι ένας επενδυτής έχει στην κατοχή του ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών μεγάλης αξίας και φοβάται μήπως η αγορά υποχωρήσει, και κατά συνέπεια η αξία του χαρτοφυλακίου θα μειωθεί, μπορεί να πάρει μια αντίθετη θέση στην αγορά παραγώγων προκειμένου να αντισταθμίσει τον κίνδυνο πτώσης των τιμών.

Αυτό μπορεί να το πετύχει:

- Πουλώντας συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης στους δείκτες FTSE / ASE 20 ή και FTSE / ASE Mid 40
- Αγοράζοντας δικαιώματα πώλησης (put options) στους δείκτες FTSE / ASE 20 ή και FTSE / ASE Mid 40
- Πουλώντας δικαιώματα αγοράς (call options) στους δείκτες FTSE / ASE 20 ή και FTSE / ASE Mid 40.

Ανάλογα με τον αριθμό των συμβολαίων μπορεί να προστατεύσει μέρος ή όλο το χαρτοφυλάκιο του από την πιθανή ζημιά.

Εκτός όμως από την αντιστάθμιση κινδύνου, μπορούμε να λάβουμε θέση στην αγορά παραγώγων βασιζόμενοι στις εκτιμήσεις ή προβλέψεις μας για την μελλοντική πορεία της. Η κερδοσκοπία είναι απαραίτητο συστατικό σε όλες τις αγορές καθώς διευκολύνει την μεταβίβαση του κινδύνου.

Οι κερδοσκόποι σε μια αγορά παραγώγων είναι μοιρασμένοι σε αγοραστές και πωλητές και πάντα υπάρχει ο κίνδυνος να υποστούν ζημίες αντί κέρδη. Τα παράγωγα διευκολύνουν την κερδοσκοπία αφού οι συναλλαγές με παράγωγα είναι ταχείες και χαμηλού κόστους.

Επιπλέον, τα παράγωγα παρέχουν την αναγκαία μόχλευση για την δημιουργία κερδοσκοπικών θέσεων αφού οι χαμηλές ή μηδενικές αρχικές επενδύσεις είναι το προαπαιτούμενο για πολλές συναλλαγές.

Ας υποθέσουμε ότι προβλέπουμε ότι το δολάριο ΗΠΑ θα ανατιμηθεί έναντι του ευρωπαϊκού νομίσματος εξαιτίας της βελτίωσης των μεγεθών της Αμερικανικής οικονομίας. Μπορούμε να κερδοσκοπήσουμε λαμβάνοντας μια θετική θέση – θέση αγοράς σε προθεσμιακά συμβόλαια δολαρίου.

Εάν το ένα συμβόλαιο μας επιτρέπει να αγοράσουμε 30.000 δολάρια ΗΠΑ στην συμφωνηθείσα τιμή κάποια στιγμή στο μέλλον, τότε εάν όντως το δολάριο ΗΠΑ ανατιμηθεί έναντι του ευρώ, η θέση μας θα είναι κερδοφόρα. Εάν κρατήσουμε αυτή τη θέση μέχρι την ημερομηνία παράδοσης, θα λάβουμε δολάρια ΗΠΑ με την συμφωνηθείσα ισοτιμία και θα μπορούμε να τα πουλήσουμε με την ισοτιμία που κατέχουν στην άμεση αγορά, η οποία θα είναι υψηλότερη από τη συμφωνηθείσα λόγω της ανατίμησης του νομίσματος.

Είναι φανερό λοιπόν ότι κίνδυνος και απόδοση πάνε μαζί. Μεγαλύτερες αποδόσεις αποκομίζονται με μεγαλύτερους κινδύνους. Μερικές φορές, οι επενδυτές ή οι εταιρείες ενδέχεται να επιθυμούν να εκτεθούν σε μεγαλύτερους κινδύνους αφού μπορούν να τους αντέξουν και να έχουν την ευκαιρία μεγαλύτερων αποδόσεων.

Τέλος, τα παράγωγα μπορούν να χρησιμοποιηθούν σε ενέργειες κερδοσκοπικής αντιστάθμισης. Μια ευκαιρία εξισορροπητικής αντιστάθμισης (arbitrage) είναι όταν το ίδιο περιουσιακό στοιχείο ή εμπόρευμα διαπραγματεύεται με διαφορετικές τιμές σε δύο ξεχωριστές αγορές. Αγοράζοντας χαμηλά στη μια αγορά και πουλώντας υψηλότερα στην άλλη ταυτόχρονα, ένας επενδυτής αποκομίζει ένα σταθερό κέρδος χωρίς καθόλου κίνδυνο (Fitzgerald, 1993, σελ. 48).

Αναφέρονται σε κερδοφόρες διαπραγματευτικές δραστηριότητες που περιλαμβάνουν μηδενική επένδυση και καθόλου κίνδυνο. Συμπερασματικά, οι αντισταθμιστές (arbitrageurs) επιχειρούν να κερδίσουν αγοράζοντας στην φθηνή αγορά και πουλώντας στην ακριβότερη (Hull, 2003, σελ.12).

Ένα απλό παράδειγμα είναι η μετοχή του ΟΤΕ η οποία διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο Αθηνών και στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Έστω ότι η τιμή της στην Αθήνα είναι 18 ευρώ και στη Ν. Υόρκη 20 δολάρια. Η ισοτιμία του ευρώ είναι 0,88 ανά δολάριο. Ένας επενδυτής μπορεί να αγοράσει 1000 μετοχές από τη Ν. Υόρκη και να τις πουλήσει στην Αθήνα. Το κέρδος του θα είναι:

$$1000 \times [18 - (20 \times 0.88)] = 400 \text{ ευρώ}$$

Στο παραπάνω παράδειγμα δεν υπολογίσαμε το κόστος των συναλλαγών που, για ένα μικρό επενδυτή, μειώνει σημαντικά τα κέρδη του. Τα έξοδα όμως των συναλλαγών για τους θεσμικούς επενδυτές είναι χαμηλότερα τόσο στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά όσο και στην αγορά του εξωτερικού. Γι' αυτό η εξισορροπητική αντιστάθμιση μπορεί να επιτευχθεί κυρίως από συναλλασσόμενους οι οποίοι έχουν άμεση πρόσβαση στο σύστημα συναλλαγών.

2.4. Απόδοση παραγώγων

Οι αποδόσεις των παραγώγων προϊόντων προσδιορίζονται από τα παρακάτω στοιχεία:

- Την τιμή της αγοράς ενός δικαιώματος προαίρεσης, που αποτελεί την αμοιβή για την σύναψη της σύμβασης του δικαιώματος (premium). Καταβάλλεται από τους αγοραστές δικαιωμάτων προαίρεσης και εκπίπτει υπέρ των πωλητών.
- Την τιμή που έχει συμφωνηθεί στη σύμβαση του δικαιώματος, που ονομάζεται τιμή άσκησης, στην περίπτωση πραγμάτωσης των δικαιωμάτων προαίρεσης και μελλοντική τιμή στην περίπτωση των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης.

- Την τρέχουσα τιμή της αγοράς του δικαιώματος.

Η απόδοση εκφράζεται ως διαφορά μεταξύ της τιμής άσκησης του δικαιώματος και της τρέχουσας τιμής της αγοράς, μείον την τιμή του δικαιώματος. Ο κανόνας αυτός ισχύει για όλα τα παράγωγα προϊόντα (Μαλινδρέτος, Αθήνα 2000, σελ.221-2).

Ειδικότερα η απόδοση των παραγώγων ορίζεται από τους παρακάτω τύπους:

- Απόδοση ενός Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης
 $\text{Κέρδος} = \text{Τρέχουσα τιμή κατά τη λήξη} - \text{Αρχική προθεσμιακή τιμή}$
(Long Position)
 $\text{Κέρδος} = \text{Αρχική προθεσμιακή τιμή} - \text{Τρέχουσα τιμή κατά τη λήξη}$
(Short Position)
- Απόδοση ενός Δικαιώματος Προαίρεσης
 $\text{Κέρδος} = \text{Έσοδα} - \text{Αρχική επένδυση, όπου}$
 $\text{Έσοδα} = \text{Τρέχουσα τιμή} - \text{Τιμή άσκησης του δικαιώματος}$
 $\text{Αρχική επένδυση} = \text{Τιμή αγοράς του δικαιώματος (premium)}$

2.5. Επενδυτικοί κίνδυνοι

Ο επενδυτικός κίνδυνος στην πλειοψηφία των περιπτώσεων ορίζεται ως ο βαθμός μεταβλητότητας των διαχρονικών αποδόσεων ενός μετοχικού χαρτοφυλακίου και εμπεριέχει και την έννοια της ανάλυσης του επενδυτικού κινδύνου.

Ο στόχος της ανάλυσης είναι να κάνει τον επενδυτή πιο συνειδητό τόσο για τους διαφορετικούς κινδύνους τους οποίους αναλαμβάνει, όσο και να τον βοηθήσει για τον βαθμό μεταβλητότητας στον οποίο στοχεύει.

Οι κίνδυνοι που αντιμετωπίζουν οι επενδυτές και οι εταιρείες καθημερινά στην αγορά των κινητών αξιών και παραγώγων είναι οι εξής:

- 1) Ο κίνδυνος επιλογής της μετοχής (selection – company risk) και
- 2) Ο κίνδυνος της αγοράς (market risk)

Ο κίνδυνος της αγοράς ή αλλιώς συστηματικός κίνδυνος αντιπροσωπεύει και αντανakλά την γενική κατάσταση της οικονομίας, τις πληθωριστικές τάσεις που υπάρχουν, τα επίπεδα των επιτοκίων, τη φορολογία και τις χρηματιστηριακές συνθήκες σε εγχώριο και διεθνές επίπεδο.

Από την άλλη, ο κίνδυνος επιλογής ή μη-συστηματικός κίνδυνος σχετίζεται με την επιλογή της μετοχής η οποία μπορεί να μην αποδώσει το αναμενόμενο αποτέλεσμα.

Αφορά μεμονωμένα περιστατικά όπως ένα σημαντικό επιχειρηματικό νέο που θα έχει επιπτώσεις στην τιμή μιας μετοχής στην υποκείμενη αγορά, άρα και στα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης και στα Δικαιώματα προαίρεσης για την συγκεκριμένη μετοχή.

Άλλοι κίνδυνοι που σχετίζονται με την χρήση των παραγώγων προϊόντων είναι:

- Ο κίνδυνος προϊόντος (product risk), δεδομένου ότι όλα τα παράγωγα προϊόντα συναλλάσσονται στις αγορές και συνεπώς συνοδεύονται με κινδύνους από μεταβολές των τιμών τους και της απόδοσης του κεφαλαίου που πρόκειται να τοποθετήσει ο επενδυτής.
- Ο συναλλαγματικός κίνδυνος παραγώγων.

- Ο πιστωτικός κίνδυνος (credit risk), ο οποίος είναι ο κίνδυνος ζημιάς που συνοδεύει τα παράγωγα προϊόντα σε περίπτωση χρηματοδότησης του επενδυτή με δανεισμό και αθέτηση των υποχρεώσεων του, λόγω ζημιών και αδυναμίας εξυπηρέτησης του χρέους.
- Ο κίνδυνος ρευστότητας (liquid risk), ο οποίος διακρίνεται σε κίνδυνο ρευστότητας αγοράς και κίνδυνο ρευστότητας του μεσολαβητή.
- Ο λειτουργικός κίνδυνος (operational risk), που είναι ο κίνδυνος πρόκλησης απρόβλεπτης ζημιάς εξαιτίας αδυναμιών του συστήματος πληροφόρησης ή εσωτερικού ελέγχου κάποιου των μερών.
- Τέλος, ο νομικός κίνδυνος (legal risk), που χαρακτηρίζεται ο κίνδυνος ζημιάς εάν ένα συμβόλαιο παραγωγού αποδειχθεί μη εκτελεστό. Η αδυναμία εκτέλεσης μπορεί να προκύψει από ελλιπή διατύπωση εγγράφων, έλλειψη δικαιοπρακτικής ικανότητας ή εξουσίας ενός των αντισυμβαλλομένων, νομιμότητα του παραγωγού, αδυναμία σε περίπτωση πτώχευσης ή στάσης πληρωμής.

2.6. Πλεονεκτήματα Παραγώγων

Τα κυριότερα πλεονεκτήματα των παραγώγων προϊόντων είναι:

- Η μερική ή ολική αντιστάθμιση του κινδύνου, που προέρχεται από τη διακύμανση των τιμών.
- Η δυνατότητα του επενδυτή για πραγματοποίηση κερδών σε ανοδική, σταθερή αλλά και καθοδική αγορά.
- Η διεύρυνση των επενδυτικών επιλογών.
- Η αύξηση ρευστότητας στην αγορά.
- Η δυνατότητα του επενδυτή να αλλάζει θέση ανάλογα με την κίνηση και τις προοπτικές των τιμών, δηλαδή από αγοραστής να γίνει πωλητής και το αντίθετο.

- Η επιτυχία μεγάλων αποδόσεων με σχετικά μικρή δέσμευση κεφαλαίων, αν επαληθευτούν οι προβλέψεις.
- Λόγω του ότι οι τιμές των παραγώγων καταχωρούνται στο ηλεκτρονικό σύστημα του Χρηματιστηρίου, ο επενδυτής μπορεί να τις παρακολουθεί εύκολα και να μεταβάλλει αυτόματα τη θέση του με μια εντολή.
- Η τρέχουσα αγορά γίνεται πιο αποτελεσματική.
- Οι συναλλαγές σε παράγωγα έχουν εγκυρότητα και διεκπεραιώνονται ταχύτατα με χαμηλό κόστος.
- Ο επενδυτής διαμορφώνει ένα χαρτοφυλάκιο επενδύσεων που ελαχιστοποιεί τον κίνδυνο.
- Η αγορά καθίσταται πιο ελκυστική για τους θεσμικούς επενδυτές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

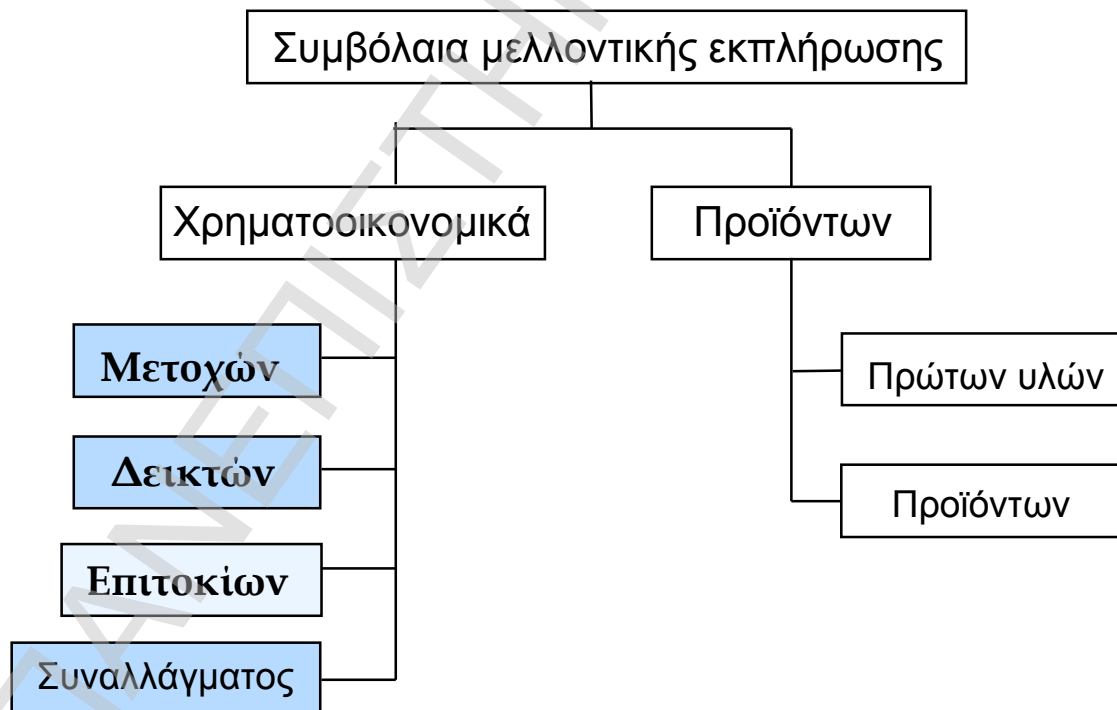
Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης

3.1. Γενικά

Οι χρηματοοικονομικές αγορές συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης αναπτύχθηκαν τα τελευταία 25 χρόνια και περιλαμβάνουν επίσημα οργανωμένα χρηματιστήρια και τις εκτός κύκλου αγορές. Τα προϊόντα τους έχουν όμοια τυποποιημένα χαρακτηριστικά και διαπραγματεύονται είτε δια ζώσης (ΗΠΑ) είτε μέσω ηλεκτρονικών συστημάτων.

Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης καλύπτουν τις κυριότερες αγορές, όπως ισοτιμίες νομισμάτων, επιτόκια στα κυριότερα νομίσματα, χρηματιστηριακούς δείκτες και πρώτες ύλες, όπως φαίνονται και στον παρακάτω διάγραμμα:

Διάγραμμα 1: Είδη συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης



Πηγή: Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης

Έτσι στην αγορά αυτή διαπραγματεύονται συμβόλαια τα οποία δίνουν στον κάτοχο τη δυνατότητα να αγοράσει ή να πουλήσει ενεργητικά σε συγκεκριμένη τιμή και παραδοτέα σε μελλοντική ημερομηνία.

Οι τιμές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης αλλάζουν καθημερινά, αφού αυτά αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης. Οι τιμές τους επηρεάζονται από την τρέχουσα τιμή του αγαθού για το οποίο έχει γίνει η συμφωνία και το επιτόκιο του νομίσματος στο οποίο είναι διαπραγματεύσιμα τα συμβόλαια.

Τα περισσότερα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης κλείνονται με αντισταθμιστικές πράξεις. Συνεπώς, ο κάτοχος του προϊόντος, λίγο πριν τη λήξη του συμβολαίου, δίνει εντολή ρευστοποίησης η οποία του επιτρέπει να κλείσει τη θέση του. Το κέρδος του είναι η διαφορά μεταξύ της τιμής της αγοράς και τιμής πώλησης (Θεοδωρόπουλος, Αθήνα 2000, σελ.108).

Οι μεγαλύτερες αγορές με βάση τον αριθμό των συμβολαίων είναι το Σικάγο και η Νέα Υόρκη και εκτός των ΗΠΑ το Χρηματιστήριο Μεταλλευμάτων του Λονδίνου και των Παρισίων.

3.2. Χαρακτηριστικά της αγοράς των Σ.Μ.Ε.

Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές παραγώγων. Έχουν δηλαδή τυποποιημένα χαρακτηριστικά (μέγεθος, διάρκεια, λήξη, εκκαθάριση κ.α.) και το καλό τέλος της συναλλαγής εξασφαλίζεται από την αγορά και τους όρους, τις διαδικασίες και τους μηχανισμούς που τίθενται για τη σύναψη και διαπραγμάτευση των συμβολαίων αυτών.

Ο βασικότερος όρος που κάθε αγορά θέτει για την διαπραγμάτευση των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης είναι η κατάθεση από κάθε αντισυμβαλλόμενο ενός περιθωρίου (margin) και η βασική διαδικασία είναι η καθημερινή αποτίμηση της θέσης και η καθημερινή εκκαθάριση του κέρδους ή της ζημιάς (Αγγελόπουλος, Αθήνα 2001, σελ. 157-8).

Το κείμενο των συμβολαίων διαφοροποιείται από συμβόλαια σε συμβόλαιο για να αντανakλάσει τις διαφορές που υπάρχουν στα ενεργητικά επί των οποίων εκδίδονται και τις ιδιαίτερες ανάγκες που καλύπτουν. Στους βασικούς όρους περιλαμβάνεται η σαφής περιγραφή του ενεργητικού, το μέγεθος, η διαδικασία, ο τόπος και ο χρόνος παράδοσης.

Η διαπραγμάτευση γίνεται για τον πλησιέστερο μήνα παράδοσης και τους μεταγενέστερους μήνες που ορίζονται. Οι επαγγελματίες (traders) συνήθως κλείνουν τις θέσεις τους πριν από τη λήξη. Το κλείσιμο γίνεται με αντίθετη πράξη. Αν μια θέση δεν κλειστεί πριν από τη λήξη πιθανότητα να ακολουθήσει παράδοση.

Ο επενδυτής αφού επιλέξει το είδος του συμβολαίου και προσδιορίσει τον μήνα που τον ικανοποιεί δίνει την εντολή στο χρηματιστή του ο οποίος την εκτελεί ακολουθώντας τη διαδικασία που έχει οριστεί από το χρηματιστήριο. Με τη λήψη της ένδειξης εκτέλεσης της εντολής, ο επενδυτής πρέπει να καταβάλει το περιθώριο ασφάλισης το οποίο δεν υπερβαίνει το 10% της αξίας για τις κερδοσκοπικές πράξεις και χαμηλότερα για αντιστάθμιση κινδύνου.

Τα βασικότερα χαρακτηριστικά των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης είναι:

• Η διαπραγματευσιμότητα: δίνουν το δικαίωμα στο επενδυτή κατά την διάρκεια του συμβολαίου να προχωρήσει στην αγορά ή πώληση ενός συμβολαίου. Η χρήση των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης έχει δύο βασικές θέσεις:

- Την θέση αγοράς και
- Την θέση πώλησης

Ο αγοραστής ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης (θέση αγοράς) έχει την υποχρέωση να δεχθεί την παράδοση του υποκείμενου τίτλου στην προσυμφωνημένη τιμή συμβολαίου στην ημερομηνία λήξης του συμβολαίου.

Ο επενδυτής που παίρνει θέση αγοράς στον υποκείμενο τίτλο, εκτιμά ότι η τιμή του θα ανέβει. Έτσι, πραγματοποιεί κέρδος από την άνοδο της τιμής του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης.

Από την άλλη, ο πωλητής ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης (θέση πώλησης) αναλαμβάνει την υποχρέωση να παραδώσει τον υποκείμενο τίτλο στην προσυμφωνημένη τιμή συμβολαίου στην ημερομηνία λήξης του.

Ο επενδυτής που παίρνει θέση πώλησης στον υποκείμενο τίτλο, εκτιμά ότι η τιμή του θα μειωθεί. Έτσι, επιτυγχάνει κέρδος από μια ενδεχόμενη πτώση της τιμής του ΣΜΕ.

Οι ανοιχτές θέσεις αγοράς ή πώλησης στα ΣΜΕ μπορούν να διατηρηθούν μέχρι τη λήξη του συμβολαίου ή να κλείσουν οποιαδήποτε στιγμή με μια αντίθετη συναλλαγή ίσου αριθμού συμβολαίων.

- ▶ Το χαμηλό επενδυτικό κεφάλαιο: πρόκειται για μια επένδυση που δεν απαιτεί κεφάλαια, ή μάλλον στην πράξη απαιτεί το κόστος συναλλαγής και ένα ελάχιστο ύψος κεφαλαίου ως εγγύηση για την τήρηση της υπόσχεσης των συναλλασσόμενων.
- ▶ Τα υψηλά περιθώρια κέρδους τα οποία υπόσχονται τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης σε περίπτωση επιβεβαίωσης των προβλέψεων του επενδυτή.

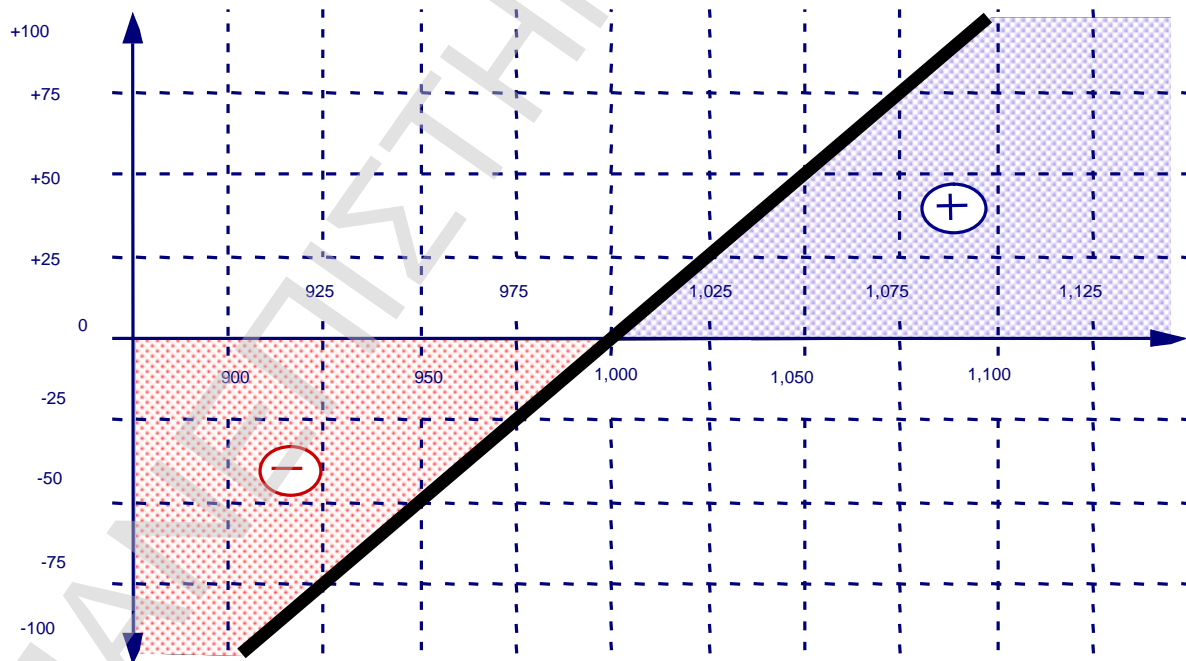
3.3. Βασικές θέσεις στα Σ.Μ.Ε.

Η θέση αγοράς (Long position) είναι η θέση του αντισυμβαλλόμενου (αγοραστή) που υποχρεούται να αγοράσει το υποκείμενο προϊόν στη συμφωνημένη τιμή και στη συμφωνημένη ημερομηνία.

Διάγραμμα 2: Θέση Αγοράς Σ.Μ.Ε.

Θέση Αγοράς Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης

Μέγιστο κέρδος:	+ ∞
Νεκρό Σημείο:	τιμή αγοράς
Μέγιστη ζημιά:	μηδενισμός τιμής



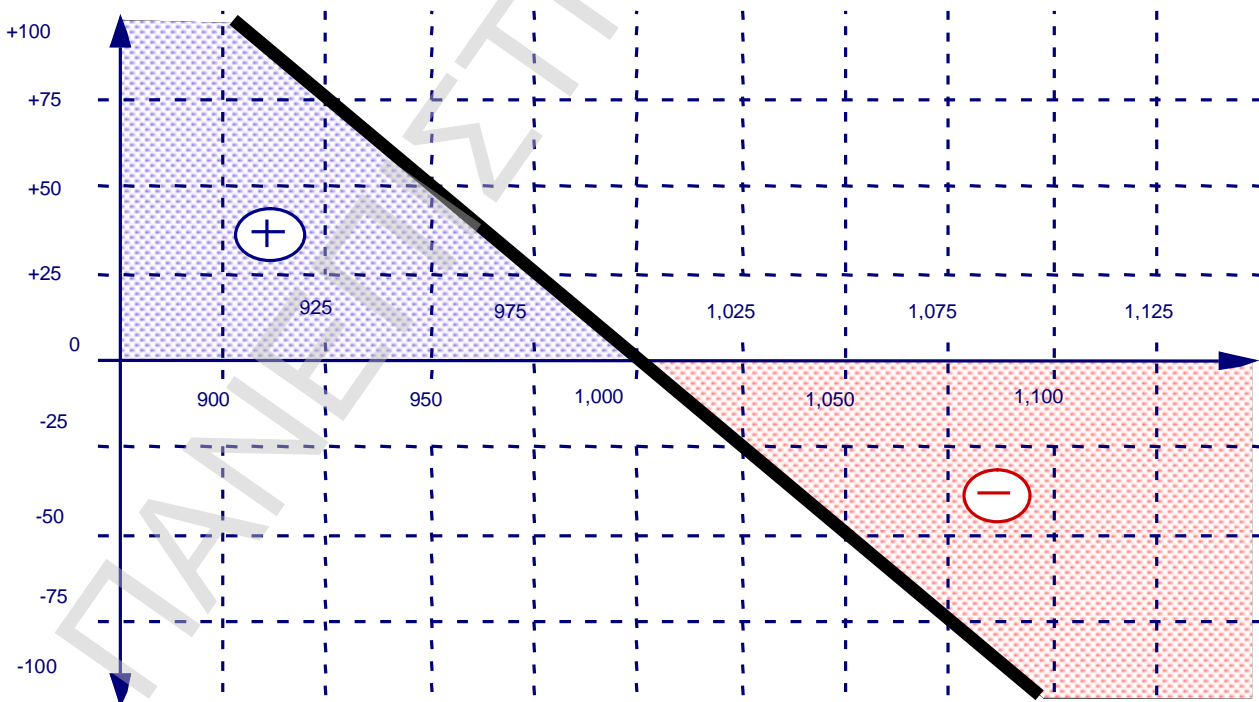
Λόγοι για τη λήψη θέσης αγοράς Σ.Μ.Ε.:

1. Ανοδικές προσδοκίες για την αγορά
2. Αντιστάθμιση κινδύνου τιμής με την προοπτική για μελλοντική αγορά
3. Αντιστάθμιση κινδύνου μιας θέσης πώλησης.

Διάγραμμα 3: Θέση Πώλησης Σ.Μ.Ε.

Θέση Πώλησης Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης

Μέγιστο κέρδος: μηδενισμός τιμής
Νεκρό Σημείο: τιμή πώλησης
Μέγιστη ζημιά: + ¥



Λόγοι για τη λήψη θέσης πώλησης Σ.Μ.Ε.:

1. Πτωτικές προσδοκίες για την αγορά
2. Αντιστάθμιση κινδύνου τιμής με την προοπτική για μελλοντική πώληση
3. Αντιστάθμιση κινδύνου μιας θέσης αγοράς.

3.4. Χρήση των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης

Πρωταρχικός στόχος των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης, όπως όλων των χρηματοοικονομικών παραγώγων, είναι η αντιστάθμιση του κινδύνου που δημιουργούν οι συναλλαγές (Siegel, 1990, σελ. 32). Ο κίνδυνος που αντισταθμίζεται κάθε φορά σχετίζεται με τον υποκείμενο τίτλο του συμβολαίου.

Για παράδειγμα, η θέση σε ένα χαρτοφυλάκιο σε ελληνικές μετοχές μπορεί να αντισταθμιστεί έναντι βραχυπρόθεσμων ή μεσοπρόθεσμων μεταβολών με τη χρήση Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/ASE-20.

Οι κερδοσκόποι από την άλλη, λαμβάνουν θέσεις σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης με σκοπό να προσαρμόσουν τη στρατηγική τους στις προσδοκίες τους για την αγορά.

Οι συναλλασσόμενοι έχουν συναίσθηση του κινδύνου που αναλαμβάνουν, καθώς επιδιώκουν να εκμεταλλευτούν τις ευκαιρίες για κέρδος και έτσι δημιουργούν την αναγκαία ρευστότητα στην αγορά, που απαιτείται από αυτούς που θέλουν να κάνουν αντιστάθμιση κινδύνου προκειμένου να προστατευθούν.

Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης επίσης μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να επιτύχει ο επενδυτής μεγαλύτερη έκθεση στην αγορά πιο γρήγορα και με λιγότερο κόστος.

Στην περίπτωση αυτή, ο επενδυτής εμφανίζεται ως αγοραστής ΣΜΕ επιζητώντας αυξημένες αποδόσεις. Καθοριστικοί παράγοντες επιτυχίας είναι η ακριβής εκτίμηση της αγοράς και η διαρκής παρακολούθηση της θέσης από μέρους του επενδυτή.

Άλλη μια χρήση των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης είναι σαν «ασφάλεια χαρτοφυλακίου». Η χρήση αυτή είναι ιδιαίτερα σημαντική για τους θεσμικούς επενδυτές. Πουλώντας ΣΜΕ σε μετοχές του δείκτη σε ποσοστό ανάλογο του συνολικού χαρτοφυλακίου, ένας διαχειριστής κεφαλαίων μπορεί να κλειδώσει τα κέρδη του σε ένα συγκεκριμένο σημείο της αγοράς χάνοντας βέβαια τα κέρδη που του αναλογούν, αν η αγορά συνεχίσει να κινείται ανοδικά, αλλά δημιουργώντας ασφάλεια στα ήδη κεκτημένα κέρδη (Λάρδα, 2001, σελ. 1-3).

Οι ιδιώτες επενδυτές χρησιμοποιούν να συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επειδή αποτελούν μια εναλλακτική στρατηγική για κέρδος, ακόμη και σε περιόδους που οι μετοχές έχουν πτωτική τάση. Ένας επενδυτής ανάλογα με τις προσδοκίες του για τις τάσεις της αγοράς και τη στάση του απέναντι στον κίνδυνο, θα εισέλθει στην αγορά παραγώγων για λόγους αντιστάθμισης της θέσης του ή σαν κερδοσκόπος.

Τέλος, οι θεσμικοί επενδυτές, όπως οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων και οι ασφαλιστικές εταιρείες, χρησιμοποιούν τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης για να επιτύχουν επιπλέον αποδόσεις.

Για τους διαχειριστές χαρτοφυλακίων, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης είναι το πλέον ευέλικτο μέσο για διαχείριση κινδύνου. Με βάση τον αριθμό των συμβολαίων που πωλούν ή αγοράζουν, μειώνουν ή, αντίθετα, αυξάνουν την έκθεση των χαρτοφυλακίων τους, σε μεταβολές τιμών προκειμένου να εκμεταλλευτούν ευκαιρίες για κέρδη, χωρίς να απαιτούνται σημαντικές αλλαγές ή ρευστοποιήσεις στο χαρτοφυλάκιό τους.

3.5. Θεωρητική τιμή Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης

Η θεωρητική τιμή (Fair Value) των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης είναι η αξία που προκύπτει από τον συνυπολογισμό της τρέχουσας τιμής της υποκείμενης αξίας (μετοχής, δείκτη, εμπορεύματος, ισοτιμίας, κλπ.), του τρέχοντος επιτοκίου χωρίς κίνδυνο, της μερισματικής απόδοσης του υποκείμενου προϊόντος, και του χρόνου που απομένει μέχρι την λήξη του εξεταζόμενου ΣΜΕ, μέσω κάποιου υπολογιστικού μαθηματικού μοντέλου.

Αναλυτικότερα, χρησιμοποιούμε την τρέχουσα τιμή του υποκείμενου προϊόντος αφού η τιμή του ΣΜΕ προκύπτει από την τιμή του υποκείμενου. Λόγω της ύπαρξης του Περιθωρίου Ασφάλισης (Margin), μια επένδυση σε ΣΜΕ δεν απαιτεί την καταβολή του συνολικού ποσού της επένδυσης αλλά ενός χρηματικού περιθωρίου.

Συνεπώς το ποσό που απομένει (συνολική επένδυση μείον χρηματικό περιθώριο) μπορεί κάλλιστα να τοποθετηθεί σε κάποια τοκοφόρα επένδυση με ελάχιστο ρίσκο. Το ποσό του τόκου που θα προκύψει από την επένδυση μας αυτή, θα πρέπει να αυξήσει ανάλογα την θεωρητική τιμή του ΣΜΕ καθώς αν είχε προτιμηθεί η επένδυση στο υποκείμενο αυτό καθαυτό το ποσό που τοποθετήσαμε στην τοκοφόρα επένδυση δεν θα ήταν διαθέσιμο.

Ανάλογα, προτιμώντας την επένδυση σε κάποιο ΣΜΕ «παραιτούμαστε» από το δικαίωμα εισπραξης του τυχόν μερίσματος που θα διανεμίει το υποκείμενο προϊόν (ή οι υποκείμενες μετοχές σε περιπτώσεις ΣΜΕ επί δεικτών). Συνεπώς, εφόσον η επιλογή του ΣΜΕ και όχι της ίδιας της υποκείμενης αξίας μας στερεί από κάποια πιθανά έσοδα (τα μερίσματα) θα πρέπει να αφαιρέσουμε αυτά τα έσοδα από την θεωρητική τιμή του ΣΜΕ.

Τέλος, χρησιμοποιούμε την χρονική διάρκεια που απομένει προκειμένου να προεξοφλήσουμε την τρέχουσα αξία (present value) των πρόσθετων εσόδων από την τοκοφόρα επένδυση και των διαφυγόντων εσόδων από τα μερίσματα.

Ο τύπος που χρησιμοποιούμε για να υπολογίσουμε την θεωρητική τιμή είναι ο εξής:

$$\text{Fair value } F = S * [1 + (r - d) / 100] * T / \text{days in year}$$

όπου

S: είναι η τρέχουσα τιμή (spot) του υποκείμενου προϊόντος

r: είναι το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο (π.χ. Euribor)

d: είναι η ετήσια ποσοστιαία μερισματική απόδοση του υποκείμενου προϊόντος

T: είναι οι ημέρες που υπολείπονται πριν την ημερομηνία λήξης του συμβολαίου

days in year: είναι οι ημέρες ανά έτος (360 ή 365).

Για τα ΣΜΕ επί συναλλαγματικών ισοτιμιών υπάρχει μια διαφορά στον υπολογισμό της θεωρητικής τιμής.

Συγκεκριμένα, στην θέση του επιτόκιου χωρίς κίνδυνο, χρησιμοποιούμε το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο της ξένης (foreign risk-free rate) ισοτιμίας (της ισοτιμίας δηλαδή έναντι της οποίας εκφράζεται η ισοτιμία, πχ. EUR/USD ξένη ισοτιμία είναι το USD) και στην θέση της μερισματικής απόδοσης χρησιμοποιούμε το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο της τοπικής ισοτιμίας (domestic risk-free rate).

Ο λόγος είναι ότι για να εξαλειφθούν οι πιθανότητες για arbitrage (δανεισμός του απαιτούμενου κεφαλαίου με τον τοπικό τόκο, μετατροπή του δανείου στο ξένο νόμισμα, επένδυση του κεφαλαίου σε ομόλογο χωρίς κίνδυνο του ξένου νομίσματος, πώληση ενός ΣΜΕ για να αντισταθμιστεί ο κίνδυνος) η τιμολόγηση πρέπει να συνυπολογίζει τα επιτόκιο των δυο χωρών.

Η τιμή των ΣΜΕ (Futures) κυμαίνεται γύρω από την θεωρητική τιμή, όμως καθορίζεται τελικά από την δύναμη της προσφοράς και της ζήτησης με επακόλουθο πολλές φορές να αποκλίνει από αυτή. Σε αυτές τις περιπτώσεις λέμε ότι τα συγκεκριμένα ΣΜΕ διαπραγματεύονται με Premium (στην περίπτωση που η τιμή του συμβολαίου στην αγορά είναι μεγαλύτερη της θεωρητικής τιμής) ή με Discount (όταν η τιμή του Future είναι μικρότερη της θεωρητικής τιμής).

Ο λόγος που κάνει τις δύο αυτές τιμές πάντα να συγκλίνουν όταν η διαφορά τους γίνεται μεγάλη, είναι το ότι δίνεται η δυνατότητα για εξισορροπητική αγοραπωλησία (arbitrage) με ταυτόχρονη λήψη αντίθετων θέσεων στις αγορές παραγώγων και μετοχών (ή, όπως θα δείτε και στην ενότητα των options, και μεταξύ futures και options).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο

Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στον Ελληνικό χώρο

4.1. Γενικά

Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης, όπως αναφέρθηκε και στο δεύτερο κεφάλαιο, δεν είναι τίποτε άλλο από μια συμφωνία μεταξύ δύο μερών, τα οποία συμφωνούν να προχωρήσουν σε μια συγκεκριμένη αγοραπωλησία σε μια συγκεκριμένη μελλοντική χρονική στιγμή και σε συγκεκριμένη τιμή (Don M. Chance, 1998, σελ.6).

Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης ως χρηματιστηριακό εργαλείο, καθορίζονται επακριβώς όλοι οι όροι της μελλοντικής συναλλαγής πλην της τιμής της συναλλαγής, η οποία προσδιορίζεται από την συμφωνία των συμβαλλομένων και μεταβάλλεται συνεχώς ανάλογα με την πορεία της τιμής του υποκείμενου μέσου στο χρηματιστήριο, αλλά και άλλων παραγόντων.

Ο επενδυτής σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης έχει τις παρακάτω εξής δυνατότητες:

- 1) Να αποτελέσει το μελλοντικό αγοραστή του συμβολαίου, οπότε λέμε ότι έχει αγοράσει ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης ή ότι έχει αποκτήσει ένα συμβόλαιο αγοράς.
- 2) Να αποτελέσει το μελλοντικό πωλητή του συμβολαίου, οπότε λέμε ότι έχει πουλήσει ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης ή ότι έχει αποκτήσει ένα συμβόλαιο πώλησης.
- 3) Να κλείσει τη θέση του που είχε σε ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης, είτε η θέση του ήταν αγοράς, είτε πώλησης. Το κλείσιμο μιας θέσης αγοράς γίνεται με την τοποθέτηση του σε ένα νέο συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης (ίδιου προϊόντος και λήξης) με θέση πώλησης. Αντίθετα, το κλείσιμο μιας θέσης πώλησης πραγματοποιείται με την τοποθέτησή του σε ένα νέο συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης με θέση αγοράς. Με το κλείσιμο της θέσης

του, ο επενδυτής προχωρεί στη λήξη της επένδυσής του επιτυγχάνοντας κέρδη ή ζημίες, ανάλογα με την πορεία της τιμής του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης.

- 4) Να προχωρήσει σε οποιοδήποτε συνδυασμό στις τοποθετήσεις συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης, με σκοπό είτε την κάλυψη του κινδύνου, είτε την κερδοσκοπία.

Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης εκδίδονται και διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών (Χ.Α.). Δύο αντισυμβαλλόμενοι έρχονται σε επαφή μεταξύ τους μέσω του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Το ένα μέλος ενδιαφέρεται να αγοράσει σε μια μελλοντική ημερομηνία το συμβόλαιο στον δείκτη, ενώ το άλλο μέλος δέχεται να πουλήσει το συμβόλαιο στον δείκτη στην συμφωνηθείσα μελλοντική ημερομηνία. Και οι δύο τους έχουν την υποχρέωση να εκπληρώσουν την συναλλαγή στο μέλλον μιας και εξαρχής αποδέχτηκαν τους όρους.

Όπως και για τα λοιπά παράγωγα, υποκείμενος τίτλος για τη δημιουργία ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης μπορεί να είναι οποιοδήποτε χρηματοοικονομικό ή άλλο προϊόν, όπως ξένο νόμισμα, επιτόκιο, χρεόγραφο, δείκτης μετοχών.

Τα βασικά χαρακτηριστικά ενός Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης είναι η υποκείμενη αξία του, η τιμή του και η ημερομηνία λήξης του. Οι βασικές υποκείμενες αξίες των συμβολαίων είναι τρεις:

- ο δείκτης FTSE / ASE – 20
- ο δείκτης FTSE / ASE Mid 40
- τα δεκαετή ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου

Η προκαθορισμένη τιμή στην οποία θα γίνει η αγορά ή η πώληση ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης λέγεται τιμή παράδοσης (delivery price).

Η τιμή του συμβολαίου εκφράζεται πάντα σε μονάδες του εκάστοτε υποκείμενου τίτλου, ενώ η χρηματική του αξία υπολογίζεται με το πολλαπλασιασμό της τιμής του συμβολαίου επί τον πολλαπλασιαστή του κάθε υποκείμενου τίτλου.

Για ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης με υποκείμενη αξία το δείκτη FTSE / ASE – 20, ο πολλαπλασιαστής είναι 5,00 € ανά μονάδα, ενώ για ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE / ASE Mid 40, ο πολλαπλασιαστής είναι 10,00 € ανά μονάδα για σειρές πριν τον Απρίλιο του 2003 και 25,00 € ανά μονάδα για σειρές από τον Απρίλιο του 2003.

Ημερομηνία λήξης είναι η ημερομηνία κατά την οποία λήγει μια σειρά του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης, δηλαδή η μελλοντική χρονική στιγμή κατά την οποία εκπληρώνονται οι όροι της συμφωνίας.

Ο επενδυτής επιλέγοντας λοιπόν την αγορά ή την πώληση μιας σειράς συμβολαίων (υπάρχουν προς διαπραγμάτευση στο χρηματιστήριο έξι σειρές συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης με διαφορετική ημερομηνία λήξης), επιλέγει αυτόματα και την ημερομηνία παράδοσης που της αντιστοιχεί.

4.2. Συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών

Στο Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. σήμερα διαπραγματεύονται τα παρακάτω Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης:

- ΣΜΕ στο δείκτη FTSE / ASE – 20
- ΣΜΕ στο δείκτη FTSE / ASE Mid 40

- ΣΜΕ σε 10ετές ομόλογο του Ελληνικού Δημοσίου
- ΣΜΕ επί μετοχών
- ΣΜΕ στη συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD

4.2.1. ΣΜΕ στο δείκτη FTSE / ASE – 20

Για τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/ASE-20 που διαπραγματεύονται στην Αγορά Παραγώγων του Χρηματιστηρίου Αθηνών Α.Ε., η υποκείμενη αξία είναι ο δείκτης μετοχών FTSE/ASE-20. Ο δείκτης FTSE/ASE-20 είναι βασισμένος στις 20 εταιρίες του Χρηματιστηρίου Αθηνών με την υψηλότερη κεφαλαιοποίηση, από διάφορους κλάδους της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς. .

Η κεφαλαιοποίηση των 20 εταιριών που απαρτίζουν το δείκτη FTSE/ASE-20 ξεπερνά το ήμισυ της συνολικής κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών Α.Ε. Ο δείκτης FTSE/ASE-20 είναι ιδιαίτερα αντιπροσωπευτικός του κλάδου των Τραπεζών, οι μετοχές του οποίου αποτελούν περίπου το 60% του δείκτη, ενώ σε συνδυασμό με τις μετοχές του κλάδου των Τηλεπικοινωνιών, συνιστούν το 77,62% του δείκτη. Η σύνθεση και το βάρος των μετοχών του δείκτη μεταβάλλεται με το χρόνο.

Ο δείκτης FTSE/ASE-20 δημιουργήθηκε το Σεπτέμβριο του 1997 από το διεθνή οργανισμό FTSE International και το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Ο σχεδιασμός και η λειτουργία του βασίστηκε σε αυστηρές προδιαγραφές, ώστε να αντικατοπτρίζει με πιστότητα την πορεία των 20 εταιρειών από διάφορους κλάδους της Ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς, αλλά και γενικότερα την πορεία του Ελληνικού χρηματιστηρίου.

Οι εταιρείες που απαρτίζουν το δείκτη FTSE/ASE-20 είναι:

ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.

ΤΡΑΠΕΖΑ ΕFG EUROBANK ΕΡΓΑΣΙΑΣ Α.Ε.

ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.

ΒΙΟΧΑΛΚΟ Ε.Β. ΧΑΛΚΟΥ ΚΑΙ ΑΛΟΥΜ.

ΓΕΡΜΑΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε.

ΔΕΗ Α.Ε.

COCA – COLA Ε.Ε.Ε. Α.Ε.

ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ Α.Ε.

ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.

ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.

ΗΥΑΤΤ REGENCY ΞΕΝ/ΚΗ & ΤΟΥΡ. Α.Ε.

INTRACOM Α.Ε.

ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΑΦΟΡΟΛ. ΕΙΔΩΝ Α.Ε.

COSMOTE – ΚΙΝΗΤΕΣ ΤΗΛ. Α.Ε.

ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ ΕΛΛΑΣ

ΟΠΑΠ Α.Ε.

ΟΤΕ Α.Ε.

ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.

Α.Ε. ΤΡΙΜΕΝΤΩΝ ΤΙΤΑΝ

Καθώς ο δείκτης FTSE/ASE-20 είναι ένα πρωτοποριακό επενδυτικό εργαλείο στο χώρο των δεικτών και δεδομένου του μικρού αριθμού μετοχών που τον απαρτίζουν, έχει πλέον καθιερωθεί ως μέσο για την αξιολόγηση της απόδοσης επενδύσεων, αλλά και ως βάση για τη δημιουργία νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων, τα οποία στηρίζονται αποκλειστικά σε δείκτες.

Παρατηρώντας λοιπόν τη πορεία του δείκτη βλέπουμε ότι συμβαδίζει με τις αποδόσεις άλλων δεικτών μετοχών υψηλής κεφαλαιοποίησης, όπως του DOW JONES, του S&P 500 και του FTSE 100.

Κατά συνέπεια, μέσω των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/ASE-20, οι επενδυτές μπορούν να συμμετέχουν σε παρόμοιες αποδόσεις με μια μόνο επενδυτική κίνηση και με χαμηλές προμήθειες.

Οι μετοχές που απαρτίζουν το δείκτη FTSE/ASE-20 υπόκεινται σε επανεξέταση από τη συμβουλευτική επιτροπή δύο φορές το χρόνο, τον Απρίλιο και τον Οκτώβριο, προκειμένου να καθορισθούν οι εταιρείες που θα αντικατοπτρίζουν με πιστότητα τις κινήσεις της αγοράς (Αγορά Παραγώγων, Αποστόλου, Μάρτιος 2004, σελ.3-4).

Η διαπραγμάτευση των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/ASE-20 ξεκίνησε στις 27 Αυγούστου 1999 και οι ώρες των συναλλαγών είναι 10:45 με 16:15. Θα πρέπει να σημειώσουμε ότι το ελάχιστο μέγεθος καταβολής της τιμής του συμβόλαιου μελλοντικής εκπλήρωσης ισούται με 0,25 μονάδες του δείκτη, οι οποίες είναι ισοδύναμες με 1,25 ευρώ (Λιβάνης, Θεσσαλονίκη 2002, σελ.21).

Κάθε χρονική στιγμή υπάρχουν προς διαπραγμάτευση έξι (6) Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/ASE-20 που αντιστοιχούν σε έξι διαφορετικούς μήνες λήξης τους 3 κοντινότερους μήνες από το μηνιαίο κύκλο και τους 3 από τον τριμηνιαίο κύκλο Μάρτιο, Ιούνιο, Σεπτέμβριο και Δεκέμβριο που δεν περιλαμβάνονται στους 3 αρχικούς.

Η νέα σειρά εισάγεται την πρώτη εργάσιμη μετά την τελευταία ημέρα συναλλαγών της σειράς που έληξε. Η ημέρα λήξης και η τελευταία ημέρα συναλλαγής συμπίπτει και είναι η Τρίτη Παρασκευή του μήνα λήξης (Παπαγεωργίου, 2002, σελ. 287).

Καθημερινά πραγματοποιείται εκκαθάριση σύμφωνα με την ημερήσια τιμή εκκαθάρισης που υπολογίζεται με βάση τον κατάλληλο αλγόριθμο. Στα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης με θετική καθαρή αξία ο αγοραστής εισπράττει και ο πωλητής του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης πληρώνει αυτή την καθαρή αξία. Αντίθετα στην περίπτωση αρνητικής καθαρής αξίας ο αγοραστής του συμβολαίου πληρώνει και ο πωλητής εισπράττει την καθαρή αρνητική αξία.

Τελική καθαρή αξία = (τελική τιμή εκκαθάρισης του υποκείμενου δείκτη – τιμή εκκαθάρισης της προηγούμενης ημέρας συναλλαγής) x πολλαπλασιαστής.

Συνοπτικά τα χαρακτηριστικά του προϊόντος αναφέρονται στον πίνακα που ακολουθεί:

Πίνακας 4.1. Χαρακτηριστικά Σ.Μ.Ε. στο δείκτη FTSE/ASE-20

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

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

Πηγή: Αγορά Παραγώγων Χρηματιστηρίου Αθηνών

4.2.2. ΣΜΕ στο δείκτη FTSE / ASE Mid 40

Για τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40 που διαπραγματεύονται στην Αγορά Παραγώγων του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών Α.Ε., η υποκείμενη αξία είναι ο δείκτης μετοχών FTSE/ASE Mid 40.

Ο δείκτης FTSE/ASE Mid 40 είναι βασισμένος σε 40 εταιρίες του Χρηματιστηρίου Αθηνών μεσαίας κεφαλαιοποίησης και εμπορευσιμότητας, από διάφορους κλάδους της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς.

Η κεφαλαιοποίηση των 40 εταιριών που συμμετέχουν στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40 ξεπερνά το 15% της συνολικής κεφαλαιοποίησης του Χ.Α. Α.Ε. Είναι σημαντικό να σημειωθεί η υψηλή διαφοροποίηση του δείκτη, στον οποίο αντιπροσωπεύονται περισσότεροι από 20 διαφορετικοί κλάδοι δραστηριότητας.

Το γεγονός αυτό τον καθιστά ιδιαίτερα αντιπροσωπευτικό της μεσαίας κεφαλαιοποίησης και πολύ χρήσιμο για την αντιστάθμιση κινδύνου σε διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια. Η σύνθεση και το βάρος των μετοχών του δείκτη μεταβάλλεται με το χρόνο.

Η διαπραγμάτευση των συμβολαίων αυτών ξεκίνησε στις 28 Ιανουαρίου του 2000 και οι ώρες των συναλλαγών είναι 10:45 με 16:15. Τα υπόλοιπα χαρακτηριστικά τους, ο τρόπος παράδοσης, η ημέρα παράδοσης και ο διακανονισμός είναι ίδια με αυτά του ΣΜΕ στο δείκτη FTSE/ASE-20.

Οι εταιρείες που απαρτίζουν το δείκτη FTSE/ASE Mid 40 είναι:

ΑΤΤΙΚΑ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
ΕΛΒΙΣΚΟ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
F.G. EUROPE Α.Ε.
FOURLIS Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
GOODY'S Α.Ε.
J. & P. – ΑΒΑΞ Α.Ε.
MARFIN FINANCIAL GROUP Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
NOTOS COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ Α.Ε.Β.Ε.Ε.
S & B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ Α.Ε.
Α.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ
ΑΚΤΩΡ Α.Τ.Ε.
ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.
ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ Α.Ξ.Ε.
ΓΕΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ Α.Ε.
ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.
ΔΕΛΤΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.

ΔΕΛΤΑ SINGULAR Α.Ε. ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ
ΔΗΜ/ΦΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΑΜΠΡΑΚΗ Α.Ε.
ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.
ΕΘΝΙΚΗ ΑΞΙΟΠ. ΑΚΙΝ. & ΕΚΜ/ΣΕΩΣ ΓΕΝ. ΑΠΟΘ. Α.Ε.
ΕΛΑΪΣ Α.Ε. ΕΛΑΙΟΥΡΓ. ΕΠΙΧ.
ΕΛΒΑΛ Α.Ε. ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΕΠΕΞΕΡΓΑΣΙΑ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ
ΕΛΛ. ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΖΑΧΑΡΗΣ Α.Ε.
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
Ε.ΥΔ.Α.Π. Α.Ε.
Η ΕΘΝΙΚΗ (Α.Ε. ΕΛΛ. ΕΤΑΙΡΙΑ ΓΕΝ. ΑΣΦΑΛΕΙΩΝ)
ΙΑΣΩ Α.Ε.
ΙΝΤΡΑΛΟΤ Α.Ε.
ΜΕΤΚΑ Α.Ε.
Μ.Ι. ΜΑΪΛΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε.
ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.
ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧ/ΩΝ
ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.
ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Ε.
ΣΙΔΕΝΟΡ Α.Ε.
ΤΕΡΝΑ Α.Ε.
ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ Α.Ε.
ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ Α.Ε.
ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ Α.Ε.
ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε.

Με την αγορά ή πώληση ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης στον FTSE/ASE Mid 40 ο επενδυτής αποκτά ανοικτά συμβόλαια. Το σύνολο των ανοικτών συμβολαίων προσδιορίζει τη συνολική ανοικτή θέση του.

Η ονομαστική αξία τη συνολικής ανοικτής θέσης ισούται με το αριθμό των ανοικτών συμβολαίων, επί τον πολλαπλασιαστή, επί την τιμή κλεισίματος του υποκείμενου δείκτη FTSE/ASE Mid 40 όπως αυτή δημοσιεύεται από το ΧΑ.

Συνοπτικά τα χαρακτηριστικά του προϊόντος αναφέρονται στον πίνακα που ακολουθεί:

Πίνακας 4.2. Χαρακτηριστικά Σ.Μ.Ε. στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40

Προϊόν	ΣΜΕ στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40
Διακανονισμός	Χρηματικός Διακανονισμός
Μονάδα Διαπραγμάτευσης	Απλή Αγορά: 1 Αγορά Πακέτων: 100
Πολλαπλασιαστής	10 ευρώ για σειρές πριν τον Απρίλιο του 2003 και 25 ευρώ για σειρές από τον Απρίλιο του 2003
Τιμή Συμβολαίου	Μονάδες Δείκτη
Ελάχιστο Μέγεθος Μεταβολής Τιμής	0,25 μονάδες δείκτη
Αξία Ελάχιστης Μεταβολής	2,50 ευρώ για σειρές πριν τον Απρίλιο του 2003 και 6,25 ευρώ για σειρές από τον Απρίλιο του 2003
Όρια Τιμών	Δεν υπάρχουν
Ώρες Συναλλαγής	10:45 πμ με 4:15μμ
Σύστημα Πериθωρίων Ασφάλισης	RIVA (Risk Valuation) ανά τελικό επενδυτή
Όρια Θέσης	Δεν υπάρχουν
Τελευταία ημέρα συναλλαγών	Η 3 ^η Παρασκευή του μήνα λήξης
Ημέρα εκκαθάρισης	Πρώτη εργάσιμη μετά την τελευταία ημέρα συναλλαγών
Κανόνες Εισαγωγής στο Σύστημα Διαπραγμάτευσης	Οι 3 πιο κοντινοί μήνες από το μηνιαίο κύκλο και οι 3 κοντινότεροι από τον τριμηνιαίο κύκλο Μαρ-

	Ιουν-Σεπτ-Δεκ. Η νέα σειρά εισάγεται την πρώτη εργάσιμη μετά την τελευταία ημέρα συναλλαγών της σειράς που έληξε.								
Κόστος συναλλαγών	Ανάλογα με τα quotes(Ειδικό Διαπραγματευτές B), 0,50-1,00 ευρώ (άλλα Μέλη)								
Παροχείς Πληροφοριών	<table> <tr> <td>Reuters</td> <td>ATF40:+F3</td> </tr> <tr> <td>Bridge/Telerate</td> <td>34687</td> </tr> <tr> <td>Bloomberg</td> <td>FMA <index>CT<GO></td> </tr> <tr> <td>Euroamerican</td> <td>FT<ym>a</td> </tr> </table>	Reuters	ATF40:+F3	Bridge/Telerate	34687	Bloomberg	FMA <index>CT<GO>	Euroamerican	FT<ym>a
Reuters	ATF40:+F3								
Bridge/Telerate	34687								
Bloomberg	FMA <index>CT<GO>								
Euroamerican	FT<ym>a								

Πηγή: Αγορά Παραγώγων Χρηματιστηρίου Αθηνών

Ο επενδυτής μέσω των ΣΜΕ στους δείκτες FTSE/ASE-20 και FTSE/ASE Mid 40 μπορεί:

- Να εκμεταλλευτεί είτε στην άνοδο είτε στην πτώση της αγοράς για να κερδοσκοπήσει
- Να προστατεύσει δυναμικά το χαρτοφυλάκιο του σε περιόδους πτώσης της αγοράς
- Να επιτύχει μικρότερο κόστος συναλλαγής από ότι στην αγορά των μετοχών αναλαμβάνοντας την ίδια θέση
- Να χρησιμοποιήσει το μοχλευμένο αποτέλεσμα των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης καταθέτοντας μόνο ένα μέρος του ποσού που αντιστοιχεί στην θέση που αναλαμβάνει.

4.2.3. ΣΜΕ σε δεκαετές Ομόλογο Ελληνικού Δημοσίου

Άρχισε να διαπραγματεύεται στις 14 Ιανουαρίου του 2000 και η διαπραγμάτευση γίνεται μέσω της Ηλεκτρονικής Δευτερογενούς Αγοράς Τίτλων (ΗΔΑΤ).

Για τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης σε δεκαετές Ομόλογο του Ελληνικού Δημοσίου, που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών, η υποκείμενη αξία είναι ένα συνθετικό ομόλογο αξίας 100.000 ευρώ διάρκειας 10 χρόνων από την ημέρα τελικής εκκαθάρισης και τοκομερίδιο 6%, που εκδότης του θεωρείται το Ελληνικό Δημόσιο.

Καθώς κανένα ομόλογο με αυτά ακριβώς τα χαρακτηριστικά δεν διαπραγματεύεται στην υποκείμενη αγορά ομολόγων, παρά μόνο μπορεί να προσομοιαστεί από ορισμένα δεκαετή ομόλογα που διαπραγματεύονται στην υποκείμενη αγορά, κατά την ημέρα την ημέρα της τελικής εκκαθάρισης του συμβολαίου ο πωλητής παραδίδει στον αγοραστή ομόλογα τα οποία διαλέγει από ένα καλάθι ομολόγων τα οποία έχουν προσδιοριστεί από το Χρηματιστήριο Αξιών ως παραδοτέα για τη συγκεκριμένη σειρά των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης.

Η τιμή των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης εκφράζεται ως ποσοστό επί τοις εκατό της ονομαστικής αξίας του συνθετικού ομολόγου με ακρίβεια 2 δεκαδικών ψηφίων. Κάθε χρονική στιγμή υπάρχουν προς διαπραγμάτευση δύο (2) συμβόλαια με μήνες λήξης που ακολουθούν τον τριμηνιαίο κύκλο Μαρτίου, Ιουνίου, Σεπτεμβρίου και Δεκεμβρίου. Η ημέρα παράδοσης είναι η δέκατη ημερολογιακή ημέρα του μήνα λήξης.

Η τελευταία ημέρα συναλλαγών είναι 5 εργάσιμες ημέρες πριν την ημέρα παράδοσης. Η πρώτη ημέρα ειδοποίησης είναι 5 ημέρες πριν την ημέρα παράδοσης, και η τελευταία 3 εργάσιμες ημέρες πριν την ημέρα παράδοσης.

Επιτρέπεται η φυσική παράδοση. Ο πωλητής του συμβολαίου έχει δικαίωμα να παραδώσει από τα ομόλογα που υπάρχουν στον κατάλογο του Χρηματιστηρίου εκείνο που του αποφέρει μεγαλύτερο κέρδος ή αλλιώς το φθηνότερο προς παράδοση.

Συνοπτικά τα χαρακτηριστικά του προϊόντος αναφέρονται στον πίνακα που ακολουθεί:

Πίνακας 4.3. Χαρακτηριστικά Σ.Μ.Ε. σε 10ετές ομόλογο Ελληνικού Δημοσίου

Προϊόν	ΣΜΕ σε 10ετές ομόλογο Ελληνικού Δημοσίου
Διακανονισμός	Φυσική Παράδοση
Μονάδα Διαπραγμάτευσης	Απλή Αγορά: 1 Αγορά Πακέτων: 10
Μέγεθος Συμβολαίου	100.000 ευρώ ονομαστικά
Ελάχιστο ποσό εξάσκησης	1 δις Ευρώ
Τύπος μετατροπής quote	30/360
Ελάχιστο Μέγεθος Μεταβολής Τιμής	0,01
Ελάχιστο Ποσό Μεταβολής Τιμής	10 ευρώ
Ώρες συναλλαγής	10:00 πμ με 5:00 μμ
Απαιτούμενο Περιθώριο Ασφάλισης	3% επί της θέσης
Σύστημα Περιθωρίων Ασφάλισης	RIVA (Risk Valuation) ανά τελικό επενδυτή
Ημερομηνία Παράδοσης	Η 10 ^η ημερολογιακή ημέρα του μήνα λήξης.
Τελευταία ημέρα συναλλαγών	5 εργάσιμες ημέρες πριν την ημερομηνία παράδοσης
1 ^η ημερομηνία αναγγελίας	5 εργάσιμες ημέρες πριν την ημερομηνία παράδοσης.
Τελευταία ημερομηνία αναγγελίας	3 εργάσιμες ημέρες πριν την ημερομηνία παράδοσης.

Ημέρα εκκαθάρισης	Η ημερομηνία παράδοσης.
Κανόνες Εισαγωγής στο Σύστημα Διαπραγμάτευσης	Οι 3 πιο κοντινοί μήνες από τον τριμηνιαίο κύκλο Μαρ-Ιουν-Σεπτ-Δεκ. Η νέα σειρά εισάγεται 6 εβδομάδες πριν την λήξη της κάθε σειράς.
Κόστος συναλλαγών	0,2 ευρώ σταθερό (Ειδικοί Διαπραγματευτές Β) και 0,2 ευρώ έως 1 ευρώ ανάλογα με τον όγκο (άλλα μέλη).
Παροχείς Πληροφοριών	Bloomberg jDmy<CMDTY>CT<GO> Bridge/Telerate 34688 EuroAmerican TB<ym>a Reuters <TYB:>F3

Πηγή: Αγορά Παραγώγων Χρηματιστηρίου Αθηνών

4.2.4. ΣΜΕ επί μετοχών

Πρόκειται για Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης που ως υποκείμενη αξία έχουν συγκεκριμένες μετοχές. Έχουν όλα τα πλεονεκτήματα και τις δυνατότητες χρήσης που παρέχουν τα Σ.Μ.Ε. σε δείκτες με τη διαφορά ότι κατά τη λήξη υπάρχει φυσική παράδοση της υποκείμενης μετοχής.

Οι μετοχές για τις οποίες εισήχθηκαν συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης είναι οι εξής:

- ü Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος
- ü Οργανισμός Τηλεπικοινωνιών της Ελλάδος
- ü Coca Cola EEE A.E.
- ü Panafon
- ü Alpha Bank A.E.

- υ INΤΡΑΚΟΜ Α.Ε.
- υ ΟΠΑΠ Α.Ε.
- υ ΔΕΗ Α.Ε.
- υ Τράπεζα ΕFG Eurobank Ergasias Α.Ε.
- υ Cosmote
- υ Ε.Χ.Α.Ε. Τράπεζας Πειραιώς,
- υ Εμπορική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.
- υ Γερμανός Α.Β.Ε.Ε. και
- υ ΑΓΕΤ Τιτάν.

Πρόκειται για τυποποιημένα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης όπου η εκκαθάριση γίνεται με φυσική παράδοση. Ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης αντιπροσωπεύει 100 μετοχές.

Στα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε μετοχές η εκκαθάριση γίνεται αυτόματα μέσω ημερήσιου χρηματικού διακανονισμού και φυσικής παράδοσης την ημέρα της τελικής εκκαθάρισης.

Πιο συγκεκριμένα, η παράδοση γίνεται με βάση την τελική τιμή εκκαθάρισης του συμβολαίου: ο πωλητής του Σ.Μ.Ε. παραδίδει στον αγοραστή του Σ.Μ.Ε. αριθμό μετοχών ίσο με το μέγεθος του συμβολαίου και λαμβάνει από αυτόν το ποσό του τελικού διακανονισμού.

Η τιμή του Σ.Μ.Ε. εκφράζεται σε ευρώ ανά μετοχή, ενώ η αξία του συμβολαίου υπολογίζεται πολλαπλασιάζοντας την τιμή αυτή επί το μέγεθος του συμβολαίου (100 μετοχές).

Πίνακας 4.4. Χαρακτηριστικά ΣΜΕ επί Μετοχών

Προϊόν	ΣΜΕ επί Μετοχών
Διακανονισμός	Φυσική Παράδοση στη λήξη και καθημερινός χρηματικός διακανονισμός
Μονάδα Διαπραγμάτευσης	Απλή Αγορά: 1 Αγορά Πακέτων: 100
Μέγεθος Συμβολαίου	100 μετοχές
Τιμή Συμβολαίου	Ευρώ / μετοχή
Ελάχιστο Μέγεθος Μεταβολής Τιμής	0,01 ευρώ / μετοχή
Όρια Τιμών	Δεν υπάρχουν
Ώρες Συναλλαγής	10:45 πμ με 4:15μμ
Σύστημα Περιθωρίων Ασφάλισης	RIVA (Risk Valuation) ανά τελικό επενδυτή
Όρια Θέσης	Όρια ανοικτών θέσεων για το σύνολο της αγοράς
Τελευταία ημέρα συναλλαγών	Η 3 ^η Παρασκευή του μήνα λήξης
Ημέρα εκκαθάρισης	Η τρίτη εργάσιμη μετά την τελευταία ημέρα συναλλαγών
Κανόνες Εισαγωγής στο Σύστημα Διαπραγμάτευσης	Οι 3 πιο κοντινοί μήνες από το τριμηνιαίο κύκλο Μαρ-Ιουν-Σεπτ-Δεκ. Η νέα σειρά εισάγεται την πρώτη εργάσιμη μετά την τελευταία ημέρα συναλλαγών της σειράς που έληξε.
Κόστος συναλλαγών	Ανάλογα με τα quotes(Ειδικοί Διαπραγματευτές B), ανάλογα με την τιμή του υποκείμενου (άλλα Μέλη)
Παροχείς Πληροφοριών	Bloomberg “underlying equity”=A equity CT<go> Euroamerican <symbol><F11>

Πηγή: Αγορά Παραγώγων Χρηματιστηρίου Αθηνών

4.2.5. ΣΜΕ στην συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD

Στην παγκόσμια οικονομία σήμερα όλο και περισσότερες μικρές και μεγάλες επιχειρήσεις ανταλλάσσουν προϊόντα και αξίες σε ξένα νομίσματα. Η συνεχής διακύμανση όμως στις συναλλαγματικές ισοτιμίες δυσχεραίνει τις επιμέρους συναλλαγές.

Έτσι, σήμερα περισσότερο παρά ποτέ, παρουσιάζεται η ανάγκη αντιστάθμισης κινδύνου μέσω παράγωγων χρηματοοικονομικών εργαλείων όπως είναι τα Συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και τα Δικαιώματα σε συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Στις 19 Μαΐου εισήχθη προς διαπραγμάτευση συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης στη συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD. Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης στη συναλλαγματική ισοτιμία ευρώ/δολαρίου μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την αντιστάθμιση του συναλλαγματικού κινδύνου που αντιμετωπίζουν εταιρίες, αλλά και ιδιώτες που συναλλάσσονται σε ξένο νόμισμα.

Αποτελούν επίσης ένα εναλλακτικό επενδυτικό προϊόν για λήψη θέσης στην αγορά συναλλάγματος που προσφέρει διαφοροποίηση αλλά και υψηλές δυνητικά αποδόσεις στο χαρτοφυλάκιο του ιδιώτη, αλλά και του θεσμικού επενδυτή.

Ένα Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης στην ισοτιμία Ευρώ/Δολαρίου αποτελεί μία δεσμευτική συμφωνία αγοράς (για τον αγοραστή του Σ.Μ.Ε.) και πώλησης (για τον πωλητή του Σ.Μ.Ε.) προκαθορισμένου ποσού σε ευρώ(έναντι δολαρίων), κατά τη λήξη του συμβολαίου.

Τα Σ.Μ.Ε. στη συναλλαγματική ισοτιμία ευρώ/δολαρίου είναι τυποποιημένα και η εκκαθάριση θα πραγματοποιείται με ρευστά διαθέσιμα, ενώ θα υπάρχει και ημερήσιος διακανονισμός. Το υποκείμενο στοιχείο είναι ποσό σε δολάρια ΗΠΑ (USD) έναντι του Ευρώ (EUR).

Οι σειρές ακολουθούν τον τριμηνιαίο κύκλο εκπνοής Μαρτίου, Ιουνίου Σεπτεμβρίου και Δεκεμβρίου.

Πίνακας 4.5. Χαρακτηριστικά Σ.Μ.Ε. επί Συναλλαγματικών Ισοτιμιών

Προϊόν	ΣΜΕ επί συναλλαγματικών ισοτιμιών
Υποκείμενοι τίτλοι	Ποσό σε USD έναντι του EUR
Διακανονισμός	Εκκαθάριση με ρευστά διαθέσιμα (σε USD)
Μονάδα Διαπραγμάτευσης	Απλή Αγορά: 1
Μέγεθος Συμβολαίου	62.500 EUR
Τιμή Συμβολαίου	USD / 1 EUR
Ελάχιστο Μέγεθος Μεταβολής Τιμής	0,00001 USD/ EUR
Όρια Τιμών	Δεν υπάρχουν
Ώρες Συναλλαγής	10:30 πμ με 4:30 μμ
Σύστημα Περιθωρίων Ασφάλισης	RIVA (Risk Valuation) ανά τελικό επενδυτή σε EUR
Όρια Θέσης	Δεν υπάρχουν όρια ανοικτών θέσεων
Τελευταία ημέρα συναλλαγών	Η 2 ^η εργάσιμη πριν την 3 ^η Τετάρτη του μήνα λήξης. Η επόμενη εργάσιμη μετά την τελευταία ημέρα συναλλαγών.
Ημέρα εκκαθάρισης	Η τρίτη εργάσιμη μετά την τελευταία ημέρα συναλλαγών
Κανόνες Εισαγωγής στο Σύστημα Διαπραγμάτευσης	Οι 4 πιο κοντινοί μήνες από το τριμηνιαίο κύκλο Μαρ-Ιουν-Σεπτ-Δεκ.
Κόστος συναλλαγών	Μηδενικό κόστος (Ειδικό Διαπραγματευτές B) και 0,90 ευρώ (άλλα Μέλη)
Παροχείς Πληροφοριών	TenforeEU3<month>.a Reuters 0#EURUSD

Πηγή: Αγορά Παραγώγων Χρηματιστηρίου Αθηνών

4.3. Πλεονεκτήματα των ΣΜΕ για τους επενδυτές

Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Futures) προσφέρουν σημαντικά πλεονεκτήματα για τους επενδυτές.

Συγκεκριμένα:

- Παρέχουν υψηλή ρευστότητα και εμπορευσιμότητα λόγω της τυποποίησης των συμβολαίων.
- Μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την αντιστάθμιση του κινδύνου (στην περίπτωση πτωτικής αγοράς) ενός χαρτοφυλακίου μετοχών που ήδη κατέχει ο επενδυτής.
- Προστατεύουν την αξία των χαρτοφυλακίων τους στην περίπτωση μιας πτωτικής αγοράς.
- Επιτρέπουν τη συμμετοχή στην άνοδο ή πτώση της αγοράς με μια μόνο συναλλαγή χωρίς να απαιτείται η τοποθέτηση σε συγκεκριμένες μετοχές.
- Επιτυγχάνεται μεγάλη μόχλευση και συνεπώς μεγάλες αποδόσεις.
- Έχουν σχετικά χαμηλές προμήθειες.
- Οι συναλλαγές πραγματοποιούνται με ταχύτητα και απλούστευση
- Μειώνεται ο κίνδυνος με τον αντισυμβαλλόμενο μέσω της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. παρέχοντας εγγύηση ότι οι υποχρεώσεις του διακανονισμού θα εκπληρωθούν.
- Τα ανοίγματα τιμών είναι μικρότερα σε σχέση με αυτά της τρέχουσας αγοράς στην οποία διαπραγματεύεται η υποκείμενη αξία.

4.4. Αποτίμηση των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης

Οι ανοιχτές θέσεις στα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης υπόκεινται καθημερινά στη διαδικασία της αποτίμησης (mark to market) από το μέλος του Χρηματιστηρίου Παραγώγων κατά την οποία στο τέλος της ημέρας οι επενδυτές των οποίων οι θέσεις αγοράς ή πώλησης σημείωσαν ζημιές, τις πληρώνουν στους επενδυτές που σημείωσαν κέρδη.

Για παράδειγμα αν ένας επενδυτής αγόρασε 4 ΣΜΕ στο δείκτη FTSE/ASE-20 στις 275 μονάδες και η τιμή του ανέβηκε στις 278 μονάδες κατά το κλείσιμο της ημέρας, τότε ο λογαριασμός του θα πιστωθεί κατά 60 ευρώ (4ΣΜΕ x 3 x 5 ευρώ).

Αν την επόμενη μέρα η τιμή του δείκτη πέσει στις 270 μονάδες τότε ο λογαριασμός του επενδυτή χρεώνεται κατά 160 ευρώ (4ΣΜΕ x 8 x 5 ευρώ). Η διαδικασία αυτή γίνεται καθημερινά μέχρι τη λήξη του συμβολαίου ή μέχρι ο επενδυτής να κλείσει τη θέση του.

Η διαδικασία της αποτίμησης δεν είναι μόνο ένας διακανονισμός μεταξύ επενδυτή και του μέλους του Χρηματιστηρίου Αθηνών (βλ. κεφάλαιο 4^ο). Όταν υπάρχει μια μείωση ενός συμβολαίου κατά 100 ευρώ που προκαλεί μείωση στο λογαριασμό του επενδυτή με θέση αγοραστή, τότε το μέλος του ΧΠΑ αυτού του επενδυτή είναι υποχρεωμένο να πληρώσει αυτά τα 100 ευρώ στο Χρηματιστήριο Παραγώγων και αυτό δίνει τα 100 ευρώ στο μέλος του ΧΠΑ ενός επενδυτή με θέση πώλησης στο ίδιο συμβόλαιο.

Όμοια για κάθε αύξηση στην τιμή του ΣΜΕ, τα εκκαθαριστικά μέλη του Χρηματιστηρίου των πωλητών ΣΜΕ πληρώνουν χρήματα στο Χρηματιστήριο και τα εκκαθαριστικά μέλη των αγοραστών εισπράττουν χρήματα (Βούλγαρη – Παπαγεωργίου, Αθήνα 2002, σελ. 289-290).

4.5. Περιθώρια Ασφάλισης (Margins)

Οι αγοραπωλησίες των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης γίνονται στο Χρηματιστήριο Παραγώγων το οποίο οργανώνει με τέτοιο τρόπο τις συναλλαγές ώστε να ελαχιστοποιούνται οι κίνδυνοι αθέτησης των συμβολαίων. Τον ρόλο αυτόν τον έχει αναλάβει η Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων (ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.), η οποία υπολογίζει ένα περιθώριο ασφάλισης ανά επενδυτή, το οποίο πρέπει να κατατίθεται στην Τράπεζα Περιθωρίων Ασφάλισης (Margin Account).

Τα εγκεκριμένα από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. πιστωτικά ιδρύματα, τα οποία δύνανται να τηρούν τους χρηματικούς λογαριασμούς περιθωρίων ασφάλισης είναι τα κάτωθι:

- Alpha Τράπεζα Α.Ε.
- Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.
- Εμπορική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.
- HSBC Bank PLC
- Societe Generale
- Τράπεζα EFG Eurobank Ergasias Α.Ε.
- Τράπεζα Πειραιώς Α.Ε.
- Επενδυτική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.
- Τράπεζα Αττικής Α.Ε.
- Τράπεζα Κύπρου ΛΤΔ.
- BNP BARIBAS Securities Services
- Λαϊκή Τράπεζα Α.Ε.
- Proton Επενδυτική Τράπεζα Α.Ε.

Το περιθώριο ασφάλισης που παρέχεται από κάθε πελάτη είναι το ελάχιστο ποσό που ζητάει ως ασφάλιση η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. (βλ. κεφάλαιο 5^ο). Το περιθώριο (margin) ανέρχεται σε ένα ποσοστό, προσδιοριζόμενο από την οργανωμένη αγορά, της αξίας του συμβολαίου. Δίδεται έτσι η δυνατότητα με λίγα κεφάλαια να ελέγχονται τα κέρδη του συνόλου της αξίας του συμβολαίου.

Το περιθώριο έχει δύο επίπεδα. Το αρχικό περιθώριο (original margin) είναι το ελάχιστο περιθώριο που πρέπει να κατατεθεί με το άνοιγμα της θέσης. Το περιθώριο ασφαλείας (maintenance margin) είναι το περιθώριο κάτω από το οποίο δεν μπορεί, κατά τη διαδικασία των καθημερινών χρεοπιστώσεων, να μειωθεί το ύψος της κατάθεσης (Siegel, 1990, σελ. 23).

Αν συμβεί αυτό, θα πρέπει να κατατεθεί στο λογαριασμό από τον χρήστη του συμβολαίου επιπλέον ποσό ύψους ικανού να καλύψει το ποσοστό του αρχικού περιθωρίου.

Το περιθώριο καθορίζεται από την οργανωμένη αγορά στην οποία διαπραγματεύεται το συγκεκριμένο συμβόλαιο και συνήθως ανέρχεται σε ένα ποσοστό που κυμαίνεται από 3% έως 20% χωρίς να αποκλείονται χαμηλότερα ή υψηλότερα ποσοστά ανάλογα με το υποκείμενο του συμβολαίου και τον κάτοχο του λογαριασμού (Αγγελόπουλος, Αθήνα 2001, σελ. 164).

Καθημερινά η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. εκδίδει κατάσταση για το ύψος των περιθωρίων ασφάλισης που πρέπει να διακανονιστούν για την κάλυψη των ανοιχτών θέσεων με βάση την τιμή κλεισίματος της ημέρας (Παπούλιας, Αθήνα 1998, σελ. 183).

Ο ακριβής υπολογισμός του απαιτούμενου περιθωρίου ασφάλισης γίνεται μέσω του μοντέλου διαχείρισης κινδύνου RIVA (Risk Valuation).

Ο υπολογισμός του RIVA εξαρτάται από δύο βασικές παραμέτρους: το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί από τη στιγμή που το μέλος αθετεί την υποχρέωση του να καλύψει το απαιτούμενο περιθώριο ασφάλισης μέχρι τη στιγμή που η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. κλείνει τη θέση του μέλους στη αγορά και από το μέγεθος της μεταβλητότητας της τιμής της υποκείμενης αξίας για το παραπάνω διάστημα.

Για τα futures μετοχών τα margin έχουν ως εξής: για την ΕΤΕ και τον ΟΤΕ 20%, για την ALPHA 23.75%, για την Vodafone 27.5% και για την Intracom 30%.

Το περιθώριο εξασφαλίζει σε μεγάλο βαθμό το καλό τέλος μιας συναλλαγής, αφού η λειτουργία των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης στηρίζεται στην καθημερινή αποτίμηση της αξίας της συναλλαγής, ώστε ο κάθε λογαριασμός να περιέχει καθημερινά το κέρδος ή την ζημία.

Συμπερασματικά, υπάρχουν τρία κύρια οφέλη στις συναλλαγές με περιθώριο ασφάλειας:

- Τα κέρδη και οι ζημίες καταγράφονται ξεκάθαρα ημερησίως
- Είναι διαθέσιμος υψηλός βαθμός μόχλευσης
- Η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. μπορεί να παρέχει ασφάλεια σε περίπτωση μη εκπλήρωσης αντισυμβαλλόμενου.

4.6. Εκκαθάριση των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης

Σε κάθε οργανωμένη αγορά λειτουργεί το Γραφείο Εκκαθάρισης Συναλλαγών (Clearing House) το οποίο εξασφαλίζει το καλό τέλος των συναλλαγών. Ο ρόλος του εκκαθαριστικού οίκου είναι να παρεμβαίνει μεταξύ αγοραστή και πωλητή και να εγγυάται την εκπλήρωση του συμβολαίου. Εξαλείφει δηλαδή τον πιστωτικό κίνδυνο (Νικήτα, Αθήνα 2003, σελ.17).

Η εκκαθάριση των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης υπόκειται σε συγκεκριμένους κανόνες που θεσπίζονται από τις οργανωμένες αγορές. Η δημιουργία τους ακολουθεί αυστηρή τυποποίηση, ώστε κάθε σχετικό προϊόν ή σειρά προϊόντων να έχουν ίδια μορφή ώστε να αναγνωρίζονται και να τιμολογούνται εύκολα.

Τα μέλη της οργανωμένης αγοράς, δηλαδή οι χρηματιστηριακές εταιρείες, που συμμετέχουν στην εκκαθάριση, είναι υποχρεωμένα να ανοίγουν και να τηρούν ένα λογαριασμό στο Γραφείο Εκκαθάρισης Συναλλαγών.

Με αυτόν τον τρόπο εγγυώνται τόσο για λογαριασμό του αγοραστή όσο και για λογαριασμό του πωλητή του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης την χωρίς προβλήματα ολοκλήρωση της συναλλαγής.

Παράλληλα, λογαριασμό περιθωρίων ανοίγουν τόσο ο αγοραστής όσο και ο πωλητής του κάθε συμβολαίου. Ο κάθε λογαριασμός ανοίγεται με την πρώτη εντολή, δηλαδή με την αγορά ή την πώληση ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης. Στη λήξη κάθε ημερήσιας συνεδρίασης γίνεται εκκαθάριση του κέρδους ή της ζημιάς μέσω των λογαριασμών περιθωρίων των αντισυμβαλλόμενων.

Οι λογαριασμοί, ανάλογα με τη θέση του επενδυτή και την εξέλιξη της αγοράς, χρεώνονται ή πιστώνονται με το κέρδος ή τη ζημία της ημέρας. Δηλαδή, το κέρδος ή η ζημία του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης υπολογίζεται και καταβάλλεται καθημερινά, αφού μεταφέρεται από τον λογαριασμό που εμφανίζει ζημία στον λογαριασμό του δεύτερου αντισυμβαλλόμενου με τη μεσολάβηση των χρηματιστηριακών εταιρειών.

Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης κατατάσσονται σε δύο μεγάλες κατηγορίες (Αγγελόπουλος, Αθήνα 2005, σελ. 408):

- Συμβόλαια εκκαθάρισης μετρητοίς ή εκκαθάρισης με ρευστά διαθέσιμα (cash settled), δηλαδή καταβολή του κέρδους από τον ένα αντισυμβαλλόμενο στον άλλο.
- Συμβόλαια με παράδοση των υποκείμενων τίτλων (physical delivery).

Πρέπει να σημειωθεί επίσης ότι οι χρηματιστηριακές εταιρείες έχουν τη δυνατότητα να ζητήσουν από το Γραφείο Εκκαθάρισης Συναλλαγών για έναν συγκεκριμένο πελάτη της το περιθώριο (margin) να είναι υψηλότερο από αυτό που είναι καθορισμένο στην αγορά. Δεν μπορεί όμως να ζητήσει το περιθώριο να διαμορφωθεί σε χαμηλότερο επίπεδο από το καθορισμένο στην αγορά.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο

Αγορά Παραγώγων

5.1. Η Αγορά παραγώγων

Η αγορά παραγώγων στην Ελλάδα άρχισε να λειτουργεί τον Αύγουστο του 1999, βάσει του Ν. 2533 / 1997, ο οποίος θεσμοθέτησε το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών (ΧΠΑ) και την Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων (ΕΤΕΣΕΠ). Οι δύο εταιρείες ιδρύθηκαν στις αρχές του 1998 και το πλαίσιο λειτουργίας τους καθορίστηκε από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το ΧΠΑ. (Ξανθάκης, Αθήνα 2002, σελ.185).

Βασικοί μέτοχοι των δύο εταιρειών είναι το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών με συμμετοχή 35% σε κάθε εταιρεία, οι τράπεζες (28% και 30% αντιστοίχως), οι εταιρείες-μέλη του ΧΑΑ (14%, 9%), το Κεντρικό Αποθετήριο (14%, 1,1%), οι θεσμικοί επενδυτές (7%, 4,4%), το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο (10%, ΕΤΕΣΕΠ) και το ΧΠΑ (9%, ΕΤΕΣΕΠ).

Στις 17 Ιουλίου 2002 πραγματοποιήθηκαν οι Γενικές Συνελεύσεις των εταιρειών Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Α.Ε. και Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών Α.Ε., στις οποίες εγκρίθηκε το σχέδιο συγχώνευσης των δύο εταιρειών καθώς και η τροποποίηση του καταστατικού της εταιρείας του Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Α.Ε.

Η συγχώνευση των δύο χρηματιστηρίων εντάσσεται στο πλαίσιο της διεθνούς πρακτικής που διαμορφώνεται και η οποία οδηγεί στη συνένωση των αγορών αξιών και παραγώγων.

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών λειτουργεί με τη μορφή ανώνυμης εταιρείας και σήμερα λειτουργούν οι ακόλουθες αγορές:

■ Αγορές Αξιών

- Κύρια Αγορά
- Παράλληλη Αγορά
- Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά
- Ελληνική Αγορά Αναδυόμενων Κεφαλαιαγορών

■ Αγορά Παραγώγων

- Αγορά Παραγώγων Χρηματοοικονομικών Παραγώγων

Στις αγορές αξιών εισάγονται προς διαπραγμάτευση τίτλοι ή αξίες βάσει σαφώς προσδιορισμένων χαρακτηριστικών του εκδότη και κυρίως χαρακτηριστικών που σχετίζονται με τα οικονομικά του μεγέθη, όπως αυτά προκύπτουν από τις οικονομικές του καταστάσεις.

Στην Ελληνική Αγορά Αναδυόμενων Κεφαλαιαγορών εισάγονται προς διαπραγμάτευση τίτλοι εταιρειών με έδρα εκτός Ελλάδος. Στην Αγορά Παραγώγων εισάγονται προς διαπραγμάτευση χρηματοοικονομικά παράγωγα.

Πρόκειται για μια σύγχρονη ηλεκτρονική αγορά στην οποία διαπραγματεύονται Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Σ.Μ.Ε.) και Δικαιώματα σε δείκτες FTSE / ASE 20 και FTSE / ASE Mid 40, Σ.Μ.Ε. και δικαιώματα επί μετοχών, προϊόντα γερο επί μετοχών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών, Συμβάσεις Επαναγοράς και Σ.Μ.Ε. στη συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD.

Οι επενδυτές γνωρίζουν ότι, όταν η αγορά μετοχών είναι ανοδική, αυτοί που αγοράζουν μετοχές κερδίζουν. Η Αγορά Παραγώγων του Χρηματιστηρίου Αθηνών προσφέρει στο κοινό εναλλακτικές επενδυτικές επιλογές κάτω από οποιοσδήποτε συνθήκες της αγοράς (ανοδικές, πτωτικές, ακόμα και στατικές).

Αν η αγορά μετοχών είναι πτωτική, οι επενδυτές που κατέχουν μετοχές μπορούν να προστατεύσουν την αξία της επένδυσής τους πραγματοποιώντας αντιστάθμιση κινδύνου μέσω των παράγωγων προϊόντων.

Σκοπός της Αγοράς Παραγώγων είναι η οργάνωση και υποστήριξη των συναλλαγών στη χρηματιστηριακή αγορά των παραγώγων και η παροχή του συστήματος συναλλαγών. Η λειτουργία της αγοράς βασίζεται στα Μέλη της Αγοράς Παραγώγων και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Μέλη της αγοράς παραγώγων είναι χρηματιστηριακές εταιρείες, χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί και εταιρείες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ.) που καταρτίζουν συναλλαγές για λογαριασμό δικό τους ή και των πελατών τους μέσω τερματικών συναλλαγών που συνδέονται με το δίκτυο του Χρηματιστηρίου.

Τα Μέλη της Αγοράς Παραγώγων διακρίνονται σε:

- **Απλά Μέλη (Παραγγελιοδόχους)**, που εισάγουν τις εντολές των πελατών τους στο σύστημα, αλλά δεν μπορούν να εκτελέσουν πράξεις για δικό τους λογαριασμό.
- **Ειδικό Διαπραγματευτές τύπου Α**, που εισάγουν τις εντολές των πελατών τους στο σύστημα και μπορούν να εκτελέσουν πράξεις για δικό τους λογαριασμό από διαφορετικά τερματικά.

- **Ειδικοί Διαπραγματευτές τύπου Β**, που εκπροσωπούν τους πελάτες τους ή που διαπραγματεύονται για δικό τους λογαριασμό και έχουν υποχρέωση να δίνουν συνεχώς τιμές αγοράς και πώλησης για τα προϊόντα εκείνα που έχουν αναλάβει να είναι ειδικοί διαπραγματευτές. Για τη δέσμευσή τους αυτή απολαμβάνουν μειωμένες προμήθειες συναλλαγών καθώς και μειωμένες προμήθειες μέλους και ετήσιες προμήθειες (Κιόχος, Παπανικολάου, Αθήνα 2001, σελ. 425-6).

Έτσι, ένας επενδυτής που επιθυμεί να προβεί σε μια πράξη αγοράς ή πώλησης μπορεί να βρει οποιαδήποτε στιγμή αντισυμβαλλόμενο που θα πραγματοποιήσει την αντίθετη πράξη, ανεξάρτητα από τις συνθήκες και την τάση της αγοράς.

Μέλη της Αγοράς Παραγώγων μπορούν να γίνουν από την 1/1/2001 και οι τράπεζες με τη σύμφωνη γνώμη της Τράπεζας της Ελλάδος. Μέχρι τον Απρίλιο του 2003 τα μέλη της αγοράς παραγώγων είναι 66, και σε αυτά συγκαταλέγονται 8 Τράπεζες και 2 μέλη από το εξωτερικό. Το μόνο μέλος που δραστηριοποιείται σαν Ειδικός Διαπραγματευτής Τύπου Β σε όλα τα παράγωγα είναι η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος.

Το Χρηματιστήριο Παραγώγων πληροφορεί τα μέλη μέσω της λειτουργίας του συστήματος ενημέρωσης για θέματα, όπως αναστολή ή περιορισμός της λειτουργίας του Χρηματιστηρίου, θέσπιση μηχανισμών προς ελαχιστοποίηση των κινδύνων σε περιόδους χρηματοοικονομικών κρίσεων.

Η Αγορά Παραγώγων προσφέρει επιλογές:

- Για τους επενδυτές που θέλουν να κρατήσουν τις μετοχές τους χωρίς να υποστούν ζημιές από ενδεχόμενη πτώση των τιμών (π.χ. αντιστάθμιση με Σ.Μ.Ε. ή δικαιώματα),

- Για τους επενδυτές που επιθυμούν να αυξήσουν λίγο την απόδοση του χαρτοφυλακίου τους χωρίς να πάρουν μεγάλο κίνδυνο (π.χ. αγορά δικαιωμάτων),
- Για τους επενδυτές που επιδιώκουν αρκετά υψηλότερες αποδόσεις αναλαμβάνοντας μεγαλύτερο κίνδυνο (π.χ. αγορά Σ.Μ.Ε.),
- Για τους επενδυτές που αναζητούν μικρές ευκαιρίες κάθε λεπτό της ημέρας και
- Για τους επενδυτές που βασίζουν την τακτική τους σε μακροπρόθεσμες προβλέψεις

Η Αγορά Παραγώγων έχει αναδειχτεί σε μια δυναμική αγορά, με ρευστότητα στην οποία συμμετέχουν πάνω από 17.000 εγχώριοι και ξένοι επενδυτές. Τα παράγωγα προϊόντα δεν απευθύνονται μόνο στους επαγγελματίες επενδυτές. Με μια μικρή επένδυση χρόνου στην εκπαίδευση και ενημέρωσή τους, πολλοί ιδιώτες επενδυτές ήδη συμμετέχουν στην αγορά και επωφελοούνται από τα πλεονεκτήματα των παραγώγων. Η συνολική εποπτεία της ελληνικής Αγοράς Παραγώγων γίνεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

5.1.1. Διοίκηση της Αγοράς Παραγώγων

Η Αγορά Παραγώγων διοικείται από 9μελές Διοικητικό Συμβούλιο. Από τα εννέα μέλη, τρία ορίζονται από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας και τα υπόλοιπα από τη γενική συνέλευση των μετόχων σύμφωνα με τις διατάξεις της νομοθεσίας για τις ανώνυμες εταιρείες.

Ο Υπουργός γνωστοποιεί το διορισμό των 3 συμβούλων τρεις μέρες πριν από την συνεδρίαση της Γενικής Συνέλευσης, που καλείται να εκλέξει τα μέλη του Δ.Σ. Αν οι σύμβουλοι που διόρισε ο Υπουργός παραιτηθούν ή εκπέσουν από το αξίωμά τους, αντικαθίσταται από πρόσωπα που ορίζει ο ίδιος ο Υπουργός (Βούλγαρη – Παπαγεωργίου, Αθήνα 2002, σελ. 314).

Το Διοικητικό Συμβούλιο εκλέγει ως Πρόεδρο της Αγοράς Παραγώγων ένα από τα τρία μέλη που όρισε ο Υπουργός Εθνικής Οικονομίας, με εξαίρεση την περίπτωση όπου άλλη υποψηφιότητα επιτύχει πλειοψηφία μεγαλύτερη ή ίση των 7/9 του Διοικητικού Συμβουλίου.

Το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών έχει τις εξής αρμοδιότητες:

- Καθορίζει τα παράγωγα που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Παραγώγων μετά από γνώμη του Δ.Σ. της Εταιρείας Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων.
- Αποδέχεται ή απορρίπτει αιτήσεις Ε.Π.Ε.Υ. για την απόκτηση της ιδιότητας του μέλους του Χρηματιστηρίου
- Ελέγχει και εποπτεύει τα μέλη του Χρηματιστηρίου Παραγώγων αν τηρούν τις υποχρεώσεις τους που απορρέουν από τις συναλλαγές και τη λειτουργία του ΧΠΑ.
- Εκδίδει αποφάσεις κανονιστικού περιεχομένου που προβλέπονται από το νόμο.
- Επιβάλλει τις διοικητικές κυρώσεις και μέτρα που προβλέπονται από το νόμο.

5.2. Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων

Η Εταιρεία Εκκαθάρισης επί Παραγώγων ιδρύθηκε το 1997 με το νόμο 2533 και λειτουργεί με τη μορφή ανώνυμης εταιρείας. Συμμετέχει ως αντισυμβαλλόμενος σε κάθε συναλλαγή που διεξάγεται στο Χρηματιστήριο και εκκαθαρίζεται, με αποτέλεσμα να ενισχύεται η εγγύηση εκτέλεσης των συναλλαγών.

Η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. είναι ο Εκκαθαριστικός Οίκος της αγοράς των παραγώγων και σκοπός της είναι η συμμετοχή στις συμβάσεις των παράγωγων προϊόντων που συνάπτονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών, η εκκαθάριση των συναλλαγών, η διασφάλιση της εκπλήρωσης των υποχρεώσεων των συμβαλλομένων που απορρέουν από αυτές τις συναλλαγές αλλά και κάθε συναφής δραστηριότητα (Αγγελόπουλος, Αθήνα 2005, σελ. 420).

Η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. είναι υπεύθυνη και για τη χρηματική κάλυψη των συναλλαγών. Σε περίπτωση αδυναμίας εκπλήρωσης των υποχρεώσεων κάποιου, η Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. μπορεί να χρησιμοποιήσει τα χρήματα του ειδικού λογαριασμού περιθωρίων ασφάλισης του επενδυτή (Βελέντζας, 2001, σελ. 216).

Τα μέλη της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. εκπροσωπούν τους επενδυτές στην εκκαθάριση των συναλλαγών που κατήρτισαν στην Αγορά Παραγώγων και είναι τριών κατηγοριών:

- Μη εκκαθαριστικό μέλος, το οποίο καταρτίζει συναλλαγές για τους πελάτες του ή και για δικό του λογαριασμό, αλλά δεν έχει δικαίωμα εκκαθάρισης των συναλλαγών.
- Άμεσο Εκκαθαριστικό μέλος, το οποίο καταρτίζει και εκκαθαρίζει τις συναλλαγές που πραγματοποιεί είτε για τους πελάτες του είτε για λογαριασμό του.
- Γενικό Εκκαθαριστικό μέλος, το οποίο εκκαθαρίζει κάθε συναλλαγή που διενεργείται από οποιοδήποτε μέλος του ΧΠΑ.

Η δυνατότητα μιας εταιρείας του χρηματοπιστωτικού τομέα να γίνει μέλος του Χρηματιστηρίου Παραγώγων και της Εταιρείας Εκκαθάρισης Συναλλαγών προσδιορίζεται από τον ιδρυτικό νόμο του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Η εγγραφή των εταιρειών ως μελών της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για να γίνουν στη συνέχεια μέλη και στο Χρηματιστήριο, ενώ το αντίστροφο δεν ισχύει.

Επιπροσθέτως, τόσο τα απλά μέλη όσο και οι ειδικοί διαπραγματευτές, πρέπει να έχουν εγκεκριμένα στελέχη από το Χρηματιστήριο, καθώς και την αναγκαία τεχνολογική υποδομή σε εξοπλισμό και λογισμικό (Κιόχος - Παπανικολάου, Αθήνα 2001, σελ. 428).

Τα μέλη της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. παρακολουθούν και ενημερώνουν τον επενδυτή σχετικά με την υποχρέωση παροχής περιθωρίου ασφάλισης, ενώ ταυτόχρονα τον εκπροσωπούν στον ημερήσιο διακανονισμό κερδών / ζημιών, τη τελική εκκαθάριση των συμβολαίων και άλλες πράξεις εκκαθάρισης. Σήμερα, αριθμεί 47 μέλη.

Με δεδομένους τους στόχους της, η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. για να φέρει σε πέρας τη βασική αποστολή της, δηλαδή την εκκαθάριση των συναλλαγών και την ανάληψη του πιστωτικού κινδύνου, έχει δημιουργήσει τη Διεύθυνση Εκκαθάρισης, η οποία απαρτίζεται από τα εξής τρία Τμήματα (Κιόχος – Παπανικολάου, Αθήνα 2001, σελ. 425):

1. Τμήμα Διαχείρισης Κινδύνου
2. Τμήμα Εκκαθάρισης Συναλλαγών
3. Τμήμα Υποστήριξης Εκκαθάρισης Συναλλαγών

Σκοπός του **Τμήματος Διαχείρισης Κινδύνου** είναι να παρακολουθεί, να αναλύει και να μετράει όλους τους πιθανούς κινδύνους. Επίσης, να δημιουργεί τις απαραίτητες εκείνες διαδικασίες, τεχνικές και μηχανισμούς παρακολούθησης για τον έλεγχο των κινδύνων αυτών ανά πάσα στιγμή.

Σκοπός του **Τμήματος Εκκαθάρισης Συναλλαγών** είναι να θέτει τους κανόνες της εκκαθάρισης όλων των συναλλαγών που γίνονται στην Αγορά Παραγώγων, να φροντίζει για τη διεξαγωγή τους και να παρακολουθεί την τήρηση των υποχρεώσεων των Τελικών Πελατών και των Μελών (Ξανθάκης, Αθήνα 2002, σελ.197).

Σε περίπτωση αθέτησης υποχρέωσης εκ μέρους Μελών, ή Τελικών Πελατών ενεργοποιεί τις σχετικές διαδικασίες, προκειμένου να διαφυλάξει την οικονομική ακεραιότητα Μελών, Τελικών Πελατών αλλά και της ίδιας της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., ενώ όποτε χρειάζεται, παρέχει πληροφορίες για την εκκαθάριση.

Τέλος, το **Τμήμα Υποστήριξης Εκκαθάρισης** έχει ως στόχο να υποστηρίζει τους βασικούς συμμετέχοντες στην αγορά των παραγώγων, δηλαδή τις Τράπεζες Τήρησης των Περιθωρίων Ασφάλισης και Διακανονισμού, τα Μέλη της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών και την Τράπεζα της Ελλάδος.

Περαιτέρω, είναι αρμόδιο για την επιλογή των Τραπεζών, τη διάχυση της πληροφόρησης της αγοράς των παραγώγων προς το επενδυτικό κοινό και τους παροχείς πληροφοριών, καθώς και για την ομαλή επικοινωνία του υποσυστήματος εκκαθάρισης παραγώγων του Ολοκληρωμένου Αυτόματου Συστήματος Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (Ο.Α.Σ.Η.Σ.) με τα υπόλοιπα υποσυστήματα της αγοράς.

Από τη στιγμή που πραγματοποιηθεί μία συναλλαγή στην Αγορά Παραγώγων του Χρηματιστηρίου, η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. έχει να διεκπεραιώσει 4 λειτουργίες:

- **να καταγράψει τη συναλλαγή**
- **να εκκαθαρίσει τη συναλλαγή**
- **να υπολογίσει το περιθώριο ασφάλισης που θα πρέπει να δεσμεύσει από τους επενδυτές**
- **να διακανονίσει τις υποχρεώσεις των συμβαλλομένων**

Όλες οι συναλλαγές στην Αγορά Παραγώγων γίνονται σε ανώνυμη βάση. Τα αντισυμβαλλόμενα μέρη δεν γνωρίζονται μεταξύ τους και η υποχρέωση που το κάθε ένα αναλαμβάνει μεταφέρεται στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., με αποτέλεσμα ο πιστωτικός κίνδυνος για αυτά να εξαλείφεται.

Παρακάτω, βλέπουμε πολύ απλά τον τρόπο λειτουργίας της χρηματιστηριακής αγοράς παραγώγων:



Μέσα από τη διαδικασία εκκαθάρισης υπολογίζονται όλα τα ποσά προς διακανονισμό, δέσμευση και αποδέσμευση σε επίπεδο Μέλους αλλά και Τελικού Πελάτη, σε καθημερινή βάση.

Πάντοτε, ο αντισυμβαλλόμενος του Τελικού Πελάτη είναι η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. Σε περίπτωση όπου κάποιος Τελικός Πελάτης δεν εκπληρώσει τις υποχρεώσεις που απορρέουν από μία συναλλαγή, το Μέλος Εκκαθάρισης είναι υπεύθυνο για την κάλυψή τους. Εάν το μέλος εκκαθάρισης αδυνατεί να καλύψει τις υποχρεώσεις του Τελικού Πελάτη, τότε η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. είναι υπεύθυνη για την κάλυψή του (χρησιμοποιώντας τα περιθώρια ασφάλισης του Τελικού Πελάτη).

Η εκκαθάριση των συναλλαγών στην Αγορά Παραγώγων περιλαμβάνει τις γνωστές, από τα χρηματιστήρια αξιών, λειτουργίες εκκαθάρισης (clearing) και χρηματικού διακανονισμού (settlement) αλλά και τη διαδικασία των περιθωρίων ασφάλισης (margining) (Κιόχος – Παπανικολάου, Αθήνα 2001, σελ.434).

Οι διαδικασίες της εκκαθάρισης (μετοχών) και των περιθωρίων ασφάλισης διενεργούνται σε επίπεδο Τελικού Πελάτη (end-client), ενώ αυτή του χρηματικού διακανονισμού σε επίπεδο Εκκαθάρισης (Μέλος ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.).

Για τους σκοπούς της εκκαθάρισης οι πελάτες μέσω των μελών της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. πρέπει να ανοίξουν και να τηρούν τους ακόλουθους λογαριασμούς:

1. Λογαριασμό εκκαθάρισης πελάτη στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. (κωδικό εκκαθάρισης). Ο λογαριασμός αυτός θα χρησιμοποιείται για την παρακολούθηση των ανοιχτών θέσεων, της εκκαθάρισης και τακτοποίησης των πράξεων στις οποίες ο πελάτης είναι αντισυμβαλλόμενος.
2. Λογαριασμό εκκαθάρισης πελάτη στο μέλος της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. για την παρακολούθηση του πελάτη από το μέλος.
3. Χρηματικό λογαριασμό κατάθεσης των περιθωρίων ασφάλισης στο όνομα του πελάτη στην Τράπεζα Θεματοφυλακής του μέλους. Ο λογαριασμός αυτός θα είναι έντοκος και θα χρησιμοποιείται για την κατάθεση των περιθωρίων ασφάλισης (σε μετρητά) που θα είναι δεσμευμένα υπέρ ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.. Τη διαχείριση του λογαριασμού την κάνει το μέλος της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.
4. Λογαριασμό άυλων τίτλων στην Τράπεζα Θεματοφυλακής για τη φύλαξη στο μέλλον των όποιων εγγυήσεων, σε ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου, παρασχεθούν από τον πελάτη υπέρ της ΕΤΕΣΕΠ για κάλυψη του περιθωρίου ασφάλισης.
5. Λογαριασμό στο Κεντρικό Αποθετήριο Αθηνών (ΚΑΑ) για την φύλαξη των όποιων εγγυήσεων παρασχεθούν στην ΕΤΕΣΕΠ σε μετοχές και για το διακανονισμό πράξεων επί παραγώγων με υποκείμενη αξία μετοχές.

Συμπερασματικά, στη διαδικασία της εκκαθάρισης συμμετέχουν τα ακόλουθα μέρη:

Η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., η οποία και διενεργεί την εκκαθάριση ως αντισυμβαλλόμενος σε κάθε πράξη επί παραγώγων που καταχωρείται για εκκαθάριση. Η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. είναι εκείνη που υπολογίζει τις υποχρεώσεις και απαιτήσεις του κάθε Τελικού Πελάτη που πρέπει να διακανονισθούν ημερησίως σαν αποτέλεσμα των πράξεών του σε παράγωγα. Επιπλέον καθορίζει και τα απαιτούμενα περιθώρια ασφάλισης που πρέπει να παράσχει σε αυτήν ο κάθε Τελικός Πελάτης.

Τα Μέλη της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., τα οποία εκπροσωπούν τους Τελικούς Πελάτες στη διαδικασία του ημερήσιου διακανονισμού. Τα Μέλη της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. διαχειρίζονται όλους τους λογαριασμούς περιθωρίων ασφάλισης των Τελικών Πελατών τους που τηρούνται σε μία μόνο από τις Τράπεζες Τήρησης των Περιθωρίων Ασφάλισης (αυτή που έχουν επιλέξει). Για τους σκοπούς του ημερήσιου χρηματικού διακανονισμού τα μέλη της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. τηρούν λογαριασμούς στη Τράπεζα Διακανονισμού.

Η Τράπεζα Διακανονισμού, που έχει επιλέξει η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. στην οποία τηρούνται όλοι οι απαραίτητοι για τη διαδικασία του ημερήσιου χρηματικού διακανονισμού λογαριασμοί της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., των Μελών της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. και της Αγοράς Παραγώγων (για την είσπραξη των προμηθειών).

Οι Τράπεζες Τήρησης των Περιθωρίων Ασφάλισης, που έχει εγκρίνει η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. και στις οποίες τηρούνται όλοι οι λογαριασμοί των Τελικών Πελατών που είναι απαραίτητοι για την κατάθεση των περιθωρίων ασφάλισης.

Το Κεντρικό Αποθετήριο Αθηνών, το οποίο τηρεί όλους τους λογαριασμούς τίτλων της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. και των Τελικών Πελατών που είναι απαραίτητοι για τη διεξαγωγή του ημερήσιου διακανονισμού και της κατάθεσης των περιθωρίων ασφάλειας όταν πρόκειται για μετοχές.

Οι Τελικοί Πελάτες, οι οποίοι τελικά καλούνται να καταβάλουν τα απαιτούμενα περιθώρια ασφάλισης και να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους που απορρέουν από τον ημερήσιο διακανονισμό.

Ως Τελικοί Πελάτες θεωρούνται όλα τα φυσικά και νομικά πρόσωπα που μπορούν να διενεργούν πράξεις επί παραγώγων για ίδιο λογαριασμό. Ως τέτοια θεωρούνται και τα Μέλη της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. που είναι ταυτόχρονα και Μέλη της Αγοράς Παραγώγων με την ιδιότητα του Ειδικού Διαπραγματευτή οποιουδήποτε τύπου, Α ή Β.

Το Τμήμα Υποστήριξης Εκκαθάρισης, είναι προσανατολισμένο προς το εξωτερικό περιβάλλον της αγοράς των παραγώγων. Συντονίζει τα άλλα Τμήματα της Αγοράς Παραγώγων του Χρηματιστηρίου Αθηνών / ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., τα Μέλη, την Τράπεζα Διακανονισμού, τις Τράπεζες Τήρησης των Περιθωρίων Ασφάλισης, την Τράπεζα της Ελλάδος και το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών, προκειμένου να διευκολύνει την ομαλή λειτουργία ολόκληρης της αγοράς σχετικά με τις διαδικασίες εκκαθάρισης.

Βασικός ρόλος είναι να γίνει ο αποδέκτης των ερωτημάτων της αγοράς των παραγώγων και ο σύνδεσμος μεταξύ αυτής και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. (κυρίως με τα Τμήματα Εκκαθάρισης και Διαχείρισης Κινδύνου). Επιπλέον, αποτελεί τη γέφυρα μεταξύ της συναλλακτικής δραστηριότητας που επιτελείται στην Αγορά Παραγώγων του Χ.Α. Α.Ε. και της εκκαθαριστικής δραστηριότητας που επιτελείται στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

5.3. Συναλλαγές στο Χρηματιστήριο Αθηνών

Η ομαλή διεξαγωγή των συναλλαγών με σύγχρονα μέσα αποτελεί μια από τις βασικές προτεραιότητες του Χρηματιστηρίου Παραγώγων. Ως εκ τούτου, η διεξαγωγή των συναλλαγών γίνεται ηλεκτρονικά (screen trading) από τους χώρους των εταιρειών – μελών του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Η διαπραγμάτευση των παραγώγων γίνεται μέσω του Ηλεκτρονικού Συστήματος Διαπραγμάτευσης Ο.Α.Σ.Η.Σ. (Ολοκληρωμένο Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών).

Ο λόγος που επιλέχθηκε η ανάπτυξη και η εγκατάσταση ενός αυτοματοποιημένου ηλεκτρονικού συστήματος συναλλαγών, είναι ότι προάγει τη ρευστότητα της αγοράς, μειώνει το κόστος λειτουργίας των συναλλαγών, μειώνει τα ανοίγματα (spreads) των τιμών και καθιστά ελκυστικότερο ένα Χρηματιστήριο Παραγώγων (Κιόχος – Παπανικολάου, Αθήνα 2001, σελ. 436).

Για να πραγματοποιήσει συναλλαγές επί παραγώγων, ένας επενδυτής χρειάζεται να επιλέξει ένα μέλος της Αγοράς Παραγώγων που θα κάνει τις συναλλαγές για λογαριασμό του και ένα μέλος της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. ως εκκαθαριστή των πράξεων του. Το Μέλος που θα επιλέξει μπορεί να συνδυάζει και τις δύο ιδιότητες.

Το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου έχει ορίσει τις ώρες συνεδριάσεων καθημερινά μεταξύ 10.30 π.μ. – 2.15 μ.μ. Η αγορά ανοίγει στις 10.00 π.μ., προκειμένου να προσδιοριστεί η τιμή ανοίγματος των μετοχών, εντολές όμως εκτελούνται μετά τις 10.30 π.μ.

Το Ο.Α.Σ.Η.Σ. είναι ικανό να δεχθεί 300.000 έως 400.000 εντολές ανά ώρα και στηρίζεται στην παράλληλη λειτουργία δύο μονάδων επεξεργασίας, προκειμένου να διασφαλίζεται η απρόσκοπτη λειτουργία του συστήματος, ακόμα και αν μια μονάδα εμφανίσει μηχανικό πρόβλημα.

Όταν γίνεται αποδεκτό ένα νέο μέλος στο Χρηματιστήριο δημιουργούνται οι προϋποθέσεις πρόσβασης του μέλους στις ηλεκτρονικές συναλλαγές. Εντολές που δίνονται σε ώρες που η αγορά είναι κλειστή καταχωρούνται συνήθως σε έντυπο αγοράς ή πώλησης, στο οποίο καταχωρούνται οι πληροφορίες που χρειάζονται.

Μετά το άνοιγμα της αγοράς ο ΟΑΣΗΣ δέχεται τις εξής εντολές:

- Εντολές για τεμάχια μικρότερα της μονάδας διαπραγμάτευσης σε ορισμένη τιμή ή σε τιμή χωρίς όριο (odd lot orders).
 - Εντολές στην τιμή αγοράς χωρίς όριο (market orders): Στην περίπτωση όπου ο αντισυμβαλλόμενος δεν μπορεί να καλύψει όλα τα τεμάχια της εντολής, η εντολή θα εκτελεστεί εν μέρει και το υπόλοιπο της θα παραμείνει στο σύστημα ως εντολή με τιμή την τιμή της τελευταίας συναλλαγής αυτής της εντολής.
 - Εντολές σε ορισμένη τιμή (limit orders): Εισάγονται στο σύστημα με κάποιο όριο στην τιμή τους, το οποίο δεν πρέπει να υπερβεί κανένας από τους συμβαλλόμενους. Σε περίπτωση μερικής εκτέλεσης τους, το ανεκτέλεστο μέρος της εντολής παραμένει στο σύστημα.
 - Ο πελάτης έχει δικαίωμα να επιλέξει τη χρονική περίοδο κατά την οποία πρέπει να εκτελεστούν οι εντολές σε ορισμένη τιμή:
 - ισχύει για σήμερα,
 - ισχύει ώσπου να ακυρωθεί,
 - ισχύει ως κάποια συγκεκριμένη ημερομηνία,
 - ισχύει ώσπου να εκτελεστεί.
- § Αν δεν οριστεί διάρκεια, οι εντολές λήγουν με το κλείσιμο της συνεδρίασης (Θεοδωρόπουλος, Αθήνα 2000, σελ. 129-130).

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, για τη σωστή διεξαγωγή των συναλλαγών, έχει δώσει ιδιαίτερη σημασία στη στελέχωση και την οργάνωση της Διεύθυνσης Διεξαγωγής Συναλλαγών, η οποία αποτελείται από δύο βασικά τμήματα:

- I. Το Τμήμα Υποστήριξης Διεξαγωγής Συναλλαγών και
- II. Το Τμήμα Παρακολούθησης Διεξαγωγής Συναλλαγών

Σκοπός του **Τμήματος Υποστήριξης Διεξαγωγής Συναλλαγών** είναι η υποστήριξη των συναλλαγών που πραγματοποιούνται στην αγορά παραγώγων, η επίβλεψη της ομαλής λειτουργία της, μέσω ενεργειών πριν και μετά τις ώρες της συνεδρίασης και η παροχή βοήθειας προς τα μέλη μέσω του Γραφείου Παροχής Βοήθειας.

Σκοπός της **Τμήματος Παρακολούθησης Διεξαγωγής Συναλλαγών** είναι η παρακολούθηση των πρακτικών των μελών του Χ.Α., με σκοπό τον εντοπισμό τυχόν παράνομων ή παράτυπων ενεργειών, καθώς και η παρακολούθηση των δραστηριοτήτων των ειδικών διαπραγματευτών, ώστε να εξασφαλίζεται η εκπλήρωση των υποχρεώσεων που έχουν αναλάβει.

Επίσης, στις δραστηριότητες του τμήματος παρακολούθησης είναι η σύνταξη εσωτερικών αναφορών και η ανάπτυξη συστημάτων εσωτερικής παρακολούθησης του Χρηματιστηρίου, η παρακολούθηση του κανονιστικού πλαισίου και η υποβολή προτάσεων προσαρμογής του, όπου κρίνει ότι αυτό είναι αναγκαίο.

Στις περιπτώσεις εκτάκτων προβλημάτων το Χρηματιστήριο έχει προβλέψει ειδικές διαδικασίες. Όταν λόγω αδυναμίας του ηλεκτρονικού συστήματος τα μέλη του Χρηματιστηρίου Αξιών και η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. δεν μπορούν να λειτουργήσουν εφαρμόζεται η “Διαπραγμάτευση Χωρίς Σύστημα”. Η διαπραγμάτευση γίνεται μέσω τηλεφώνου ή fax.

Όταν ένα συγκεκριμένο μέλος, λόγω τεχνικού προβλήματος ή απώλειας επικοινωνίας, δεν έχει πρόσβαση στο ηλεκτρονικό σύστημα του Χρηματιστηρίου, τότε εφαρμόζεται η διαδικασία “Συναλλαγές εκ μέρους των μελών”.

Αν το τερματικό του μέλους δεν λειτουργεί τότε εξουσιοδοτημένο προσωπικό τηλεφωνεί στο τμήμα Υποστήριξης Συναλλαγών του Χρηματιστηρίου και τα στελέχη του τμήματος αναλαμβάνουν να διενεργούν τις συναλλαγές για λογαριασμό του μέλους.

Για την εξασφάλιση της διαφάνειας των συναλλαγών ο Ν. 1806/88, προσδιορίζει μια σειρά από μέτρα:

- § Καταγράφονται με πλήρη στοιχεία όλες οι εντολές προς μέλος του χρηματιστηρίου και όλες οι χρηματιστηριακές συμβάσεις, ώστε τα αρμόδια όργανα του χρηματιστηρίου, να ελέγχουν την τήρηση των σχετικών διατάξεων.
- § Καθημερινά εκδίδεται δελτίο τιμών, στο οποίο αναγράφονται υποχρεωτικά οι τιμές και οι ποσότητες των χρεωγράφων τα οποία έγιναν αντικείμενο συναλλαγής, και χωριστά οι τιμές και οι ποσότητες των χρεωγράφων για τα οποία εκδηλώθηκε προσφορά και ζήτηση, χωρίς να πραγματοποιηθεί συναλλαγή.

Επίσης, σύμφωνα με το Ν. 1969/91, ο οποίος διασπείρει ψευδείς ή ανακριβείς πληροφορίες οι οποίες μπορούν να επηρεάσουν με οποιοδήποτε τρόπο την τιμή των μετοχών, τιμωρείται με φυλάκιση και υψηλό χρηματικό πρόστιμο (Γαλιάτσος, Αθήνα – Κομοτηνή 1994, σελ. 259-260).

Με τις ίδιες ποινές, τιμωρείται χρηματιστής ο οποίος κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης χρησιμοποιεί παραπλανητικά ή απατηλά μέσα με σκοπό να ωφεληθεί ο ίδιος ή τρίτο πρόσωπο.

5.4. Ο ημερήσιος διακανονισμός (market – to – market)

Ο ημερήσιος διακανονισμός είναι η διαδικασία πληρωμής των ζημιών και είσπραξης των κερδών, η οποία πραγματοποιείται μεταξύ της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. και των μελών της.

Ο ημερήσιος διακανονισμός γίνεται καθημερινά και αφορά τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την προηγούμενη ημέρα διαπραγμάτευσης. Ο ημερήσιος διακανονισμός επιτρέπει την ορθολογικοποίηση των επενδυτικών αποφάσεων, αφού αποτρέπει την συσσώρευση των ζημιών, ενώ ταυτόχρονα, οι επενδυτές απολαμβάνουν το τυχόν κέρδος που προκύπτει από τις θέσεις τους χωρίς να χρειαστεί να προηγηθεί η ρευστοποίηση (κλείσιμο) της θέσης.

Ο επενδυτής διακανονίζει τις πληρωμές με το μέλος που τον εκπροσωπεί σύμφωνα με τους όρους της μεταξύ τους συμφωνίας. Μέρος της διαδικασίας του ημερήσιου διακανονισμού αποτελούν επίσης η πληρωμή προμηθειών και η πληρωμή και είσπραξη των τιμημάτων δικαιωμάτων προαίρεσης.

5.5. Εποπτεία του Χ.Α. και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Τον έλεγχο και την εποπτεία επί της λειτουργίας του Χρηματιστηρίου Αθηνών και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. για την τήρηση των σχετικών διατάξεων περί κεφαλαιαγοράς ασκεί η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς συστάθηκε το 1967 με την μορφή Νομικού Προσώπου Δημοσίου Δικαίου και εποπτεύεται από το Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας.

Σκοπός της είναι:

- § Η άσκηση προληπτικής και κατασταλτικής εποπτείας,
- § Η ομαλή και εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς,
- § Η προστασία του κοινού από παράνομες και αθέμιτες ενέργειες,
- § Η διαγραφή εταιρειών από το Χρηματιστήριο Αθηνών,
- § Η έγκριση διορισμού χρηματιστηριακών εκπροσώπων και
- § Η εκπροσώπηση της χώρας στο εξωτερικό και σύναψη συμφωνιών σε θέματα κεφαλαιαγοράς.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ασκεί τις αρμοδιότητές της με δύο όργανα: το Διοικητικό Συμβούλιο και την Εκτελεστική Επιτροπή. Το Διοικητικό Συμβούλιο είναι επταμελές και η θητεία του είναι πενταετής. Απαρτίζεται από τον Πρόεδρο, δύο Αντιπροέδρους (Α και Β) και τέσσερα μέλη. Ο Πρόεδρος και οι δύο Αντιπρόεδροι διορίζονται με επιλογή του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας.

Η Εκτελεστική Επιτροπή είναι τριμελής και απαρτίζεται από τον Πρόεδρο και τους δύο Αντιπροέδρους του Διοικητικού Συμβουλίου. Είναι το εκτελεστικό όργανο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Οι αρμοδιότητες είναι ευρύτατες. Καλύπτουν όλο το φάσμα της λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς. Οι αρμοδιότητες αυτές εξειδικεύονται περαιτέρω και έχουν πολλαπλό χαρακτήρα. Έτσι, άλλοτε έχουν χαρακτήρα κανονιστικό, άλλοτε ελεγκτικό, διοικητικό, πειθαρχικό ή και γνωμοδοτικό.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ασκώντας το κανονιστικό της έργο, έχει παρέμβει, συμπληρώνοντας τη χρηματιστηριακή νομοθεσία, σε πολλά θέματα τα οποία αφορούν τη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς (Κορδή – Αντωνοπούλου, 2001, σελ. 82-83).

Αναφέρουμε π.χ. τη θέσπιση αυστηρών κριτηρίων για την παροχή αδειών λειτουργίας σε χρηματιστηριακές εταιρείες, την ενεργό παρακολούθηση και τον συνεχή έλεγχο των δραστηριοτήτων τους, την αναδιάρθρωση του συστήματος εκκαθάρισης των χρηματιστηριακών συναλλαγών κ.α.

Προσέφερε, λοιπόν, και προσφέρει σημαντικό έργο στην κατεύθυνση της θεμελίωσης υγιούς και αξιόπιστου συστήματος λειτουργίας της χρηματιστηριακής και εξωχρηματιστηριακής αγοράς.

Στόχος, βέβαια, είναι η αναβάθμιση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς και η κατάταξή της, στα πλαίσια της παγκοσμιοποίησης της οικονομίας, μεταξύ των αναπτυγμένων αγορών.

5.6. Προμήθειες των Μελών του Χρηματιστηρίου Αθηνών

Προβλέπονται οι εξής τύποι προμηθειών:

- Προμήθεια εγγραφής μέλους. Καταβάλλεται εφ' άπαξ με την αποδοχή του μέλους και πριν από την υπογραφή της σχετικής σύμβασης.
- Ετήσια συνδρομή μέλους.
- Προμήθειες επί των συναλλαγών. Αφορούν τόσο τη διενέργεια συναλλαγών όσο και την εκκαθάριση. Οι προμήθειες αυτές θα υπολογίζονται από το σύστημα σε καθημερινή βάση και θα καταβάλλεται από το μέλος εκκαθάρισης ταυτόχρονα με τον ημερήσιο χρηματικό διακανονισμό προς το Χ.Α. και την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.
- Άλλες προμήθειες και έξοδα αφορούν ειδικές πράξεις που εκτελούνται κατ' απαίτηση του μέλους, όπως ακυρώσεις και τροποποιήσεις. Οι προμήθειες αυτές υπολογίζονται επίσης σε καθημερινή βάση και καταβάλλεται στο πλαίσιο του ημερήσιου διακανονισμού.

Η τιμολογιακή πολιτική του Χρηματιστηρίου Αθηνών και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. έχει εγκριθεί από τα διοικητικά συμβούλια των δύο εταιρειών, και προωθείται προς έγκριση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Επίσης, προβλέπεται η δυνατότητα θέσπισης εκπτώσεων – κινήτρων προς τα μέλη (ειδικούς διαπραγματευτές τύπων Α και Β), οι οποίοι σε ένα ημερολογιακό τρίμηνο θα επιτύχουν όγκο συναλλαγών που θα ξεπερνά το στόχο που θα θέσει το Χρηματιστήριο Παραγώγων κατά την έναρξη των συναλλαγών. Το ύψος του στόχου και το ποσοστό της μείωσης των προμηθειών (που θα ισχύσουν το επόμενο τρίμηνο) θα ανακοινώνονται από το Χρηματιστήριο στα μέλη του, εγγράφως, τον κατάλληλο χρόνο.

Διευκρινίζεται ότι για τους ειδικούς διαπραγματευτές τύπου Α θα ισχύουν οι τιμές πρακτόρευσης, εκτός αν ενεργοποιηθούν αναλαμβάνοντας τις υποχρεώσεις του ειδικού διαπραγματευτή τύπου Β, οπότε θα εφαρμόζονται και οι μειωμένες προμήθειες.

Τέλος, διευκρινίζεται ότι οι μειωμένες προμήθειες επί των συναλλαγών των ειδικών διαπραγματευτών τύπου Β θα ισχύουν για εκείνες τις συναλλαγές που εκτελούν για ίδιο λογαριασμό, ενώ στις συναλλαγές για λογαριασμό πελατών τους, οι οποίες πραγματοποιούνται υποχρεωτικά μέσω ξεχωριστού λογαριασμού, θα ισχύουν οι προμήθειες πρακτόρευσης.

5.7. Προϊόντα της Αγοράς Παραγώγων

Στην Αγορά Παραγώγων διαπραγματεύονται παράγωγα προϊόντα που βασίζονται σε μετοχές, δείκτες, επιτόκια και ομόλογα. Διακρίνονται σε πέντε (5) κατηγορίες που είναι: τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης, τα Δικαιώματα Προαίρεσης, τα Repos, τα Reverse Repos και οι Συμβάσεις Επαναγοράς.

Τα παράγωγα προϊόντα είναι τυποποιημένα από πλευράς μεγέθους συμβολαίου, διάρκειας, υποκείμενου τίτλου και άλλων χαρακτηριστικών που προσδιορίζονται στο συμβόλαιο.

Αναλυτικά διαπραγματεύονται τα εξής είδη συμβολαίων:

- Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στους δείκτες FTSE/ASE 20 και FTSE/ASE Mid 40,
- Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης επί μετοχών,
- Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε δεκαετή ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου,
- Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στην συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD,
- Συμβόλαια Δικαιωμάτων Προαίρεσης στους δείκτες FTSE/ASE 20 και FTSE/ASE Mid 40,
- Συμβόλαια Δικαιωμάτων Προαίρεσης επί μετοχών,
- Repos επί μετοχών (Stock Repos),
- Reverse Repos επί μετοχών και
- Σύμβαση Επαναγοράς

Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε δείκτες είναι συμφωνίες μεταξύ του αγοραστή και του πωλητή να αποζημιώσουν ο ένας τον άλλο ανάλογα με την πορεία της τιμής του υποκείμενου δείκτη.

Ο επενδυτής που αγοράζει ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης αναλαμβάνει την υποχρέωση να «αγοράσει» το δείκτη την ημέρα λήξης του συμβολαίου στη συμφωνημένη τιμή.

Η αγορά ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης κατά κύριο λόγο σημαίνει ότι ο επενδυτής προσδοκά άνοδο της τιμής του δείκτη. Αντίθετα, ο πωλητής ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης αναλαμβάνει την υποχρέωση να «πουλήσει» το δείκτη την ημέρα λήξης, κάτι που συνεπάγεται προσδοκία πτώσης.

Στην πράξη, ο επενδυτής σε ΣΜΕ δε χρειάζεται να περιμένει μέχρι την ημέρα λήξης για να λάβει το αποτέλεσμα. Κάθε ημέρα εισπράττει το κέρδος ή πληρώνει τη ζημία του, ανάλογα με την κίνηση της τιμής του ΣΜΕ σε σύγκριση με την προηγούμενη ημέρα.

Ο επενδυτής στο ΣΜΕ υποχρεούται μόνο να παρέχει ενέχυρο (περιθώριο ασφάλισης) της τάξης του 12% της αξίας της θέσης του. Το περιθώριο ασφάλισης δεν αντιπροσωπεύει προκαταβολή της αξίας, αλλά ασφάλεια υπέρ της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. σε περίπτωση που ο επενδυτής δεν μπορέσει να πληρώσει τυχόν ζημία στο μέλλον.

Επίσης, χρήσιμα είναι τα ΣΜΕ επί μετοχών, τα οποία δίνουν τη δυνατότητα στον επενδυτή να αποκτά ένα εργαλείο που του επιτρέπει να μειώνει τον κίνδυνο, τον προερχόμενο από τις κινήσεις μιας τιμής μιας μετοχής που περιλαμβάνεται στο χαρτοφυλάκιο του, μέσω αντιστάθμισης και να αυξήσει τη μόχλευσή του (Ξανθάκης, Αθήνα 2002, σελ. 191).

Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης σε δεκαετές ομόλογο του Ελληνικού Δημοσίου είναι τυποποιημένα συμβόλαια όπου η εκκαθάριση γίνεται με φυσική παράδοση ομολόγων σε καθορισμένη τιμή (fix), ενώ τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης στη συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD διαπραγματεύονται και εκκαθαρίζονται σε δολάρια.

Τα ΣΜΕ στη συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD της αγοράς παραγώγων μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την αντιστάθμιση του συναλλαγματικού κινδύνου που αντιμετωπίζουν εταιρείες, αλλά και ιδιώτες που συναλλάσσονται σε ξένο νόμισμα.

Αποτελούν επίσης ένα εναλλακτικό επενδυτικό προϊόν για λήψη θέσης στην αγορά συναλλάγματος που προσφέρει διαφοροποίηση αλλά και υψηλές δυνητικά αποδόσεις στο χαρτοφυλάκιο του ιδιώτη, αλλά και του θεσμικού επενδυτή.

Τα συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης παρέχουν στον αγοραστή τους το δυνατότητα, χωρίς να τον υποχρεώνουν, να αγοράσει ή να πουλήσει το υποκείμενο του δικαιώματος σε προκαθορισμένη τιμή και εντός συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος (Αγγελόπουλος, Αθήνα 2005, σελ. 409).

Με το δικαίωμα αγοράς (call option) στην αγορά παραγώγων ο αγοραστής του δικαιώματος αποκτά το δικαίωμα ν' αγοράσει την υποκείμενη αξία στην ημερομηνία λήξης του Δικαιώματος σε προκαθορισμένη τιμή.

Με το δικαίωμα πώλησης (put option) στην αγορά παραγώγων ο αγοραστής του δικαιώματος αποκτά το δικαίωμα να πουλήσει την υποκείμενη αξία στην ημερομηνία λήξης του Δικαιώματος στην προκαθορισμένη τιμή εξάσκησης (strike price).

Οι επενδυτές σε δικαιώματα εισπράττουν το αποτέλεσμα της επενδυτικής τους κίνησης με δύο τρόπους:

- a) Κάνοντας την αντίστροφη κίνηση (πώληση οι αγοραστές, αγορά οι πωλητές) σε πιο ευνοϊκή τιμή ή
- b) Κρατώντας το συμβόλαιο μέχρι τη λήξη του, οπότε οι κερδισμένοι εισπράττουν από τους ζημιωμένους τη διαφορά μεταξύ της τιμής άσκησης και της τρέχουσας τιμής του υποκείμενου δείκτη (τελική τιμή εκκαθάρισης).

Οι αγοραστές δικαιωμάτων έχουν πάντα περιορισμένο κίνδυνο, που ανέρχεται στο αρχικό ποσό που επένδυσαν ενώ οι πωλητές δικαιωμάτων αναλαμβάνουν μεγάλο κίνδυνο με μέγιστο κέρδος το αντίτιμο που εισπράττουν κατά την πώληση του δικαιώματος.

Οι επενδυτές σε δικαιώματα θα πρέπει να είναι ενήμεροι για το πως επηρεάζονται τα δικαιώματα από παράγοντες όπως η μεταβλητότητα, ο χρόνος μέχρι τη λήξη και τα επιτόκια.

Τα προϊόντα Repos επί Μετοχών είναι μια σύμβαση πώλησης με σύμφωνο επαναγοράς πάνω σε μια μετοχή που διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Είναι δηλαδή συμβάσεις δανεισμού μετοχών με αντισυμβαλλόμενους τους επενδυτές και την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Ένας επενδυτής με μεσοπρόθεσμο ή μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα, που δεν σκοπεύει να ρευστοποιήσει τις μετοχές του άμεσα, μπορεί να τις μεταβιβάσει προσωρινά στο κεντρικό αντισυμβαλλόμενο της αγοράς παραγώγων, την Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων, με αντάλλαγμα να συμμετέχει στα έσοδα που συσσωρεύονται από την περαιτέρω μεταβίβαση των μετοχών. Ο επενδυτής εισπράττει το έσοδο σε μηνιαία βάση.

Οι συμβάσεις δανεισμού μετοχών (stock repo) αποφέρει στο μακροπρόθεσμο επενδυτή ένα επιπλέον μηνιαίο έσοδο από τις μετοχές του, χωρίς κίνδυνο, το οποίο σε αρκετές περιπτώσεις ξεπερνά το 3% σε ετήσια βάση (www.asex.ase.gr, 22/10/05).

Το Reverse Repo επί μετοχών (Stock Reverse Repo) είναι μια σύμβαση αγοράς με σύμφωνο επαναπώλησης, μέσω της οποίας ο επενδυτής αποκτά προσωρινά την κυριότητα ορισμένων μετοχών χωρίς να πραγματοποιήσει πράξη αγοράς στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Ο επενδυτής αγοράζει συμβόλαια Reverse Repo επί μετοχών από τον κεντρικό αντισυμβαλλόμενο της αγοράς παραγώγων, την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. Η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. παραχωρεί τις μετοχές στους επενδυτές έναντι ημερήσιου κόστους που καταβάλλει ο επενδυτής.

Το κόστος εξαρτάται από την αξία των μετοχών και το επιτόκιο (τιμή εκτέλεσης της συναλλαγής του Reverse Repo επί μετοχών). Ταυτόχρονα ο επενδυτής παρέχει περιθώριο ασφάλισης για την ανοικτή του θέση σε συμβόλαια Reverse Repo επί μετοχών (150% της αξίας της ανοικτής του θέσης).

Τα προϊόντα δανεισμού τίτλων (stock repo και stock reverse repo) αποτελούν πλέον ελκυστική επένδυση για τον μακροπρόθεσμο επενδυτή, γιατί προσφέρουν, χωρίς κίνδυνο, ένα επιπλέον σημαντικό έσοδο, εκτός από το μέρισμα.

Για κάθε προϊόν που διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών υπάρχουν ειδικοί διαπραγματευτές (Market Makers). Ρόλος των ειδικών διαπραγματευτών είναι να «παρέχουν αγορά». Υποχρέωση τους είναι η παροχή τιμών σε συγκεκριμένα συμβόλαια και με περιορισμούς ως προς τον ελάχιστο αριθμό συμβολαίων στα οποία δίνουν τιμές και ως προς τα περιθώρια των τιμών.

Ο ειδικός διαπραγματευτής, για παράδειγμα, στα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης στο δείκτη, υποχρεούται να εισάγει ζεύγη τιμών προσφοράς – ζήτησης εντός του επιτρεπόμενου περιθωρίου, συνεχώς για τον ελάχιστο απαιτούμενο αριθμό συμβολαίων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6°

Συμπεράσματα

6.1. Επίλογος

Η χρησιμότητα των παραγώγων είναι πολλή μεγάλη και η μεγάλη ανάπτυξη της αγοράς των παραγώγων οφείλεται στο ότι τα προϊόντα αυτά μπορούν να θεωρηθούν ως εργαλεία σταθεροποίησης, εξομάλυνσης και περιορισμού των κινδύνων των οικονομικών συναλλαγών, αλλά και ως μέσα εξασφάλισης αποδόσεων εκ μέρους των επενδυτών.

Στις αρχές του 1900 τα παράγωγα συναλλάσσονταν όχι μέσω ενός οργανωμένου χρηματιστηρίου αλλά μέσω ενός οργανωμένου δικτύου επενδυτών. Ο όγκος των συναλλαγών ήταν μικρός και οι επενδυτές τα χρησιμοποιούσαν κυρίως για κερδοσκοπικούς λόγους.

Δύο σημαντικά οφέλη συνδέονται με τα παράγωγα προϊόντα:

- § Χρησιμοποιούνται για τη διαχείριση και τη μετακύλιση του κινδύνου
- § Η διαπραγμάτευση τους αποδίδει καλύτερη πληροφόρηση στην αγορά για την πραγματική αξία ορισμένων επενδυτικών στοιχείων.

Σε ότι αφορά το πρώτο όφελος, τα παράγωγα προϊόντα επιτρέπουν τη διαχείριση του κινδύνου, όπως για παράδειγμα την προστασία της αξίας ενός μετοχικού χαρτοφυλακίου από πιθανή πτωτική κίνηση των τιμών των μετοχών.

Η συμμετοχή στην αγορά των αντισταθμιστών, των επενδυτών δηλαδή που επιθυμούν να μειώσουν τους κινδύνους τους, είναι εφικτή εξαιτίας της ύπαρξης επενδυτών που επιθυμούν να αναλάβουν κινδύνους προκειμένου να επιτύχουν αυξημένες αποδόσεις, των λεγόμενων κερδοσκόπων.

Επίσης, σε μια οργανωμένη αγορά παραγώγων συμμετέχουν και επαγγελματίες που ανακαλύπτουν τυχόν αποκλίσεις στις αποτιμήσεις των παραγώγων σε σχέση με την υποκείμενη αγορά και αποκομίζουν κέρδη χωρίς κίνδυνο με τη διόρθωση τους (arbitrageurs). Αυτές είναι οι βασικές κατηγορίες συμμετεχόντων στην αγορά παραγώγων που της προσδίδει ρευστότητα.

Αλλά και σε ότι αφορά το δεύτερο όφελος, τα παράγωγα βελτιώνουν την ποσότητα και την ποιότητα της παρεχόμενης πληροφορίας για τις τιμές των αξιών. Η ύπαρξή τους αυξάνει τη συναλλακτική δραστηριότητα, τόσο στα παράγωγα όσο και στις υποκείμενες αξίες και, με αυτό τον τρόπο, διασφαλίζεται η ορθότητα των τιμών.

Εκτός από τα γενικά οφέλη τους, τα παράγωγα προϊόντα χαρακτηρίζονται από μοναδικά πλεονεκτήματα:

- § Προσφέρουν τη δυνατότητα μόχλευσης του κεφαλαίου, αλλά και των αποδόσεων
- § Δίνουν τη δυνατότητα εκμετάλλευσης όλων των τάσεων σε μια αγορά (ανοδικές, καθοδικές, στατικές τάσεις)
- § Δημιουργούν ευκαιρίες για σύνθετες στρατηγικές ανάλογα με το επενδυτικό προφίλ του πελάτη, και
- § Δεν απαιτούν μεγάλα κεφάλαια για να κάνει κάποιος συναλλαγές σε παράγωγα.

Τα παράγωγα προσθέτουν ρευστότητα στις αγορές, αφού μια επένδυση απευθείας στους υποκείμενους τίτλους θα απαιτούσε πολλαπλάσια κεφάλαια, ενώ με τη χρήση των παραγώγων δεσμεύεται ένα ελάχιστο ποσό, που αντιστοιχεί μόνο στο περιθώριο (margin) ή στο ασφάλιστρο (premium), τα οποία στις περισσότερες των περιπτώσεων ανέρχονται σε ένα μικρό ποσοστό της αξίας του υποκείμενου τίτλου.

Η ευρεία χρήση των παραγώγων ευνοεί το σύνολο της οικονομίας αφού συντελεί στον έλεγχο των υποκείμενων τίτλων και στη βελτίωση της τιμολόγησή τους στις υποκείμενες αγορές.

Τα παράγωγα χωρίζονται σε δυο μεγάλες κατηγορίες. Σε αυτά που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο και σε αυτά που προσφέρονται εκτός χρηματιστηρίου.

Τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα (Over The Counter – OTC – Derivatives) είναι διμερείς συμφωνίες οι οποίες διαπραγματεύονται ιδιωτικά και εκτελούνται εκτός οργανωμένων αγορών.

Τα χρηματιστηριακά παράγωγα (Exchange Traded Derivatives) τελούν υπό διαπραγμάτευση στο πλαίσιο μιας οργανωμένης αγοράς βάσει τυποποιημένων χαρακτηριστικών. Για παράδειγμα, περιγράφονται με ακρίβεια τα χαρακτηριστικά των υποκείμενων τίτλων, οι ενέργειες που γίνονται στη λήξη του συμβολαίου, από ποιόν γίνονται αυτές οι ενέργειες, το ύψος του συμβολαίου κ.λπ.

Τα πιο κοινά χρηματοοικονομικά παράγωγα περιλαμβάνουν τέσσερις βασικές κατηγορίες:

- Τα Προθεσμιακά Συμβόλαια (Forwards)
- Τα Προθεσμιακά Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Futures)
- Τα Δικαιώματα Προαίρεσης (Options) και
- Τις Συμφωνίες Ανταλλαγής (Swaps)

Τα προθεσμιακά συμβόλαια είναι συμβόλαια των οποίων οι όροι διαμορφώνονται εκτός οργανωμένων αγορών, βάσει των αναγκών των αντισυμβαλλόμενων. Κατά συνέπεια, οι όροι τους δεν είναι τυποποιημένοι, όπως συμβαίνει με τα παράγωγα των οργανωμένων αγορών.

Τα προθεσμιακά συμβόλαια υποχρεώνουν τον ένα εκ των αντισυμβαλλόμενων να αγοράσει ένα συγκεκριμένο τίτλο ή αξία, όπως συνάλλαγμα, εμπόρευμα, ομόλογο, κ.ο.κ., από το δεύτερο αντισυμβαλλόμενο, σε προκαθορισμένη τιμή σε μια μελλοντική ημερομηνία.

Παράλληλα, το ίδιο συμβόλαιο υποχρεώνει το δεύτερο αντισυμβαλλόμενο να παραδώσει το υποκείμενο του συμβολαίου σύμφωνα με τους όρους αυτού.

Σημειώνεται ότι ο αγοραστής του προθεσμιακού συμβολαίου κατέχει θετική θέση (long position) και ο πωλητής αρνητική (short position). Ο αγοραστής του συμβολαίου, στην προσδιοριζόμενη στο συμβόλαιο ημερομηνία, καταβάλλει και ο πωλητής εισπράττει παραδίδοντας το υποκείμενο του συμβολαίου, την τιμή του συμβολαίου.

Επιγραμματικά, τα προθεσμιακά συμβόλαια συμφωνούνται και υλοποιούνται με βάση τις ανάγκες των αντισυμβαλλομένων, χωρίς σταθερή μορφή και χωρίς δυνατότητα διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη αγορά.

Στη συμφωνία για το περιεχόμενο του συμβολαίου συμμετέχουν απευθείας τα ενδιαφερόμενα μέρη, καθορίζοντας, ανάλογα με τις ανάγκες τους, την τιμή, τον χρονικό ορίζοντα, την ποσότητα και κάθε άλλο αναγκαίο όρο που κρίνεται απαραίτητος για το καλό τέλος του συμβολαίου.

Ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης είναι μια δεσμευτική συμφωνία μεταξύ δύο μερών να αγοράσουν ή να πουλήσουν τον υποκείμενο τίτλο σε κάποια συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία και σε μια ορισμένη τιμή.

Συγκεκριμένα, ο αγοραστής ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης συμφωνεί να δεχτεί την παράδοση του υποκείμενου τίτλου από τον πωλητή στην ημερομηνία λήξης και στην τιμή που διαπραγματεύτηκε το συμβόλαιο.

Η κύρια διαφορά τους από τα προθεσμιακά συμβόλαια εντοπίζεται στο γεγονός ότι τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης είναι τυποποιημένα προϊόντα, όσον αφορά στοιχεία όπως η τιμή, το μέγεθος, ή η ποσότητα και η διάρκεια, και τίθενται προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένες αγορές, οι οποίες συνήθως αποκαλούνται χρηματιστήρια παραγώγων.

Η δημιουργία τους, η διαπραγμάτευσή τους και η εκκαθάρισή τους υπόκεινται σε συγκεκριμένους κανόνες που θεσπίζονται από τις οργανωμένες αυτές αγορές. Η διαπραγμάτευσή τους στηρίζεται:

- § Στην απαιτούμενη κατάθεση και από τους δύο αντισυμβαλλόμενους σε ειδικούς λογαριασμούς που κινούν οι χρηματιστές τους ενός ελάχιστου περιθωρίου ή ασφαλίστρου.
- § Στην καθημερινή τιμολόγηση και εκκαθάρισή τους (mark to market) και στη μεταφορά του κέρδους, στο κλείσιμο της κάθε ημερήσιας συνεδρίασης, από τον ένα λογαριασμό στον άλλο.

Στο Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. σήμερα διαπραγματεύονται τα παρακάτω Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης:

- ΣΜΕ στο δείκτη FTSE / ASE – 20
- ΣΜΕ στο δείκτη FTSE / ASE Mid 40
- ΣΜΕ σε 10ετές ομόλογο του Ελληνικού Δημοσίου
- ΣΜΕ επί μετοχών
- ΣΜΕ στη συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD.

Είναι φανερό ότι τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης καλύπτουν πολλές αδυναμίες των προθεσμιακών συμβολαίων και κυρίως της διαπραγμάτευσης.

Τα δικαιώματα προαίρεσης είναι συμβάσεις που δίνουν την δυνατότητα στον επενδυτή να αγοράσει ή να πουλήσει ένα συγκεκριμένο προϊόν σε μια προκαθορισμένη τιμή, χωρίς όμως να είναι υποχρεωμένος να κάνει αυτή την αγορά ή την πώληση.

Υπάρχουν δύο κατηγορίες δικαιωμάτων : συμβόλαιο δικαιώματος αγοράς (call options) και συμβόλαιο δικαιώματος πώλησης (put options). Ένα call option δίνει το δικαίωμα στον κάτοχό του να αγοράσει το υποκείμενο αγαθό σε ορισμένη ημερομηνία και σε ορισμένη τιμή. Ένα put option δίνει το δικαίωμα στον κάτοχό του να πουλήσει το υποκείμενο αγαθό σε ορισμένη ημερομηνία και σε ορισμένη τιμή.

Η κύρια διαφορά των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και των δικαιωμάτων προαίρεσης έγκειται στη δυνατότητα που παρέχουν τα δικαιώματα προαίρεσης στον κάτοχό τους να μην ασκήσει το συμβολαίο του, χωρίς καμία επίπτωση γι' αυτόν, ενώ ο κάτοχος του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης θα πρέπει να τηρήσει τους όρους του συμβολαίου ή να εγκαταλείψει τη θέση του με αντίθετο συμβόλαιο.

Τέλος, οι ανταλλαγές είναι συμφωνίες μεταξύ δυο πλευρών που αφορούν την ανταλλαγή αγαθών ή στοιχείων σε μια συγκεκριμένη ημερομηνία, με προκαθορισμένους όρους.

Οι ανταλλαγές δεν είναι τυποποιημένα προϊόντα και κινούνται κυρίως εκτός οργανωμένων αγορών. Τα τελευταία χρόνια έχουν αναπτυχθεί πολλοί τύποι ανταλλαγών. Τα χαρακτηριστικά κάθε συναλλαγής διαμορφώνονται από τα ενδιαφερόμενα μέρη σύμφωνα με τις ανάγκες τους και την διαπραγματευτική τους δυνατότητα.

Υπάρχουν λοιπόν τρεις σημαντικοί σκοποί των συναλλαγών με παράγωγα:

- Αντιστάθμιση κινδύνου (hedging)
- Κερδοσκοπία (speculation) και
- Εξισοροποιητική κερδοσκοπία (arbitrage)

Η αντιστάθμιση κινδύνου είναι και ο σημαντικότερος λόγος δημιουργίας των παραγώγων. Δεδομένης της ευκολίας και της ταχύτητας των συναλλαγών παραγώγων, μαζί με τα υπόλοιπα πλεονεκτήματα, τα παράγωγα δίνουν στους διαχειριστές κινδύνου πολύτιμα εργαλεία για την διαχείριση ή την προσαρμογή συγκεκριμένων κινδύνων.

Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και τα δικαιώματα προαίρεσης είναι προϊόντα με τυποποιημένα χαρακτηριστικά τα οποία διαμορφώνονται από τις οργανωμένες αγορές στις οποίες τίθενται προς διαπραγμάτευση. Οι αγορές αυτές είναι οι αγορές παραγώγων.

Σκοπός της Αγοράς Παραγώγων είναι η οργάνωση και υποστήριξη των συναλλαγών στη χρηματιστηριακή αγορά των παραγώγων και η παροχή του συστήματος συναλλαγών. Η λειτουργία της αγοράς βασίζεται στα Μέλη της Αγοράς Παραγώγων και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Μέλη της αγοράς παραγώγων είναι χρηματιστηριακές εταιρείες, χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί και εταιρείες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ.) που καταρτίζουν συναλλαγές για λογαριασμό δικό τους ή και των πελατών τους μέσω τερματικών συναλλαγών που συνδέονται με το δίκτυο του Χρηματιστηρίου.

Η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. είναι ο Εκκαθαριστικός Οίκος της αγοράς των παραγώγων και σκοπός της είναι η συμμετοχή στις συμβάσεις των παράγωγων προϊόντων που συνάπτονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών, η εκκαθάριση των συναλλαγών, η διασφάλιση της εκπλήρωσης των υποχρεώσεων των συμβαλλομένων που απορρέουν από αυτές τις συναλλαγές αλλά και κάθε συναφής δραστηριότητα.

Τα μέλη της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. παρακολουθούν και ενημερώνουν τον επενδυτή σχετικά με την υποχρέωση παροχής περιθωρίου ασφάλισης, ενώ ταυτόχρονα τον εκπροσωπούν στον ημερήσιο διακανονισμό κερδών / ζημιών, τη τελική εκκαθάριση των συμβολαίων και άλλες πράξεις εκκαθάρισης.

Με δεδομένους τους στόχους της, η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. για να φέρει σε πέρας τη βασική αποστολή της, δηλαδή την εκκαθάριση των συναλλαγών και την ανάληψη του πιστωτικού κινδύνου, έχει δημιουργήσει τη Διεύθυνση Εκκαθάρισης, η οποία απαρτίζεται από τα εξής τρία Τμήματα:

4. Τμήμα Διαχείρισης Κινδύνου
5. Τμήμα Εκκαθάρισης Συναλλαγών
6. Τμήμα Υποστήριξης Εκκαθάρισης Συναλλαγών

Η εκκαθάριση των συναλλαγών στην Αγορά Παραγώγων περιλαμβάνει τις γνωστές, από τα χρηματιστήρια αξιών, λειτουργίες εκκαθάρισης (clearing) και χρηματικού διακανονισμού (settlement) αλλά και τη διαδικασία των περιθωρίων ασφάλισης (margining).

Η ομαλή διεξαγωγή των συναλλαγών με σύγχρονα μέσα αποτελεί μια από τις βασικές προτεραιότητες του Χρηματιστηρίου Παραγώγων. Ως εκ τούτου, η διεξαγωγή των συναλλαγών γίνεται ηλεκτρονικά (screen trading) από τους χώρους των εταιρειών – μελών του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Η διαπραγμάτευση των παραγώγων γίνεται μέσω του Ηλεκτρονικού Συστήματος Διαπραγμάτευσης Ο.Α.Σ.Η.Σ. (Ολοκληρωμένο Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών).

Τον έλεγχο και την εποπτεία επί της λειτουργίας του Χρηματιστηρίου Αθηνών και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. για την τήρηση των σχετικών διατάξεων περί κεφαλαιαγοράς ασκεί η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Στην αγορά παραγώγων διαπραγματεύονται τα εξής είδη συμβολαίων:

- Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στους δείκτες FTSE/ASE 20 και FTSE/ASE Mid 40,
- Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης επί μετοχών,
- Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε δεκαετή ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου,
- Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στην συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD,
- Συμβόλαια Δικαιωμάτων Προαίρεσης στους δείκτες FTSE/ASE 20 και FTSE/ASE Mid 40,
- Συμβόλαια Δικαιωμάτων Προαίρεσης επί μετοχών,
- Repos επί μετοχών (Stock Repos),
- Reverse Repos επί μετοχών και
- Σύμβαση Επαναγοράς

6.2. Προοπτικές της Αγοράς Παραγώγων στην Ελλάδα

Οι αγορές των παράγωγων προϊόντων έχουν γνωρίσει ραγδαία εξέλιξη σε όλο τον κόσμο, και συχνά πραγματοποιούν μεγαλύτερο τζίρο συναλλαγών από τις υποκείμενες αγορές. Συγκρινόμενη με τις άλλες ευρωπαϊκές αγορές, ήδη η ελληνική αγορά παραγώγων βρίσκεται στην έβδομη θέση.

Στην Ελλάδα, μετά από πέντε χρόνια λειτουργίας Αγοράς Παραγώγων, και πριν ολοκληρωθεί ακόμα η εισαγωγή προς διαπραγμάτευση όλων των σχεδιασμένων προϊόντων, η αξία των ημερήσιων συναλλαγών ανέρχεται περίπου σε 50 – 100 εκατομμύρια ευρώ.

Μερικοί ξένοι θεσμικοί επενδυτές επιλέγουν συστηματικά να πραγματοποιούν συναλλαγές στο Χρηματιστήριο Παραγώγων, εκμεταλλευόμενοι τα σημαντικά περιθώρια κερδοφορίας, το περιορισμένο κόστος και τη δυνατότητα μόχλευσης, που τους επιτρέπει να χρηματοδοτούν τις προσδοκίες τους για την πορεία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, δεσμεύοντας μόνον ένα μέρος από τα κεφάλαια που θα έπρεπε να διαθέσουν στο Χρηματιστήριο για τις ίδιες θέσεις.

Παράλληλα, τα κέρδη που εξασφαλίζουν τα τμήματα παραγώγων των Χρηματιστηριακών Εταιρειών είναι αισθητά υψηλότερα από τα αντίστοιχα κέρδη από προμήθειες σε συναλλαγές μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών, με αποτέλεσμα αρκετές εταιρείες να βελτιώνουν την εσωτερική τους οργάνωση, να επενδύουν σε λογισμικό διαχείρισης κινδύνου και να εκπαιδεύουν τα στελέχη τους, με στόχο να προσφέρουν νέα προϊόντα και υπηρεσίες στους πελάτες τους.

Από το Χρηματιστήριο Αθηνών εκτιμάται ότι περίπου το 33% των συμμετεχόντων στις συναλλαγές είναι ιδιώτες επενδυτές, το 18% θεσμικοί, το 38% ειδικοί διαπραγματευτές και το υπόλοιπο χρηματιστηριακές εταιρείες για ίδιο λογαριασμό. Επίσης, στο σύνολο των κωδικών, το 61% εντοπίζεται στην Αττική, το 10% στη Θεσσαλονίκη, το 7% στην Κρήτη και το 6% στη Θεσσαλία.

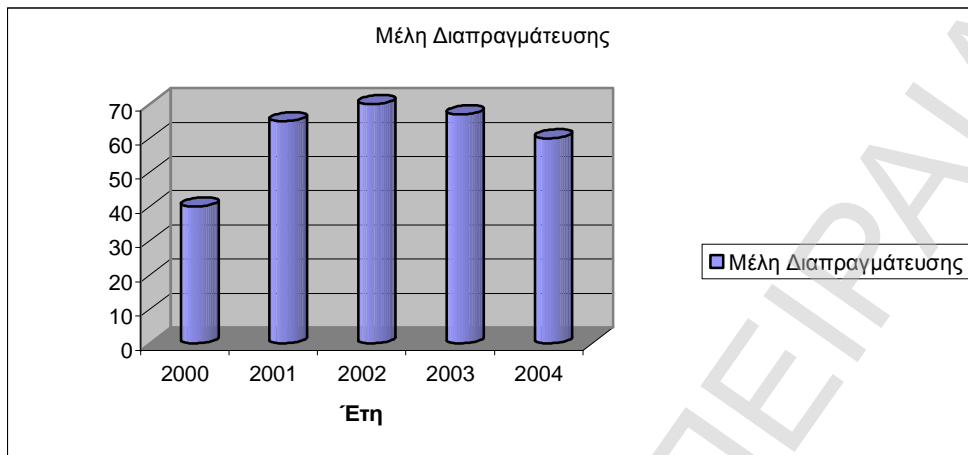
Από την ημέρα έναρξης της λειτουργίας της μέχρι σήμερα, η αγορά παραγώγων έχει να επιδείξει μια αξιόλογη δυναμική, όπως φαίνεται στον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 6.1. Εξέλιξη της Αγοράς Παραγώγων

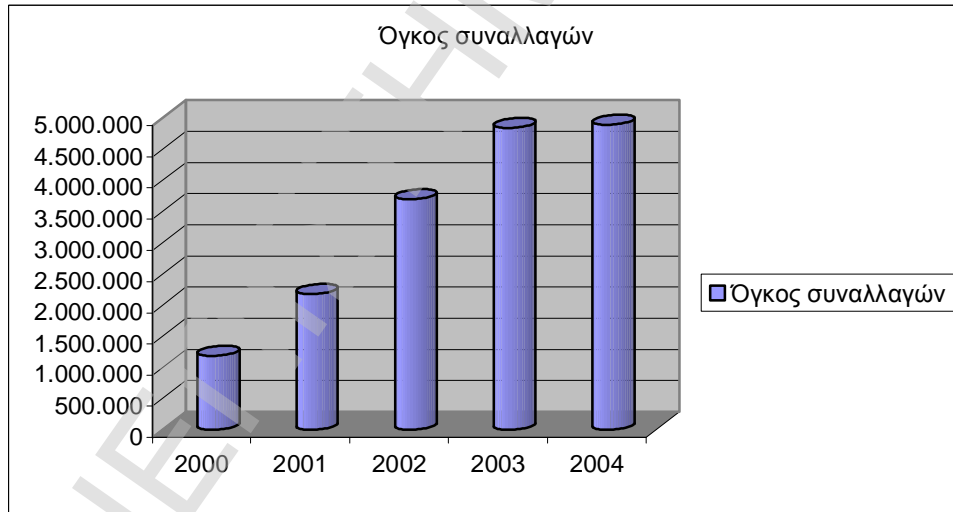
	2000	2001	2002	2003	2004
Μέλη	40	65	70	67	60
Διαπραγματέυσης					
Μέλη Εκκαθάρισης	36	42	47	47	41
Τερματικά	171	333	419	429	405
Συμβάσεις χρήσης	21	28	34	35	35
API					
Όγκος συναλλαγών	1.190.168	2.179.433	3.693.787	4.841.522	4.894.778
Κωδικοί πελατών	3.181	9.133	15.482	21.256	24.153
Προϊόντα	5	7	8	10	11

Πηγή: Αγορά Παραγώγων ΧΑ 2004

Διάγραμμα 6.1. Εξέλιξη των Μελών Διαπραγμάτευσης της Αγοράς Παραγώγων



Διάγραμμα 6.2. Εξέλιξη του όγκου συναλλαγών



Αξίζει να σημειωθεί ότι ο όγκος των συναλλαγών αυξήθηκε κατά 31% το 2003 σε σχέση με το προηγούμενο έτος, αναδεικνύοντας έτσι τα Παράγωγα σε εξελισσόμενη εναλλακτική δύναμη για την αύξηση της κερδοφορίας των επενδυτικών χαρτοφυλακίων.

Έτος ωρίμανσης λοιπόν της Αγοράς Παραγώγων του Χρηματιστηρίου Αθηνών αποτέλεσε το 2004, καθώς και το εν λόγω έτος ο όγκος συναλλαγών αυξήθηκε κατά 1,10%, εισήχθησαν νέα προϊόντα, αυξήθηκε ο αριθμός των επενδυτών, ενώ παράλληλα πραγματοποιήθηκε μικρή αναδιάρθρωση στον αριθμό των Μελών, οι συγχωνεύσεις των οποίων οδήγησαν στη δημιουργία λιγότερων σε αριθμό εταιριών, αλλά με πιο ενεργό πελατολόγιο και υγιέστερη διάρθρωση.

Όσον αφορά τη δραστηριοποίηση των επενδυτών, παρατηρείται **αύξηση του μέσου όρου συμβολαίων** ανά ενεργό κωδικό το 2002, σε 300 συμβόλαια το 2003 και 311 συμβόλαια το 2004.

Βελτίωση επίσης υπήρξε και στο λόγο του συνολικού τζίρου παραγώγων προς μετοχές, καθώς η ανάπτυξη στην Αγορά Παραγώγων οδήγησε σε αύξηση του εν λόγω δείκτη από 60% το 2003 σε 76% το 2004.

Η εισαγωγή των νέων Σ.Μ.Ε. σε 9 μετοχές επίσης βρήκε άμεση ανταπόκριση από το επενδυτικό κοινό, το οποίο δραστηριοποιήθηκε έντονα στα εν λόγω προϊόντα, με αποτέλεσμα το διπλασιασμό των ενεργών κωδικών που δραστηριοποιούνται στ Σ.Μ.Ε. σε μετοχές, γεγονός το οποίο φανερώνει ότι η επιλογή και η εισαγωγή των εν λόγω προϊόντων ήταν η πλέον ενδεδειγμένη και μακροπρόθεσμα θα είναι επιτυχής.

Όσον αφορά τέλος τα μερίδια αγοράς των Μελών διαπραγμάτευσης της Αγορά Παραγώγων, παρατηρείται συγκέντρωση στα 20 πρώτα μέλη σε κάθε προϊόν, η κατάσταση όμως είναι οριακά βελτιωμένη σε σχέση με το 2003, όπου τα αντίστοιχα ποσοστά ήταν 2-3% υψηλότερα ανά προϊόν.

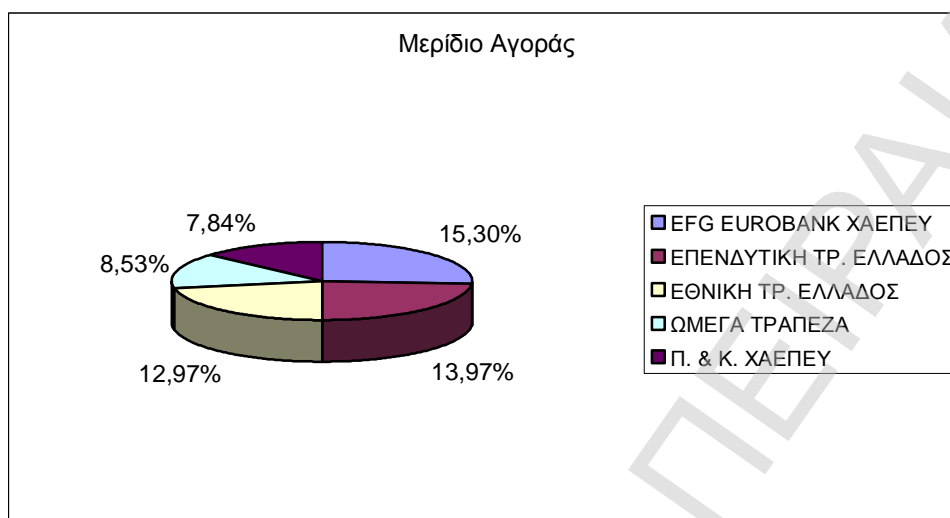
Συνοπτικά τα μερίδια αγοράς των πέντε πρώτων μελών σε συναλλαγές ανά προϊόν έχουν ως εξής:

Πίνακας 6.2. Μερίδιο Αγοράς Σ.Μ.Ε. στο δείκτη FTSE/ASE-20

	Σ.Μ.Ε. FTSE/ASE-20	Αριθμός συμβολαίων	Μερίδιο Αγοράς	Αθροιστικό Μερίδιο Αγοράς
1	EFG EUROBANK ΧΑΕΠΕΥ	854.256	15,30%	15%
2	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΤΡ. ΕΛΛΑΔΟΣ	780.003	13,97%	29%
3	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡ. ΕΛΛΑΔΟΣ	724.492	12,97%	42%
4	ΩΜΕΓΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	476.549	8,53%	51%
5	Π. & Κ. ΧΑΕΠΕΥ	438.045	7,84%	59%
10	Συνολικό Μ.Α. των 10 πρώτων μελών			80%
20	Συνολικό Μ.Α. των 20 πρώτων μελών			91%
	ΣΥΝΟΛΟ	5.584.336	100,00%	100%

Πηγή: Αγορά Παραγωγών ΧΑ 2004

Διάγραμμα 6.3. Μερίδιο Αγοράς ΣΜΕ στο δείκτη FTSE/ASE 20



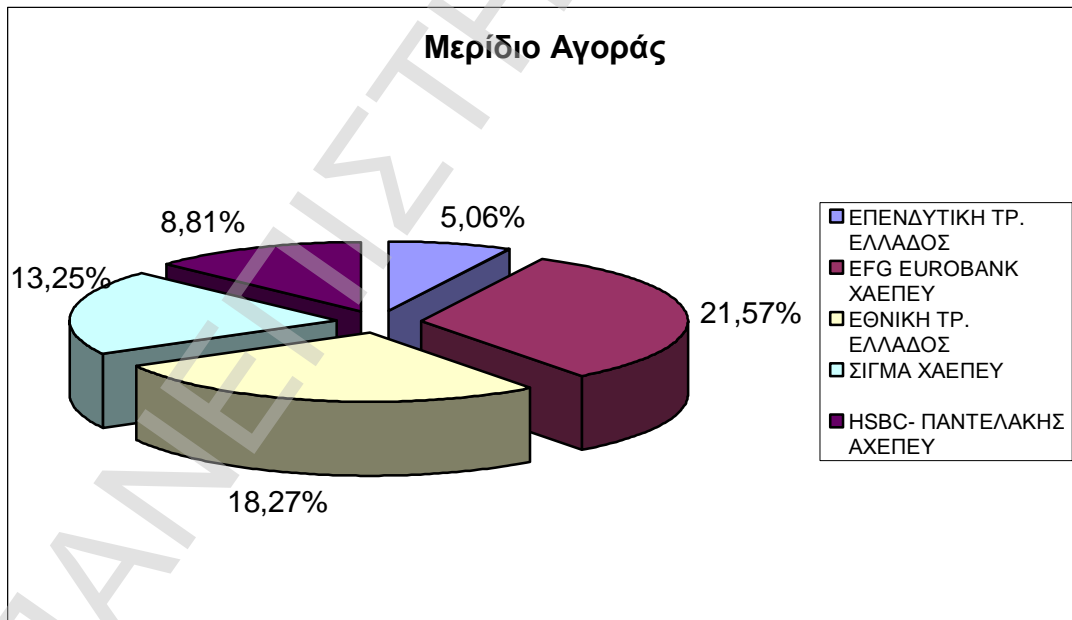
Πίνακας 6.3. Μερίδιο Αγοράς Σ.Μ.Ε. στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40

	Σ.Μ.Ε. FTSE/ASE Mid 40	Αριθμός συμβολαίων	Μερίδιο Αγοράς	Αθροιστικό Μερίδιο Αγοράς
1	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΤΡ. ΕΛΛΑΔΟΣ	56.411	21,57%	22%
2	ΕΦΓ EUROBANK ΧΑΕΠΕΥ	47.769	18,27%	40%
3	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡ. ΕΛΛΑΔΟΣ	34.640	13,25%	53%
4	ΣΙΓΜΑ ΧΑΕΠΕΥ	23.043	8,81%	62%

5	HSBC- ΠΑΝΤΕΛΑΚΗΣ ΑΧΕΠΕΥ	13.225	5,06%	67%
10	Συνολικό Μ.Α. των 10 πρώτων μελών			78%
20	Συνολικό Μ.Α. των 20 πρώτων μελών			90%
	ΣΥΝΟΛΟ	261.502		100%

Πηγή: Αγορά Παραγώγων ΧΑ 2004

Διάγραμμα 6.4. Μερίδιο Αγοράς Σ.Μ.Ε. στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40



Πίνακας 6.4. Μερίδιο Αγοράς Σ.Μ.Ε. σε μετοχές

	Σ.Μ.Ε. ΣΕ ΜΕΤΟΧΕΣ	Αριθμός συμβολαίων	Μερίδιο Αγοράς	Αθροιστικό Μερίδιο Αγοράς
1	Π. & Κ. ΧΑΕΠΕΥ	344.522	18,73%	19%
2	ΣΙΓΜΑ ΧΑΕΠΕΥ	286.840	15,59%	34%
3	EFG EUROBANK ΧΑΕΠΕΥ	271.664	14,77%	49%
4	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΤΡ. ΕΛΛΑΔΟΣ	239.898	13,04%	62%
5	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡ. ΕΛΛΑΔΟΣ	103.800	5,64%	68%
6	ARTION ΑΧΕΠΕΥ	56.070	3,05%	71%
7	ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΧΑΕΠΕΥ	49.364	2,68%	74%
8	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	40.233	2,19%	76%
9	EUROXX ΑΧΕΠΕΥ	35.229	1,92%	78%
10	Ν.ΣΩΡΡΟΣ ΧΑΕ	34.434	1,87%	79%
	ΣΥΝΟΛΟ	1.839.358		100%

Πηγή: Αγορά Παραγώγων ΧΑ 2004

Η αύξηση του όγκου των συναλλαγών σε Σ.Μ.Ε. και Δικαιώματα και του όγκου των ανοικτών συμβολαίων είναι από τα βασικά μεγέθη μέτρησης της βελτίωσης της ρευστότητας και του βάθους της αγοράς και ισχυροποιεί τη θέση της Αγοράς Παραγώγων.

Το 2003 ήταν ο τέταρτος κατά σειρά χρόνος λειτουργίας της Αγορά Παραγώγων του Χ.Α. και έκλεισε διαμορφώνοντας την παρακάτω ημερήσια ρευστότητα για τα προϊόντα που διαπραγματεύονται σ' αυτήν:

Πίνακας 6.5. Μέσος Ημερήσιος Αριθμός Συμβολαίων

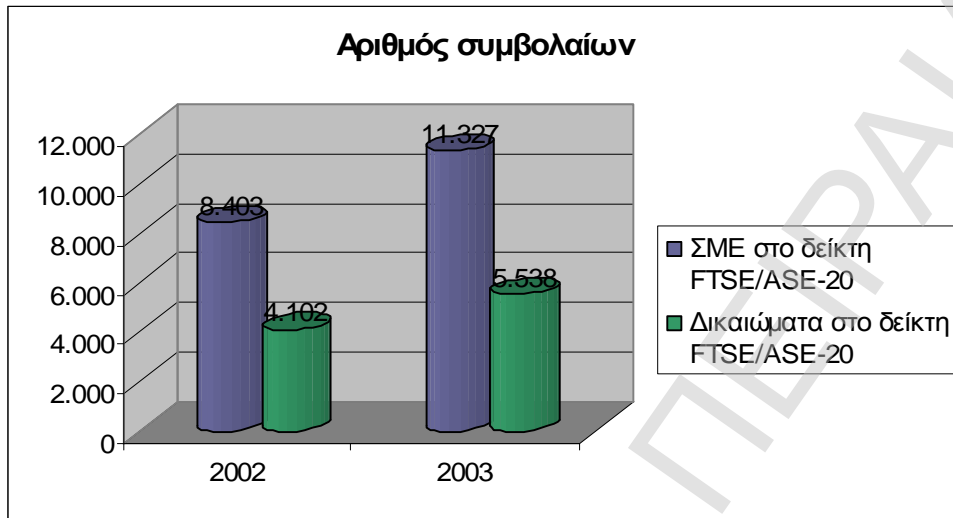
Προϊόντα	2003	2002	Ποσοστό Αύξησης ή Μείωσης
ΣΜΕ στο δείκτη FTSE/ASE-20	11.327	8.403	34,80%
ΣΜΕ στο δείκτη FTSE/ASE Mid40	315	1.049	(77,63%)
ΣΜΕ στη μετοχή του ΟΤΕ	870	203	277,79%
ΣΜΕ στη μετοχή της Εθνικής Τράπεζας	277	115	140,30%
ΣΜΕ στη μετοχή της ΡΑΝΑΦΟΝ	63	142	(55,71%)
ΣΜΕ στη μετοχή της INTRACOM	339	151	124,83%

ΣΜΕ στη μετοχή της ALPHA BANK	311	142	118,67%
ΣΜΕ στη συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD	327	-	-
Δικαιώματα στο δείκτη FTSE/ASE-20	5.538	4.102	34,99%
Δικαιώματα στο δείκτη FTSE/ASE Mid40	76	180	(57,82%)
Δικαιώματα σε μετοχές	60	-	-
Stock Repo	191.852	159.604	20,21%
Stock Reverse Repo	225.959	114.237	97,80%
ΣΥΝΟΛΟ ΣΜΕ & ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ	19.559	14.921	31,08%

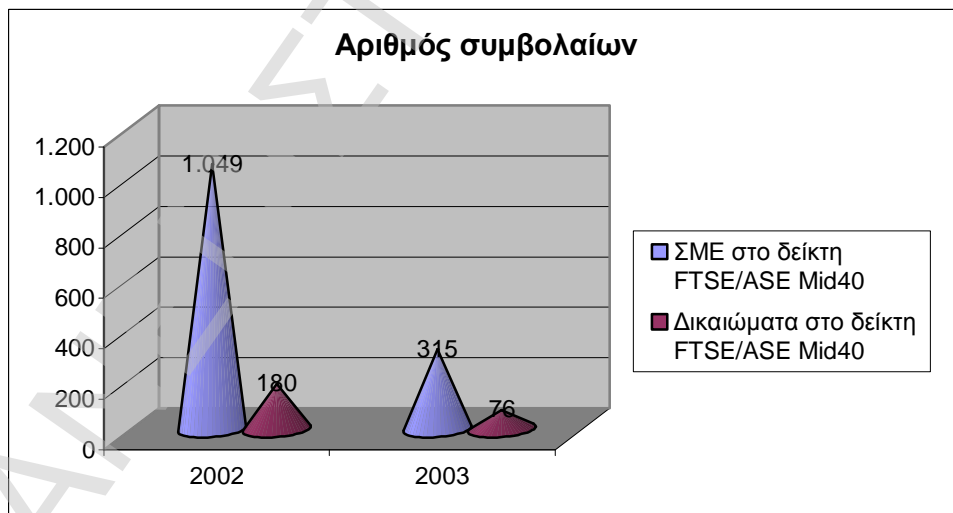
Πηγή: Αγορά Παραγώγων ΧΑ 2004

Όσον αφορά στο διαχωρισμό των συναλλαγών σε ίδιο λογαριασμό και πελατεία, παρατηρείται αύξηση του μεριδίου των συναλλαγών πελατείας για τα ΣΜΕ και τα δικαιώματα στο δείκτη FTSE/ASE Mid40 και τα ΣΜΕ σε μετοχές, ενώ παρατηρείται μείωση των συναλλαγών πελατείας στα ΣΜΕ και τα δικαιώματα στο δείκτη FTSE/ASE-20.

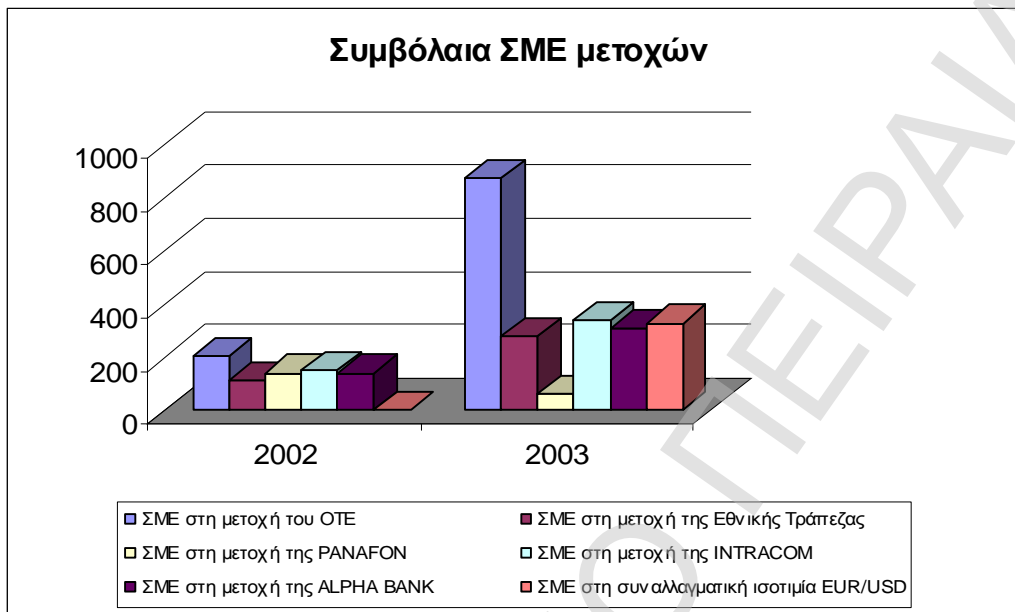
Διάγραμμα 6.5. Εξέλιξη αριθμού συμβολαίων στο δείκτη FTSE/ASE 20



Διάγραμμα 6.6. Εξέλιξη αριθμού συμβολαίων στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40



Διάγραμμα 6.7. Εξέλιξη αριθμού συμβολαίων ΣΜΕ επί μετοχών



Με την ανάπτυξη νέων προϊόντων, τον έλεγχο της ομαλής λειτουργίας της αγοράς σύμφωνα με τους κανονισμούς και το θεσμικό πλαίσιο αυτής, η Αγορά Παραγώγων προσθέτει αξία για τα Μέλη του, αλλά και για τους τελικούς επενδυτές.

Η Αγορά Παραγώγων στοχεύει να συνεχίσει την επιτυχημένη πορεία ανάπτυξής του πάνω σε δύο άξονες: την περαιτέρω ανάπτυξη των ποσοτικών μεγεθών, και την ποιοτική ανάπτυξη της αγοράς με την καλύτερη κατάρτιση του επενδυτικού κοινού και εξομοίωση του με τα παράγωγα προϊόντα.

6.3. Κατευθύνσεις για περαιτέρω έρευνα

Τελειώνοντας το κεφάλαιο αυτό, εξαιρετικά σημαντικό είναι να δώσουμε κατευθύνσεις για περαιτέρω έρευνα.

Στην παρούσα εργασία έγινε μια αναφορά στα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα, ενώ ιδιαίτερη έμφαση δόθηκε στα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης γενικά και σε αυτά που διαπραγματεύονται στον Ελληνικό χρηματιστηριακό χώρο.

Ο επενδυτής έχει τη δυνατότητα να εξειδικεύσει την έρευνα του για τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και να ασχοληθεί με τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης επί επιτοκίων, με τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης επί Τίτλων του Δημοσίου και με τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης επί Δεικτών Μετοχών.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- § Αγγελόπουλος Παναγιώτης, Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης, Αθήνα 2001.
- § Αγγελόπουλος Παναγιώτης, Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα, Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα 2005.
- § Αρτίκης Γ. Παναγιώτης, Χρηματοοικονομικές Αγορές, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Οκτώβριος 2001.
- § Αγορά Παραγώγων, Ξανθίππη Αποστόλου: Ωφέλειες για τους επενδυτές από τη χρήση Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης, 3^η έκδοση, Μάρτιος 2004.
- § Βασίλης Τσαγκρής, Περιγραφή λειτουργίας Παράγωγων Προϊόντων, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Αθήνα 2004.
- § Βελέντζας Γιάννης, Χρηματιστήρια – Κεφαλαιαγορά, τόμος Α', Εκδόσεις Ius, Αθήνα 2001.
- § Βούλγαρη – Παπαγεωργίου Ε., Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων, Εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική, 2001.
- § Γαλιάτσος Κώστας, Διεθνείς Κεφαλαιαγορές και Ελληνικό Χρηματιστήριο, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, 1994.
- § Δημητρόπουλος Α. Παναγιώτης, Τα Παράγωγα στο Ελληνικό Χρηματιστήριο, Εκδόσεις Φυκίρης, 1999.
- § Θεοδωρόπουλος Ε. Θεόδωρος, Χρηματιστηριακές Επενδύσεις, Γ' Έκδοση, Σταμούλης, Αθήνα 2001.

- § Θωμαδάκης Στ. – Ξανθάκης Μ. , Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου. Εκδόσεις Αντ. Σ. Σάκκουλα, 1990.
- § Κιόχος Π., Παπανικολάου Γ. και Κιόχος Α., Χρηματιστήριο Αξιών και Παραγώγων Αθηνών – Διεθνή Χρηματιστήρια. Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης, 2001.
- § Λιβάνης Ευστράτιος, Γεωργιάδη Νικόλαο, Οδηγός Παραγώγων Προϊόντων, Εκδόσεις Πανεπιστημίου Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη 2002.
- § Μαλινδρέτος Π. και Μαλινδρέτου Β., Χρηματιστήριο, Εκδόσεις Παπαζήση, 2000.
- § Μαλινδρέτου Βασιλική, Σύγχρονα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα, Εκδόσεις Παπαζήση, 2002.
- § Ματίνα Κορδή – Αντωνοπούλου, Εισαγωγή στο Χρηματιστηριακό Δίκαιο και Νομοθετικά κείμενα, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2001.
- § Νικήτα Μάγδα, Παράγωγα και Θέσεις, Εκδόσεις Γρηγόρη, Αθήνα 2003.
- § Ξανθάκης Μ. , Δομή και Μικροδομή της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς. Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα 2002
- § Οδηγός Επενδύσεων στην Ελλάδα, Grant Thornton, 1^η Έκδοση, Μάιος 2005.
- § Παπούλιας Γ. , Παράγωγα. Εκδόσεις Παπούλια, 1998.
- § Χρηματιστηριακά Παράγωγα, CD-ROM, Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης, , Απρίλιος 2004

ENH

- § Arditti Fred D. , A Comprehensive resource for Options, Futures, Interest Rate Swaps and Mortgage, Business Scholl Press, USA, 1999.
- § Daniel R. Siegel, Diane F. Siegel : Futures Markets, the Dryden Press, 1990.
- § Don. M. Chance. , An Introduction to derivatives and Risk Management, 5th Edition, Dryden, 2001.
- § Francesca Taylor, Mastering Derivatives Markets, Market Editions, 1996.
- § Franklin R. Edwards, Cindy W. Ma: Futures and Options, Mc Graw-Hill International Editions.
- § Hull John, Options, Futures and other Derivatives, 4th Edition, Black Well Publishers Ltd UK 2000.
- § Kolb Robert, Financial Derivatives, 2nd Edition, Blackwell, UK, 1996.
- § Kolb Robert, Understanding Futures Markets, 5th Edition, Blackwell, UK, 1997
- § Robert Mc Donald, Derivatives Markets, International Edition.
- § Todd Lofton, Getting Started in Futures, John Wisley & Sons, 2nd Edition, 1996.
- § Van Horne, Financial Management and Policy, Prentice Hall, 10th Edition, 1995.

ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ

- § Χρηματιστήριο Αθηνών www.ase.gr
- § Αγορά Παραγώγων Χρηματιστηρίου Αθηνών www.adex.ase.gr
- § Χρηματιστηρίου Παραγώγων EUREX www.eurexchange.com
- § www.derivatives.gr
- § www.tsec.ase.gr
- § www.global-derivatives.com
- § www.allaboutadex.gr
- § www.greekresearch.com
- § www.reporter.gr
- § www.isotimia.gr
- § www.naftemporiki.gr

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι

ΟΡΟΛΟΓΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ

Αγοραστής Δικαιώματος Αγοράς

Ο αγοραστής ενός δικαιώματος αγοράς έχει το δικαίωμα , αλλά όχι την υποχρέωση, να αγοράσει από τον πωλητή τον υποκείμενο τίτλο σε μια προκαθορισμένη τιμή (τιμή εξάσκησης).

Αγοραστής Δικαιώματος Πώλησης

Ο αγοραστής ενός δικαιώματος πώλησης έχει το δικαίωμα , αλλά όχι την υποχρέωση, να πουλήσει στον πωλητή τον υποκείμενο τίτλο σε μια προκαθορισμένη τιμή (τιμή εξάσκησης).

Ανοικτές Θέσεις

Το σύνολο όλων των θέσεων αγοράς ή πώλησης των επενδύσεων σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης ή δικαιώματα προαίρεσης επί ενός υποκείμενου τίτλου όπου δεν έχουν πραγματοποιηθεί αντίθετες πράξεις για το κλείσιμο των θέσεων αυτών ή τα συμβόλαια αυτά δεν έχουν ακόμη εκπληρωθεί (περίπτωση Σ.Μ.Ε.) ή εξασκηθεί (περίπτωση δικαιωμάτων προαίρεσης).

Άμεσο Εκκαθαριστικό Μέλος

Είναι το μέλος της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. το οποίο καταρτίζει και εκκαθαρίζει τις συναλλαγές που πραγματοποιεί για τους πελάτες του και για δικό του λογαριασμό.

Αντιστάθμιση Κινδύνου

Η προστασία της αξίας ενός χαρτοφυλακίου μετοχών δημιουργώντας αντισταθμιστικές θέσεις στην αγορά παραγώγων μέσω των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης ή δικαιωμάτων προαίρεσης.

Ανοιχτό ενδιαφέρον

Είναι ο αριθμός των ανοικτών συμβολαίων είτε πρόκειται για συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης είτε για δικαιώματα.

Ειδικός Διαπραγματευτής Τύπου Α

Η κατηγορία αυτών των μελών του χρηματιστηρίου, έχει το δικαίωμα να πραγματοποιεί συναλλαγές επί παραγώγων τόσο για τους πελάτες τους όσο και για ίδιο λογαριασμό.

Ειδικός Διαπραγματευτής Τύπου Β

Η κατηγορία αυτή των μελών μπορεί να πραγματοποιεί πράξεις επί παραγώγων τόσο για τους πελάτες τους όσο και για ίδιο λογαριασμό. Επιπλέον έχουν την υποχρέωση να διαβιβάζουν σε συνεχή βάση, ταυτόχρονα δηλώσεις προσφοράς (bid) και δηλώσεις ζήτησης (ask) για ένα ελάχιστο αριθμό συμβολαίων.

Εκκαθάριση

Πρόκειται για οριστική διευθέτηση μιας συναλλαγής παράγωγων χρηματοοικονομικών προϊόντων μέσω της οποίας τα δύο μέρη –ο αγοραστής και ο πωλητής- εκπληρώνουν τις υποχρεώσεις τους παραδίδοντας τους τίτλους και εισπράττοντας το αντίστοιχο χρηματικό ποσό.

Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών

Είναι η εταιρεία η οποία μέσω των μελών της κάνει την εκκαθάριση των συναλλαγών από παράγωγα. Στη αγορά των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης εξασφαλίζει την εκπλήρωση των υποχρεώσεων και των δύο μερών και στην αγορά των δικαιωμάτων προαίρεσης εξασφαλίζει ότι ο πωλητής θα εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του.

Ημερομηνία Παράδοσης

Είναι η ημέρα στη οποία ο πωλητής ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης υποχρεούται να παραδώσει την υποκείμενη αξία στον αγοραστή στην προσυμφωνημένη τιμή.

Θέση Αγοράς

Όταν ο επενδυτής συμφωνεί να αγοράσει κάποιο παράγωγο λαμβάνει θέση αγοράς.

Θέση Πώλησης

Όταν ο επενδυτής συμφωνεί να πουλήσει ένα παράγωγο λαμβάνει θέση πώλησης.

Καθημερινή Αποτίμηση

Η λογιστική διαδικασία που πραγματοποιείται κάθε ημέρα μετά το τέλος της συνεδρίασης κατά την οποία προσαρμόζονται οι τιμές των συμβολαίων προκειμένου να υπολογιστούν τα κέρδη ή οι ζημίες της κάθε ανοιχτής θέσης.

Κερδοσκοπία χωρίς κίνδυνο (arbitrage)

Με τον όρο αυτόν εννοούμε τις στρατηγικές μέσω των οποίων ο επενδυτής μπορεί να πετύχει χωρίς κίνδυνο μια απόφαση υψηλότερη από το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο.

Κίνδυνος της Αγοράς

Ο κίνδυνος της αγοράς ή συστηματικός κίνδυνος αντανακλά την γενική κατάσταση της οικονομίας. Όλες οι μετοχές των εισηγμένων εταιρειών είναι εκτεθειμένες στον κίνδυνο της αγοράς.

Κλείσιμο ανοικτής θέσης

Ανάλογα με τη θέση που έχει πάρει κάποιος αρχικά σε ένα συμβόλαιο, μπορεί να πάρει αργότερα αντίθετη θέση σε ένα ίδιο συμβόλαιο, με τον ίδιο μήνα παράδοσης και να κλείσει την θέση του.

Μη συστηματικός κίνδυνος

Ο μη συστηματικός κίνδυνος σχετίζεται αποκλειστικά με παράγοντες που αφορούν μια συγκεκριμένη εταιρεία. Διαφοροποιώντας ένα χαρτοφυλάκιο μπορούμε να μειώσουμε έως και να εξαλείψουμε το μη συστηματικό κίνδυνο.

Μόχλευση

Η χρηματοοικονομική μόχλευση αφορά στη δυνατότητα χρήσης ενός κεφαλαίου μέσω πληρωμής τόκου για την πραγματοποίηση μιας επένδυσης, της οποίας η απόδοση υπερβαίνει το αρχικό τοκοχρεωλύσιο.

Παράγωγα Προϊόντα

Τα παράγωγα είναι χρηματοοικονομικά προϊόντα των οποίων η τιμή εξαρτάται από την αξία άλλων υποκείμενων τίτλων. Αυτοί μπορεί να είναι μετοχές, χρηματιστηριακοί δείκτες, συναλλαγματικές ισοτιμίες, κρατικά ομόλογα, επιτόκια, εμπορεύματα, πολύτιμα μέταλλα, κ.λ.π.

Περιθώριο Ασφάλειας

Είναι το απαιτούμενο χρηματικό ποσό από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. που ο πελάτης υποχρεούται να καταθέσει στον λογαριασμό του σε μια από τις τράπεζες Θεματοφυλακής ως εγγύηση ότι θα τηρήσει τις υποχρεώσεις του από τις συναλλαγές του σε παράγωγα προϊόντα που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο.

Προθεσμιακά συμβόλαια

Είναι μια συμφωνία δύο μερών, αγορά ή πώλησης μιας αξίας ή ενός εμπορεύματος που θα πραγματοποιηθεί σε κάποια συγκεκριμένη στιγμή στο μέλλον και σε ορισμένη τιμή. Διαπραγματεύονται σε μη οργανωμένες αγορές και είναι προσαρμοσμένα στις ανάγκες των συμμετεχόντων στην αγορά.

Πολλαπλασιαστής

Χρησιμοποιείται στην περίπτωση των παράγωγων προϊόντων που ως υποκείμενη αξία έχουν κάποιον χρηματιστηριακό δείκτη, προκειμένου να γίνει μετατροπή των τιμών του δείκτη ανά συμβόλαιο σε ισοδύναμα μιας νομισματικής μονάδας.

Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης

Είναι μια δεσμευτική συμφωνία μεταξύ δύο μερών να αγοράσουν ή να πουλήσουν τον υποκείμενο τίτλο σε κάποια συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία και σε μια ορισμένη τιμή. Τα Σ.Μ.Ε. διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές.

Τιμή Εκκαθάρισης Σ.Μ.Ε.

Είναι η τιμή βάσει της οποίας πραγματοποιείται η εκκαθάριση της εκάστοτε συναλλαγής.

Τράπεζα Διακανονισμού

Το χρηματιστηριακό ίδρυμα στο οποίο πραγματοποιείται ο χρηματικός διακανονισμός των συναλλαγών επί παραγώγων προϊόντων.

Τράπεζα Θεματοφυλακής (Margin Bank)

Το χρηματιστηριακό ίδρυμα στο οποίο έχουν κατατεθεί τα περιθώρια ασφάλισης των συναλλασσόμενων σε παράγωγα προϊόντα.

Χρηματικός Διακανονισμός

Αφορά στη χρηματική ικανοποίηση μιας συναλλαγής που έχει πραγματοποιηθεί μεταξύ δυο μερών.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ